

Relatório de Inflação

28 de março de 2024

Diogo Guillen



Cenário de referência

Cenário externo

- O ambiente externo segue volátil, marcado pelos debates sobre o início da flexibilização de política monetária nas principais economias e a velocidade com que se observará a queda da inflação de forma sustentada em diversos países.
- Os bancos centrais das principais economias permanecem determinados em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas em um ambiente marcado por pressões nos mercados de trabalho.
- O Comitê avalia que o cenário segue exigindo cautela por parte de países emergentes.

Atividade econômica

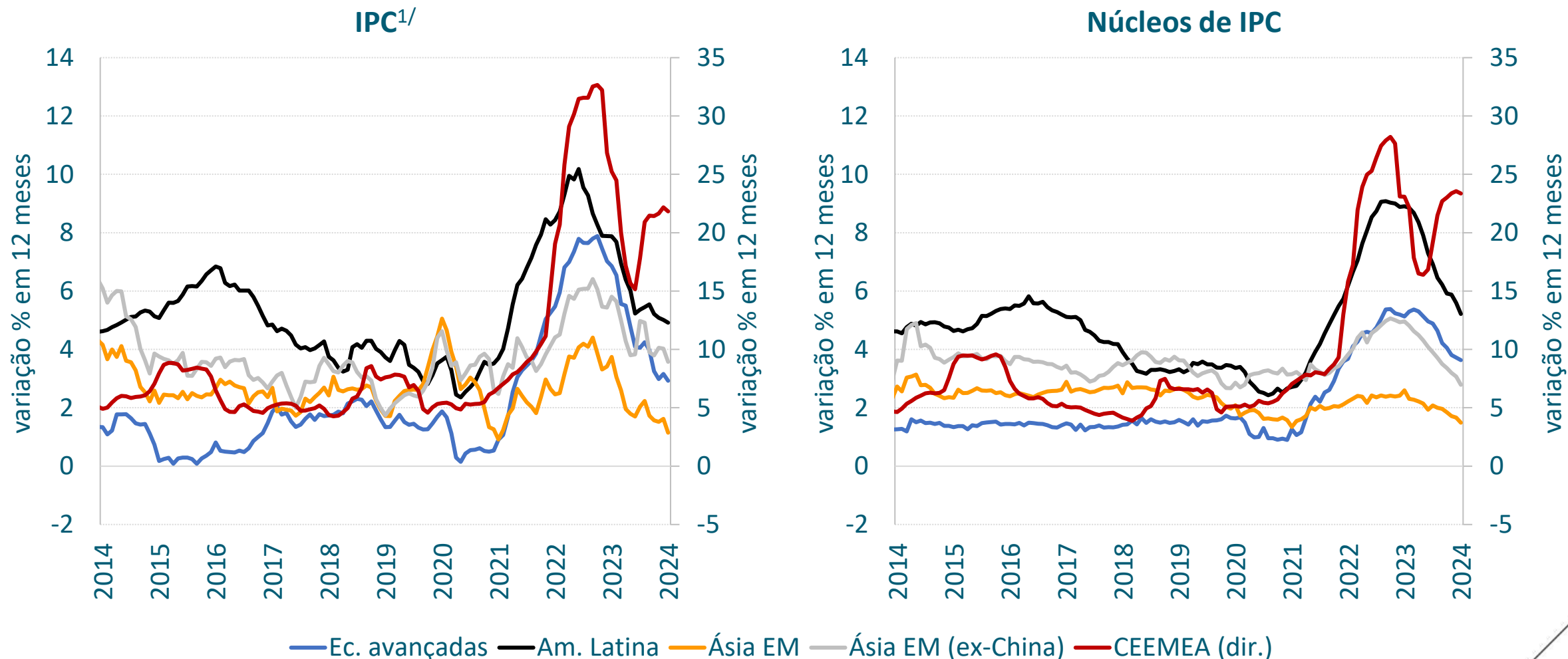
- O conjunto dos indicadores de atividade econômica segue consistente com o cenário de desaceleração da economia antecipado pelo Copom.

Inflação

- A inflação cheia ao consumidor manteve trajetória de desinflação, enquanto as medidas de inflação subjacente se situaram acima da meta para a inflação nas divulgações mais recentes.
- As expectativas de inflação para 2024 e 2025 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 3,8% e 3,5%, respectivamente.

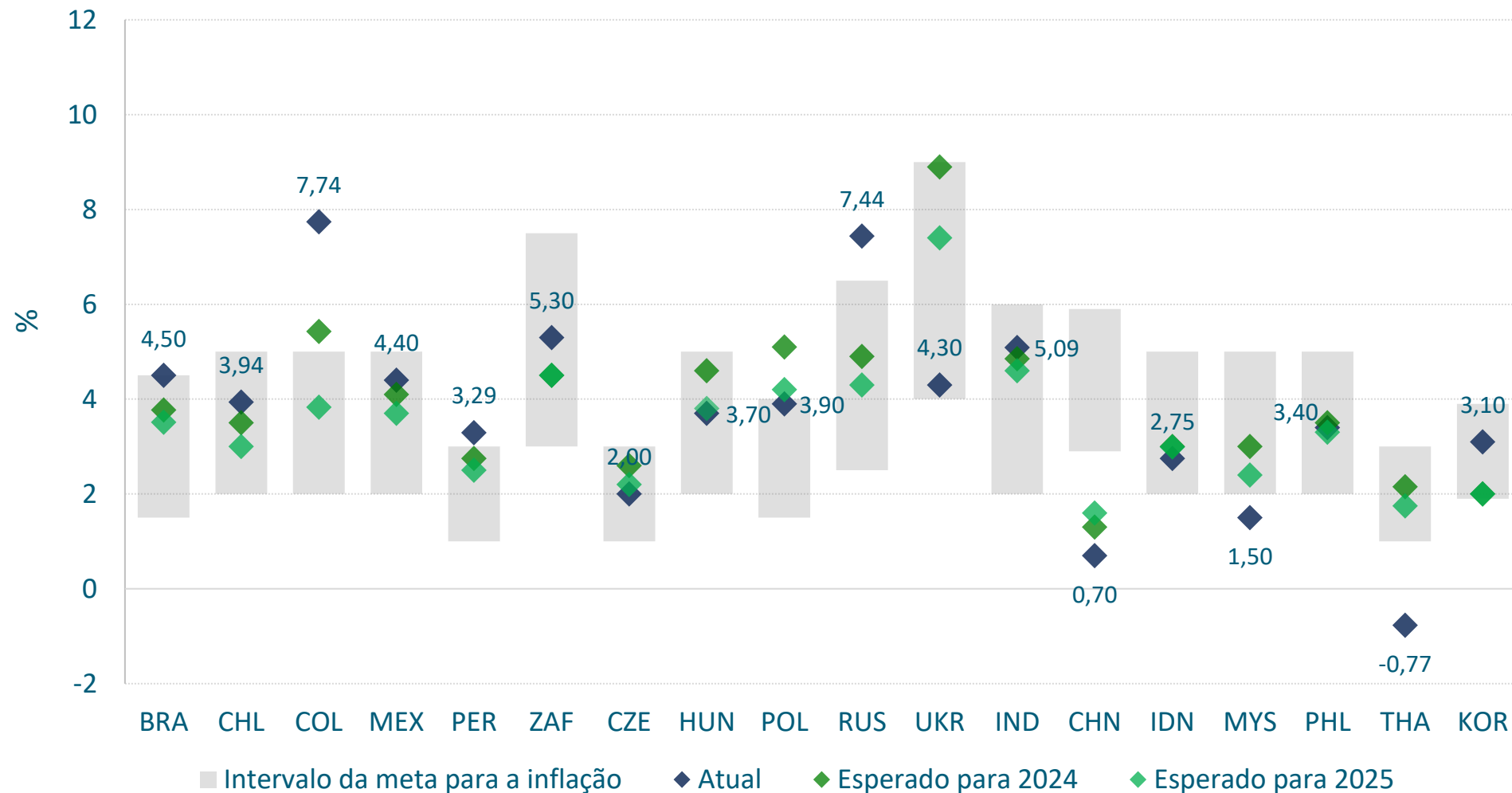
Cenário externo

Preços ao consumidor e núcleos de inflação



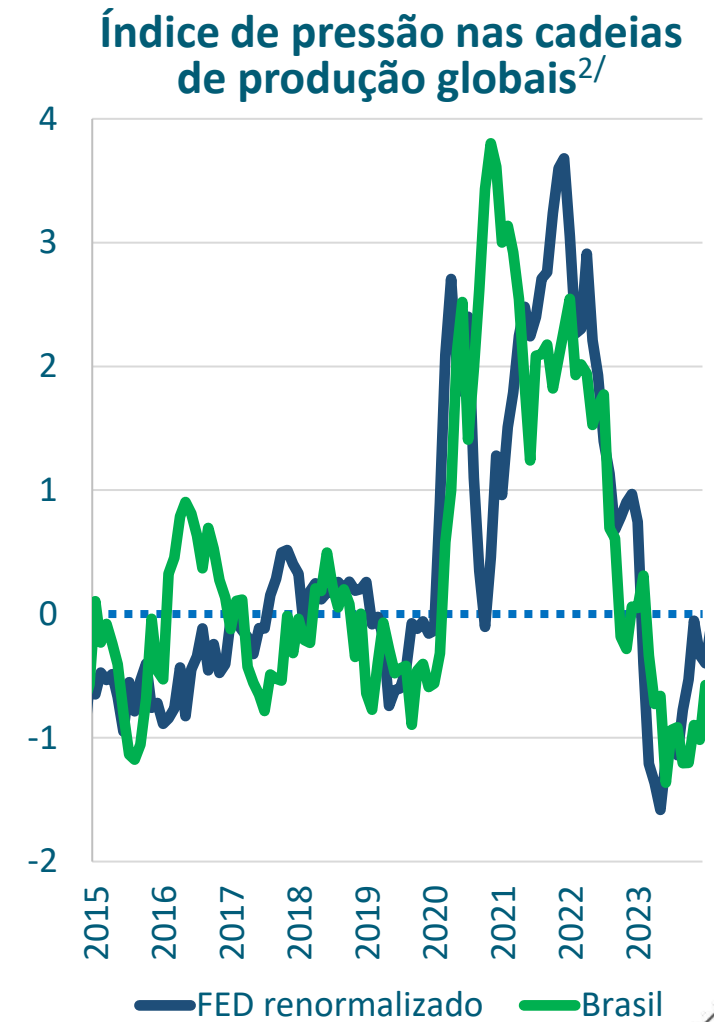
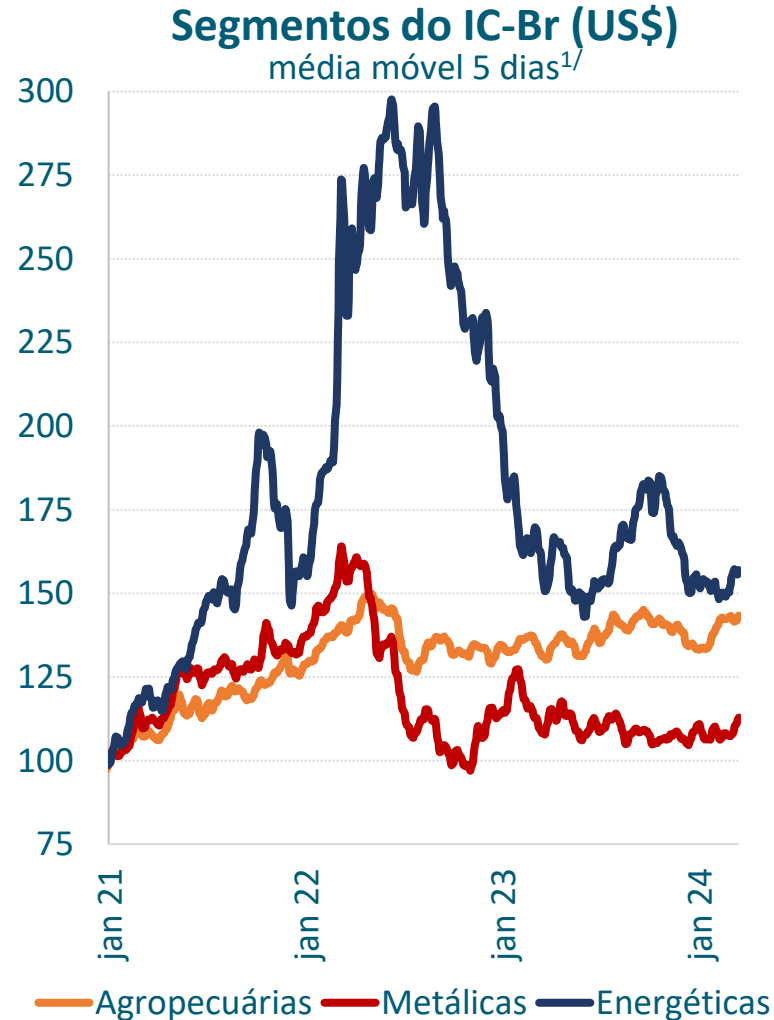
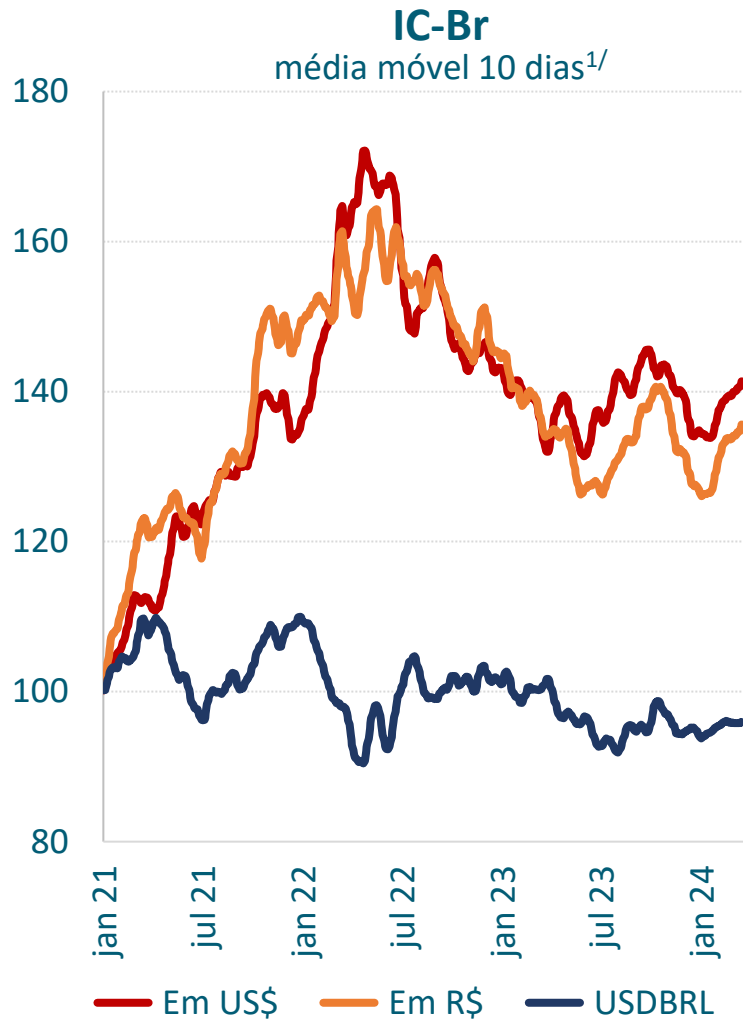
Fonte: Bloomberg

Expectativas de inflação



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais

Commodities e cadeias de produção globais



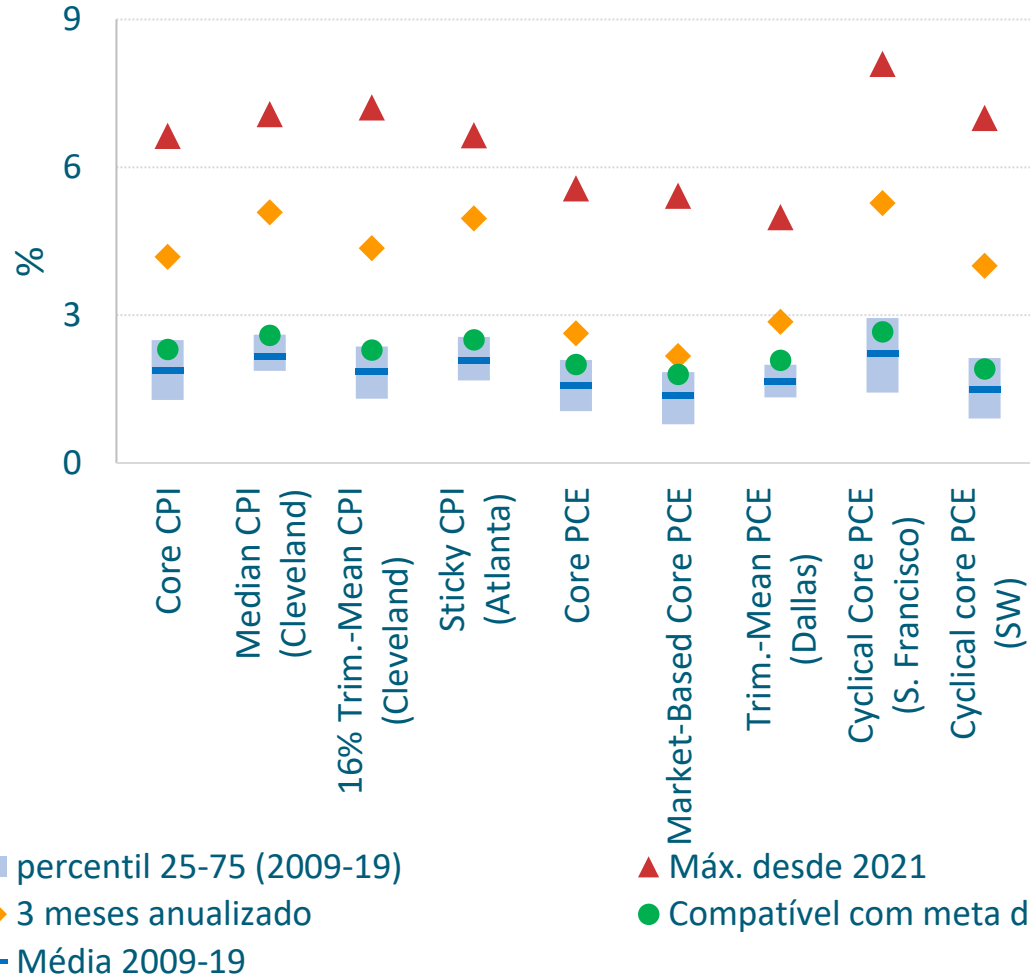
Fontes: BC e Federal Reserve de Nova York

1/ Índice 31/12/2020 = 100 (dados até 15 de março)

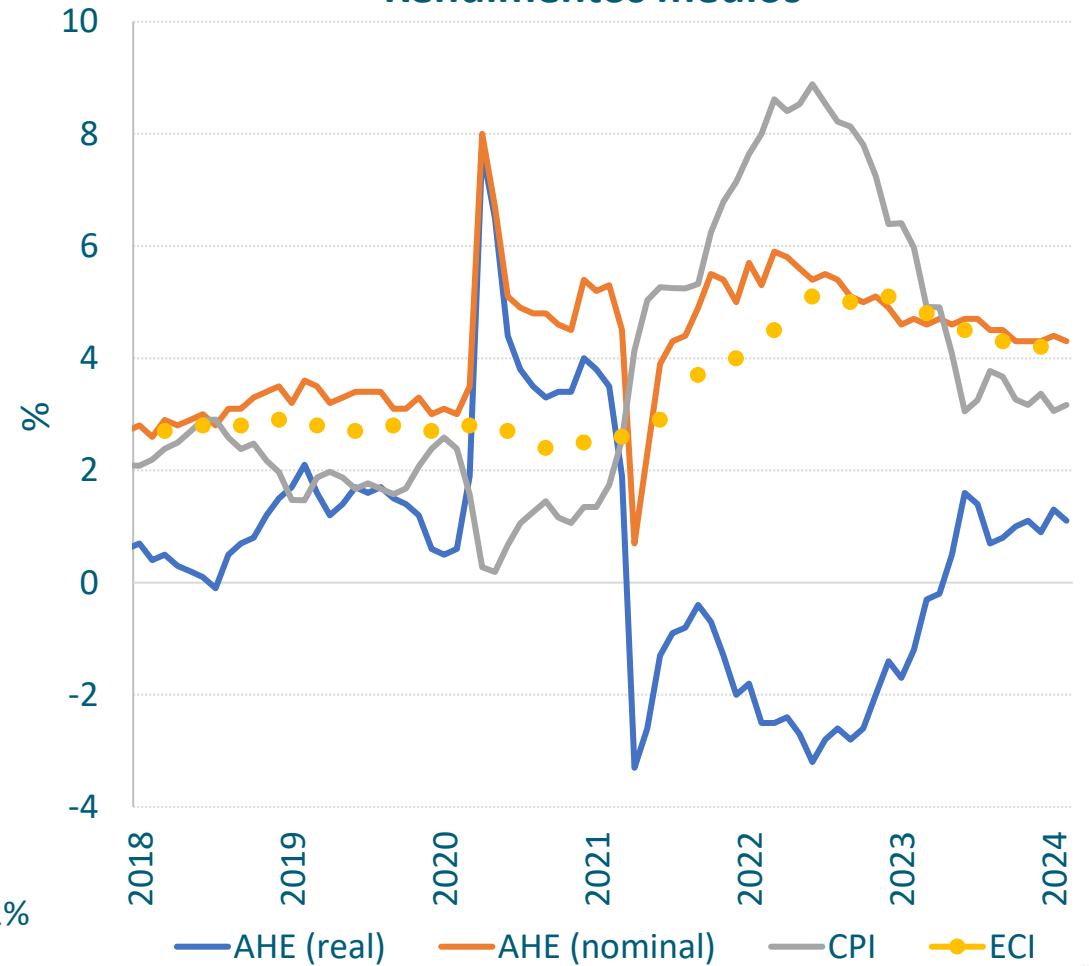
2/ desvios-padrão em relação à média; dados preliminares para fev/24

Núcleos de inflação e salários nos Estados Unidos

Medidas alternativas de núcleo de inflação



Rendimentos médios

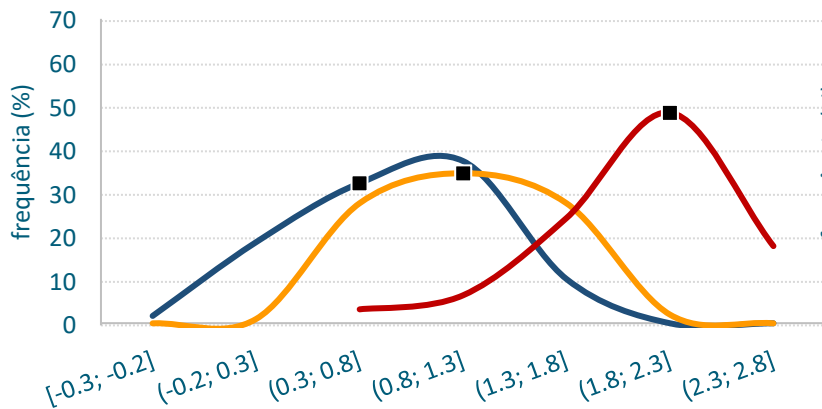


Fonte: Fed Atlanta, Fed S. Francisco e Bloomberg

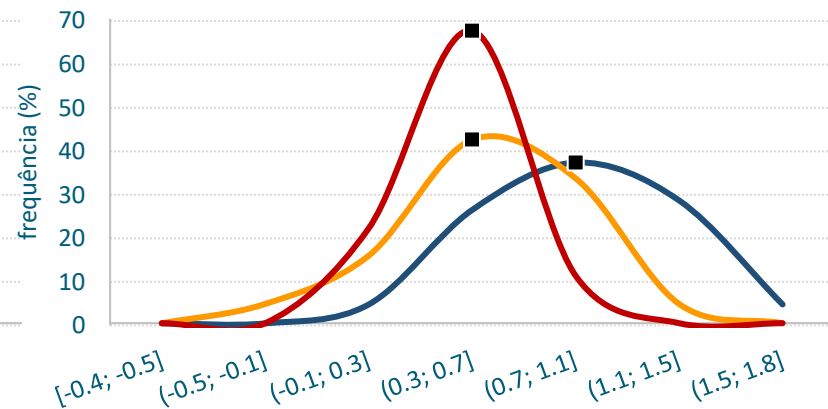
AHE: average hourly earnings (rendimento médio por hora); ECI: employment cost index (índice de custo de emprego)

Expectativas de crescimento do PIB

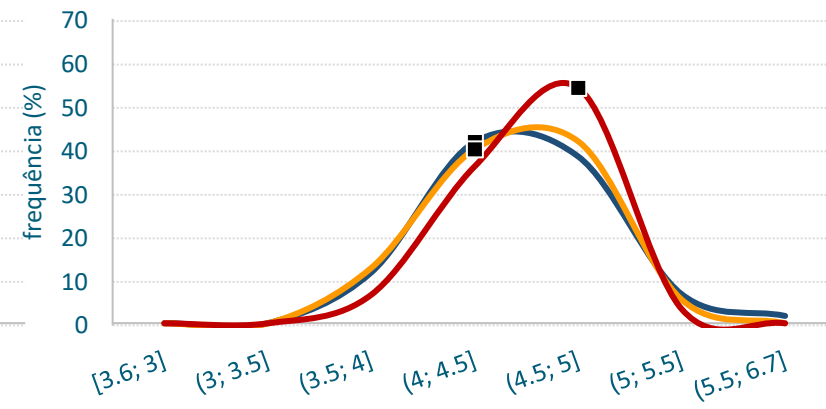
PIB EUA 2024



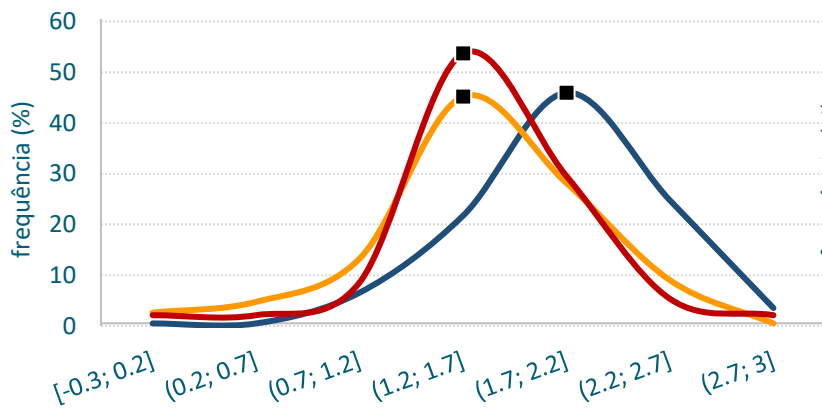
PIB Área do Euro 2024



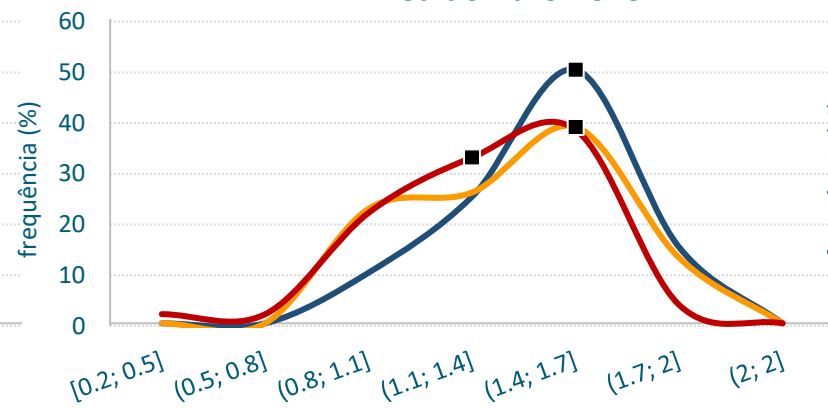
PIB China 2024



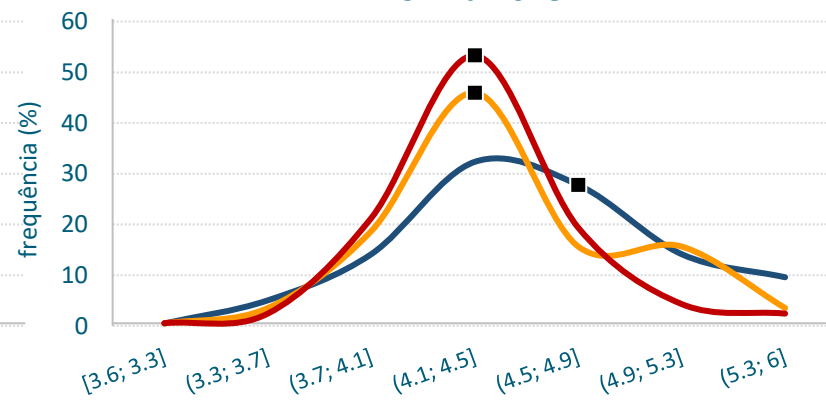
PIB EUA 2025



PIB Área do Euro 2025



PIB China 2025

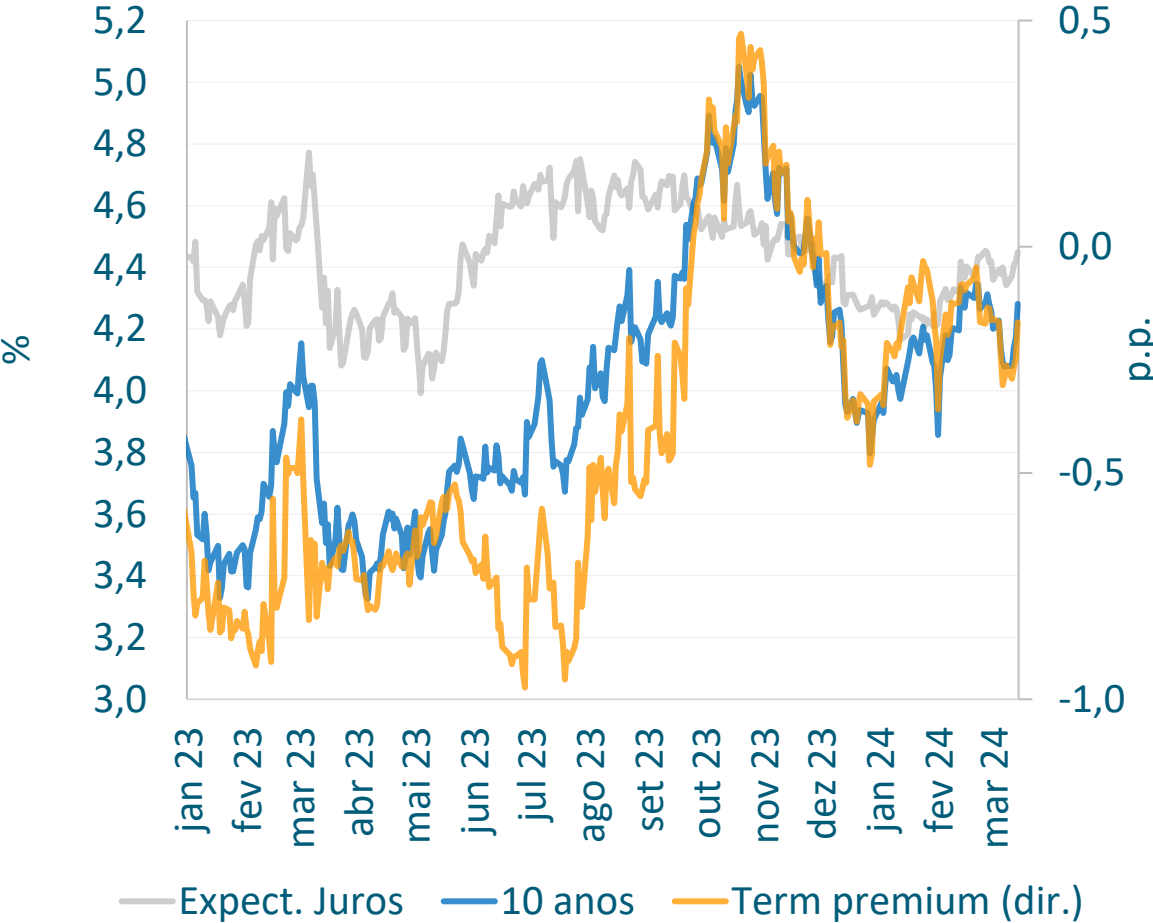


— em agosto de 2023 — em novembro de 2023 — em fevereiro de 2024 ■ mediana

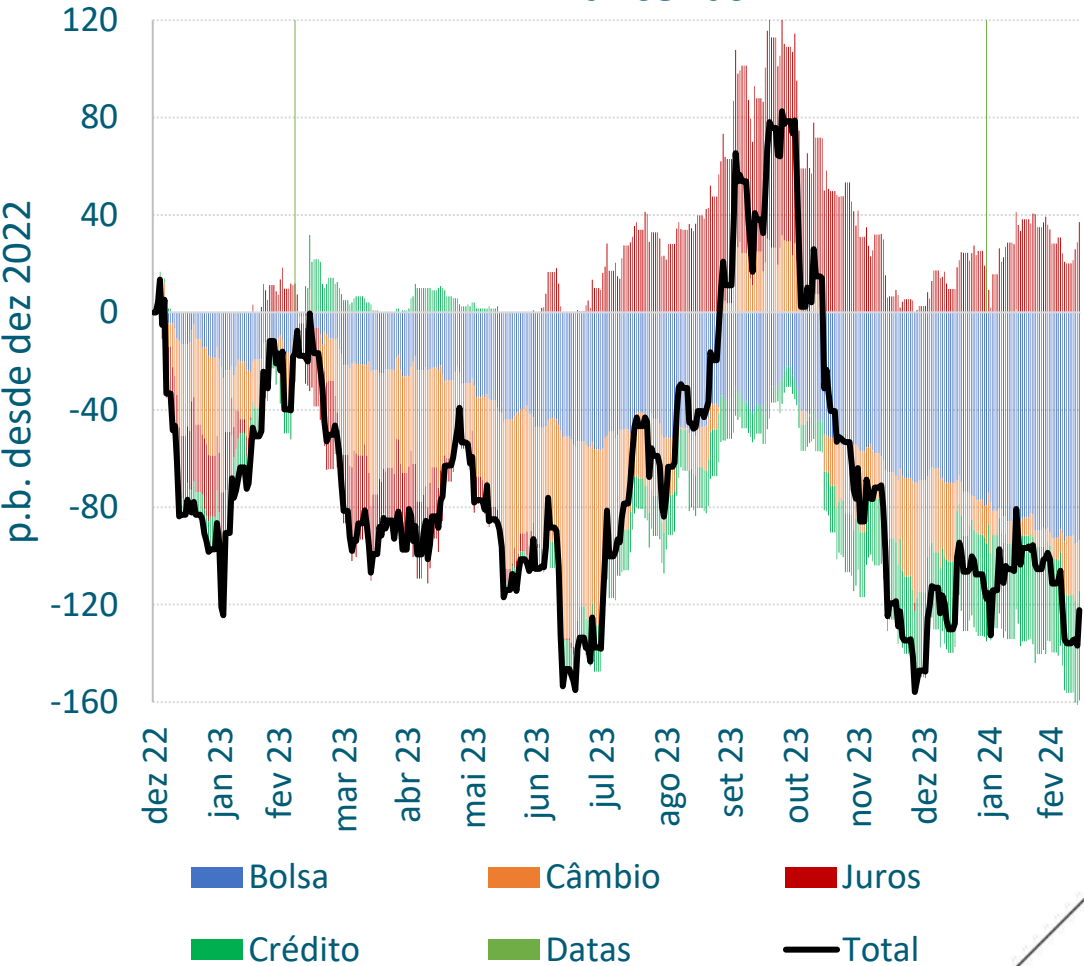
Fonte: Bloomberg

Juros no exterior

Taxa de 10 anos e *term premium*



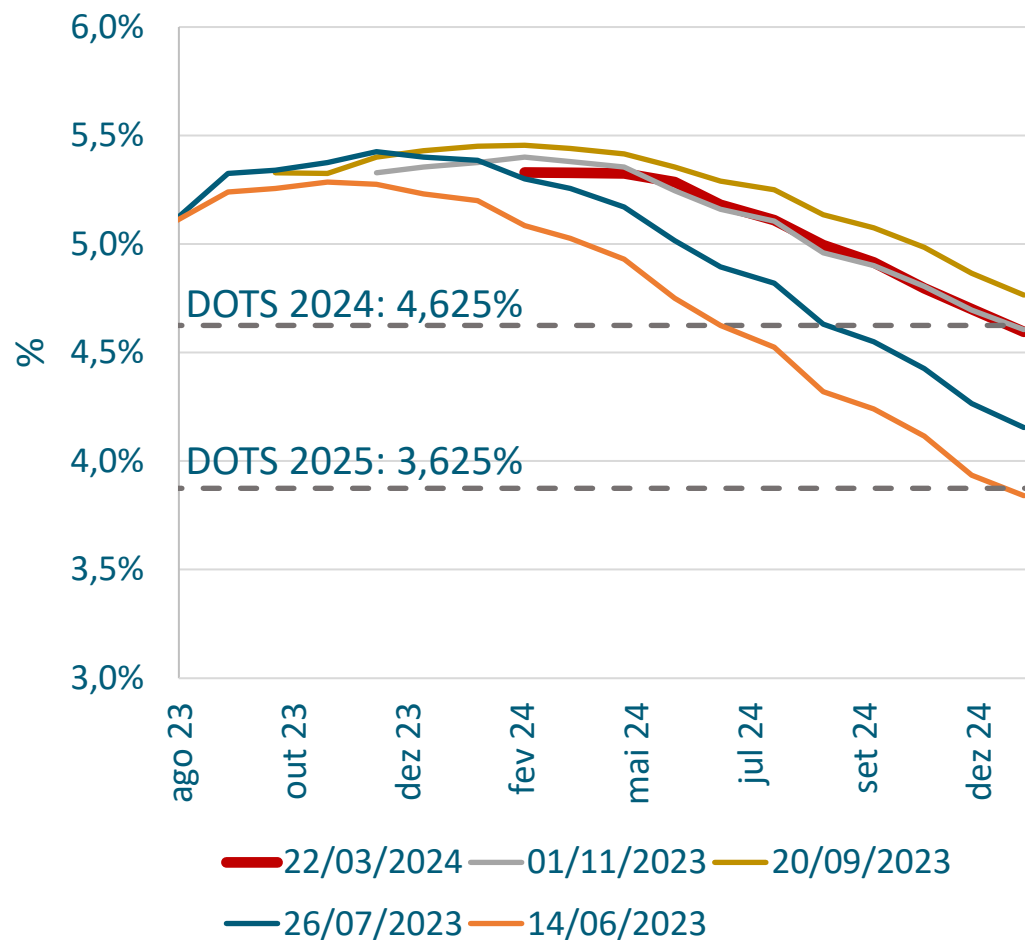
Equivalente em Federal Funds das condições financeiras



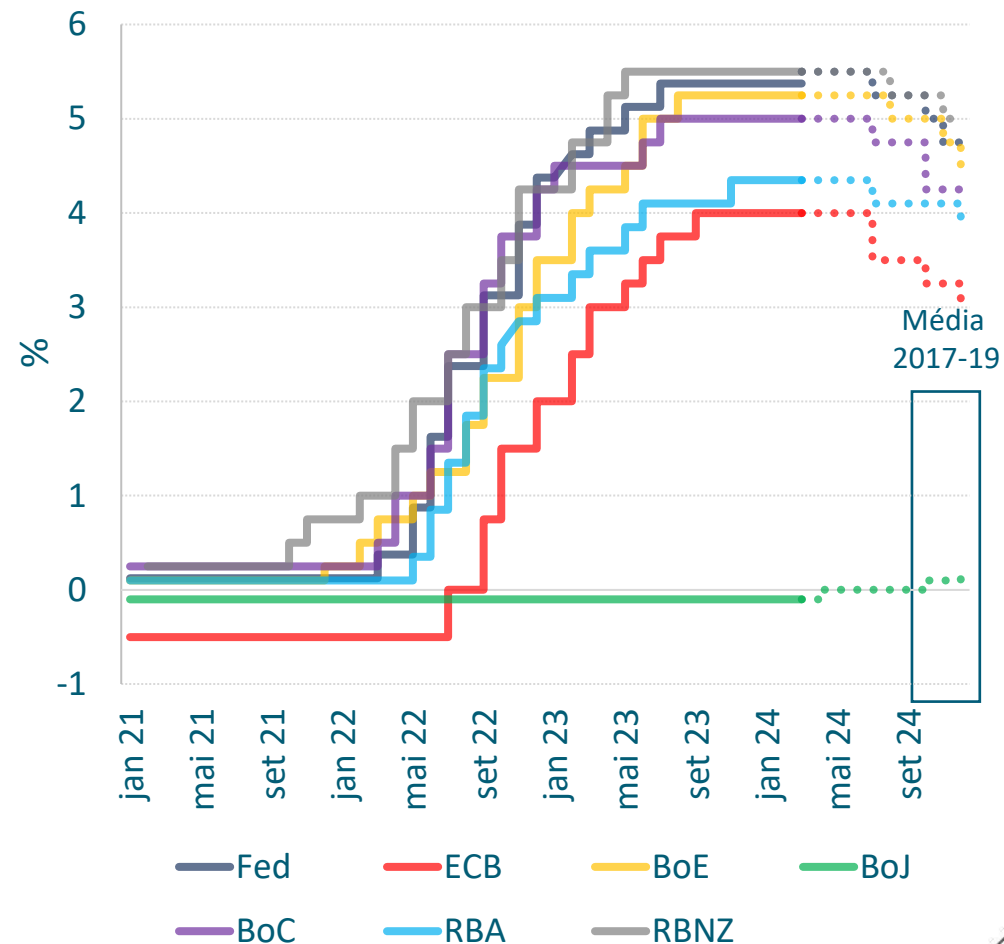
Fonte: Bloomberg

Política monetária, juros e inflação

USA – Taxa de juros terminal no mercado futuro



Taxas de juros e expectativa de mercado^{1/}

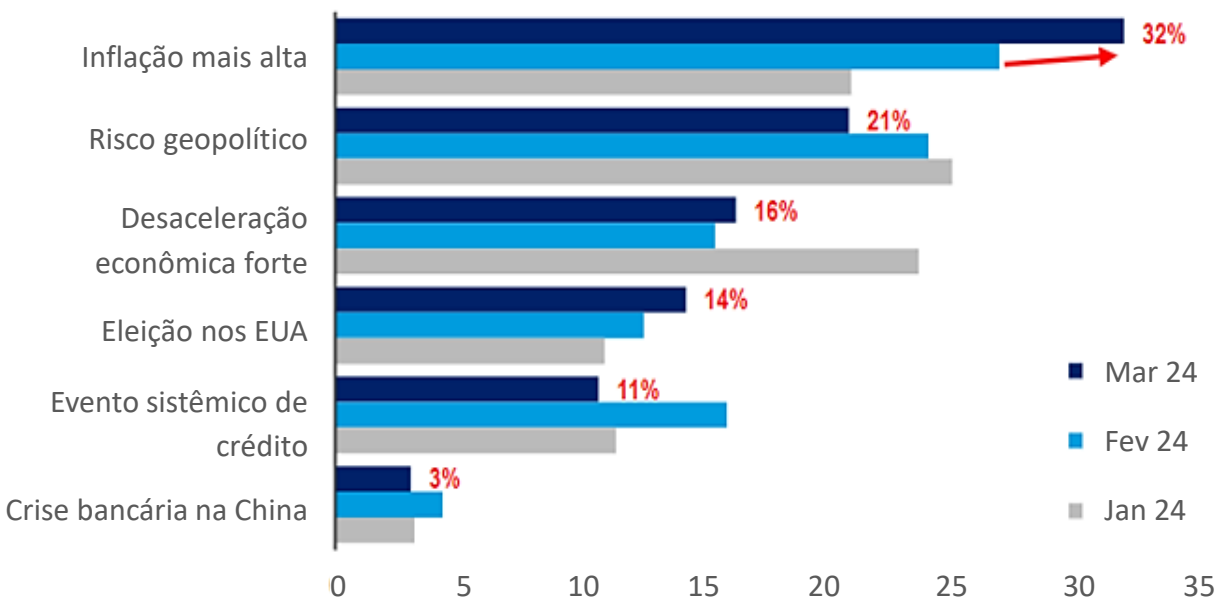


Fonte: Bloomberg

Riscos para a economia global

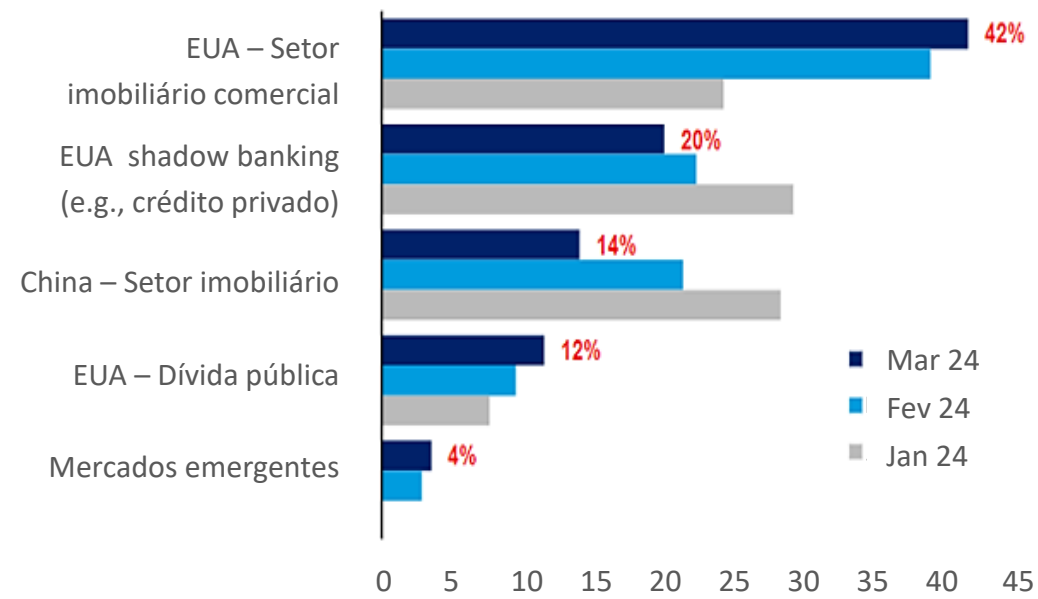
Riscos de cauda (%)

Qual você considera ser o maior risco de cauda?



Fontes de risco sistêmico de crédito (%)

Qual seria a origem mais provável de um evento sistêmico de crédito?



Fonte: BofA Global Fund Manager Survey (Março 2024)

Boxe – Projeções para as contas externas de 2024

Discriminação	US\$ bilhões			
	2023	2024	Projeção 2024	
	Ano	Jan	Anterior	Atual
Transações correntes	-29	-5	-35	-48
Balança comercial	81	4	73	59
Exportações	344	27	343	330
Importações	264	23	270	271
Serviços	-38	-3	-40	-40
dos quais: viagens	-8	0	-12	-12
dos quais: transportes	-13	-1	-14	-14
Renda primária	-72	-6	-68	-68
dos quais: juros	-28	-4	-29	-29
dos quais: lucros e dividendos	-45	-2	-39	-39
Investimentos – passivos	91	17	80	80
IDP	62	9	70	70
Inv. Carteira	12	7	10	10
Outros inv. Passivos ¹	17	2	0	0

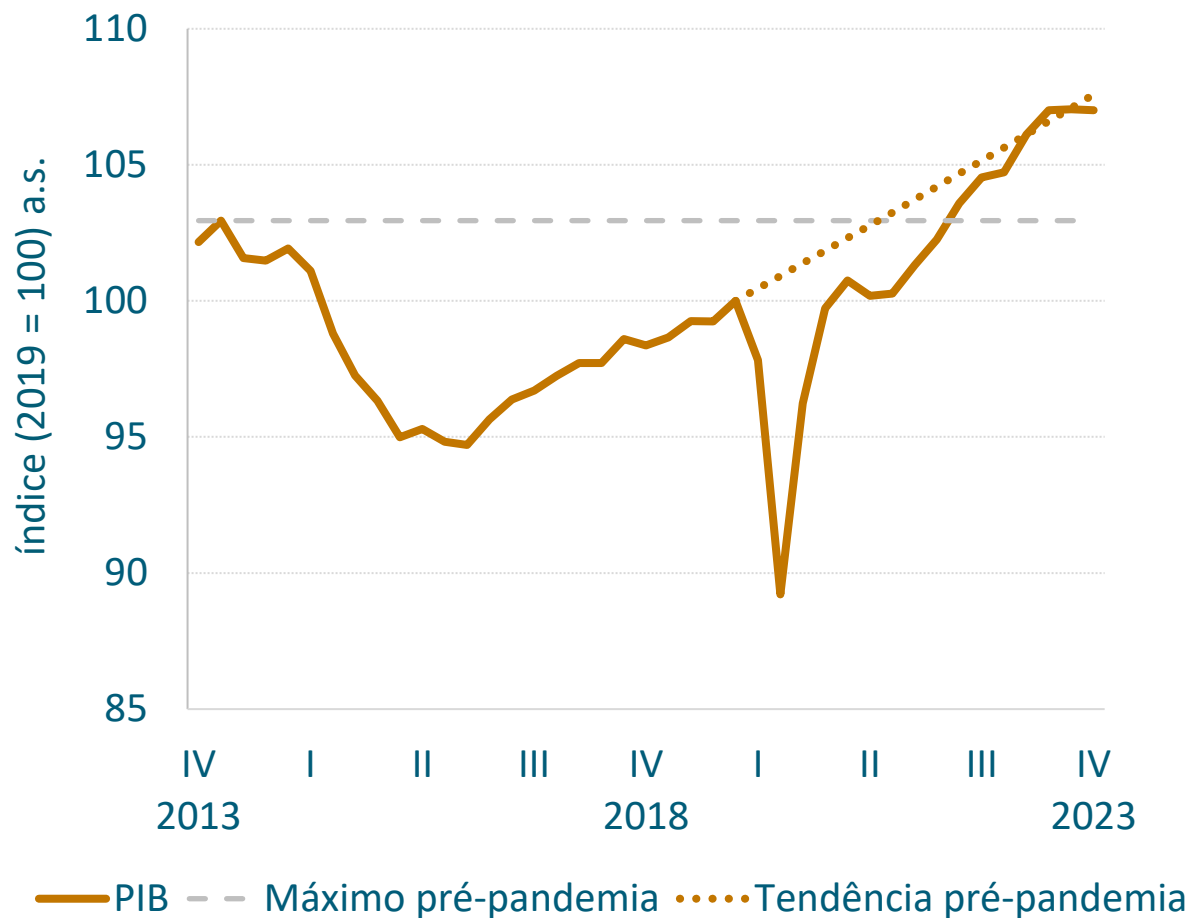
^{1/} Inclui empréstimos, créditos comerciais, depósitos e outros investimentos.

- Projeta-se aumento no déficit em transações correntes para 2,1% do PIB:
- Em relação ao Relatório anterior, espera-se saldo comercial menor em 2024, a despeito do começo de ano positivo;
 - ✓ Perspectiva de preço e volume de grãos inferiores a 2023 é o principal fator para redução no valor exportado;
- Foram mantidas as previsões de investimento direto no país (IDP) e investimento em carteira.
 - Em IDP, a dinâmica recente sugere maior contribuição do componente participação no capital, ante as operações intercompanhia.
- Apesar do aumento do déficit esperado, o cenário segue favorável, com superávit elevado na balança comercial e IDP em recuperação.

Atividade econômica

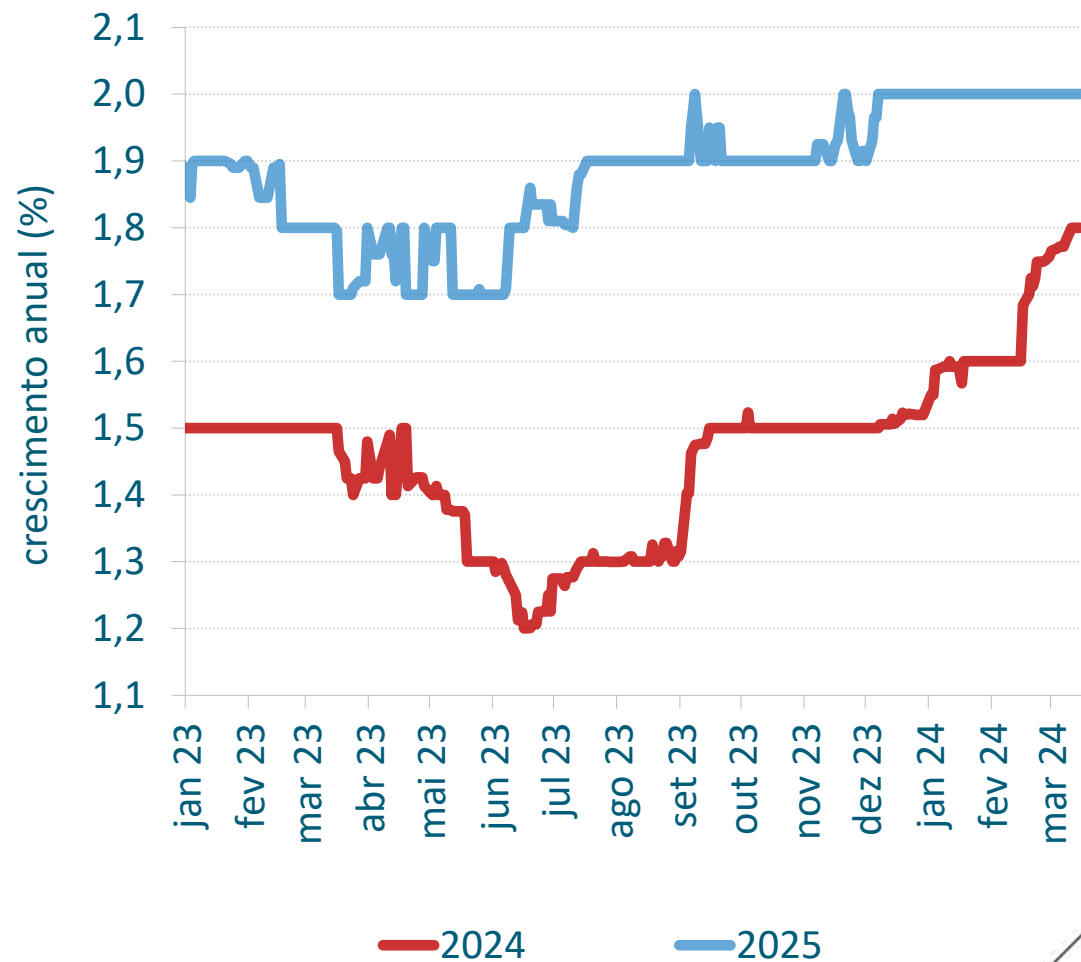
Crescimento do PIB

Produto Interno Bruto



Fontes: IBGE e BC

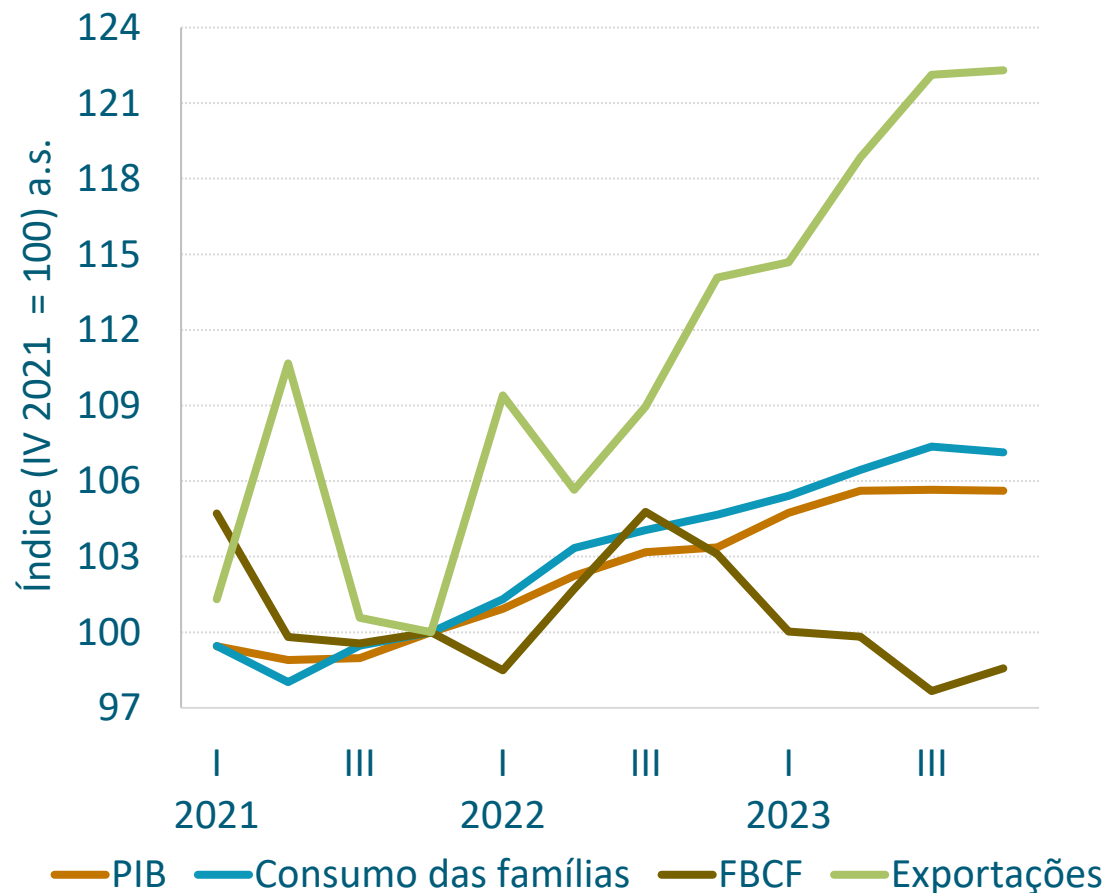
Expectativas para o crescimento PIB



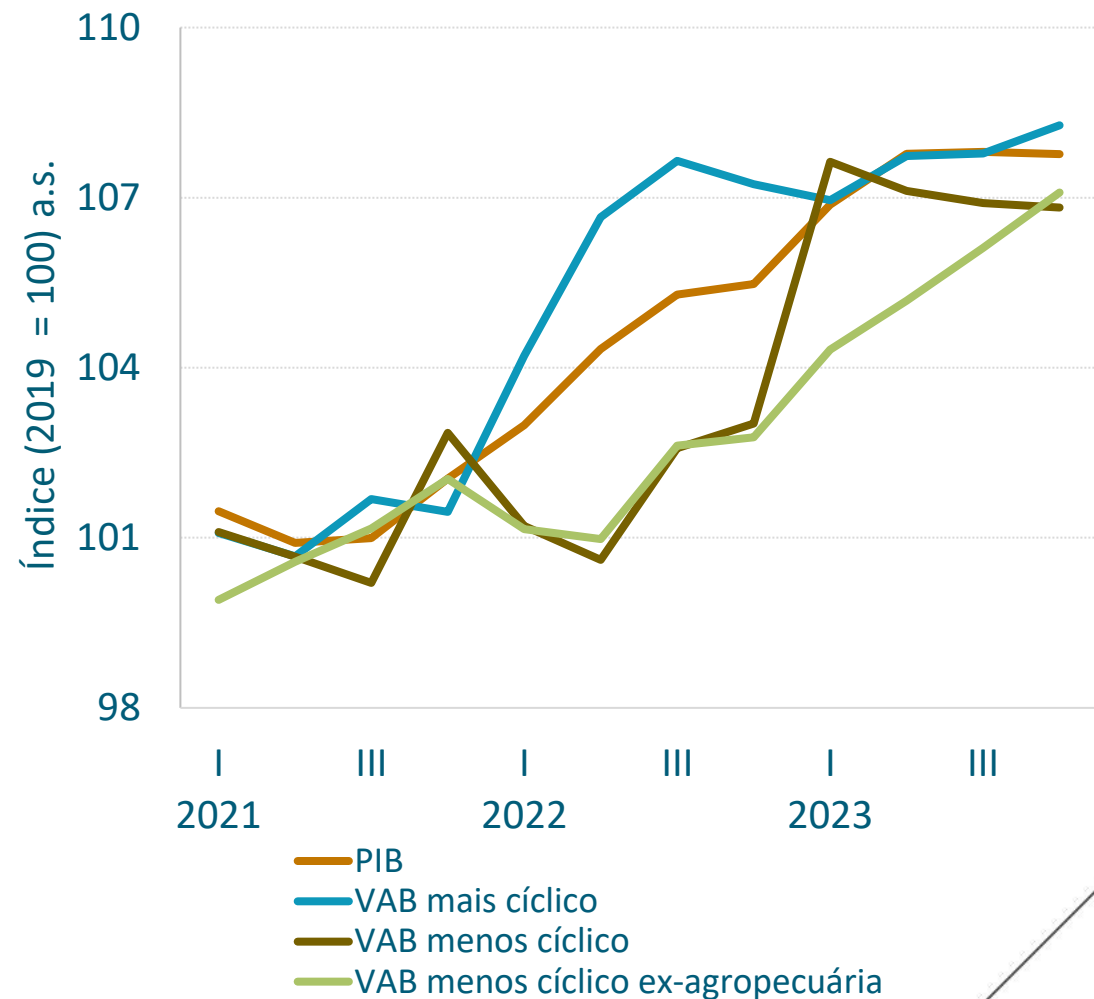
Focus: expectativas até 15 de março

Produto Interno Bruto

Produto Interno Bruto – Demanda



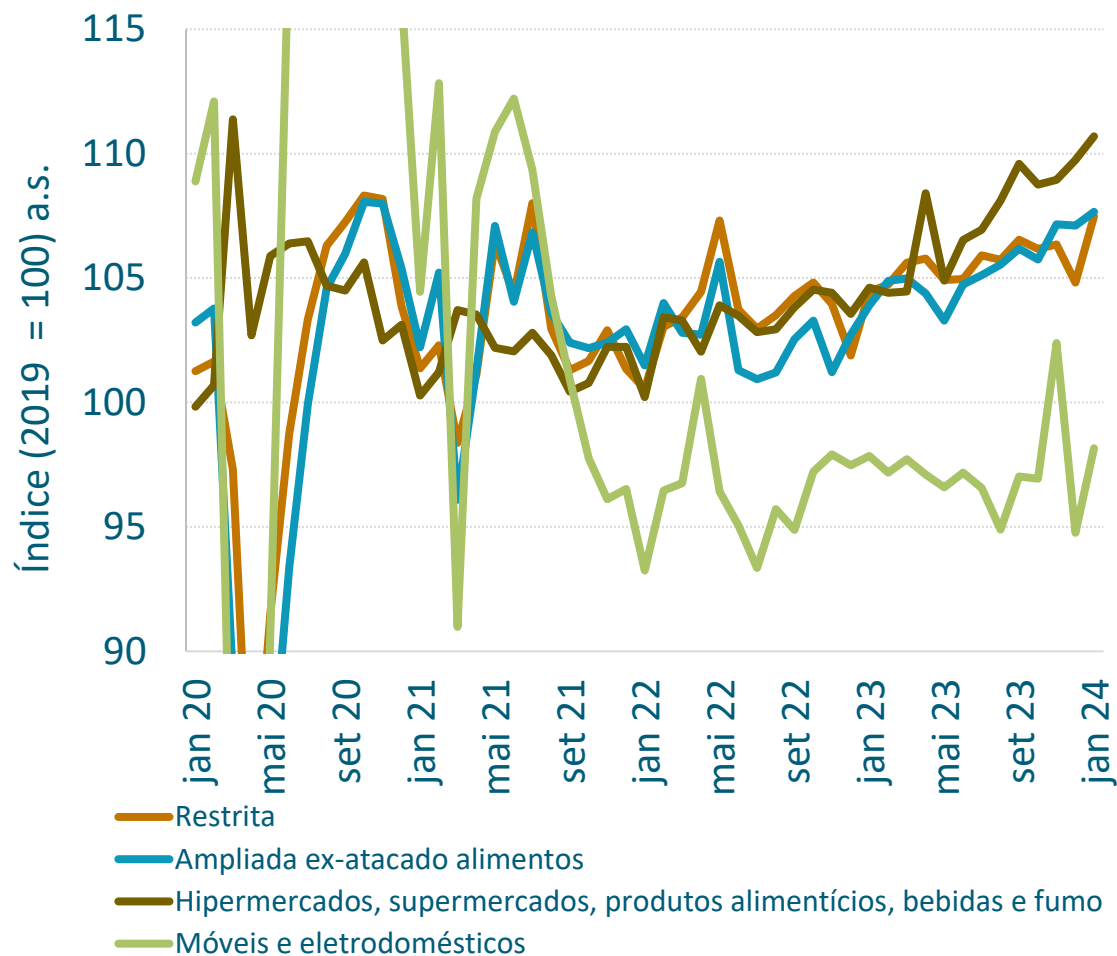
PIB – Componentes mais cíclicos e menos cíclicos



Fontes: IBGE e BC

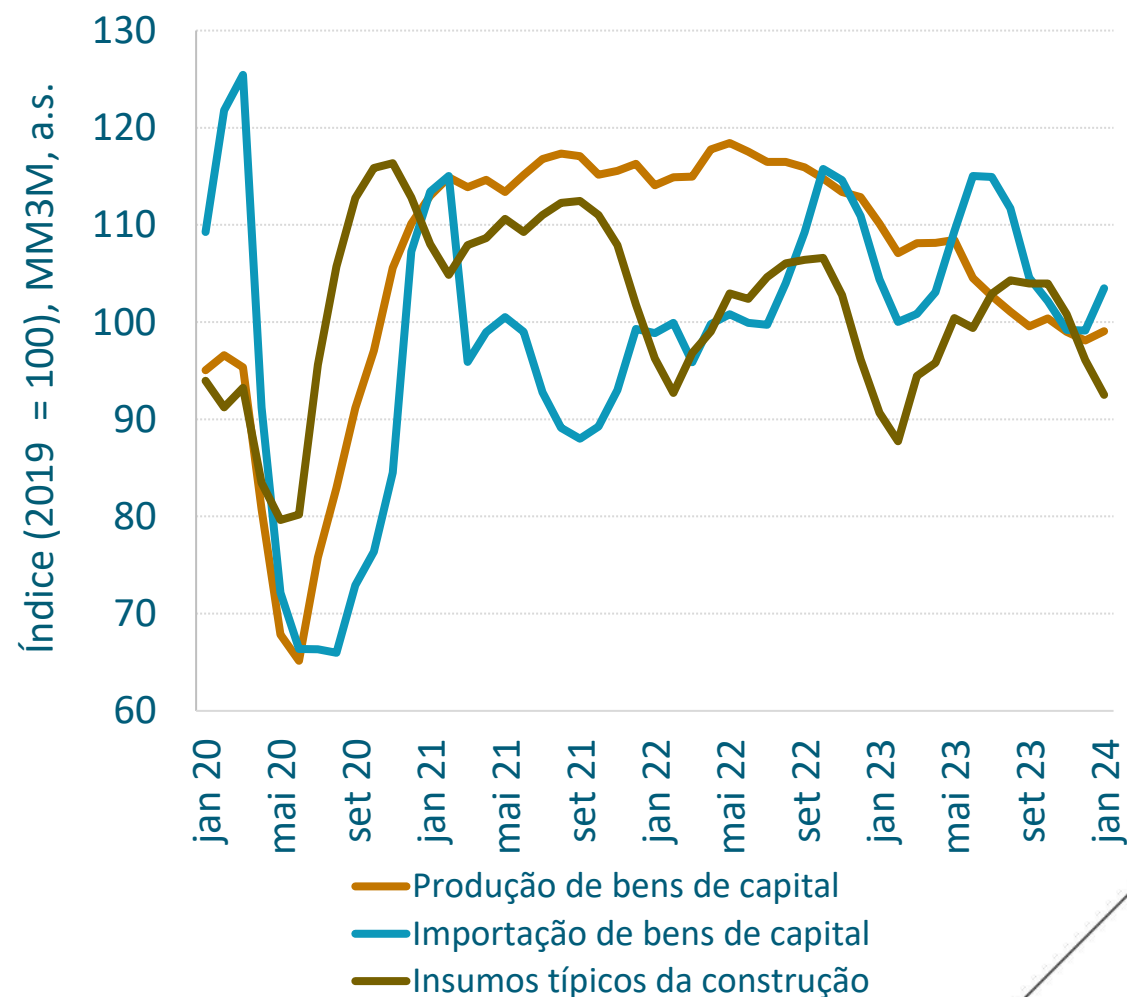
Proxies de consumo e investimento

Pesquisa mensal do comércio – PMC



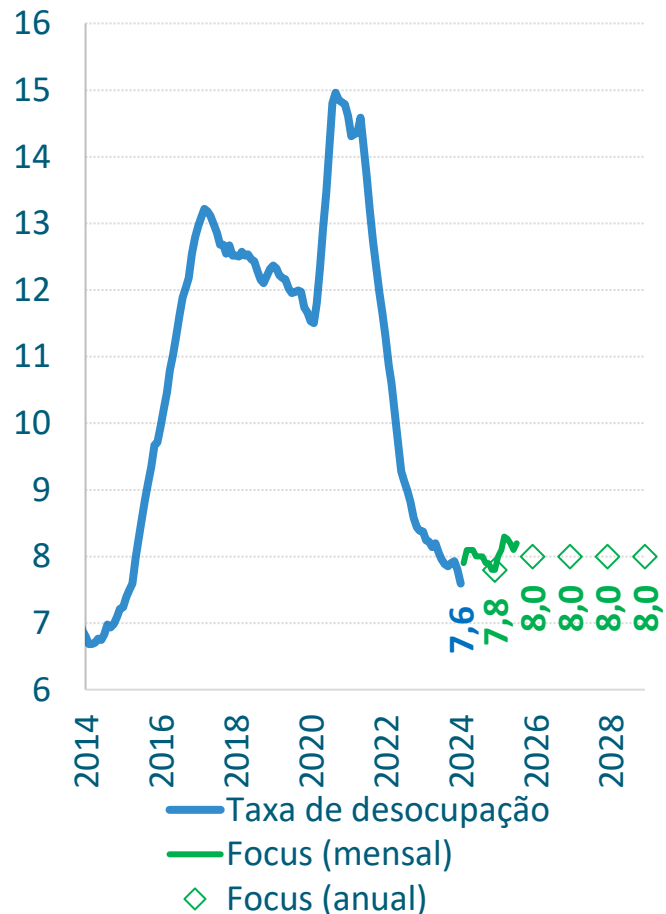
Fontes: IBGE e BC

Indicadores de investimentos

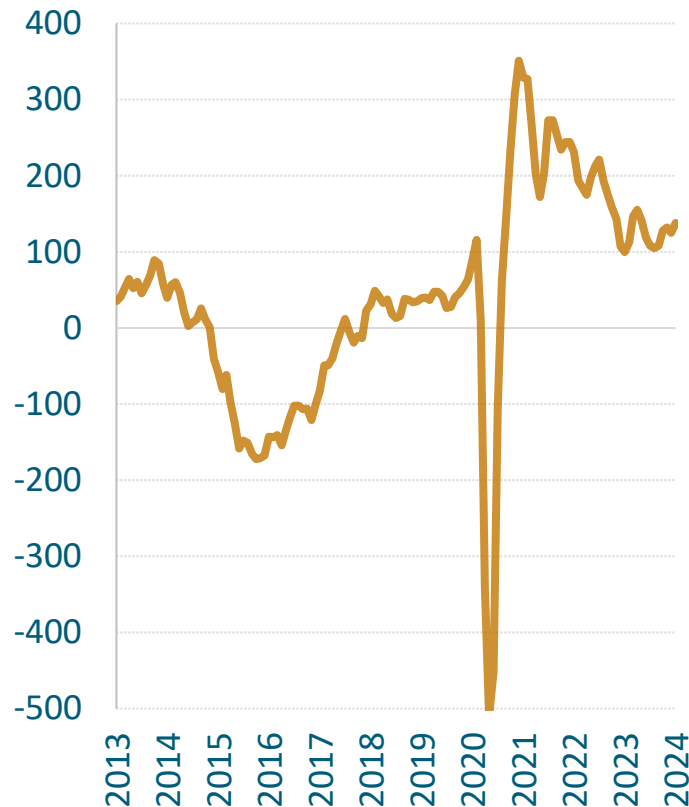


Mercado de trabalho – Desocupação

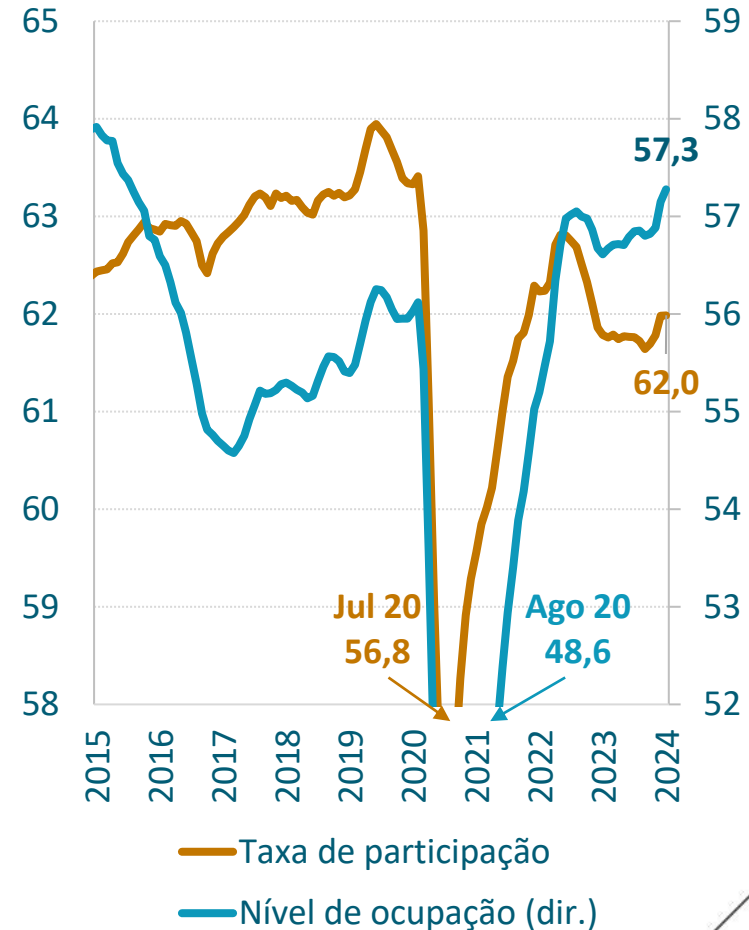
Taxa de desocupação^{1/}
%; a.s. MM3M



Geração de emprego formal
milhares, MM3M, a.s.



Taxa de participação e nível de ocupação
%, MM3M, a.s.



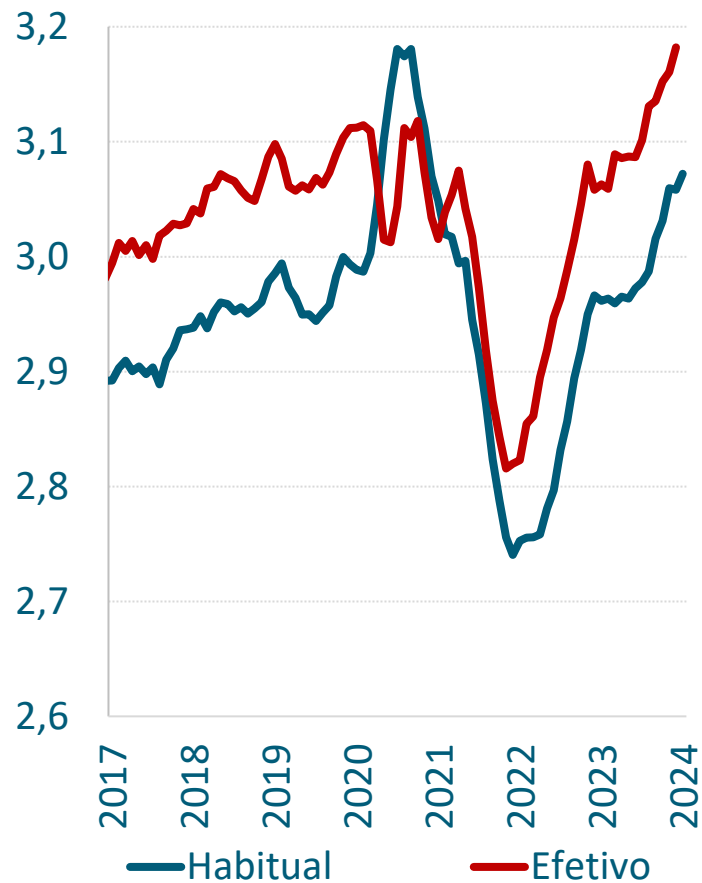
Fontes: IBGE, Ministério do Trabalho e BC

1/ Focus: expectativas para taxa de desocupação em 22 de março sem ajuste sazonal; expectativas anuais referem-se a dezembro de cada ano

Mercado de trabalho – Rendimentos

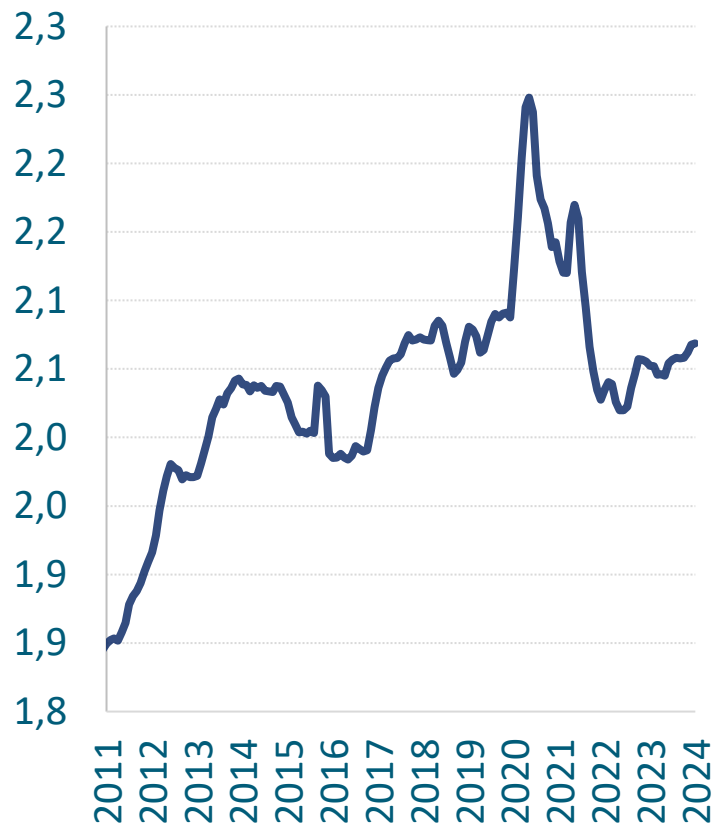
Rendimento real efetivo e habitual

milhares de reais de nov/23-jan/24; MM3M, a.s.



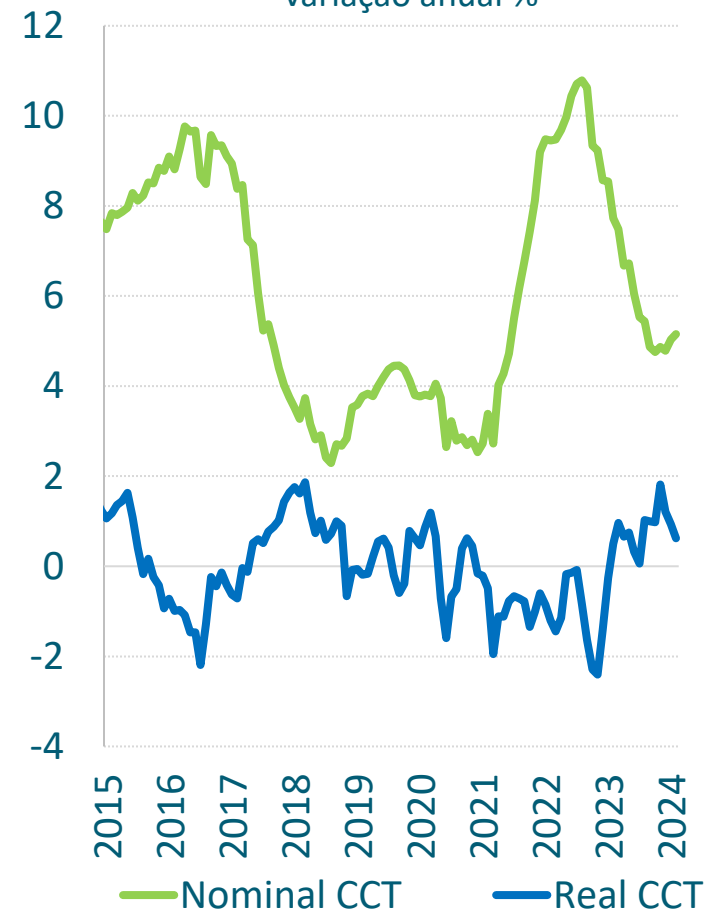
Salário de admissão (Caged)

milhares de reais do último mês, MM3M, a.s.



Negociações salariais^{1/}

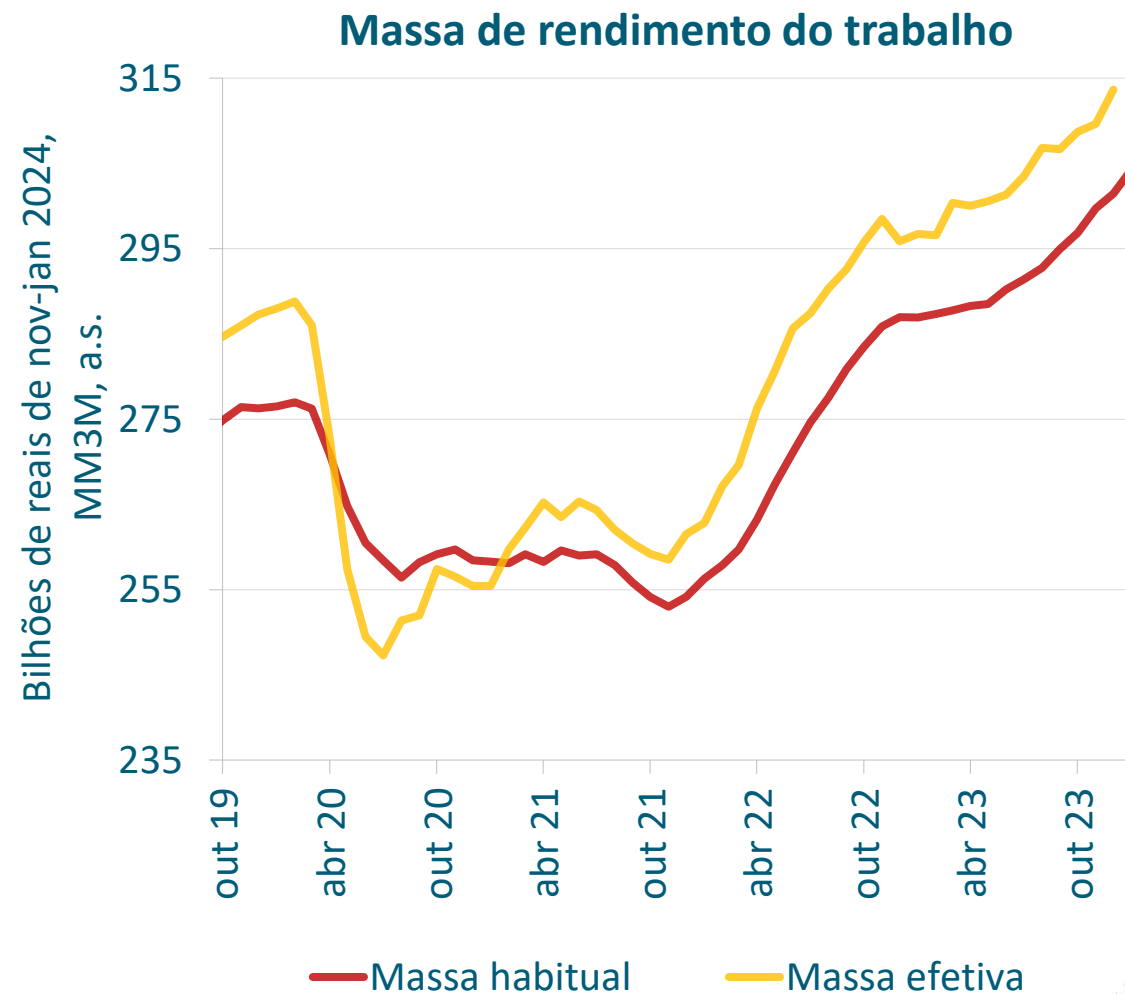
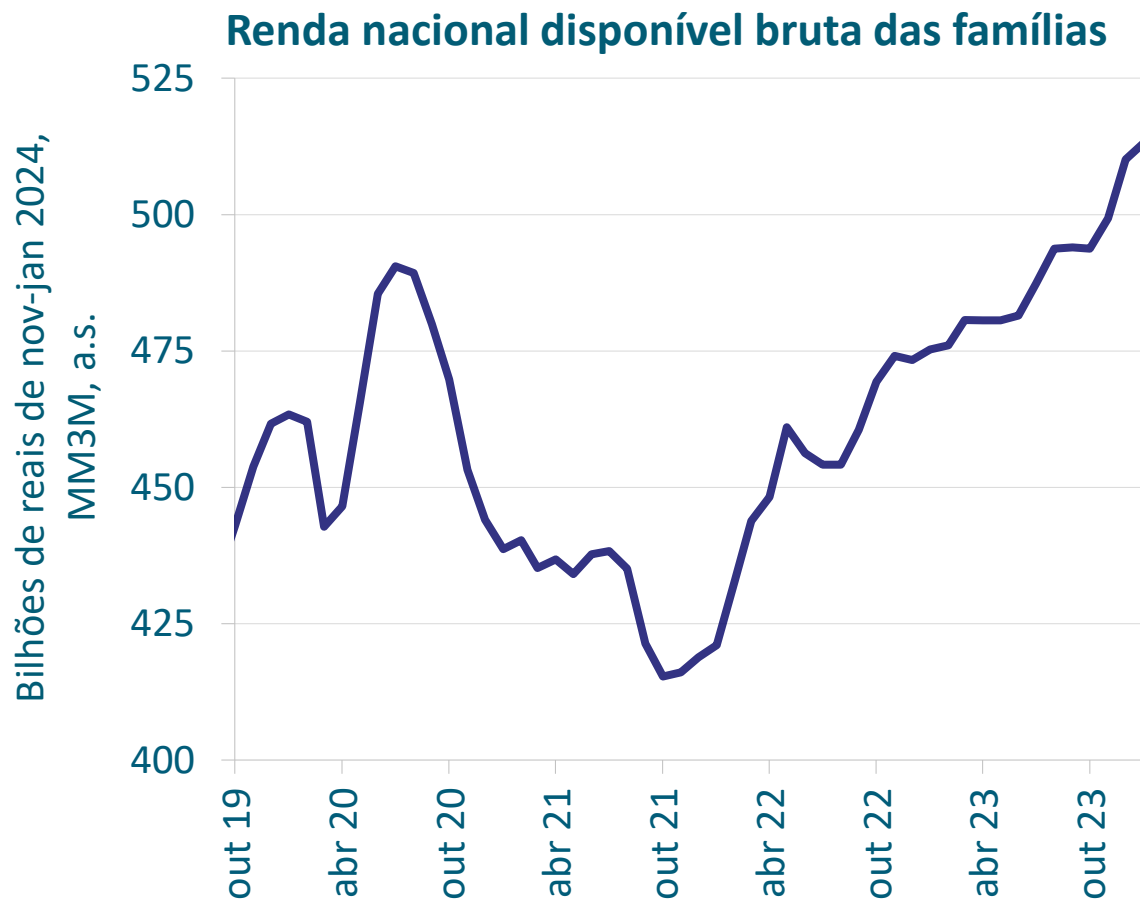
variação anual %



Fontes: IBGE, Ministério do Trabalho, BC e Fipe

1/ CCT: reajuste médio, SP e RJ com deflator INPC (t-5)

Renda disponível e rendimentos do trabalho

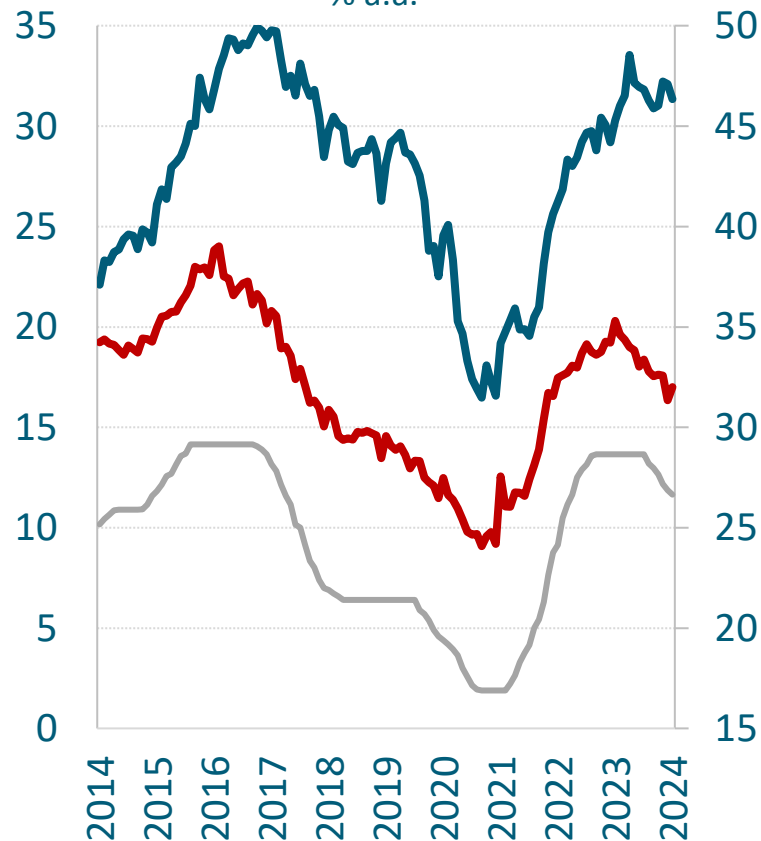


Fontes: IBGE e BC

Crédito

Taxa de juros do crédito livre

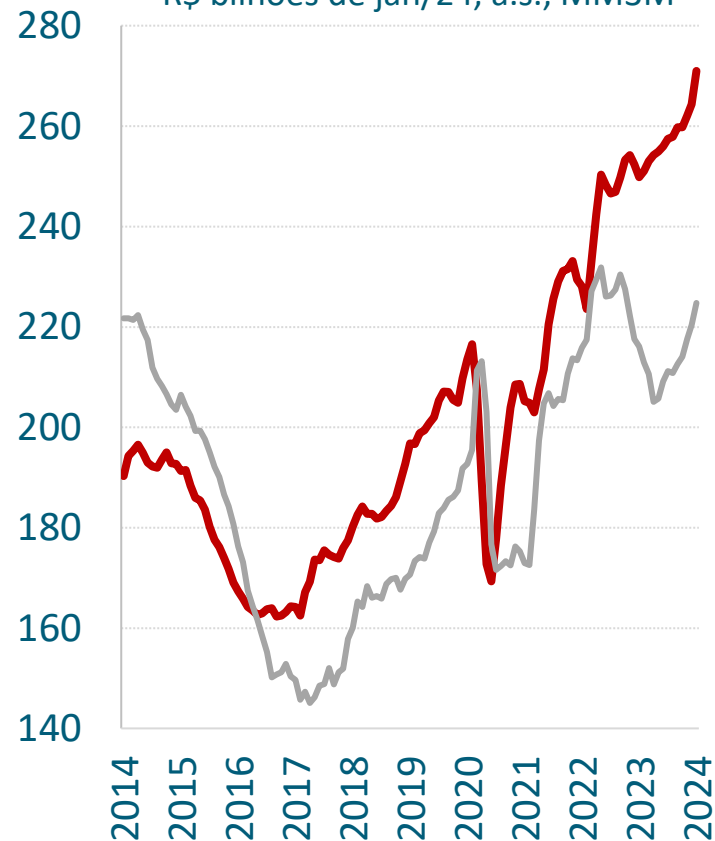
% a.a.



- PJ ex-rotativo
- Selic
- PF ex-rotativo (dir.)

Concessão de crédito livre

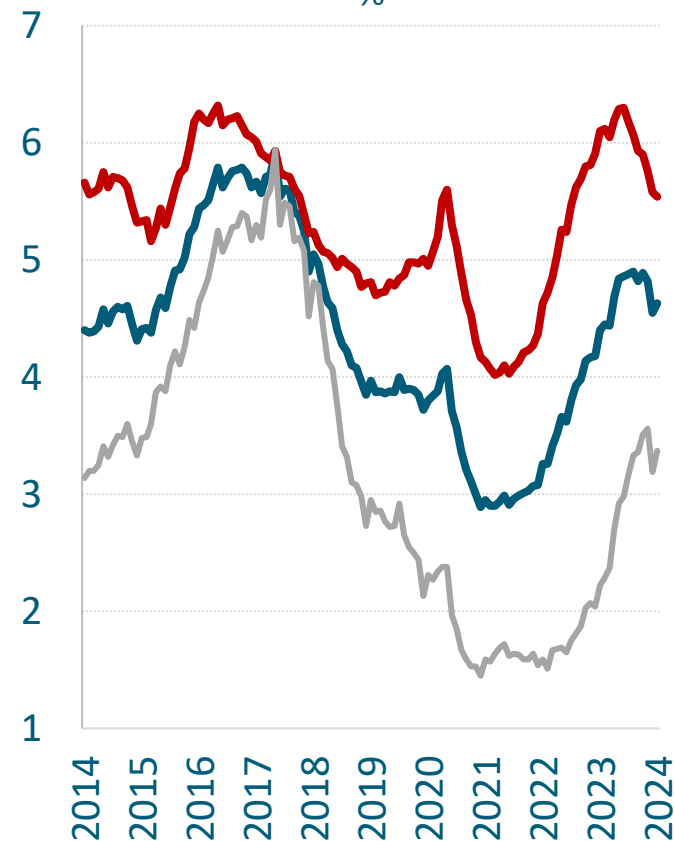
R\$ bilhões de jan/24, a.s., MM3M



- Pessoas físicas
- Pessoas jurídicas

Inadimplência do crédito livre

%



- Total
- Pessoas físicas
- Pessoas jurídicas

Boxe – Projeção do PIB para 2024

Produto Interno Bruto

Variação %

Discriminação	2022	2023	2024 ^{1/}	
			RI Dez	RI Mar
PIB a preços de mercado	3,0	2,9	1,7	1,9
Impostos sobre produtos	2,3	2,1	1,6	1,8
Valor adicionado a preços básicos	3,1	3,0	1,8	1,9
Oferta				
Agropecuária	-1,1	15,1	1,0	-1,0
Indústria	1,5	1,6	1,7	2,2
Serviços	4,3	2,4	1,9	2,0
Demanda				
Consumo das famílias	4,1	3,1	2,3	2,3
Consumo do governo	2,1	1,7	1,1	1,9
Formação bruta de capital fixo	1,1	-3,0	1,0	1,5
Exportação	5,7	9,1	1,5	0,5
Importação	1,0	-1,2	2,5	3,0
Contribuição do setor externo (p.p.)	0,9	2,0	-0,2	-0,4

Fonte: IBGE e BC

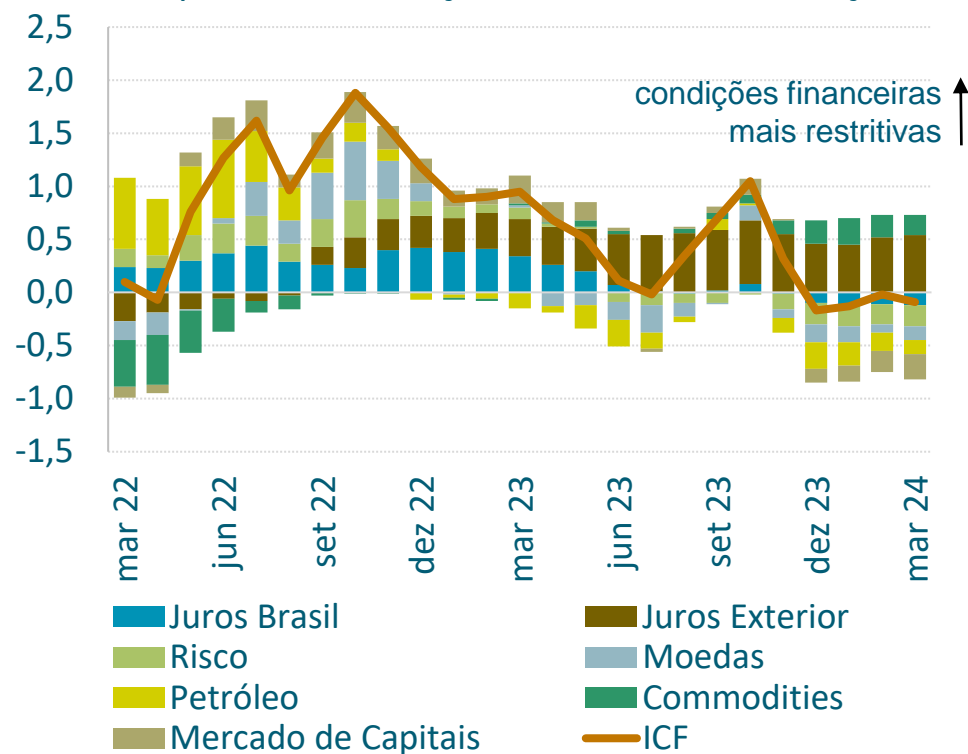
1/ Estimativa.

- **Projeção de crescimento do PIB em 2024 passou de 1,7% para 1,9%.**
- A revisão moderada reflete **dinamismo maior do que o esperado da economia no início do ano.**
- Qualitativamente, a previsão é bastante semelhante à apresentada no RI de dezembro.
- Pela ótica da **oferta**, em relação a 2023, espera-se **menor contribuição de básicos** (agropecuária e extrativa) e **crescimentos mais homogêneos** na indústria e nos serviços.
- Pela ótica da **demanda**:
 - Manutenção da expectativa de **desaceleração do consumo das famílias**, dado o menor impulso de transferências governamentais.
 - Expectativa de **contribuição líquida negativa do setor externo**, diante do desempenho mais modesto produtos de básicos.
 - **A FBCF deve voltar a crescer**, com apoio de condições monetárias menos restritivas.

Condições Financeiras

Indicador de Condições Financeiras

Desvios-padrão em relação à média e contribuições



Obs.: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Valores referem-se à média mensal. Valor de mar/2024 refere-se à média até o dia 15.

As condições financeiras apresentaram variação moderada ao longo do primeiro trimestre de 2024.

Fatores de elevação do ICF no trimestre:

- elevação dos juros futuros em países avançados;
- depreciação do real;
- crescimento do preço do petróleo;
- queda da bolsa de valores doméstica.

Fatores de queda do ICF no trimestre:

- queda nos juros futuros domésticos de prazos mais curtos;
- queda no prêmio de risco país;
- valorização das bolsas externas.

Boxe – Projeção para a evolução do crédito em 2024

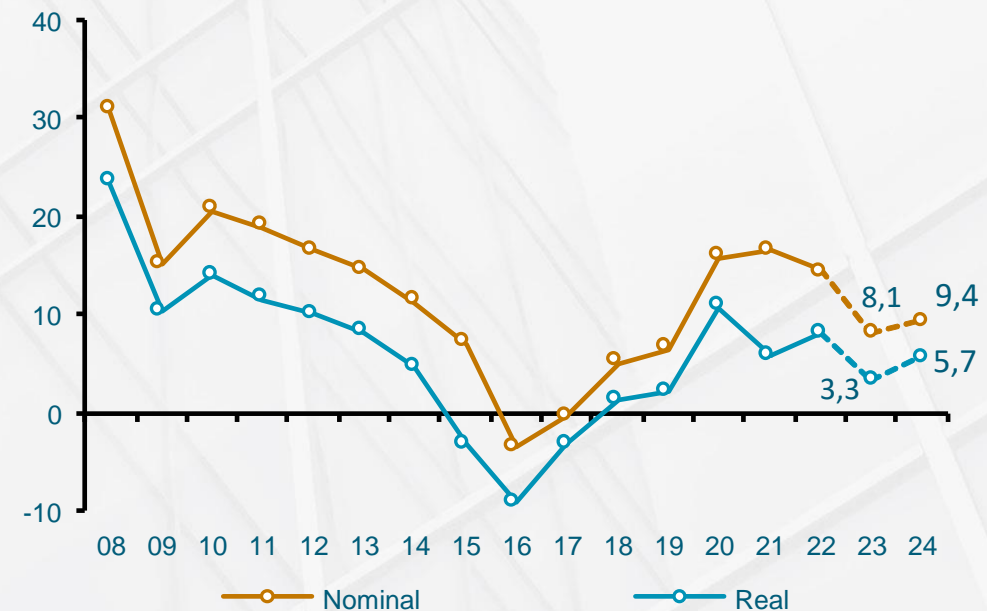
- Revisão para cima em magnitude moderada na projeção de crescimento do saldo em 2024, refletindo a evolução além da esperada do crédito livre, que abrangeu concessões mais elevadas e recuo da inadimplência, e o aumento na projeção de crescimento da economia.
- A projeção continua indicando um processo de recuperação do ritmo de crescimento, nominal e real, do crédito compatível com a fase de redução do grau de aperto monetário em curso desde meados de 2023.

Saldo de crédito

	Variação % em 12 meses				
	Ocorrido		Proj. 2024		
	2022	2023	Jan 2024	Anterior	Atual
Total	14,5	8,1	7,6	8,8	9,4
Livres	14,9	5,5	4,6	8,1	8,9
PF	17,5	8,2	8,1	9,0	10,0
PJ	11,9	2,2	0,1	7,0	7,5
Direcionados	14,0	11,9	12,0	9,7	10,0
PF	18,0	13,1	12,9	10,0	10,5
PJ	6,9	9,6	10,2	9,0	9,0
Total PF	17,7	10,4	10,2	9,4	10,2
Total PJ	10,1	4,7	3,6	7,7	8,0

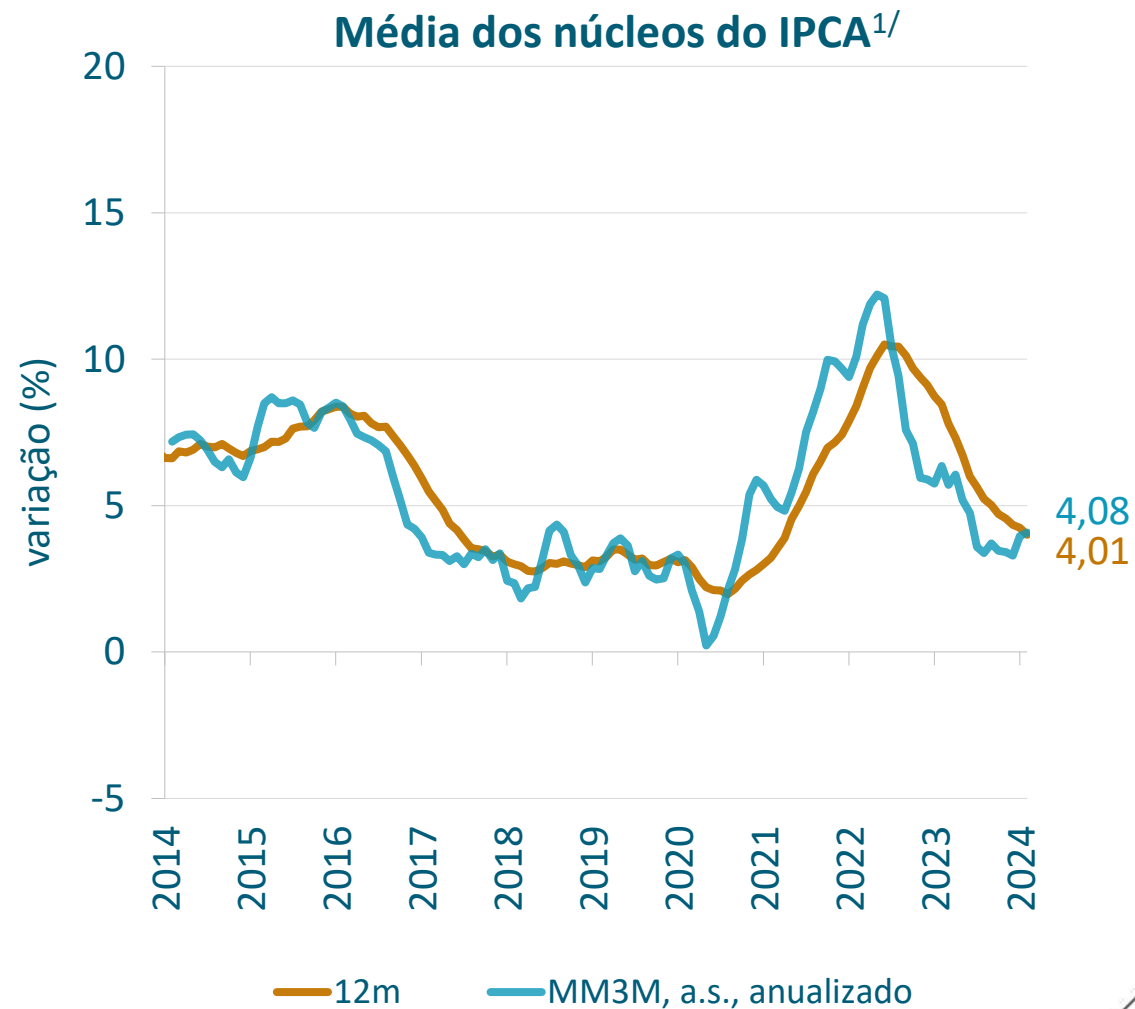
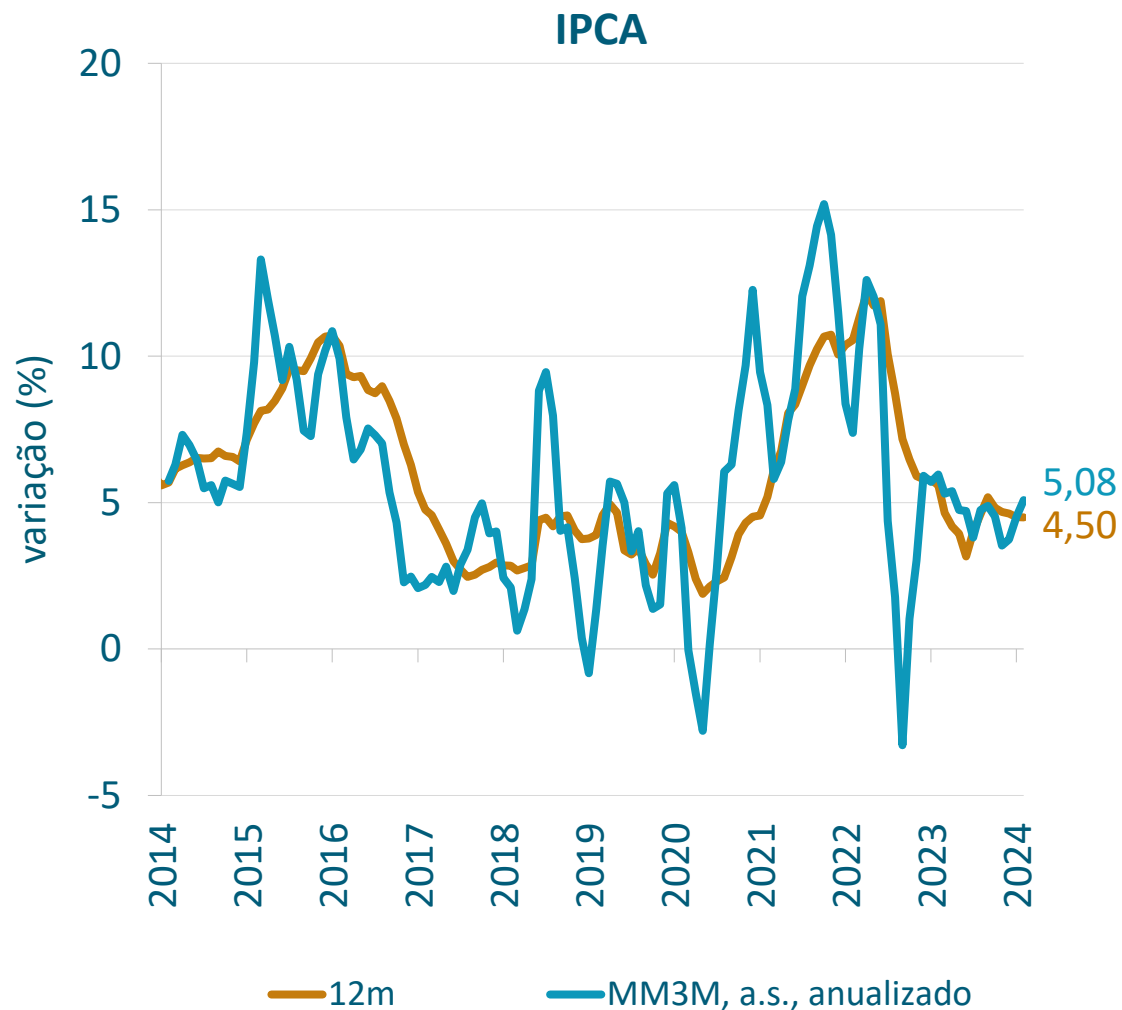
Saldo de crédito total

Var. % em 12 meses



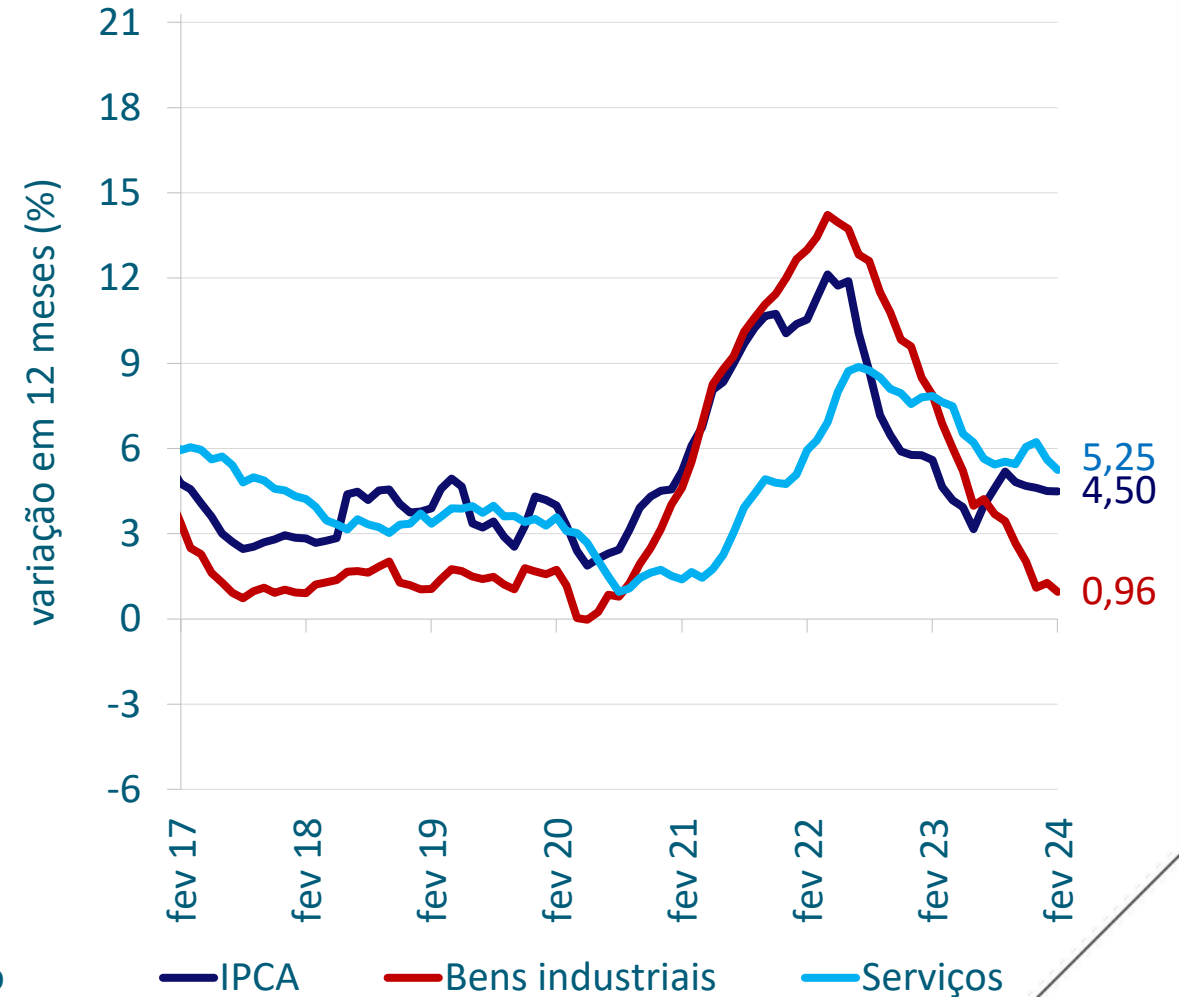
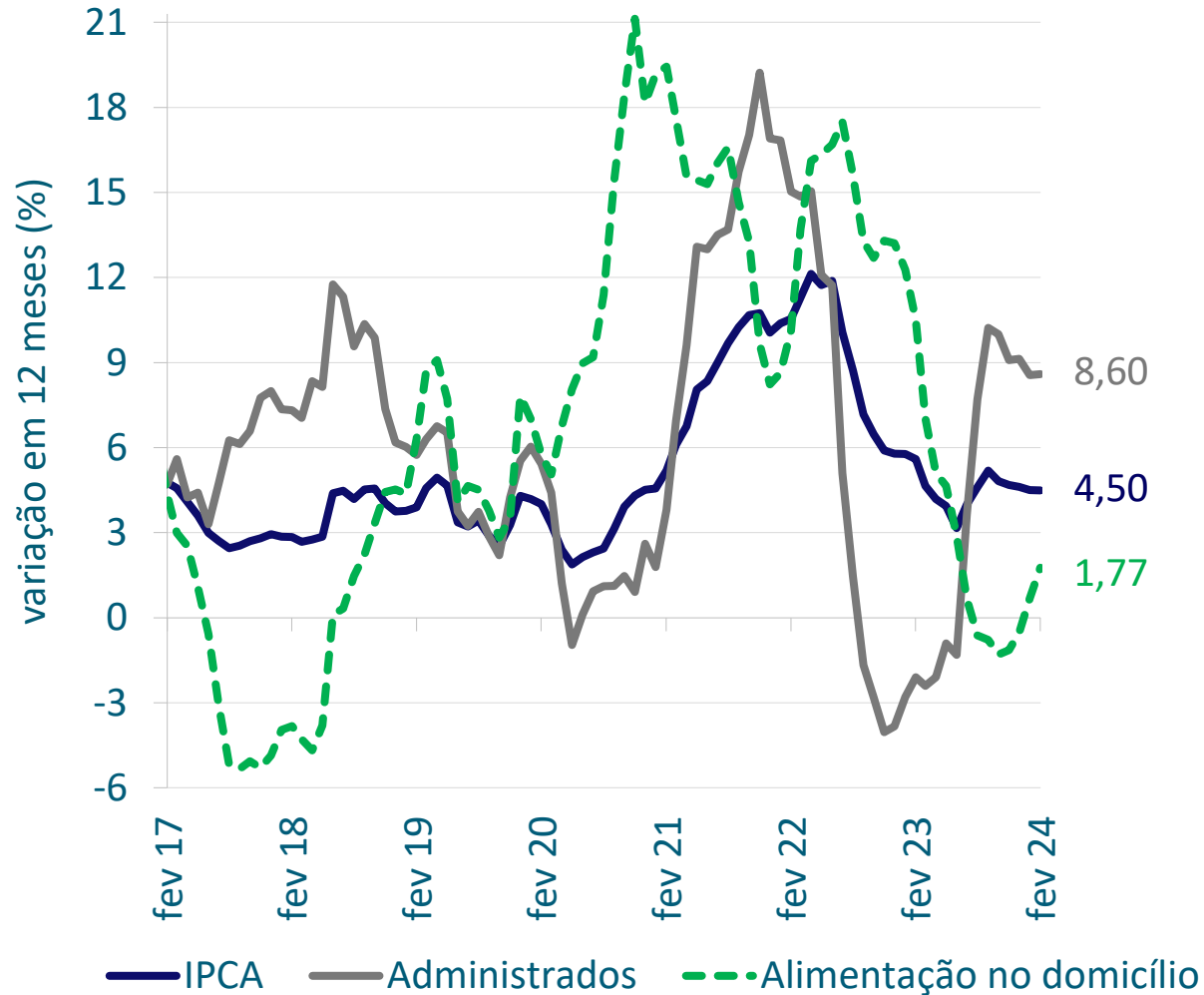
Inflação

IPCA e núcleos de inflação



Fontes: IBGE e BC

Componentes do IPCA

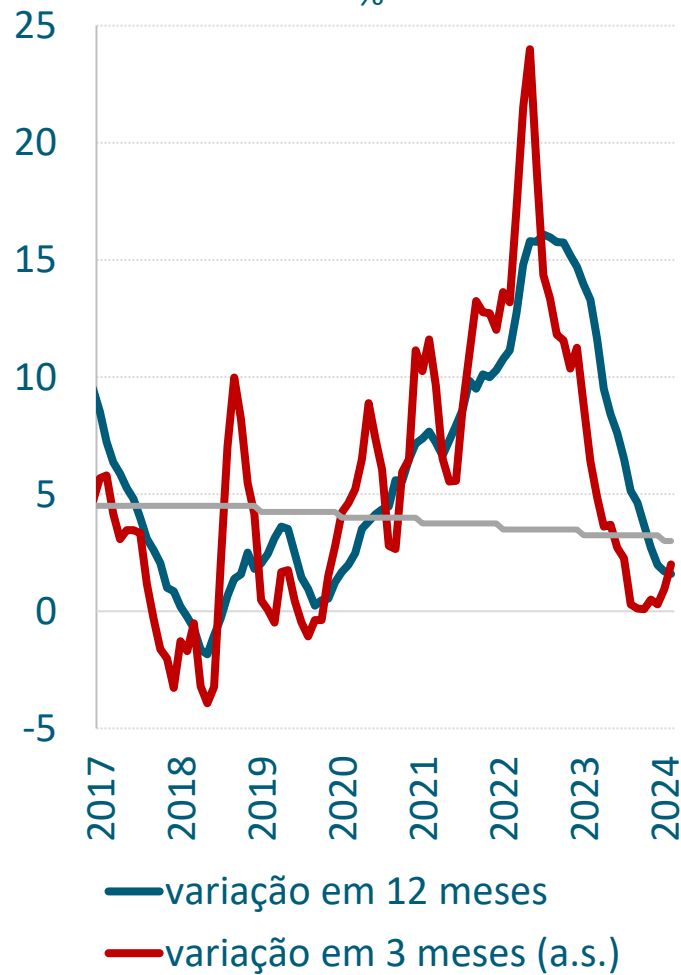


Fontes: IBGE e BC

Núcleos de inflação

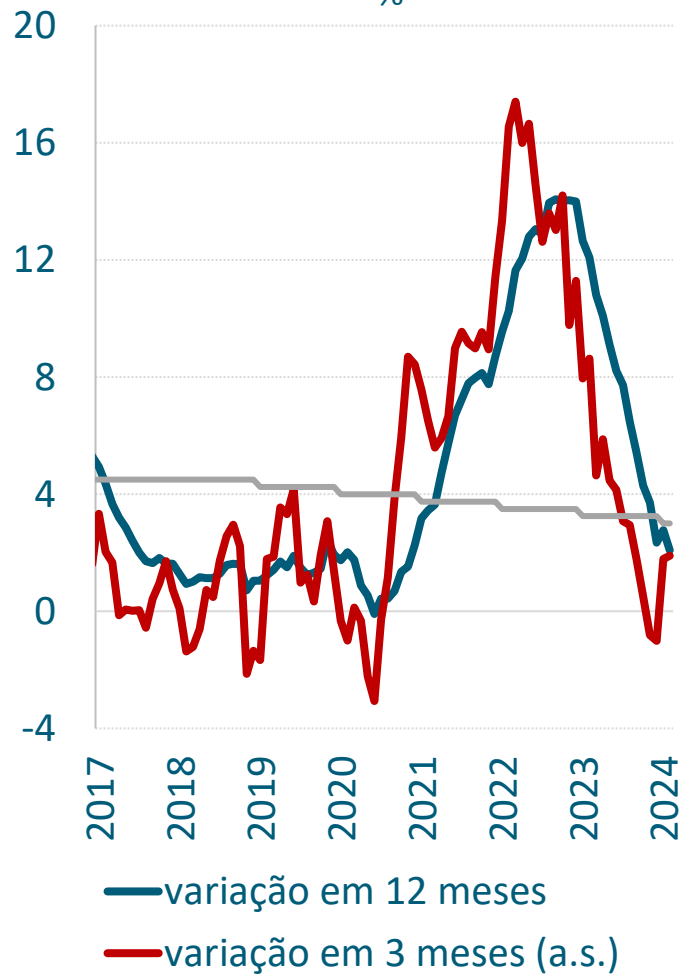
Núcleo de alimentação e bebidas

%



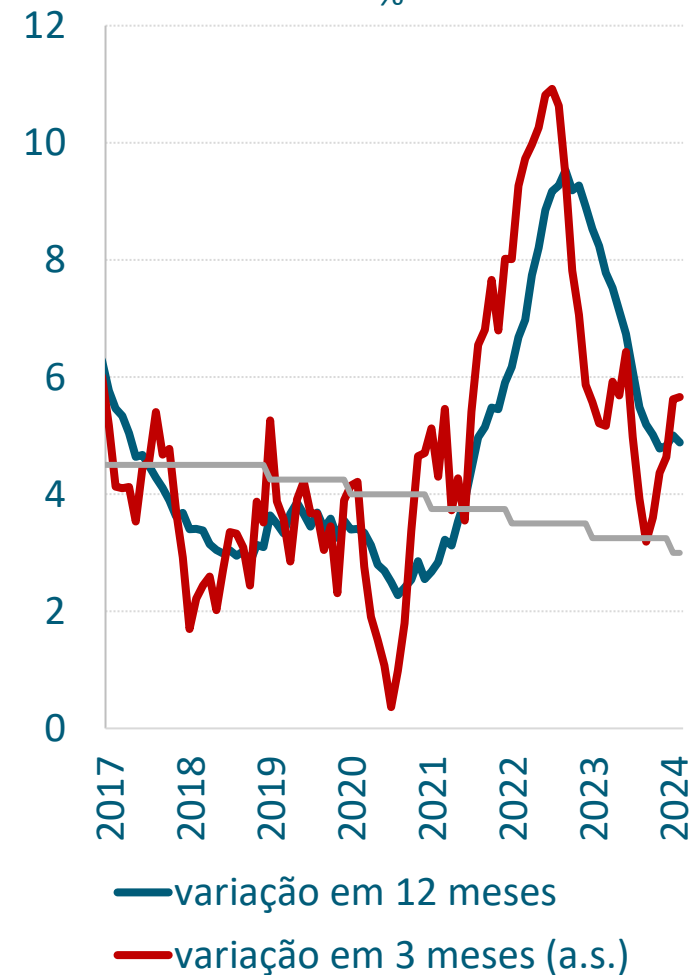
Núcleo de bens industriais

%



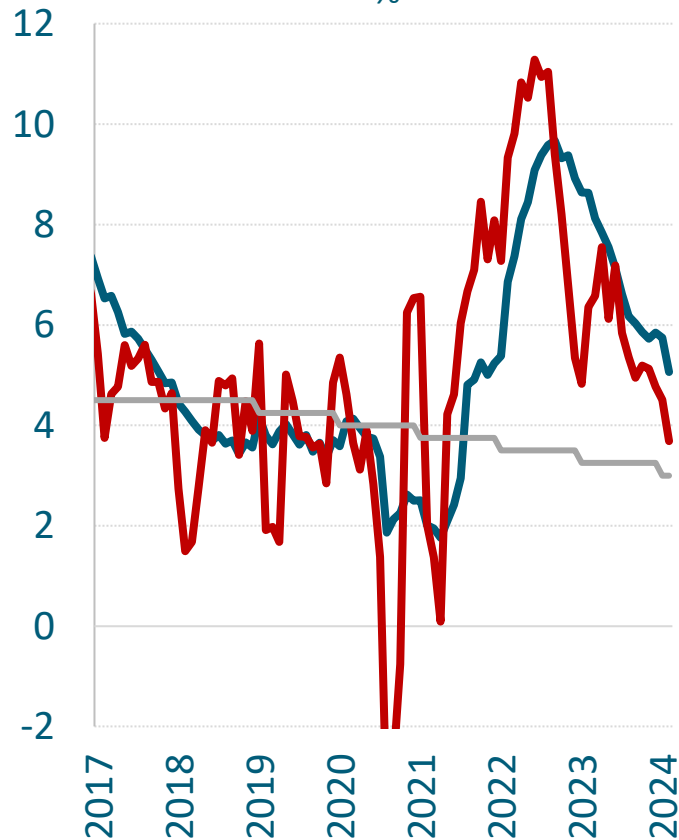
Serviços subjacentes

%



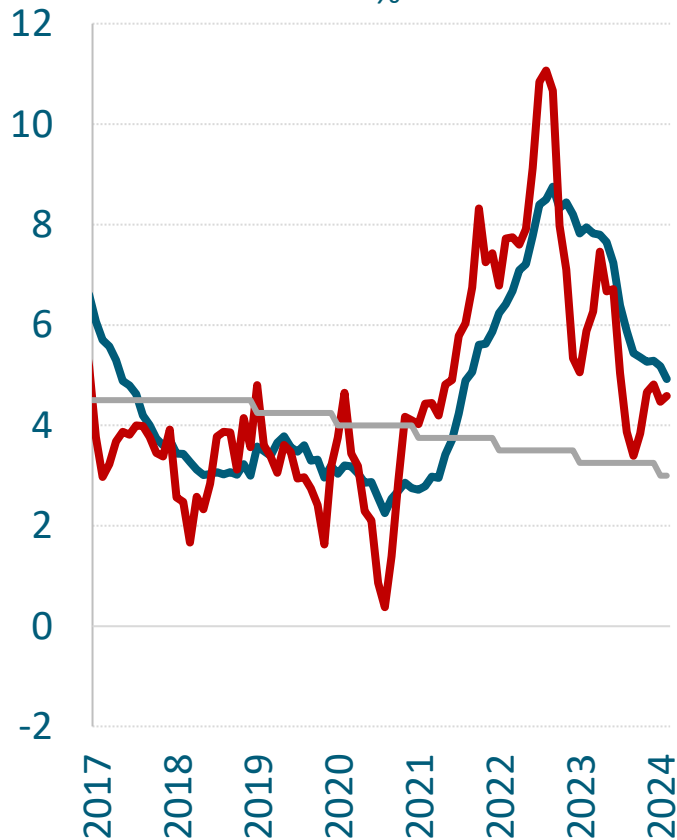
Métricas adicionais da inflação de serviços

Serviços mais sensíveis à inércia^{1/}
%



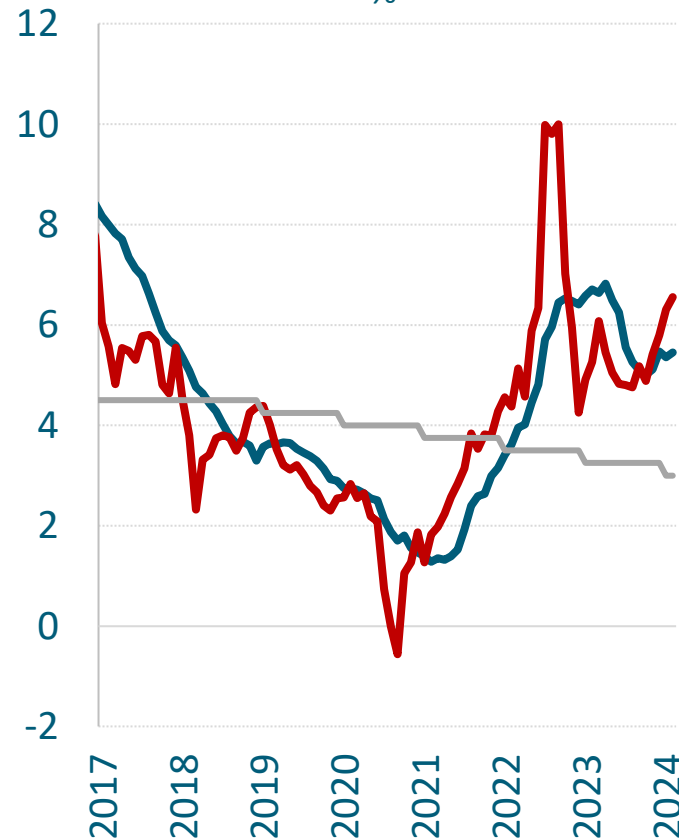
— variação em 12 meses
— variação em 3 meses (a.s.)

Serviços mais sensíveis ao hiato^{1/}
%



— variação em 12 meses
— variação em 3 meses (a.s.)

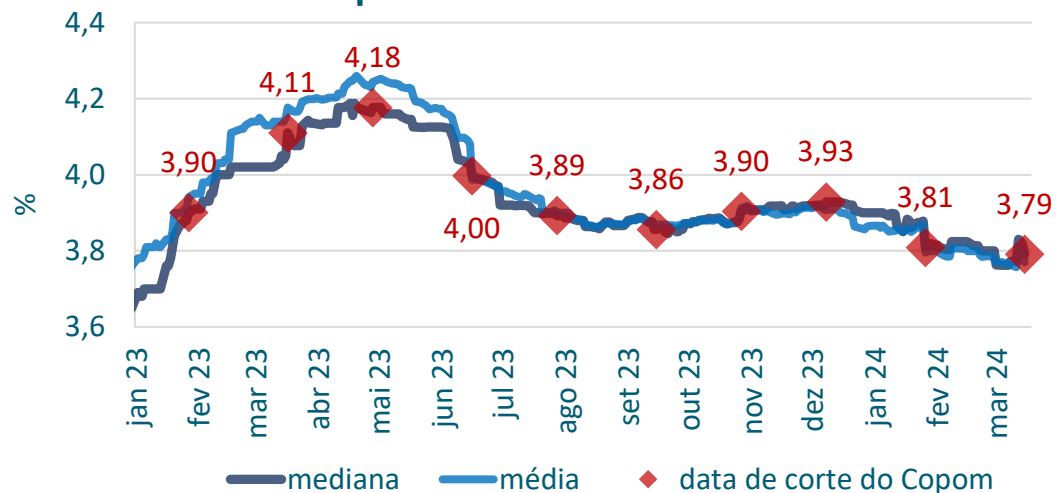
Serviços intensivos em mão de obra^{2/}
%



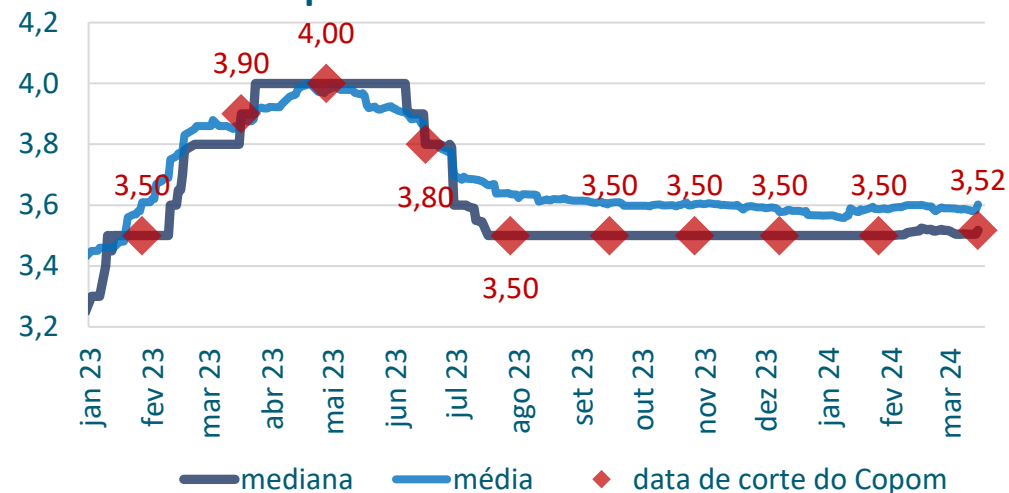
— variação em 12 meses
— variação em 3 meses (a.s.)

Expectativas Focus para o IPCA

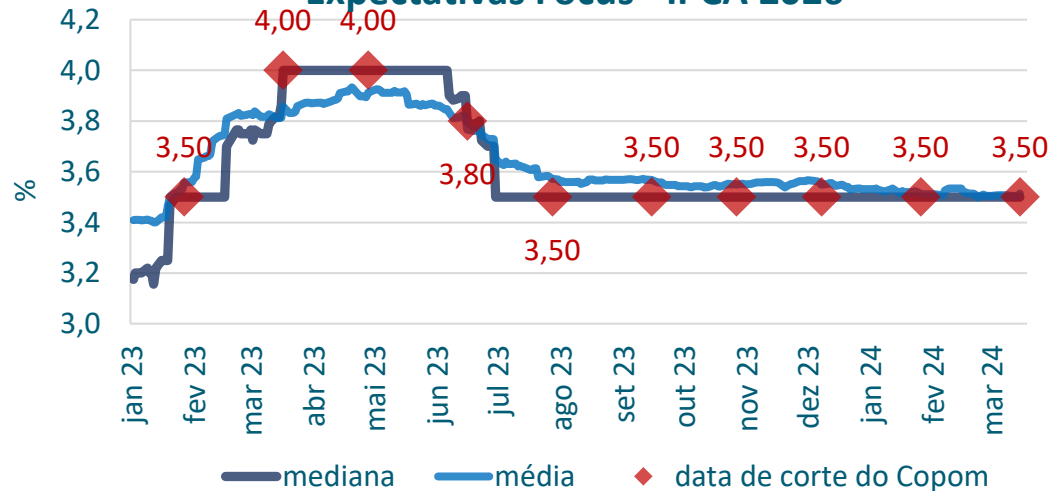
Expectativas Focus- IPCA 2024



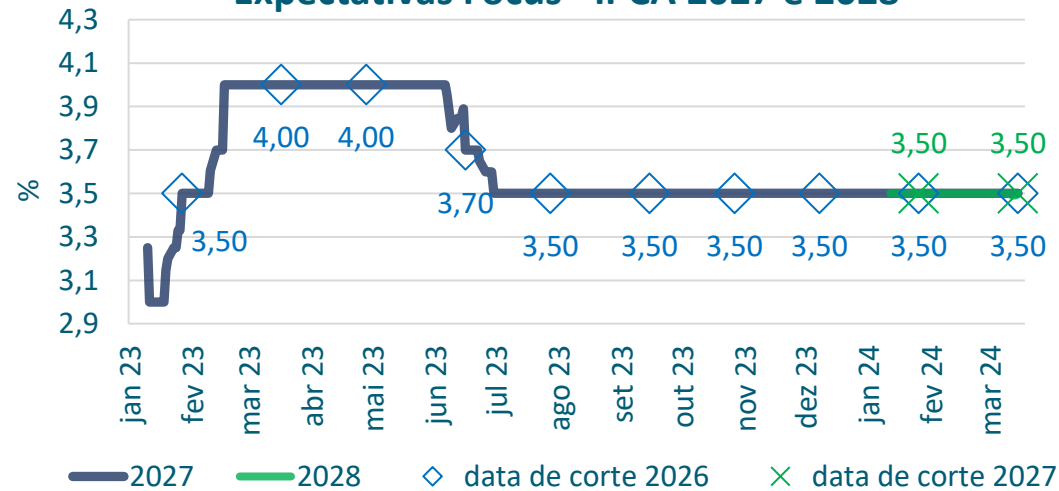
Expectativas Focus- IPCA 2025



Expectativas Focus- IPCA 2026



Expectativas Focus- IPCA 2027 e 2028



Fonte: BC (Focus)

Focus: expectativas até 15 de março

Projeções condicionais

Boxe – Decomposição de inflação

- A inflação do IPCA em 2023 foi de 4,62%, 1,37 p.p. acima da meta para a inflação de 3,25%, dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN, de mais ou menos 1,50 pp.

Contribuíram para cima:

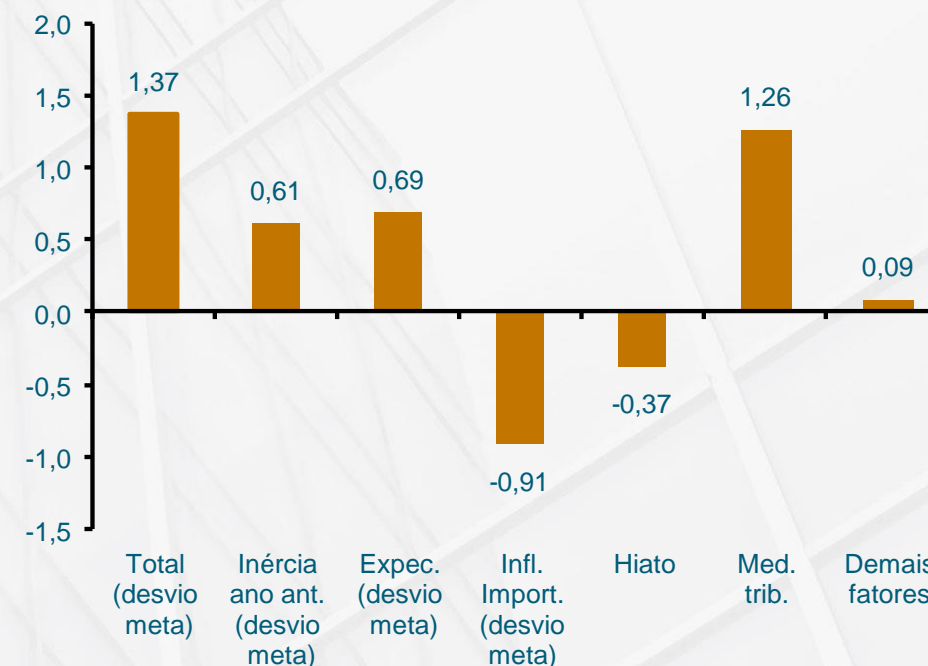
- Medidas tributárias (1,26 p.p.)
- Expectativas de inflação (0,69 p.p.)
- Inércia do ano anterior (0,61 p.p.)
- Demais fatores (0,09 p.p.), com destaque para os choques em administrados (0,93 p.p.), alimentação no domicílio (-0,72 p.p.) e bens industriais (-0,40 p.p.)

Contribuíram para baixo:

- Inflação importada (-0,91 p.p.)
- Hiato do produto (-0,37 p.p.)

Decomposição do desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2023

Contribuição dos fatores p.p.



Projeções condicionais para a inflação

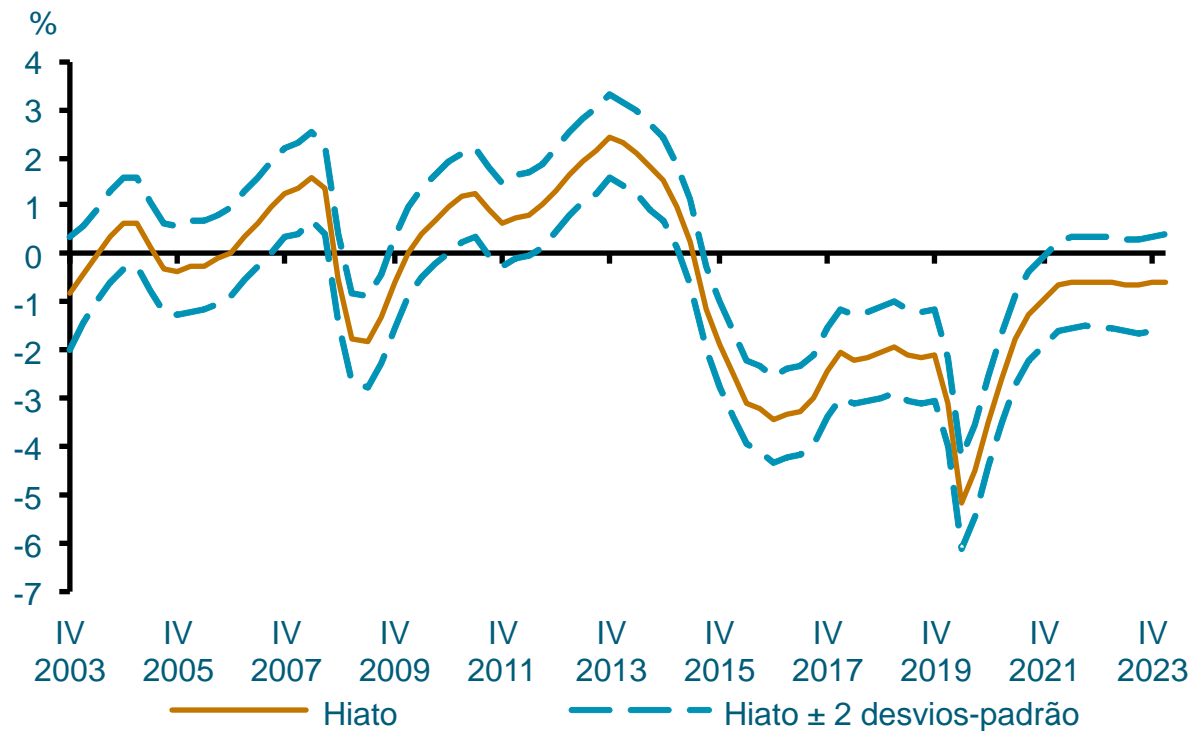
Hipóteses no cenário de referência

- Trajetória para a taxa de juros da pesquisa Focus: Selic termina 2024 em 9,00%, 2025 em 8,50% e 2026 em 8,50%.
- Taxa de câmbio parte de USD/BRL 4,95^{1/}e evolui segundo a paridade do poder de compra (PPC).
- Preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura pelos próximos seis meses e passa a aumentar 2% ao ano posteriormente.
- Bandeira tarifária “verde” em dezembro de 2024, de 2025 e de 2026.
- Taxa de juros real neutra de 4,5% a.a. no horizonte de projeção.

1/ O valor para o câmbio foi obtido pelo procedimento, que passou a ser adotado na 258ª reunião, de arredondar a cotação média da taxa de câmbio USD/BRL observada nos dez dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom.

Hiato do produto

Estimativa do hiato do produto



- Hiato no 1º trimestre de 2024 estimado em -0,6%.
- Hiato no 4º trimestre de 2024 projetado em -0,6%.

Obs.: Dados do gráfico: 2003T4–2024T1.

Cenário de referência de curto prazo

IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2023		2024		
	Dez	Jan	Fev	No trim. até fev.	
Cenário do Copom ^{1/}	0,50	0,26	0,52	1,29	3,95
IPCA observado	0,56	0,42	0,83	1,82	4,50
Surpresa (p.p.)	0,06	0,16	0,31	0,54	0,55

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de dezembro de 2023.

IPCA – Projeções de curto prazo^{2/}

	Variação %			
	2024			
	Mar	Abr	Mai	Jun
Variação mensal	0,24	0,35	0,27	0,15
Variação trimestral	1,50	1,43	0,86	0,77
Variação em 12 meses	4,01	3,74	3,78	4,02

Fonte: IBGE e BCB

2/ Cenário na data de corte.

Surpresas

- O IPCA surpreendeu para cima no trimestre, após quatro trimestres de surpresas para baixo. A surpresa concentrou-se em alimentação no domicílio e em administrados.
- Em administrados, surpresas importantes em gasolina e em produtos farmacêuticos, que mais do que compensaram surpresas para baixo em emplacamento e ônibus urbano. Em alimentos a surpresa concentrou-se em alimentos in natura, arroz, feijão e leite.
- A projeção de serviços foi similar à observada, mas com diferença na composição: observou-se alta maior em serviços subjacente e menor em serviços ex-subjacente (especialmente em passagem aérea).

Projeção

- O cenário de referência até junho contempla variações menores do que as observadas até fevereiro, em linha com a sazonalidade do período.
- Os preços da alimentação devem ter contribuição relevante para variações menores, revertendo parte das altas registradas no início do ano.
- Preços de bens industriais devem manter variações relativamente baixas, ainda que haja sinais de reajustes maiores nos preços ao produtor de bens finais.
- Em serviço subjacente a perspectiva é de desaceleração gradual, repercutindo a sazonalidade mais favorável e sem variações altas em serviços bancários.
- A média dos núcleos deve permanecer em patamar acima da meta de inflação, mas dentro do intervalo de tolerância.

Projeções condicionais para a inflação

Projeções de inflação

Cenário com Selic Focus e câmbio PPC

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	Meta	RI de dezembro	RI de março	Diferença (p.p.)
2024	I		3,6	4,0	0,4
2024	II		3,8	4,0	0,2
2024	III		3,6	3,7	0,1
2024	IV	3,00	3,5	3,5	0,0
2025	I		3,3	3,1	-0,2
2025	II		3,1	3,1	0,0
2025	III		3,1	3,1	0,0
2025	IV	3,00	3,2	3,2	0,0
2026	I		3,2	3,2	0,0
2026	II		3,2	3,2	0,0
2026	III		3,2	3,2	0,0
2026	IV	3,00	3,2	3,2	0,0

No cenário de referência, as projeções de inflação do Copom apresentaram estabilidade para 2024, 2025 e 2026.

Comentários finais – Balanço de riscos

Entre os **riscos de alta** para o cenário inflacionário e as expectativas de inflação, destacam-se:

- i. uma maior persistência das pressões inflacionárias globais; e
- ii. uma maior resiliência na inflação de serviços do que a projetada em função de um hiato do produto mais apertado.

Entre os **riscos de baixa**, ressaltam-se:

- i. uma desaceleração da atividade econômica global mais acentuada do que a projetada; e
- ii. os impactos do aperto monetário sincronizado sobre a desinflação global se mostrarem mais fortes do que o esperado.

O Comitê avalia que as conjunturas doméstica e internacional estão mais incertas, exigindo cautela na condução da política monetária.

Relatório de Inflação

28 de março de 2024

Diogo Guillen



Condução da Política Monetária

Condução da Política Monetária – 1

- Em sua 261ª reunião em 19 e 20 de março, considerando a evolução do processo de desinflação, os cenários avaliados, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu reduzir a taxa básica de juros em 0,50 ponto percentual, para 10,75% a.a., e entende que essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante, que inclui o ano de 2024 e, em grau maior, o de 2025.
- Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.
- A conjuntura atual, caracterizada por um estágio do processo desinflacionário que tende a ser mais lento, expectativas de inflação com reancoragem apenas parcial e um cenário global desafiador, demanda serenidade e moderação na condução da política monetária.
- O Comitê reforça a necessidade de perseverar com uma política monetária contracionista até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas.

Condução da Política Monetária – 2

- O Comitê avalia que o cenário-base não se alterou substancialmente. Em função da elevação da incerteza e da consequente necessidade de maior flexibilidade na condução da política monetária, os membros do Comitê, unanimemente, optaram por comunicar que anteveem, em se confirmando o cenário esperado, redução de mesma magnitude na próxima reunião.
- O Comitê avalia que essa é a condução apropriada para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário.
- O Comitê enfatiza que a magnitude total do ciclo de flexibilização ao longo do tempo dependerá da evolução da dinâmica inflacionária, em especial dos componentes mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica, das expectativas de inflação, em particular daquelas de maior prazo, de suas projeções de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos.