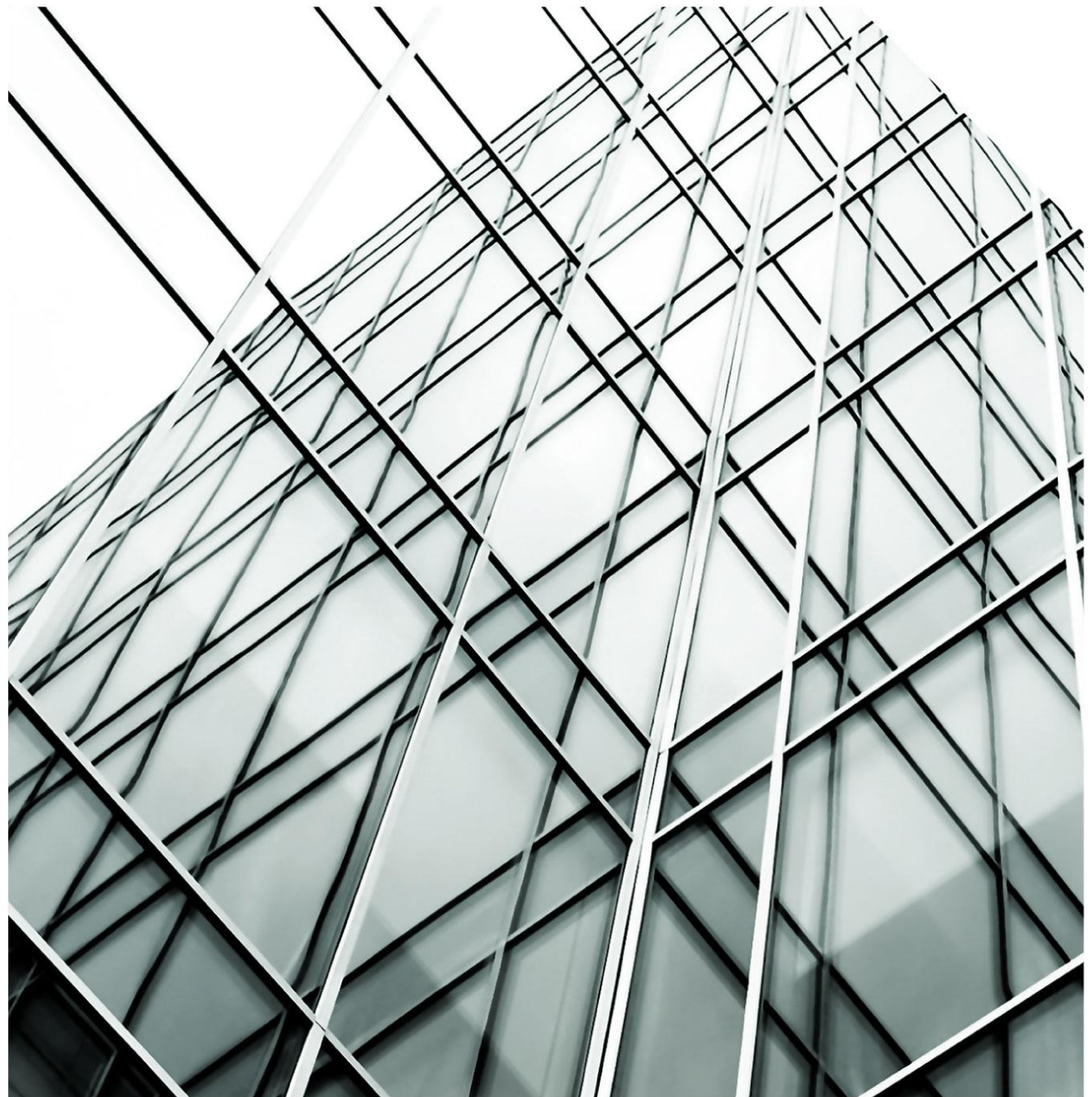


Relatório de Inflação

21 de dezembro de 2023

Diogo Guillen



Cenário de referência

Cenário externo

- O ambiente externo segue volátil e mostra-se menos adverso do que na reunião anterior, marcado pelo arrefecimento das taxas de juros de prazos mais longos nos Estados Unidos e sinais incipientes de queda dos núcleos de inflação, que ainda permanecem em níveis elevados 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

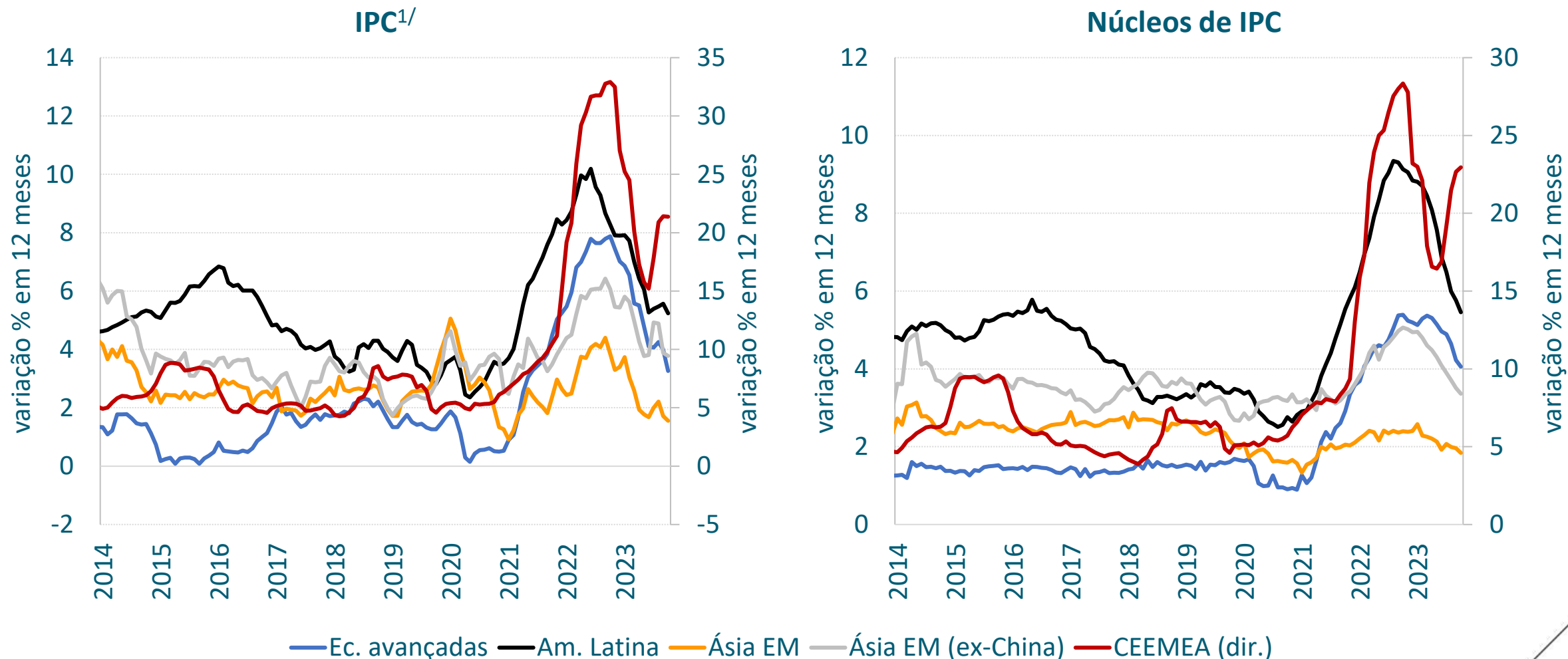
- O conjunto dos indicadores de atividade econômica segue consistente com o cenário de desaceleração da economia antecipado pelo Copom.

Inflação

- A inflação cheia ao consumidor, conforme esperado, manteve trajetória de desinflação, com destaque para as medidas de inflação subjacente, que se aproximam da meta para a inflação nas divulgações mais recentes .
- As expectativas de inflação para 2023, 2024 e 2025 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 4,5%, 3,9% e 3,5%, respectivamente.

Cenário externo

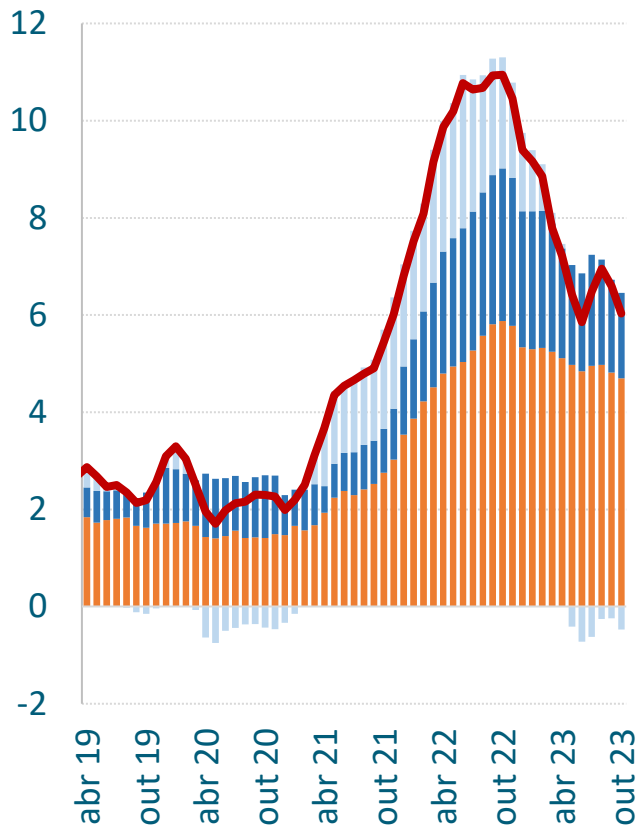
Preços ao consumidor e núcleos de inflação



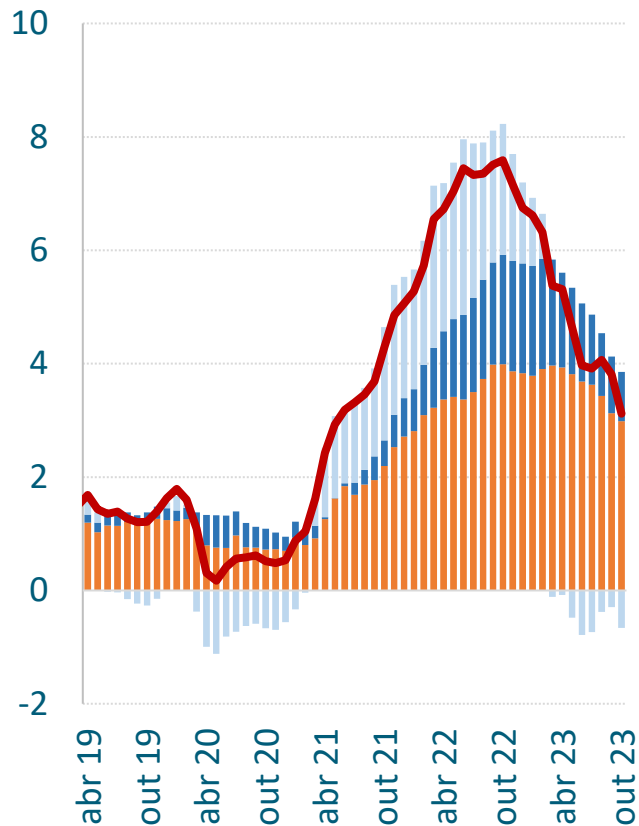
Fonte: Bloomberg

Inflação global

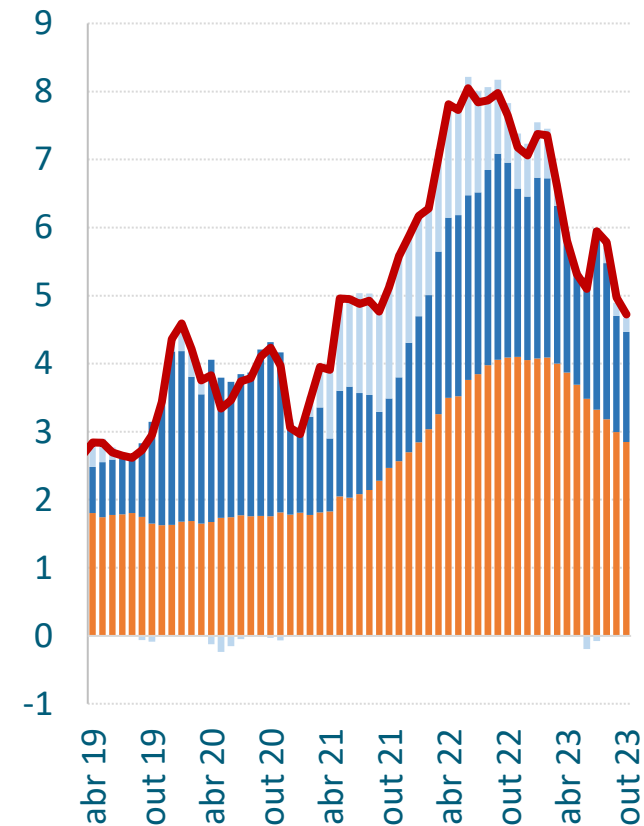
Inflação global^{1/}
variação % em 12 meses



Economias avançadas
variação % em 12 meses

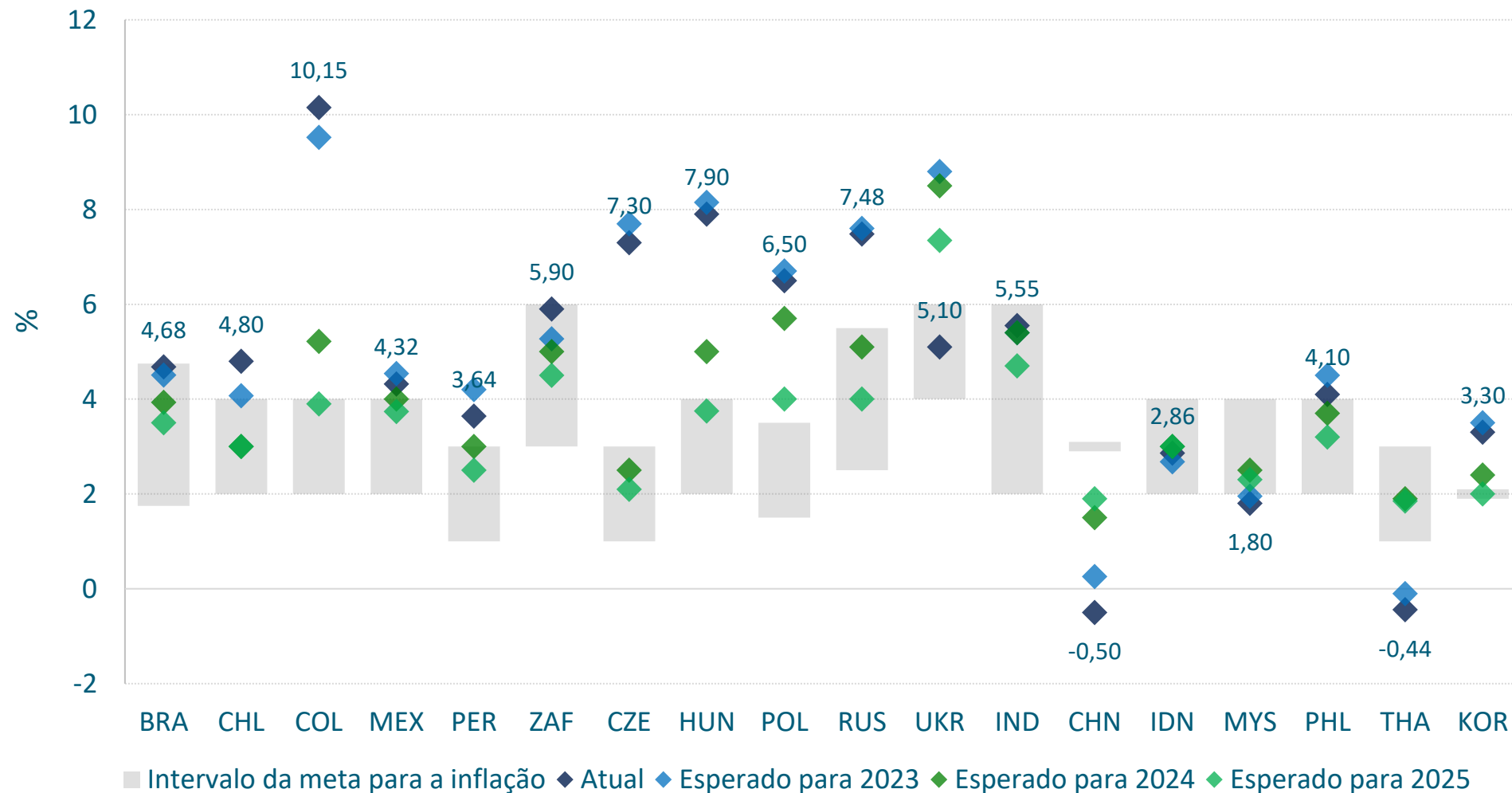


Economias emergentes
variação % em 12 meses



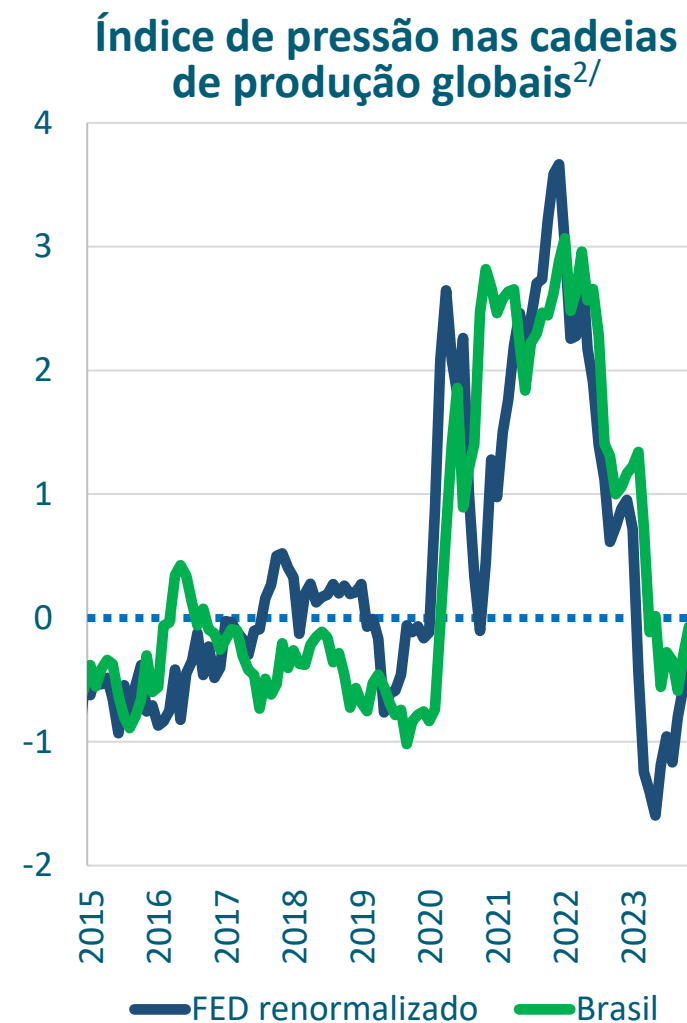
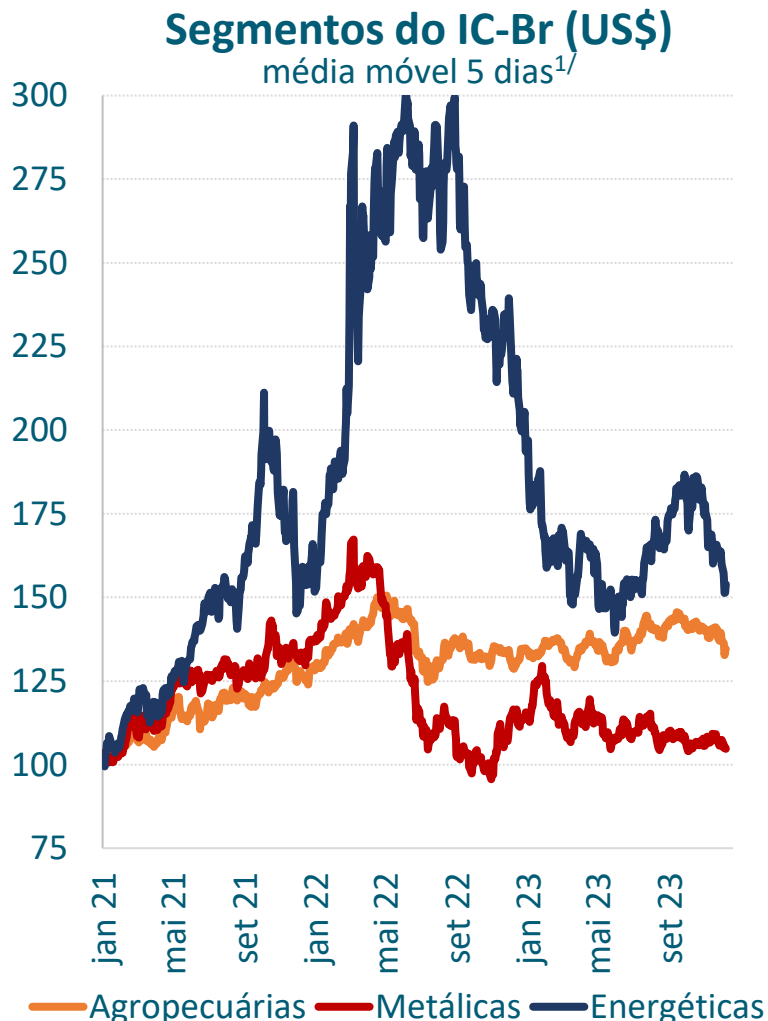
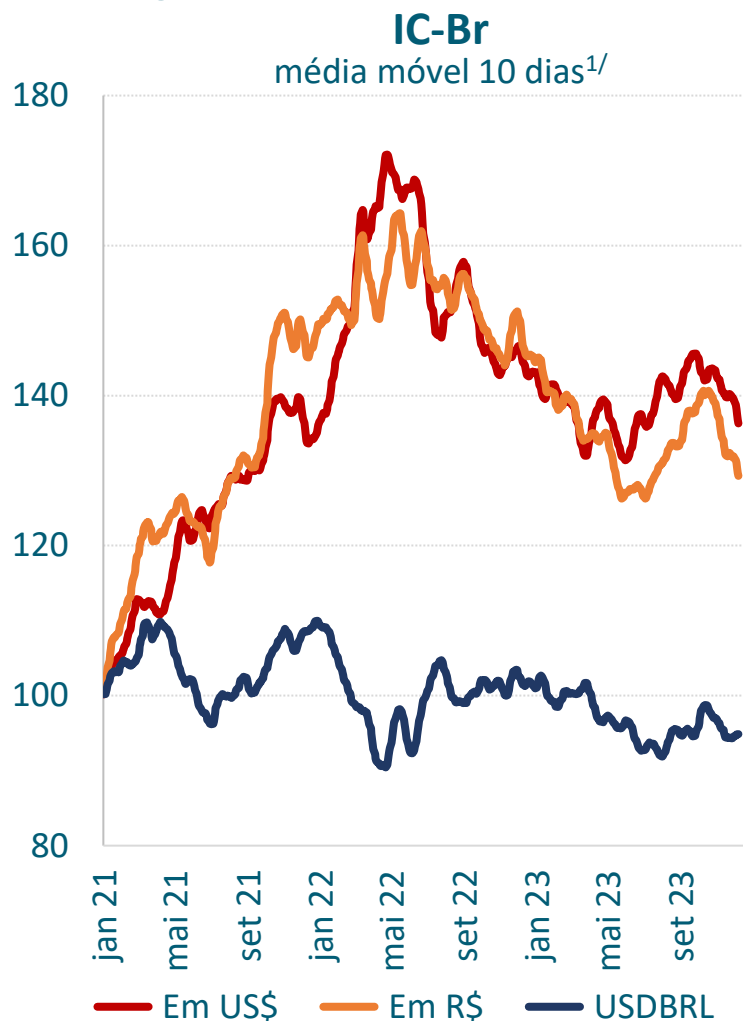
■ Núcleo ■ Alimentação ■ Energia — IPC

Expectativas de inflação



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais

Preços de *commodities*

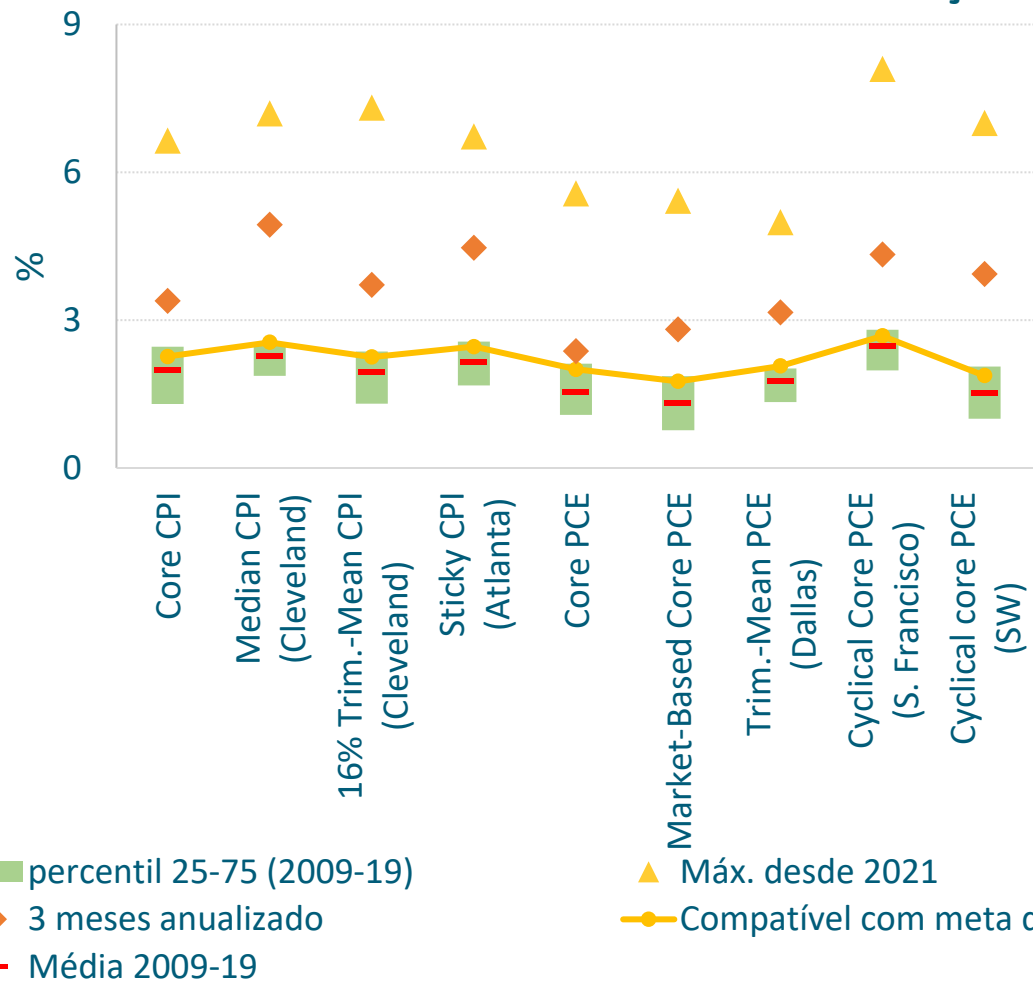


Fontes: BC e Federal Reserve de Nova York

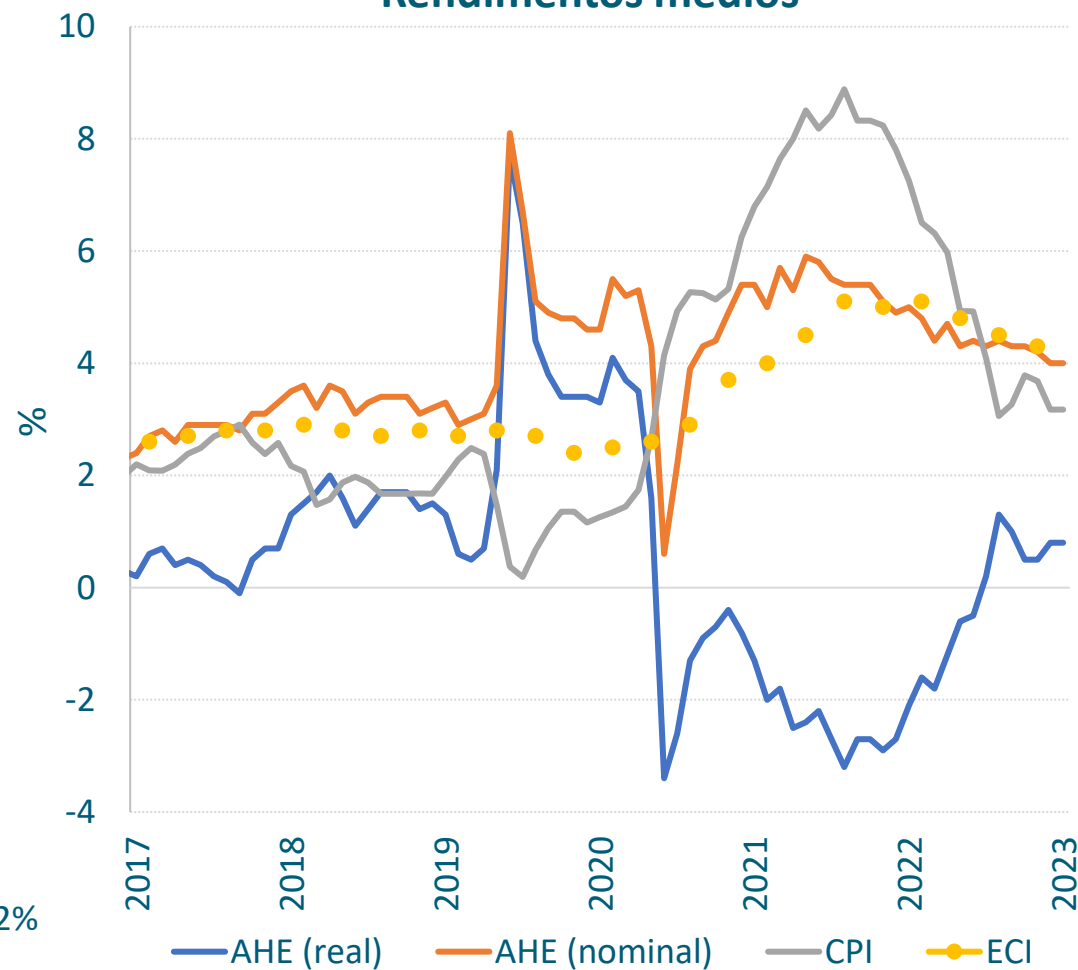
1/ Índice 31/12/2020 = 100
2/ desvios-padrão em relação à média

Núcleos de inflação e salários nos Estados Unidos

Medidas alternativas de núcleo de inflação



Rendimentos médios

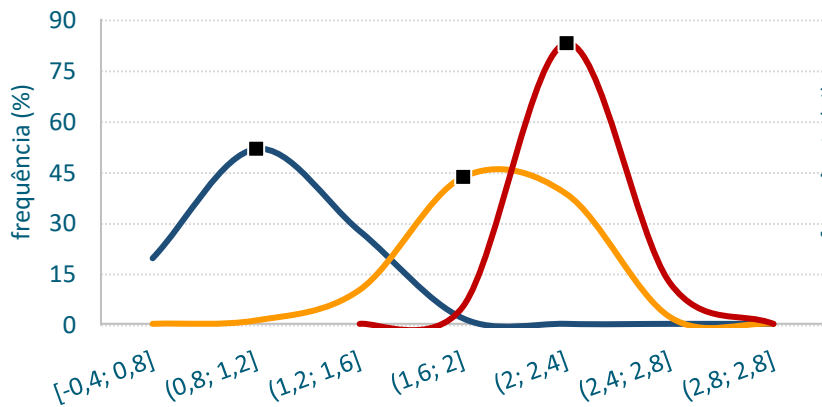


Fonte: Fed Atlanta, Fed S. Francisco e Bloomberg

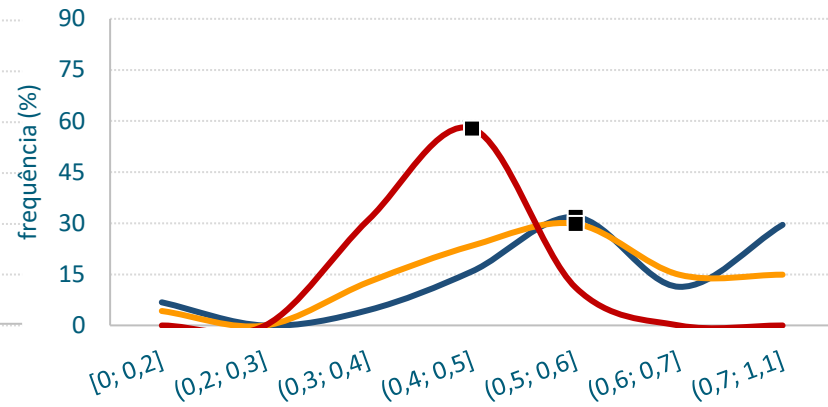
AHE: average hourly earnings (rendimento médio por hora); ECI: employment cost index (índice de custo de emprego)

Expectativas de crescimento do PIB

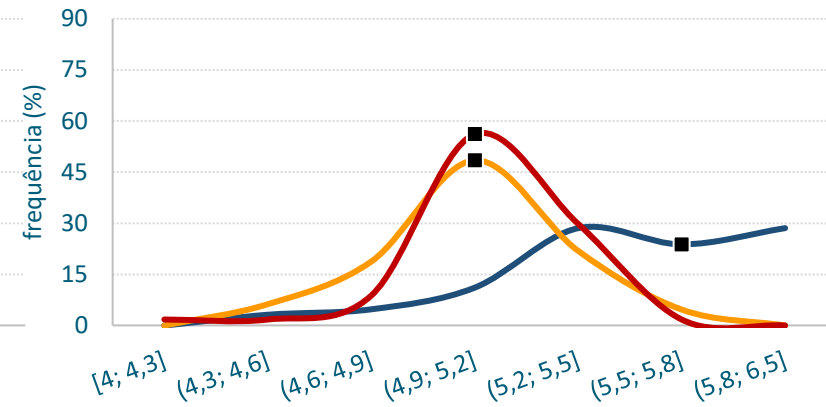
PIB EUA 2023



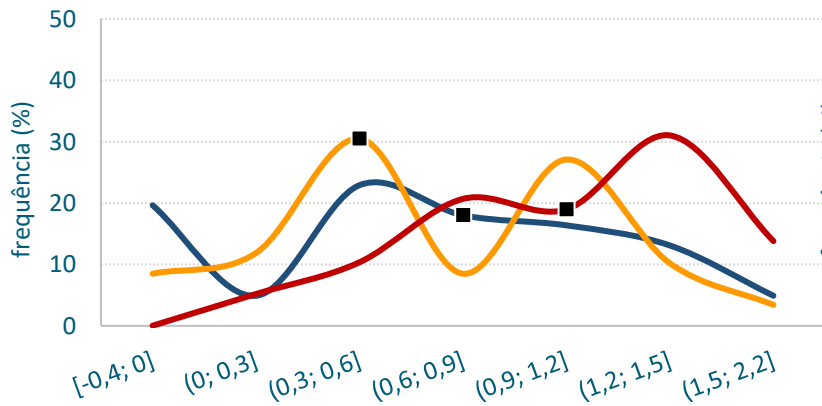
PIB Área do Euro 2023



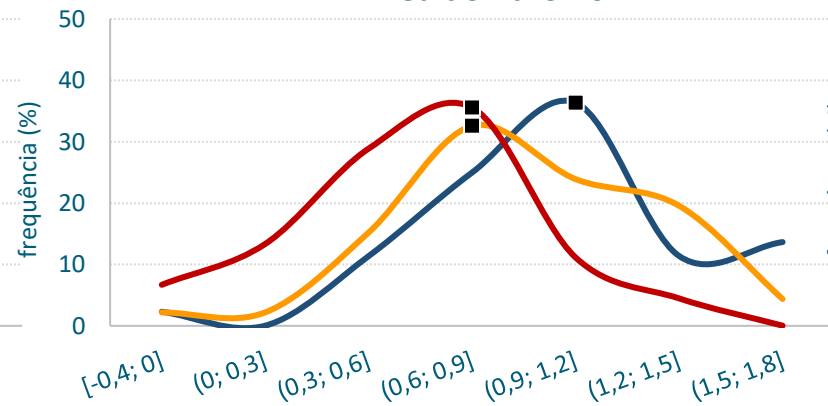
PIB China 2023



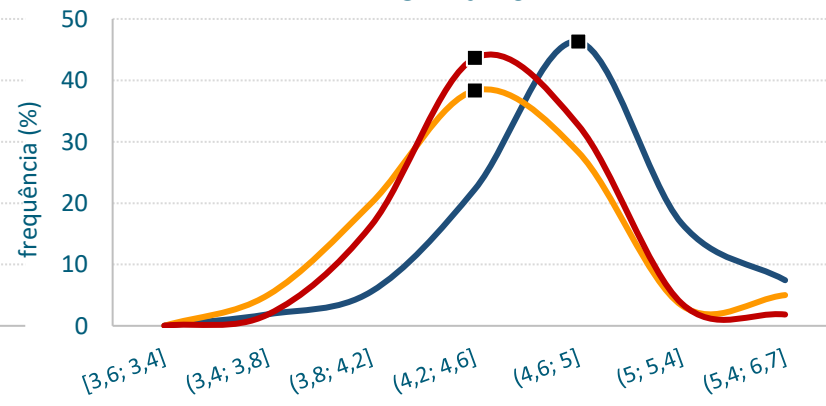
PIB EUA 2024



PIB Área do Euro 2024



PIB China 2024



— em maio de 2023

— em agosto de 2023

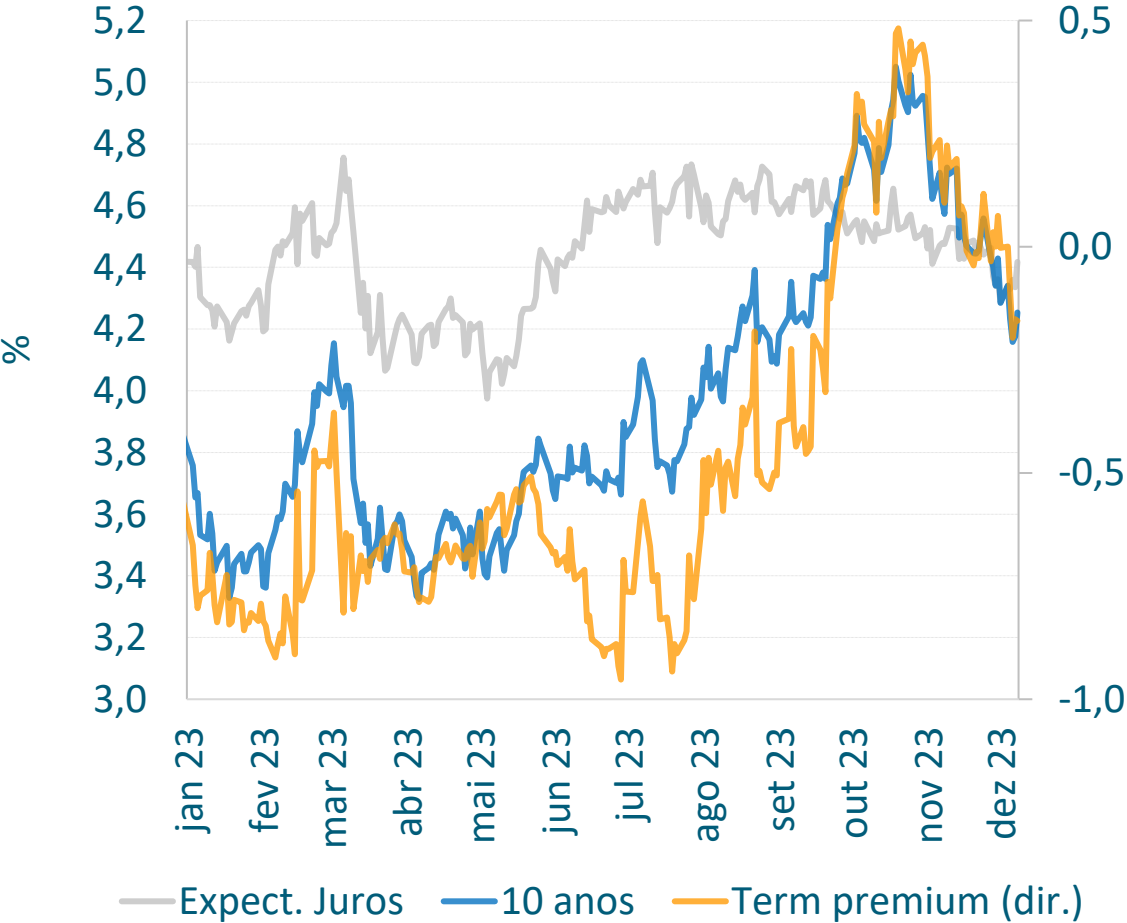
— em novembro de 2023

■ mediana

Fonte: Bloomberg

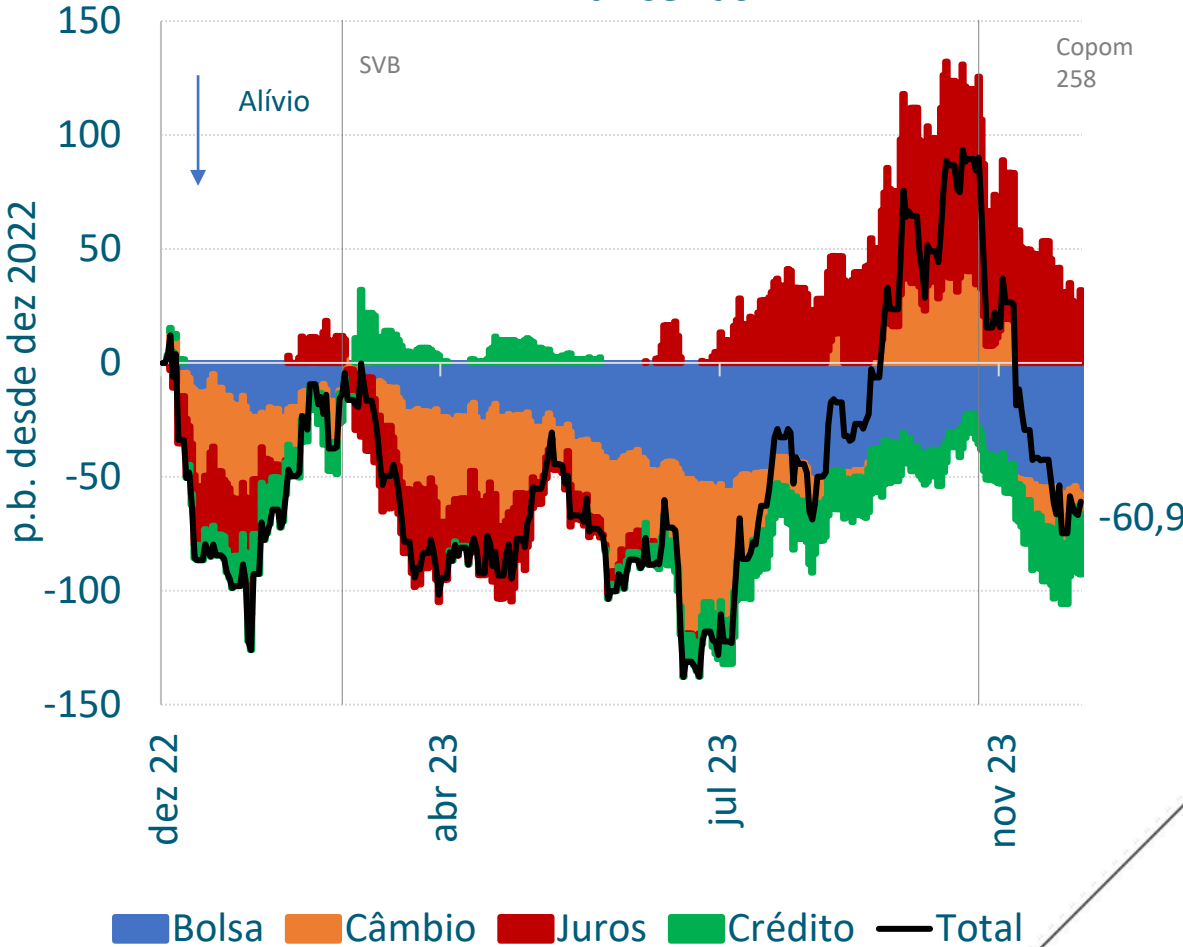
Juros no exterior

Taxa de 10 anos e *term premium*



% e p.p.

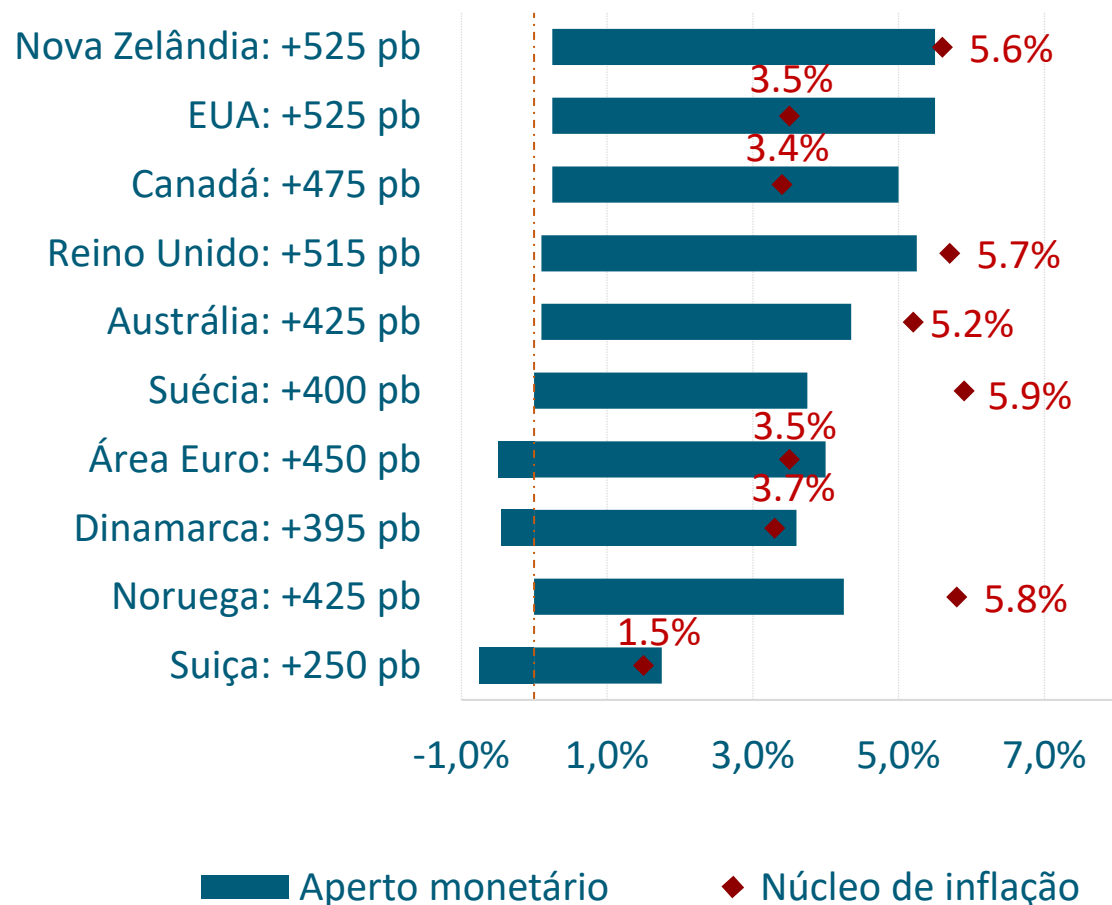
Equivalente em Federal Funds das condições financeiras



Fonte: Bloomberg

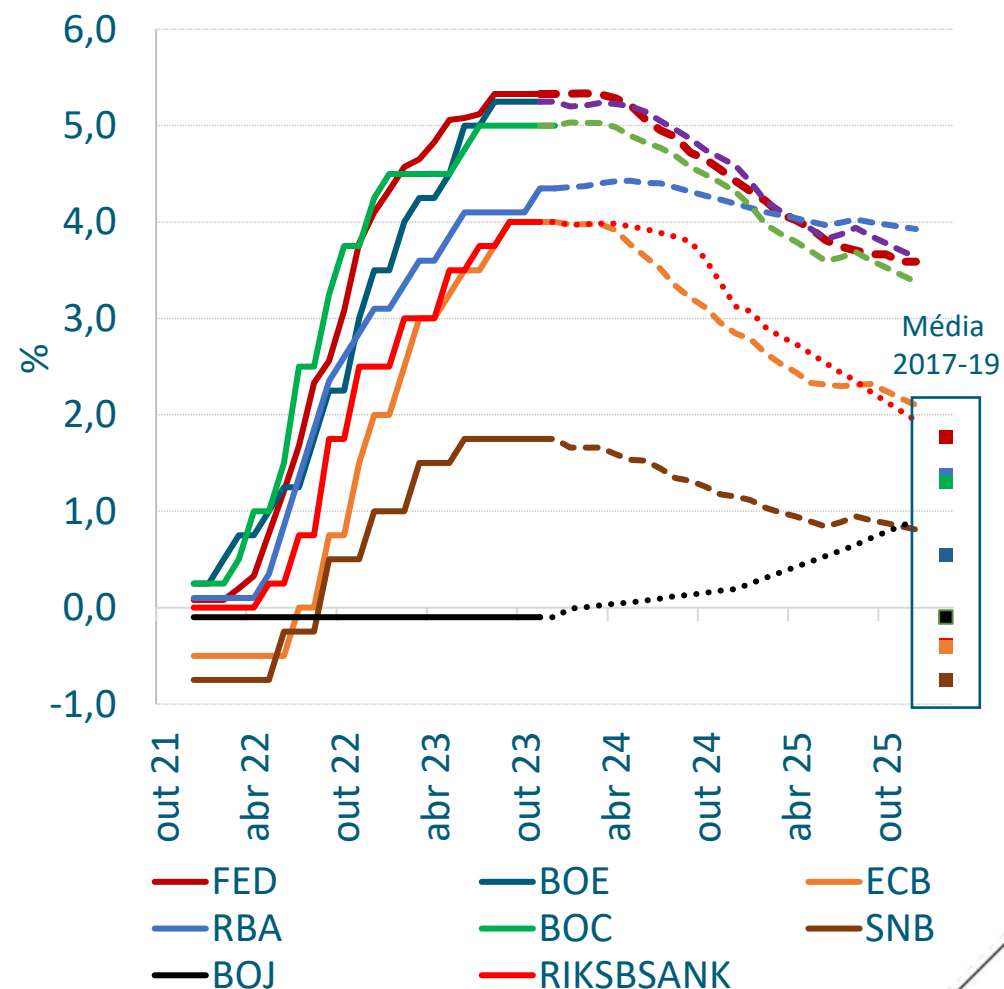
Política monetária, juros e inflação

Ec. Avançadas – Estágio do aperto monetário e núcleo de inflação



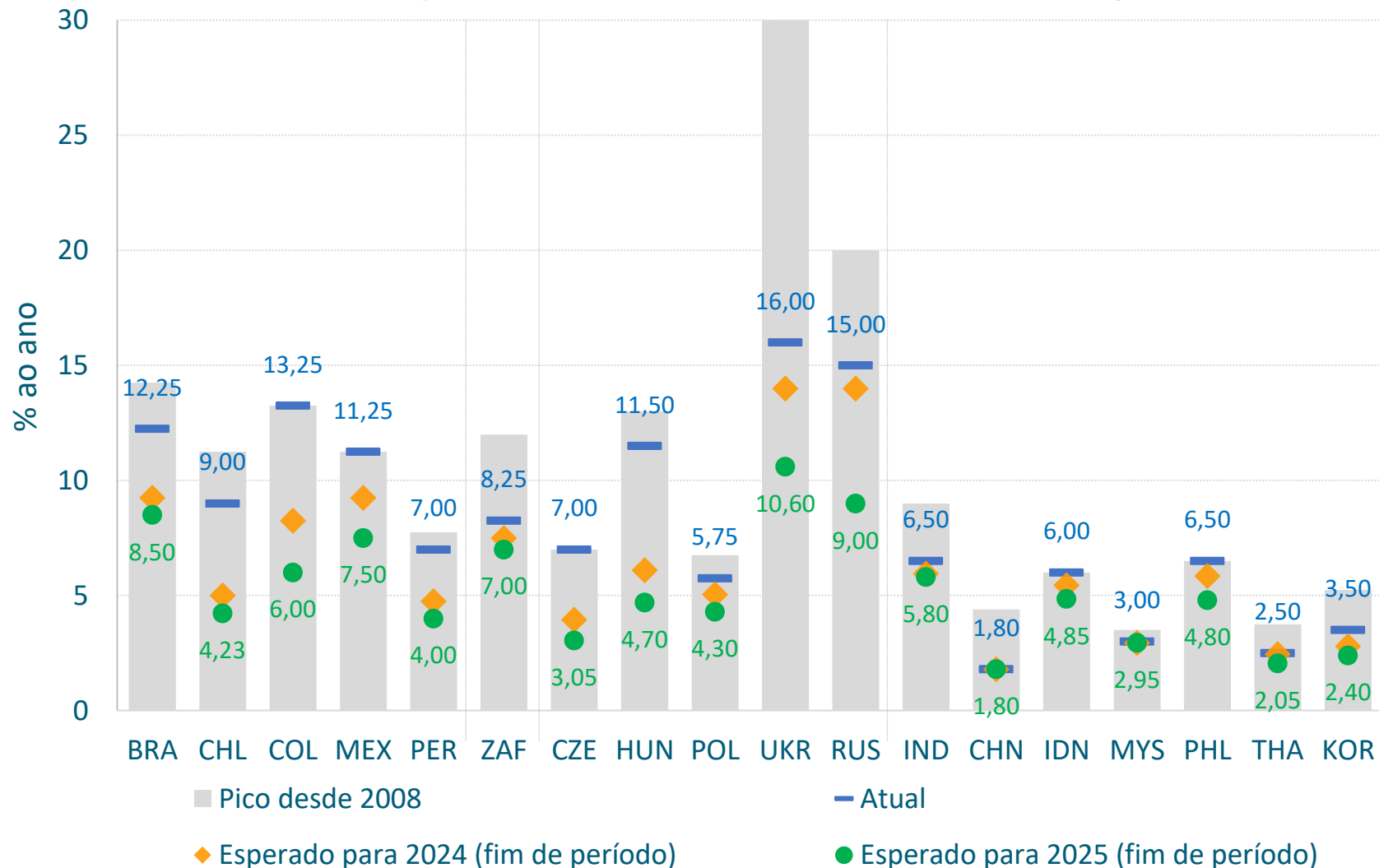
Fontes: bancos centrais, institutos nacionais de estatística e expectativas Bloomberg

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



1/ em 30 de outubro

Expectativas para a taxa básica de juros



- **México** (9 nov) manteve taxa de juros em 11,25% pela quinta reunião, como esperado.
- **África do Sul** (23 nov) manteve em 8,25% em linha com o esperado em decisão unânime.
- **Indonésia** (23 nov) manteve em 6,0% em linha com o esperado.
- **Peru** (9 nov) terceiro corte de 25 bps, como esperado.

Fontes: Bloomberg, pesquisas de expectativas de bancos centrais e Corfi (Colômbia)

Boxe – Projeções para as contas externas de 2023 e 2024

Discriminação	US\$ bilhões					
	2022	2023	Projeção 2023		Projeção 2024	
	Ano	Jan - Out	Anterior	Atual	Anterior	Atual
Transações correntes	-54	-21	-36	-26	-37	-35
Balança comercial	44	66	68	79	71	73
Exportações	340	287	341	343	348	343
Importações	296	221	273	265	277	270
Serviços	-40	-30	-36	-37	-40	-40
dos quais: viagens	-7	-7	-9	-9	-12	-12
dos quais: transportes	-19	-11	-13	-13	-14	-14
Renda primária	-62	-58	-69	-69	-68	-68
dos quais: juros	-20	-22	-27	-27	-29	-29
dos quais: lucros e dividendos	-42	-36	-42	-42	-39	-39
Investimentos – passivos	107	66	79	80	85	80
IDP	87	45	65	60	75	70
Inv. Carteira	-4	12	10	15	10	10
Outros inv. Passivos ¹	24	9	5	5	0	0

¹ Inclui empréstimos, créditos comerciais, depósitos e outros investimentos.

Para 2023, estima-se déficit em transações correntes de 1,2% do PIB:

- Em relação ao RI anterior, redução do déficit em conta corrente projetado é explicado por maior saldo comercial;
 - ✓ O ligeiro aumento no valor exportado reflete expectativa de maior crescimento do volume de produtos básicos, em especial do petróleo.
 - ✓ Para as importações, espera-se *quantum* inferior ao projetado anteriormente, especialmente de combustíveis e bens de capital
- Redução da projeção de IDP, principalmente devido às amortizações líquidas de empréstimos intercompanhia.

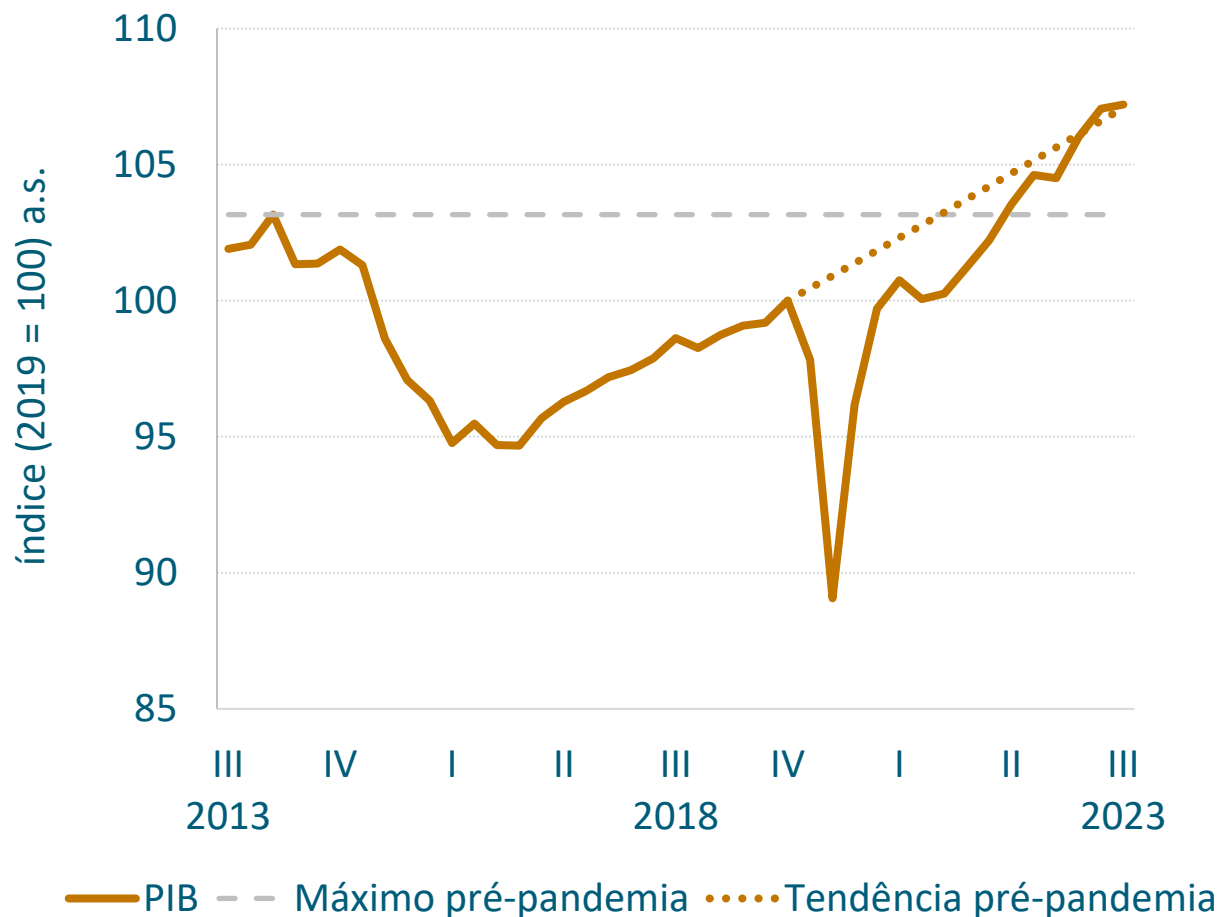
Para 2024, estima-se déficit em transações correntes de 1,5% do PIB:

- Saldo comercial forte, ainda que abaixo de 2023. Em relação ao RI anterior, projetam-se exportações e importações menores.
- Projeção de déficit da conta de serviços, inalterada, reflete gastos com viagens maiores em 2024.
- No déficit de renda primária, também mantido, o aumento nos gastos com juros, na comparação com 2023, deve ser parcialmente compensado por redução nos gastos com lucros e dividendos.
- Ingressos de IDP devem atingir 3,0% do PIB, em patamar compatível com o vigente no pré-pandemia.

Atividade econômica

Crescimento do PIB

Produto Interno Bruto



Fontes: IBGE e BC

Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

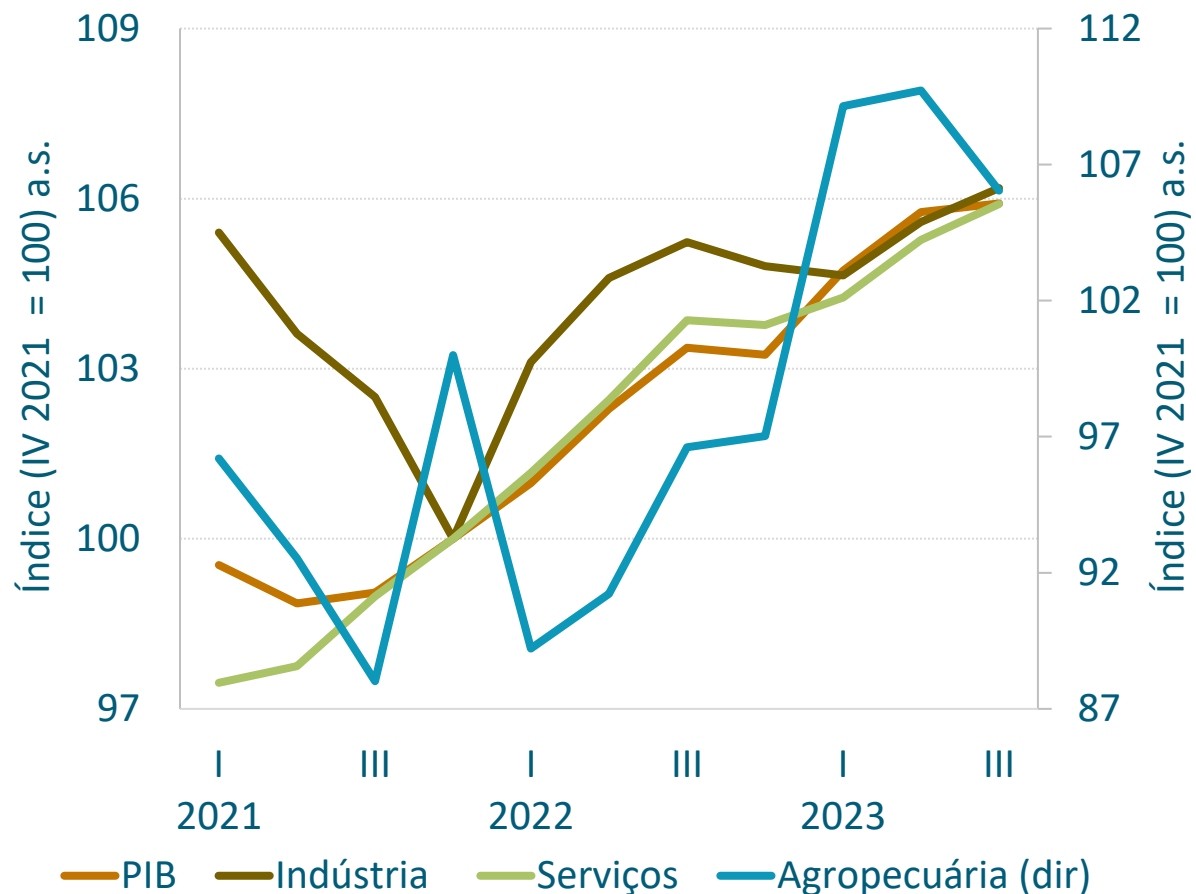
Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %						
	2022				2023		
	I	II	III	IV	I	II	III
PIB a preços de mercado	1,0	1,3	1,1	-0,1	1,4	1,0	0,1
Agropecuária	-10,8	2,3	5,9	0,4	12,5	0,5	-3,3
Indústria	3,1	1,4	0,6	-0,4	-0,2	0,9	0,6
Serviços	1,2	1,3	1,4	-0,1	0,5	1,0	0,6
Consumo das famílias	1,6	1,9	0,9	0,2	1,0	0,9	1,1
Consumo do governo	0,0	-0,6	2,2	-1,2	0,3	1,0	0,5
FBCF	-1,5	3,2	2,7	-1,2	-2,9	-0,3	-2,5
Exportação	9,2	-3,5	3,2	5,0	0,2	3,5	3,0
Importação	-2,4	5,9	5,1	-4,8	-3,4	4,1	-2,1

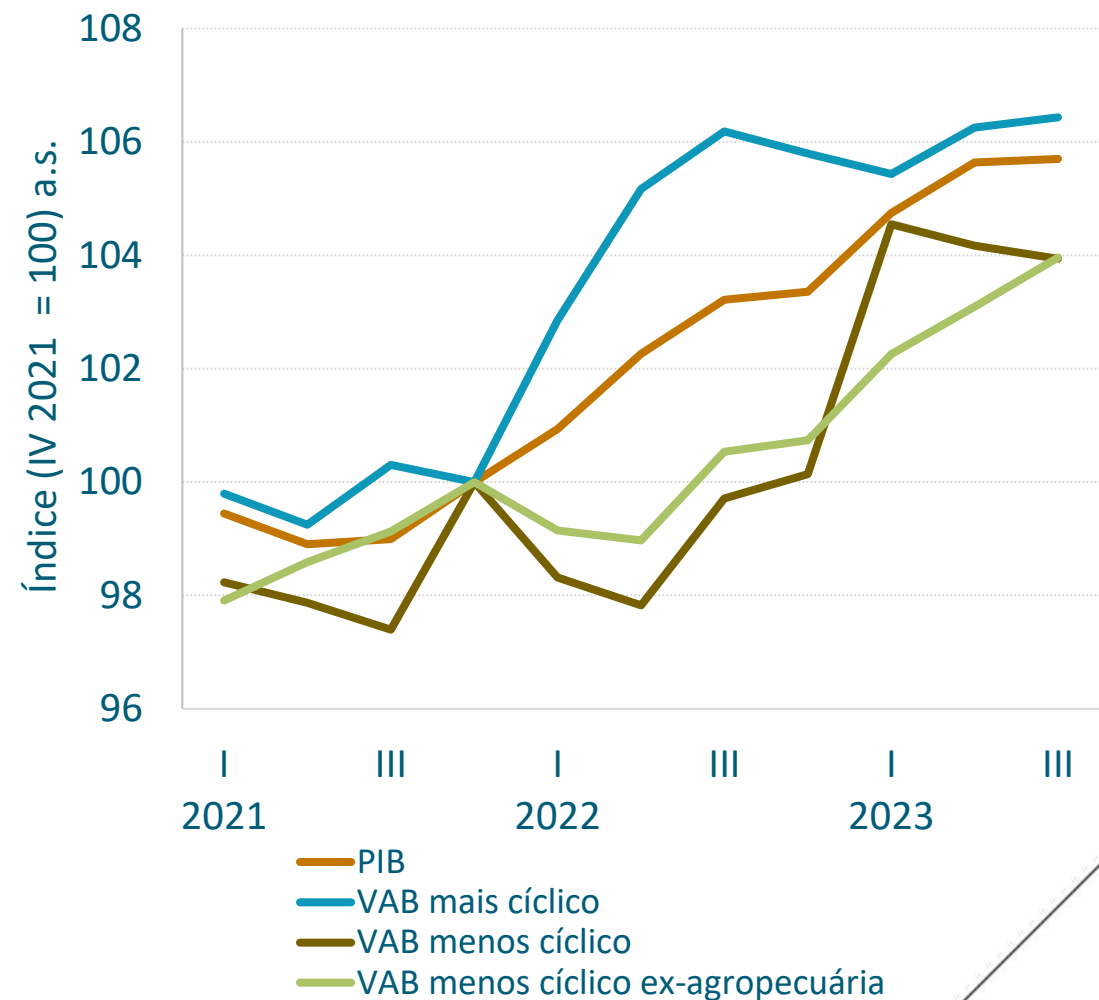
Fonte: IBGE

Produto Interno Bruto

Produto Interno Bruto – Oferta



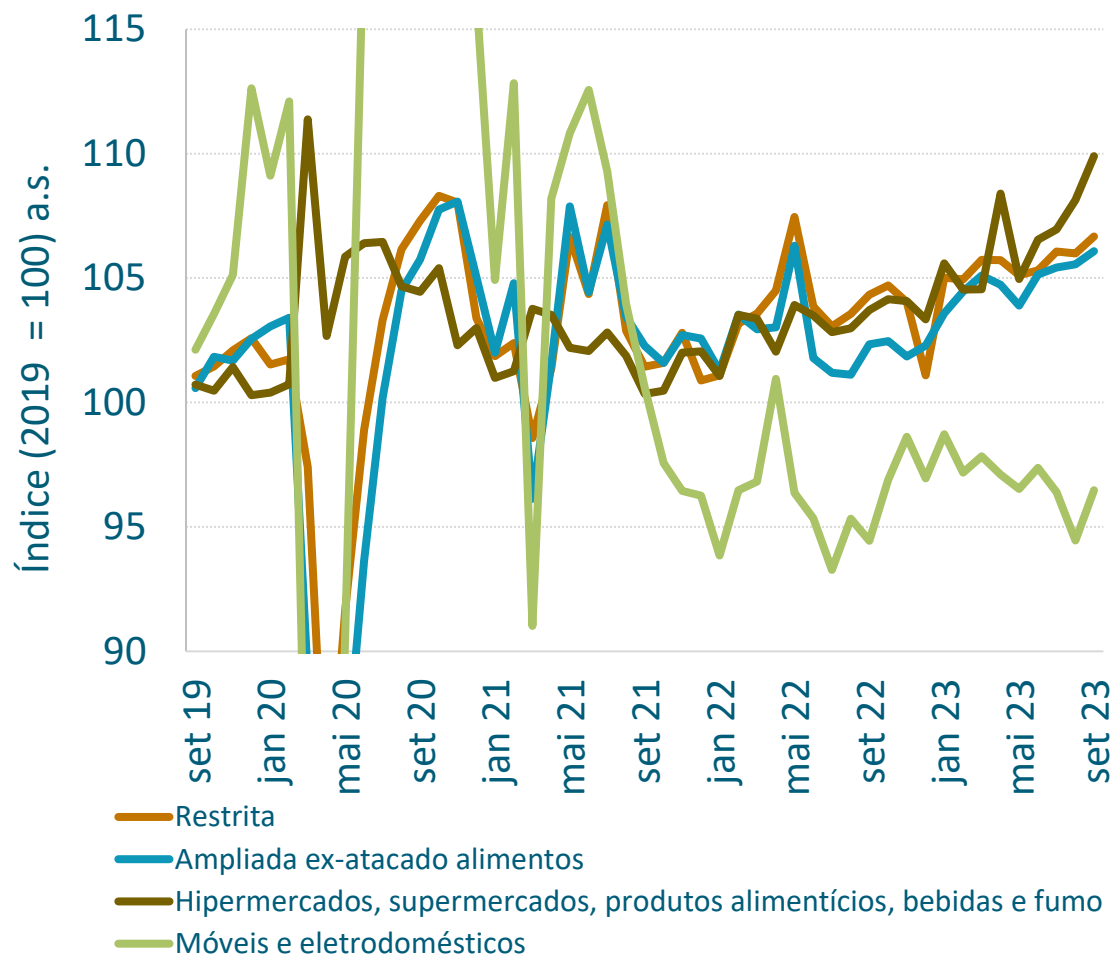
PIB – Componentes mais cíclicos e menos cíclicos



Fontes: IBGE e BC

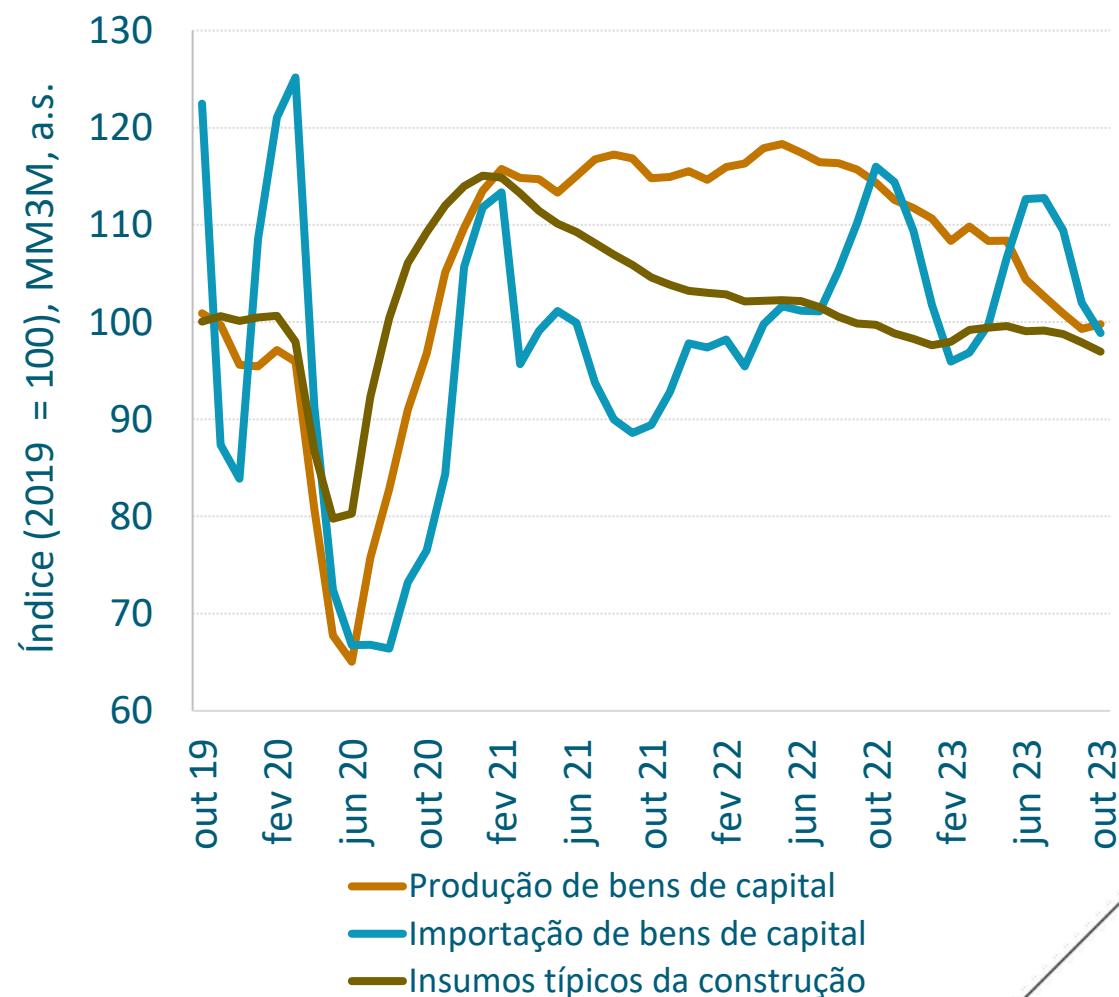
Proxies de consumo e investimento

Pesquisa mensal do comércio – PMC



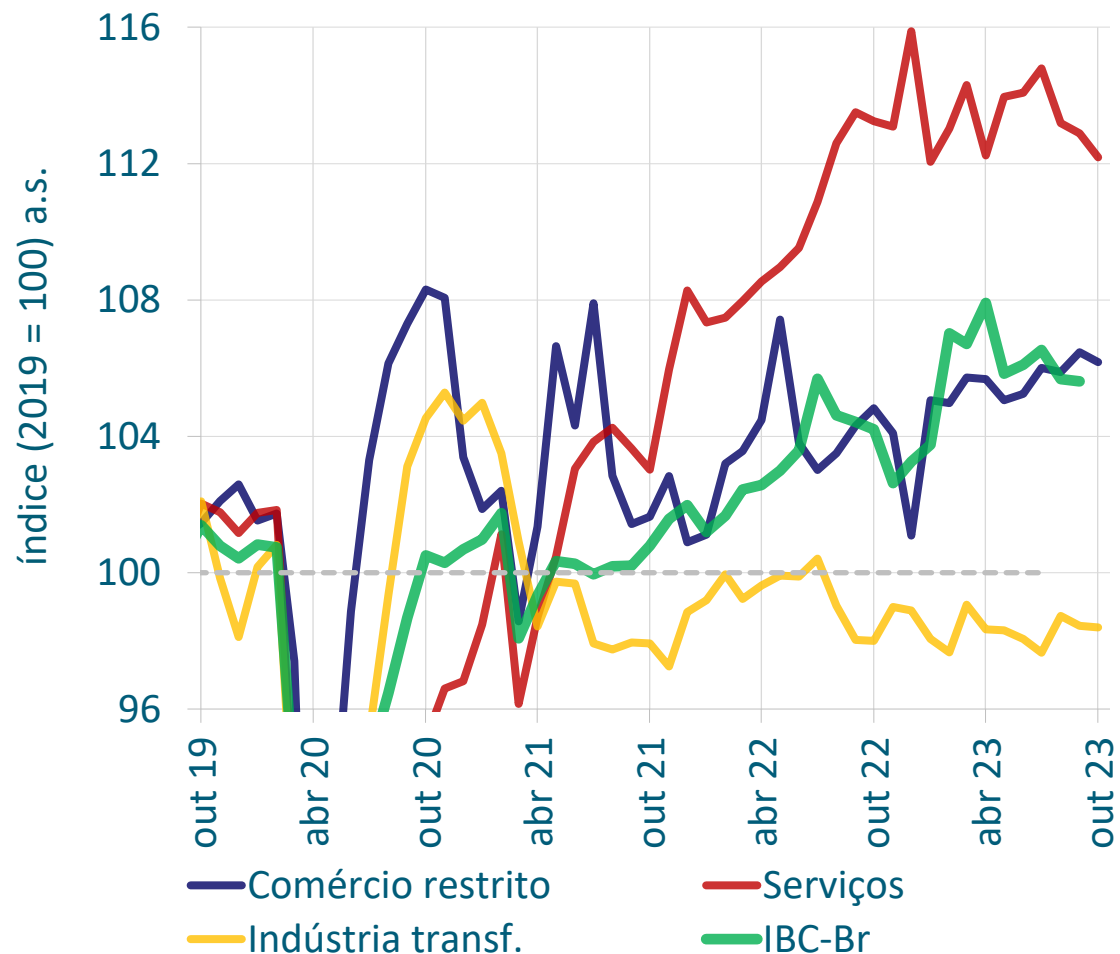
Fontes: IBGE e BC

Indicadores de investimentos



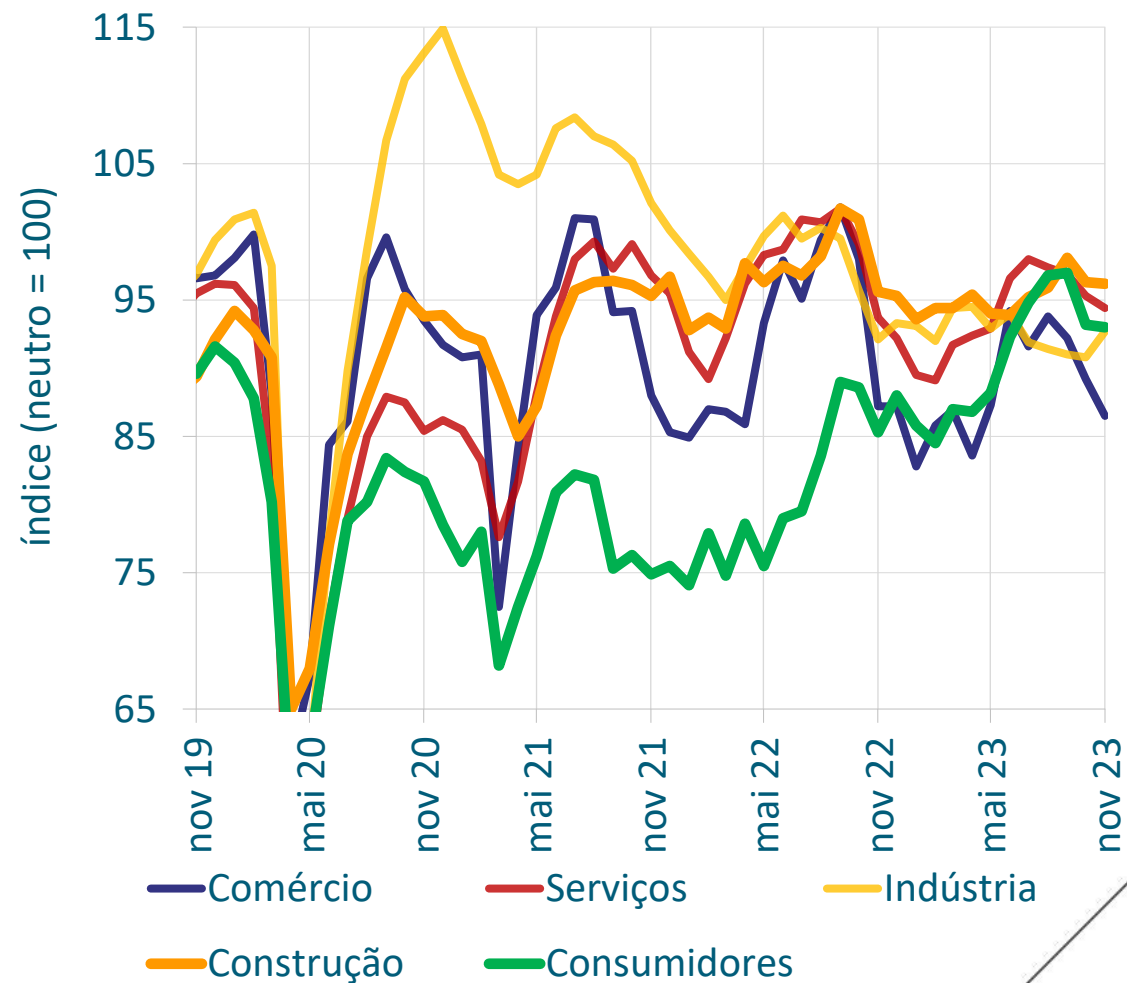
Atividade econômica

Atividade econômica



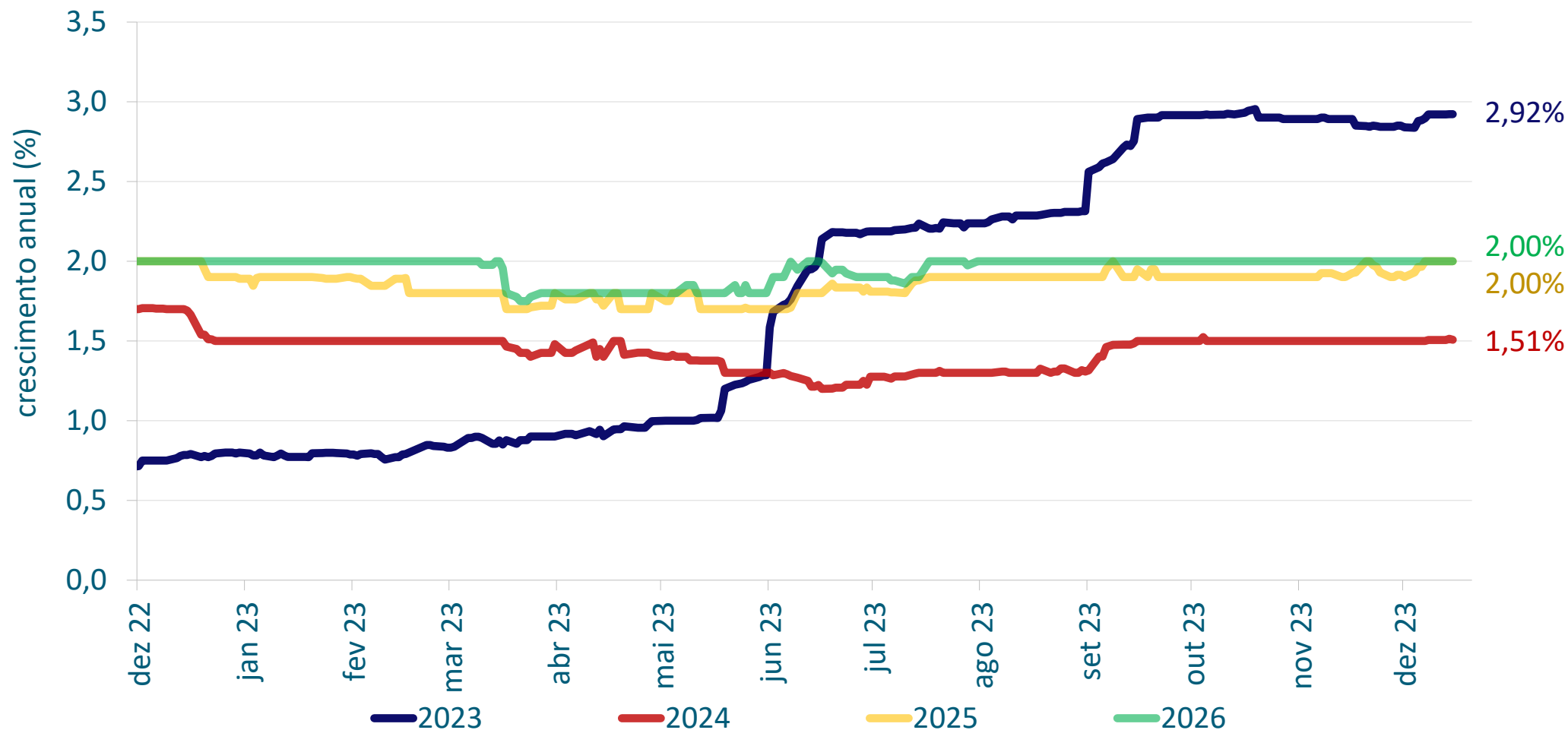
Fontes: IBGE e BC

Índices de confiança



Expectativas para o crescimento PIB

Expectativas Focus para PIB

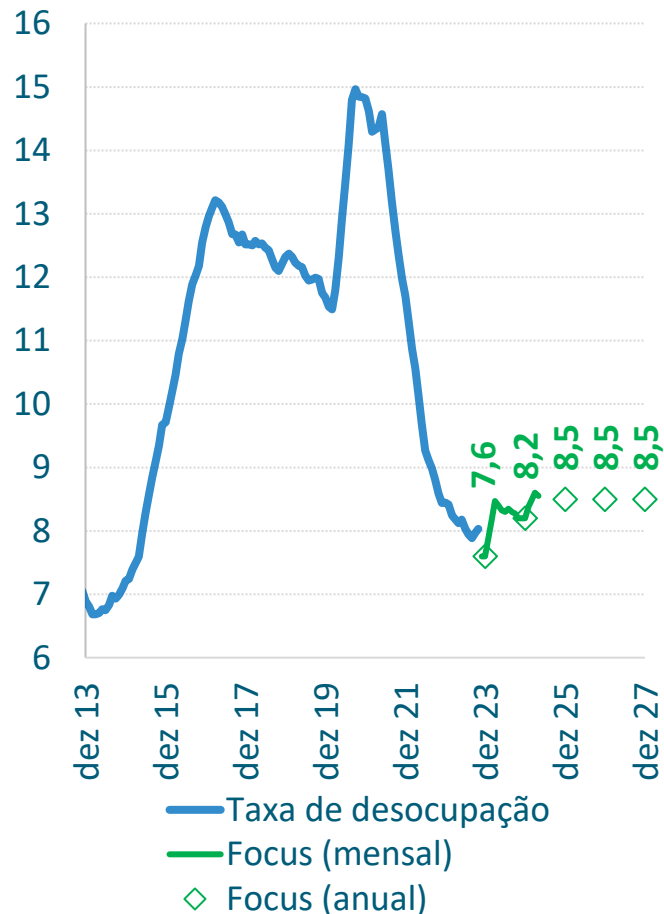


Fontes: IBGE e BC

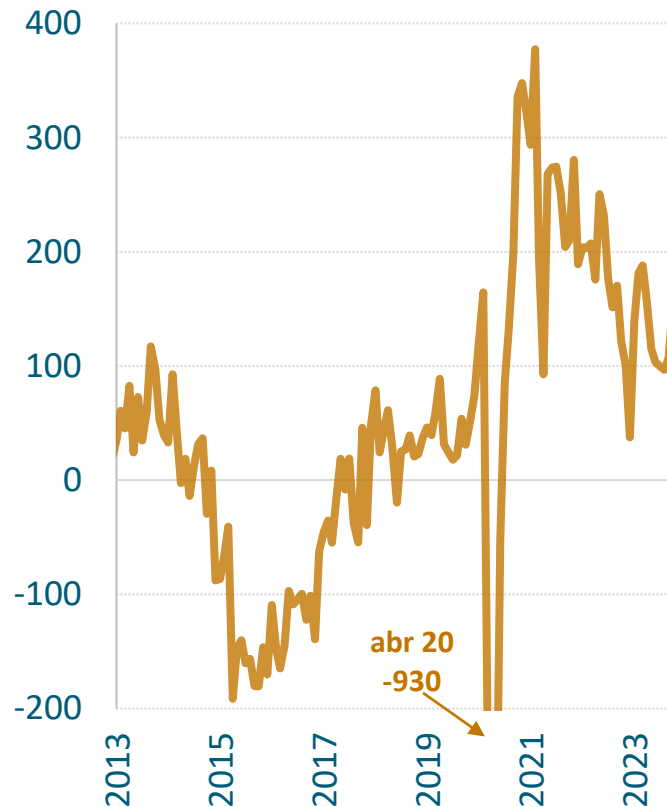
Focus: expectativas até 15 de dezembro

Mercado de trabalho – Desocupação

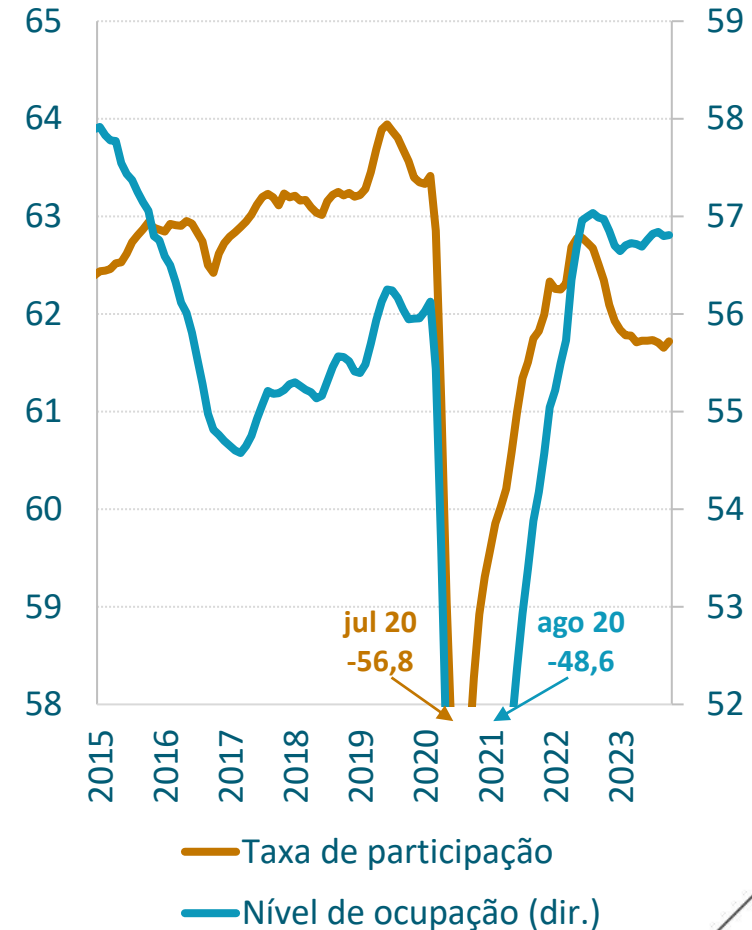
Taxa de desocupação^{1/}
%; a.s. MM3M



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



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



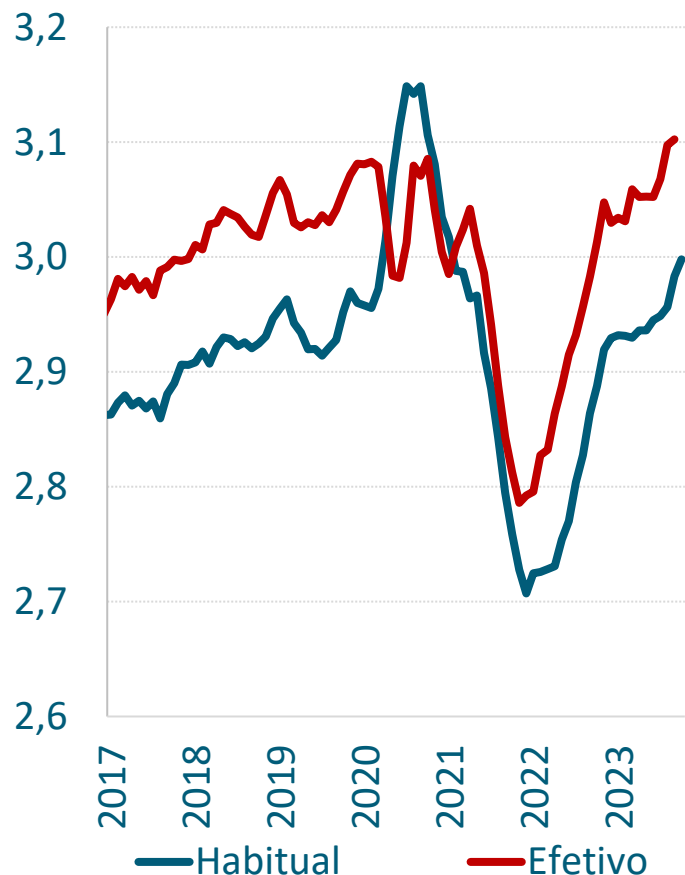
Fontes: IBGE, Ministério do Trabalho e BC

1/ Focus: expectativas para taxa de desocupação em 15 de dezembro sem ajuste sazonal; expectativas anuais referem-se a dezembro de cada ano

Mercado de trabalho – Rendimentos

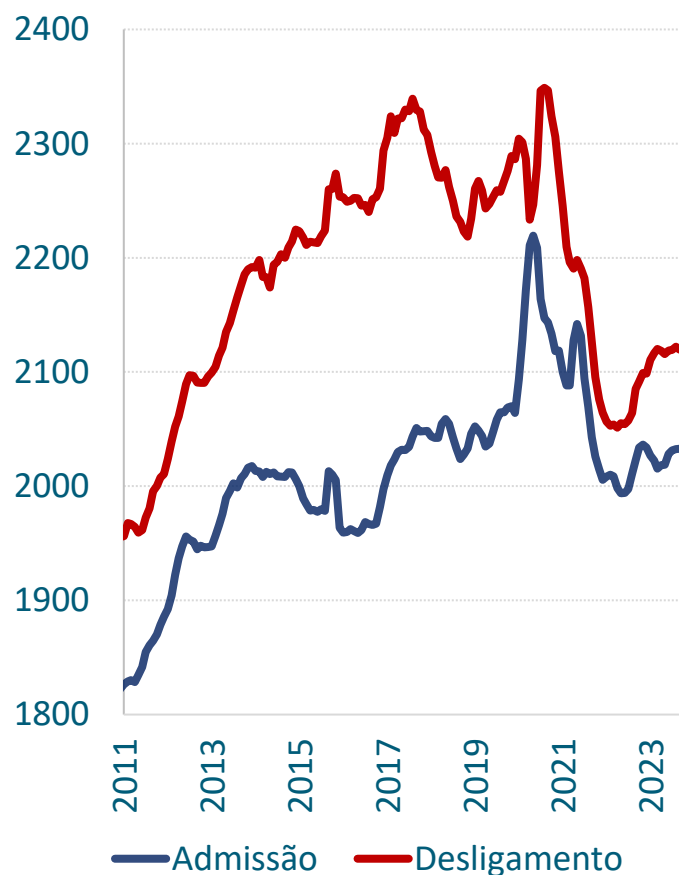
Rendimento real efetivo e habitual

milhares de reais; a.s.; MM3M



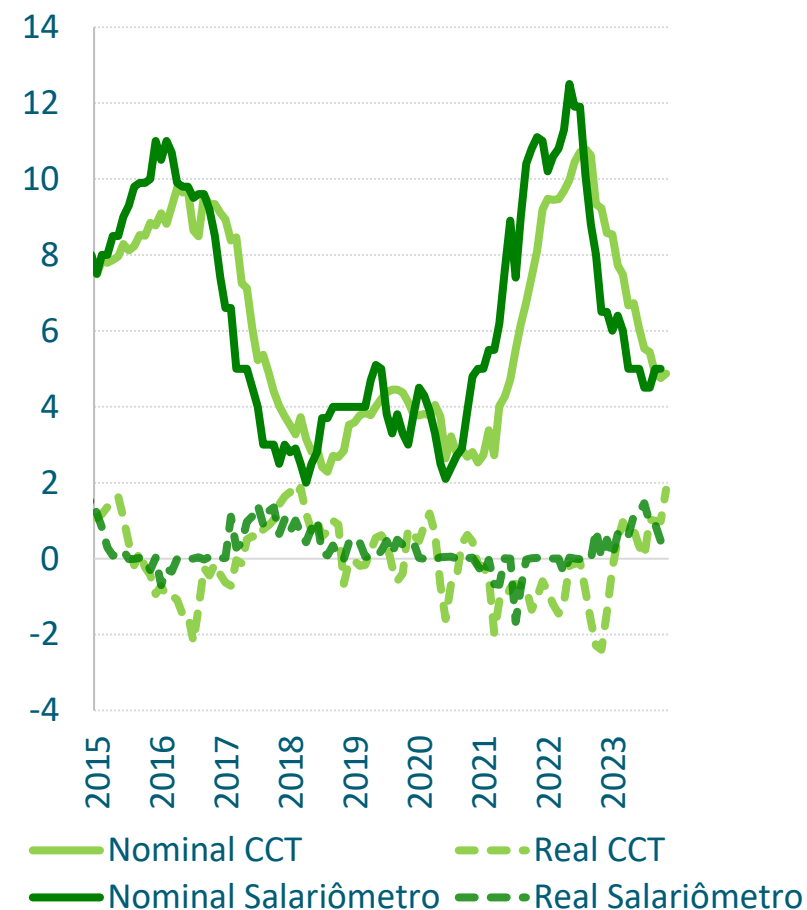
Salário de emprego formal (Caged)

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



Negociações salariais^{1/}

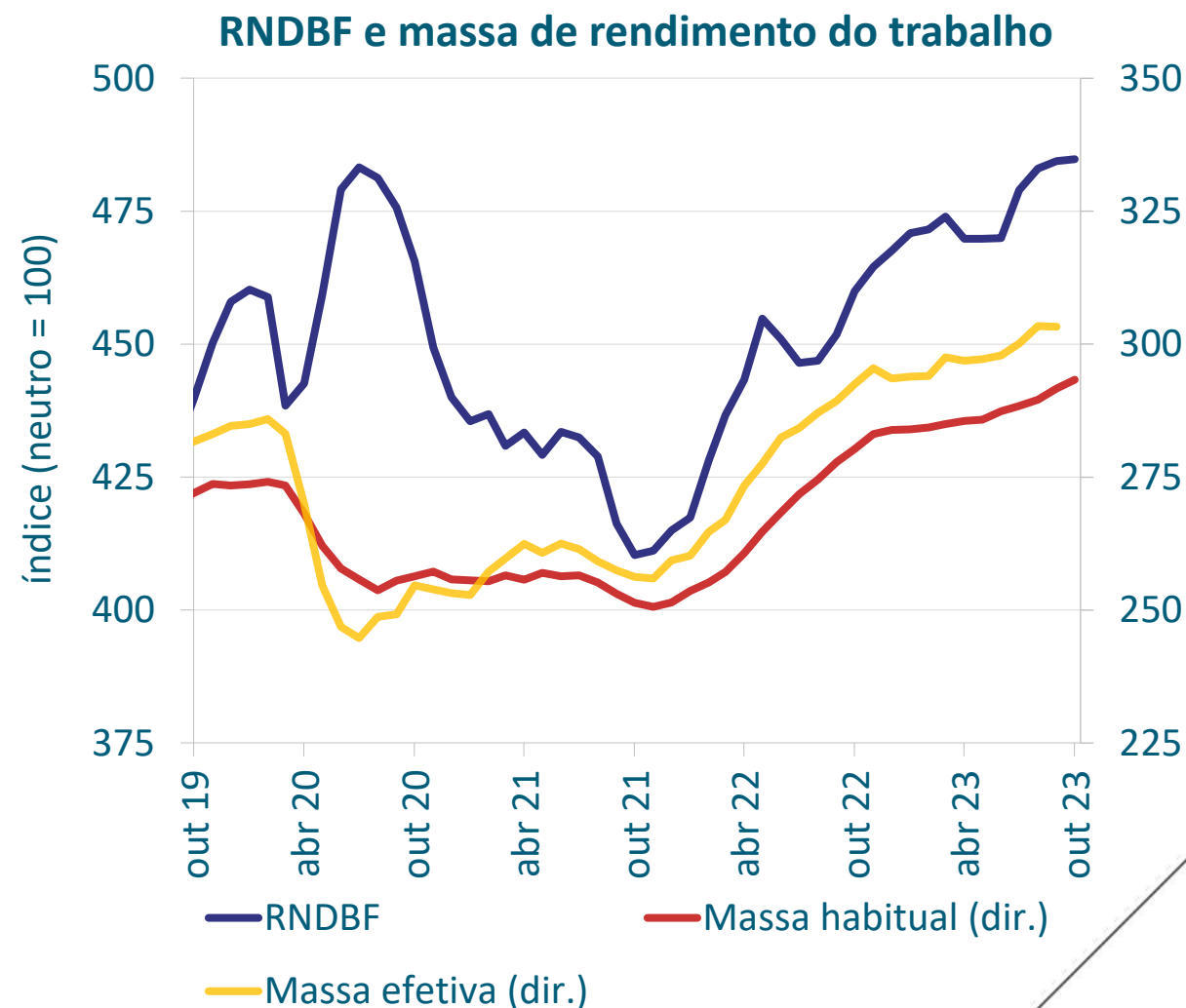
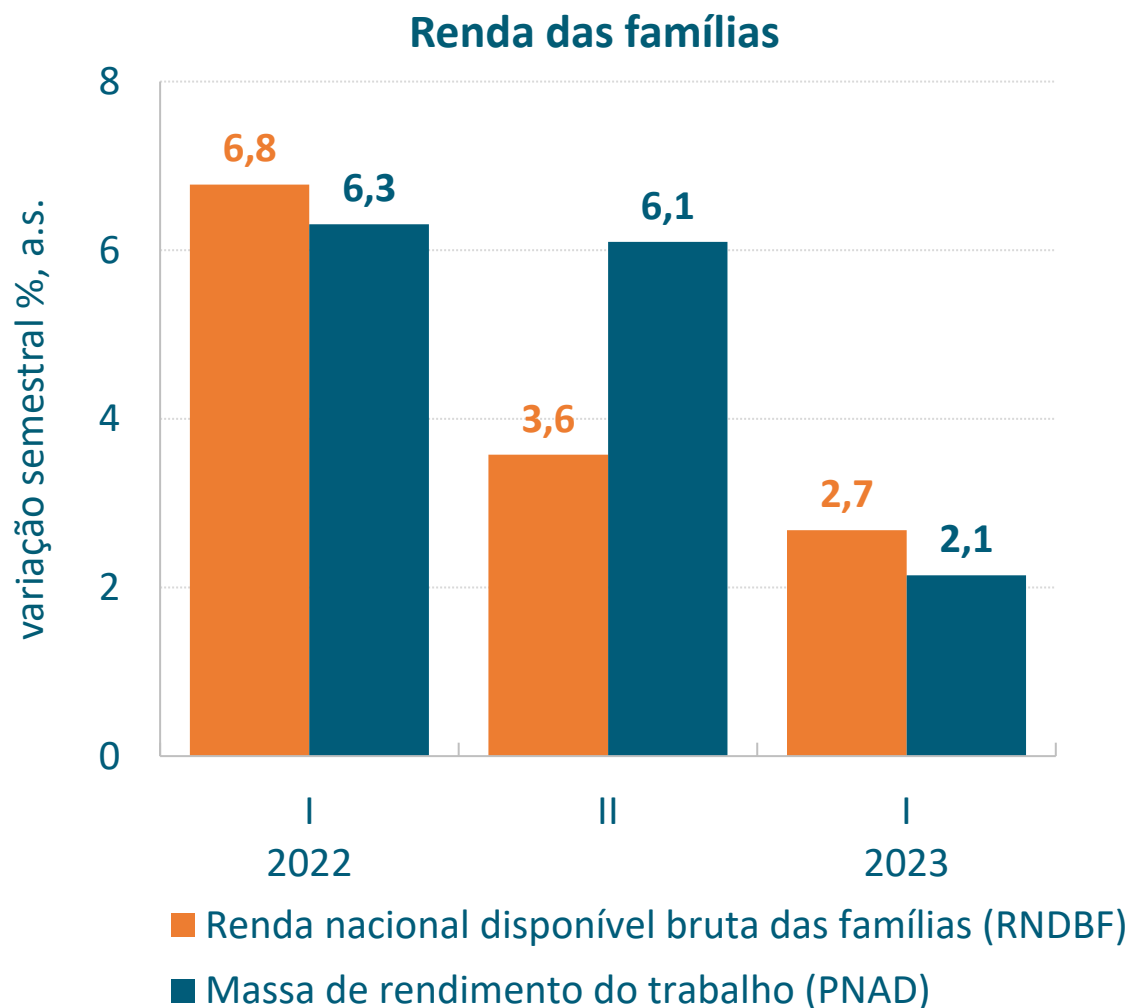
variação anual %



Fontes: IBGE, Ministério do Trabalho, BC e Fipe

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

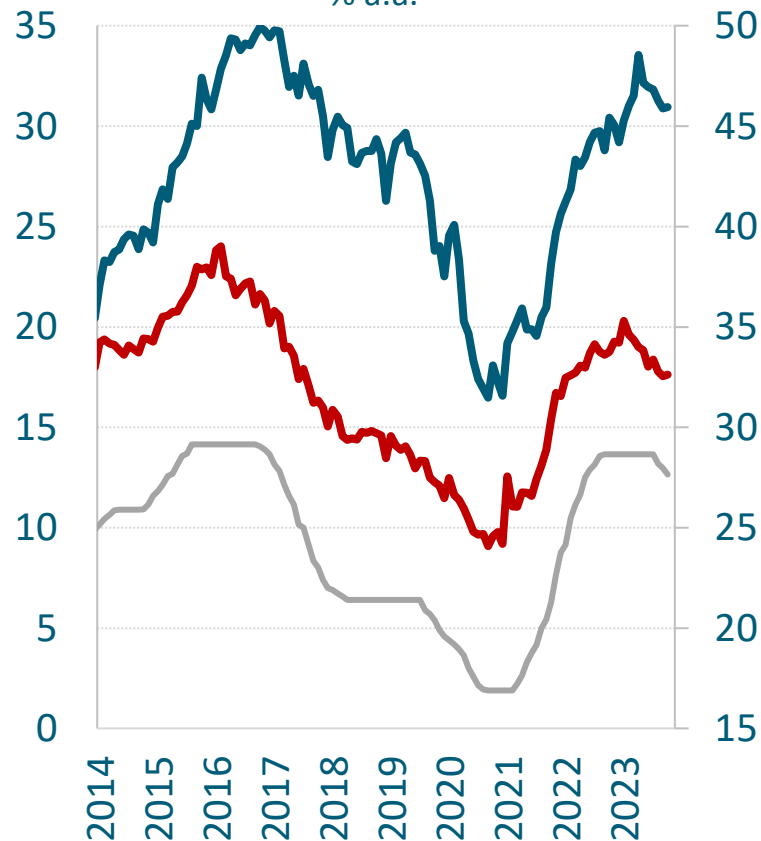
Renda disponível e rendimentos do trabalho



Crédito

Taxa de juros do crédito livre

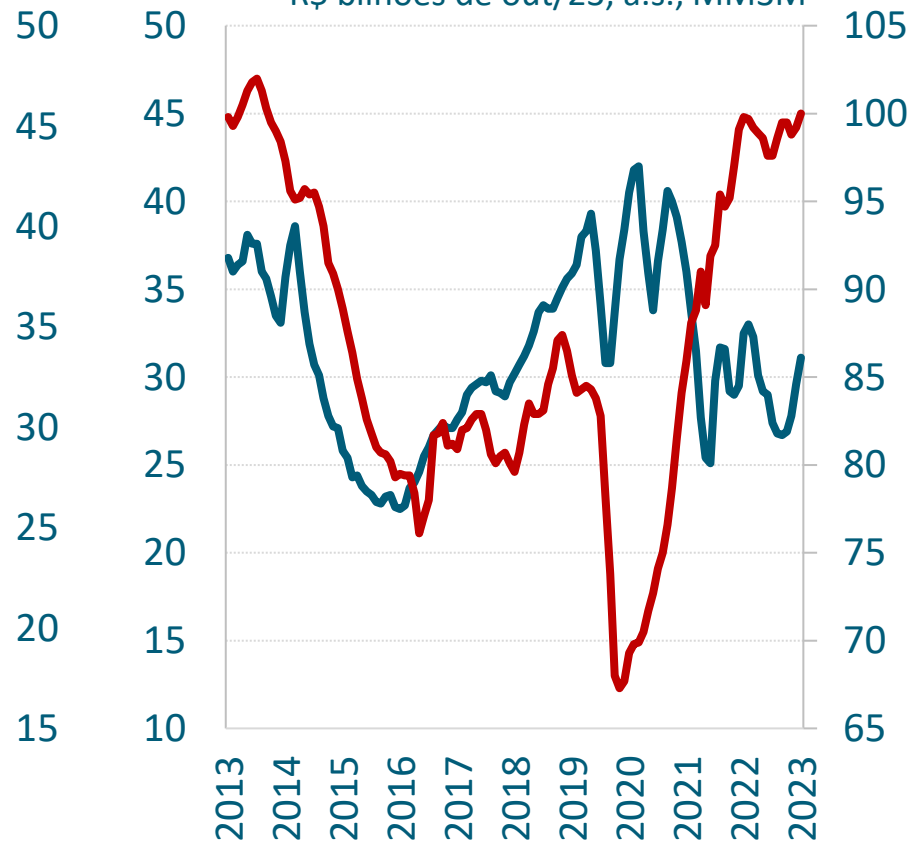
% a.a.



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

Concessão de crédito livre a PF

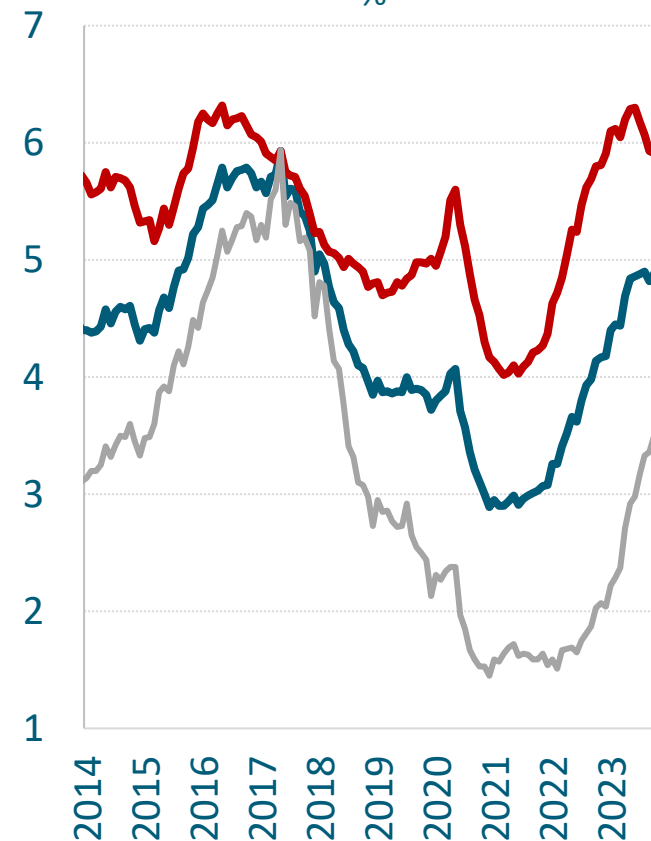
R\$ bilhões de out/23, a.s., MM3M



- Baixo custo
- Alto custo (dir.)

Inadimplência do crédito livre

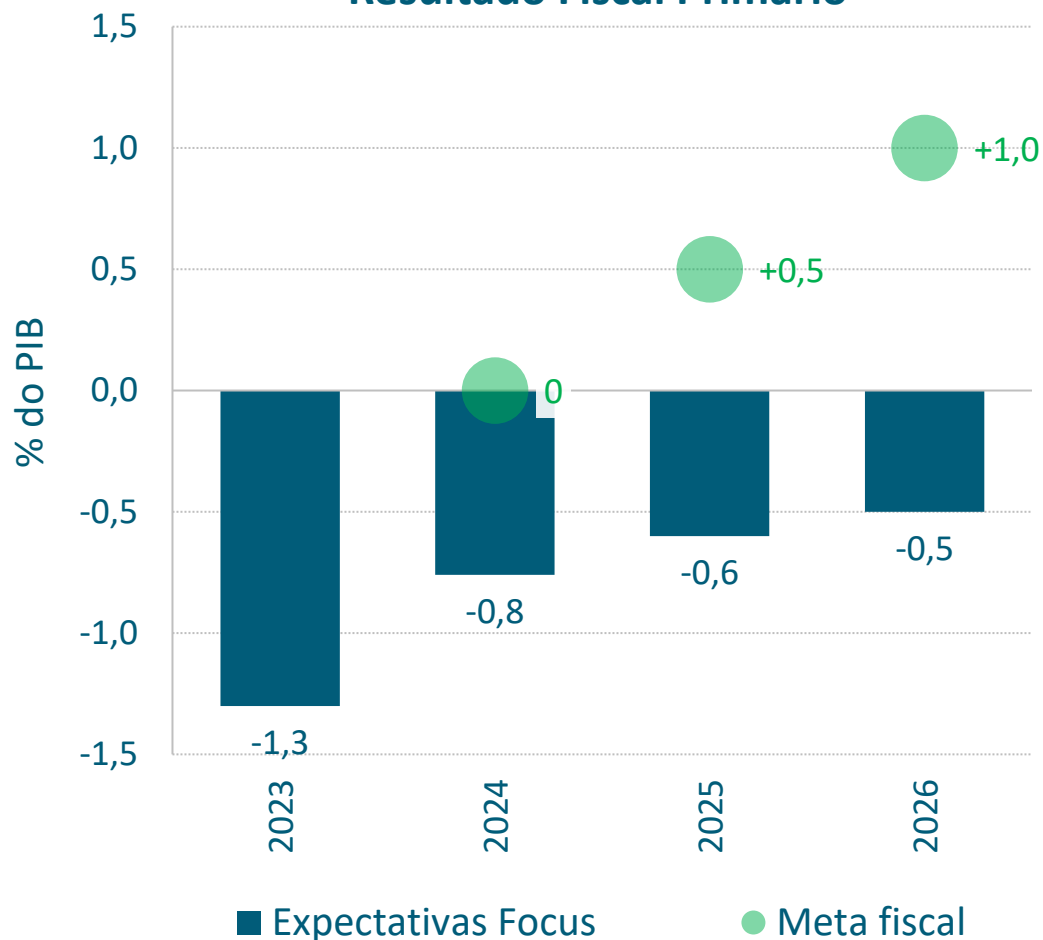
%



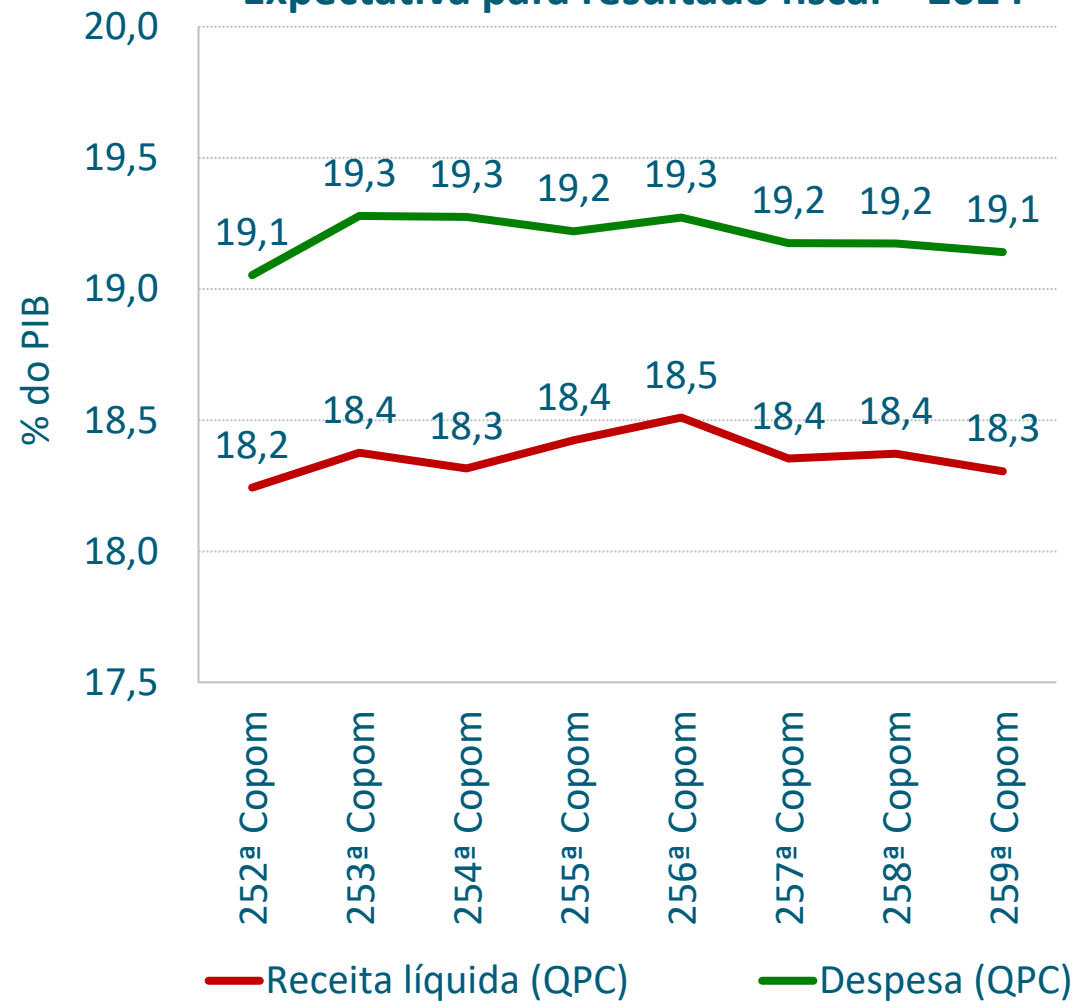
- Total
- Pessoas físicas
- Pessoas jurídicas

Fiscal

Resultado Fiscal Primário^{1/}



Expectativa para resultado fiscal – 2024^{2/}



Fontes: BC e Ministério da Fazenda

Boxe – Projeção do PIB para 2023 e 2024

Produto Interno Bruto

Variação %

Discriminação	2022	2023 ^{1/}		2024 ^{1/}	
		RI Set	RI Dez	RI Set	RI Dez
PIB a preços de mercado	3,0	2,9	3,0	1,8	1,7
Impostos sobre produtos	2,3	2,5	2,4	1,8	1,6
Valor adicionado a preços básicos	3,1	2,9	3,0	1,8	1,8
Oferta					
Agropecuária	-1,1	13,0	15,5	1,5	1,0
Indústria	1,5	2,0	1,3	2,0	1,7
Serviços	4,3	2,1	2,5	1,8	1,9
Demanda					
Consumo das famílias	4,1	2,8	3,5	1,9	2,3
Consumo do governo	2,1	1,8	1,3	1,5	1,1
Formação bruta de capital fixo	1,1	-2,2	-3,4	2,1	1,0
Exportação	5,7	6,7	8,8	1,5	1,5
Importação	1,0	0,0	-1,1	1,6	2,5
Contribuição do setor externo (p.p.)	0,9	1,3	1,9	0,0	-0,2

Fonte: IBGE e BCB

1/ Estimativa.

- Para o PIB agregado as mudanças foram pequenas, mantendo-se o cenário de retomada gradual do crescimento em 2024 após a desaceleração no 2º semestre de 2023.

2023

- Projeção de crescimento do PIB em 2023 passou de 2,9% para 3,0%.
- Na oferta, revisões positivas na agropecuária e em serviços e negativa na indústria.
- Na demanda, diminuição na previsão para FBCF e alta na projeção para consumo das famílias e exportações.

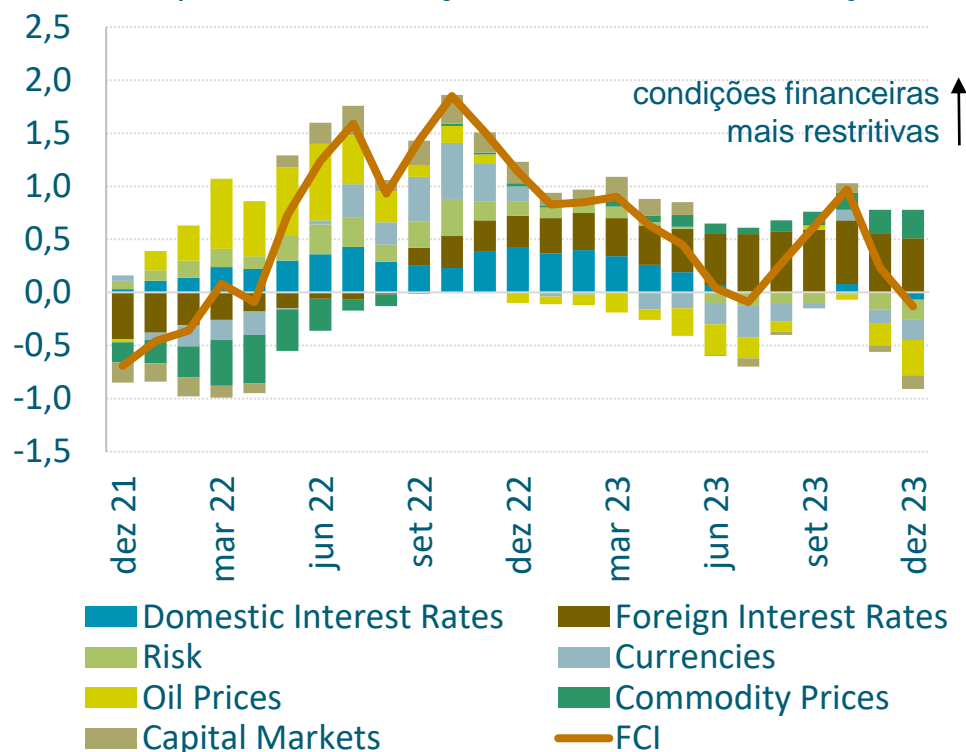
2024

- Projeção de crescimento do PIB em 2024 reduzida de 1,8% para 1,7%.
- Pela oferta, redução concentrada em agropecuária, com prognósticos menos favoráveis para a safra, e em extrativa.
- Pela demanda: i) o consumo das famílias, apesar da revisão altista na projeção, deve desacelerar em comparação a 2023; ii) a FBCF deve se recuperar, em linha com a flexibilização gradual da política monetária; iii) as exportações devem crescer em ritmo mais moderado do que em 2023.

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 dez/2023 refere-se à média até o dia 8.

Aumento do ICF em outubro, mas mais do que compensado pela queda em novembro e dezembro.

Fatores de elevação do ICF em outubro:

- elevação dos juros futuros no Brasil e em países avançados;
- elevação do VIX e do risco país;
- depreciação do real e apreciação do dólar norte-americano;
- queda das bolsas de valores doméstica e externas.

Fatores de queda do ICF em novembro e dezembro:

- redução dos juros futuros no Brasil e em países avançados;
- redução do VIX, do risco país e do preço do petróleo;
- apreciação do real e depreciação do dólar norte-americano;
- elevação das bolsas de valores doméstica e externas.

Boxe – Projeção para a evolução do crédito em 2023 e 2024

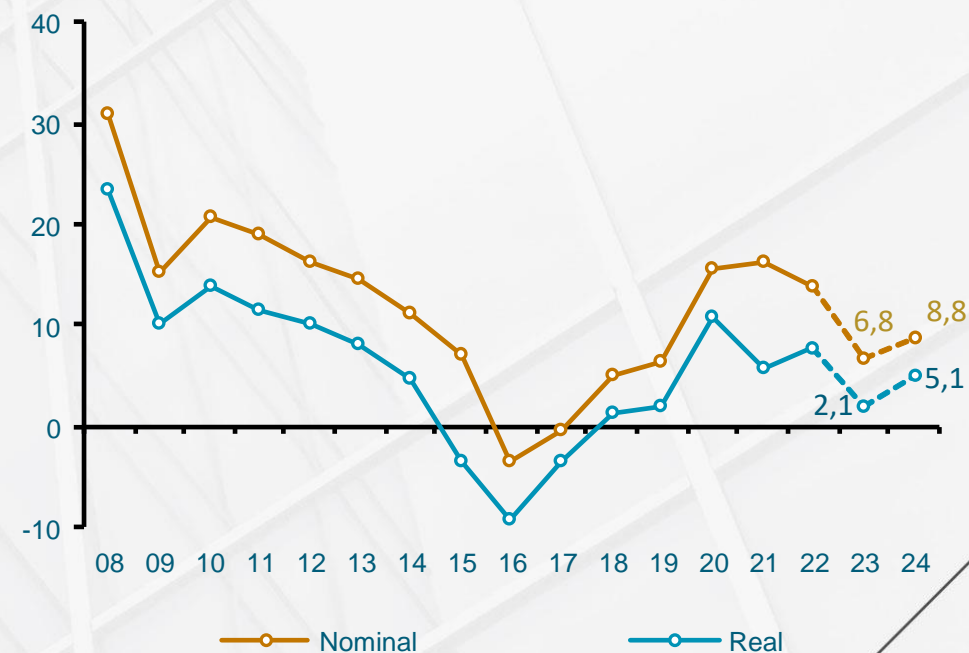
- A projeção de crescimento do crédito em 2023 recuou discretamente, em função da desaceleração no crédito livre, especialmente às famílias, maior do que a esperada no trimestre encerrado em outubro.
- Para 2024 espera-se crescimento do crédito superior ao de 2023, em termos nominais e reais, impulsionado pela aceleração do crédito livre às empresas. O crédito livre às famílias deve registrar inflexão da desaceleração, porém abaixo do crescimento registrado em 2020 e 2021.

Saldo de crédito

	2021	2022	Out 2023	Var. % em 12 meses			
				Proj. 2023		Proj. 2024	
				Anterior	Atual	Anterior	Atual
Total	16,4	14,5	7,3	7,3	6,8	8,5	8,8
Livres	20,4	14,9	5,0	5,7	4,8	7,9	8,1
PF	23,0	17,5	8,0	9,0	7,5	8,5	9,0
PJ	17,5	11,9	1,1	1,5	1,5	7,0	7,0
Direcionados	10,9	14,0	10,7	9,6	9,7	9,3	9,7
PF	18,5	18,0	11,6	11,0	10,0	10,0	10,0
PJ	-0,1	6,9	9,1	7,0	9,0	8,0	9,0
Total PF	21,0	17,7	9,6	9,9	8,6	9,2	9,4
Total PJ	10,7	10,1	3,8	3,4	4,1	7,4	7,7

Saldo de crédito total

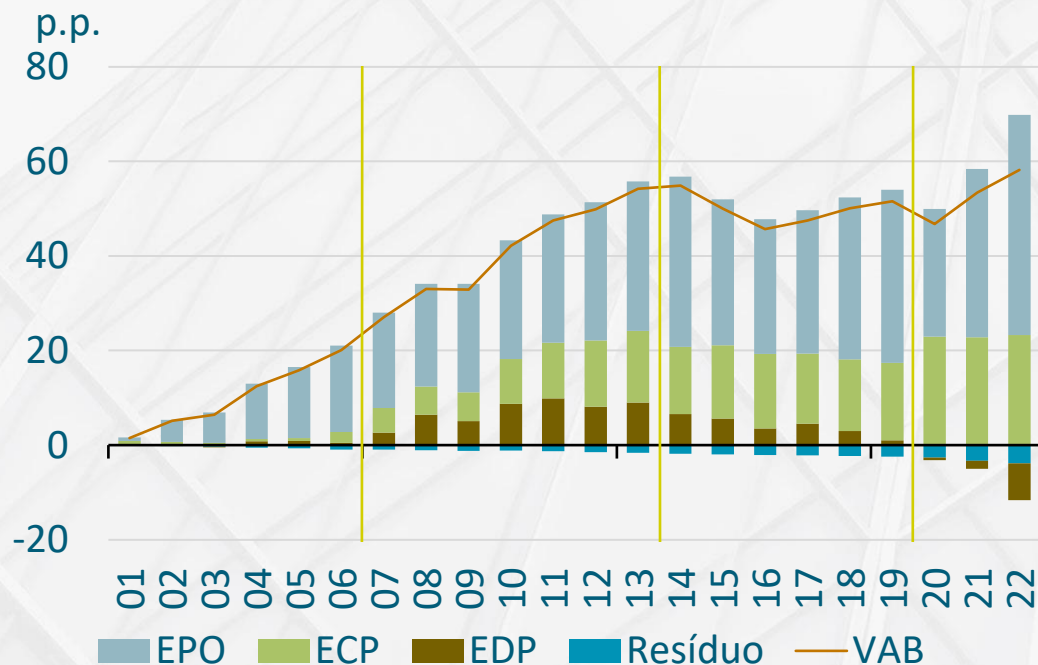
Var. % em 12 meses



Boxe – Análise setorial do PIB e da produtividade do trabalho

- O crescimento da economia nos últimos vinte anos foi mais ligado à incorporação de mão de obra do que à produtividade do trabalho.
- A realocação setorial da mão de obra contribuiu positivamente para o crescimento em todos os períodos analisados.
- A agropecuária apresentou o maior crescimento da produtividade e foi o único setor com redução de mão de obra.

Decomposição da variação acumulada do VAB^{1/}

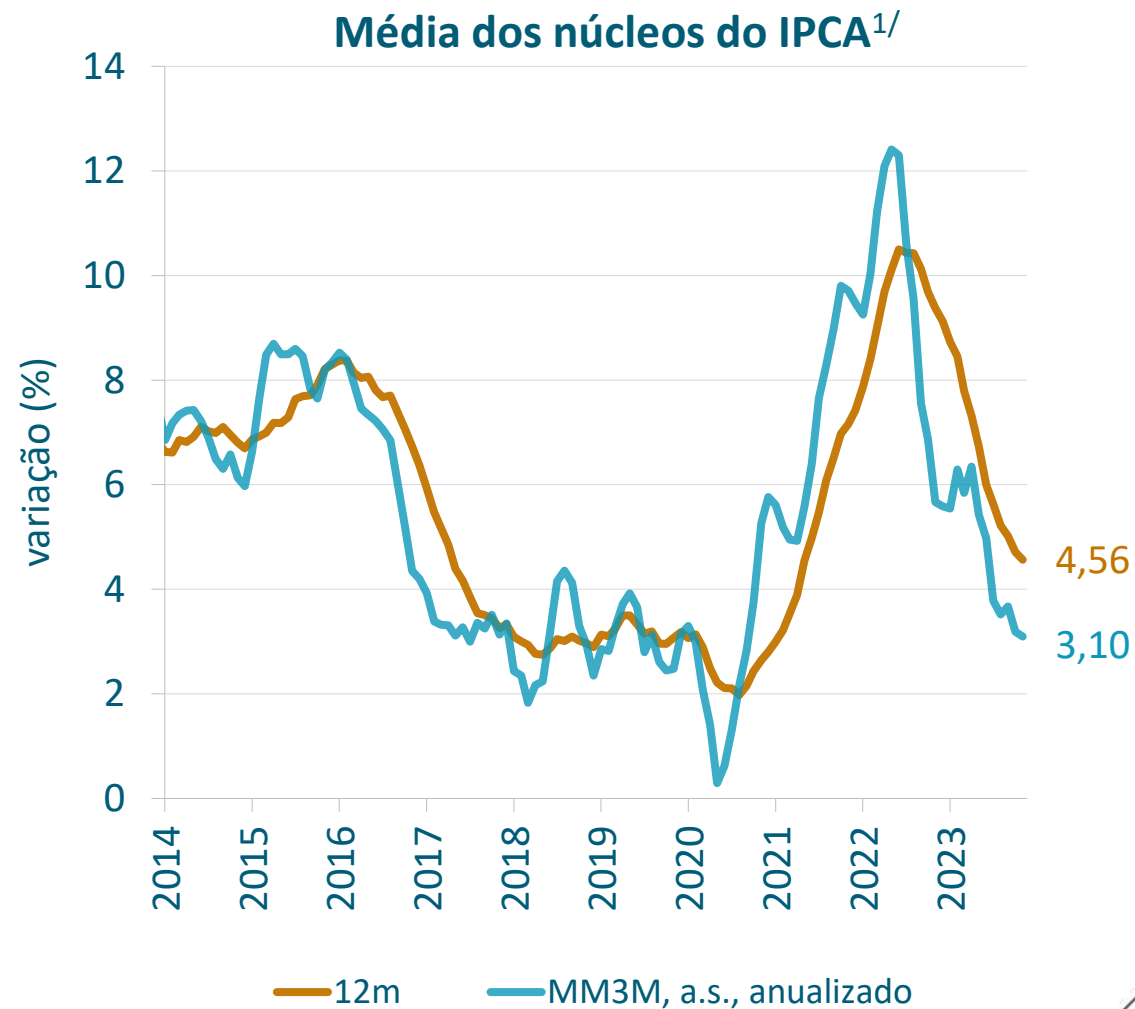
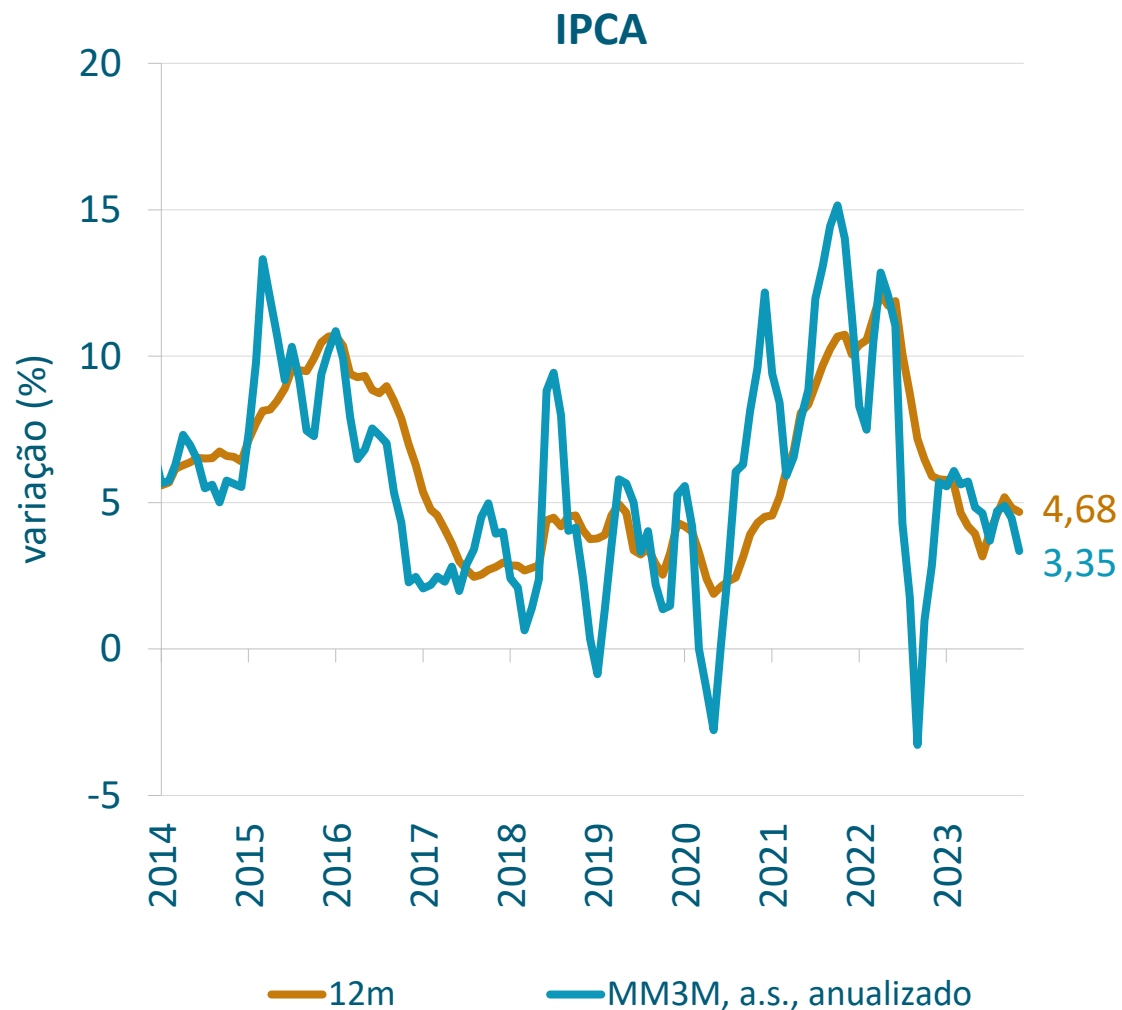


Crescimento setorial da produtividade do trabalho (% a.a.)

	Total 2001-2022	1º período 2001-2006	2º período 2007-2013	3º período 2014-2019	4º período 2020-2022
VAB agregado	0,5	0,3	2,2	-0,8	-0,6
Agropecuária	4,4	4,1	7,1	3,0	1,7
Indústria extrativa	1,2	3,5	-2,3	7,4	-6,7
Indústria de transformação	-1,1	-0,7	-0,6	-0,9	-3,5
SIUP	0,6	-0,2	0,2	2,0	0,0
Construção	-0,5	-1,4	1,9	-3,3	1,4
Comércio	0,0	-0,9	2,9	-1,5	-1,5
Transporte	-0,9	-1,0	1,7	-3,1	-2,2
Serviços de informação	0,6	-1,1	2,2	0,5	0,4
Serviços financeiros	0,3	1,5	5,9	-4,4	-4,7
Serviços imobiliários	0,2	3,4	1,3	-2,1	-3,6
Outros serviços	-0,1	-0,8	1,4	-1,9	1,7
Administração pública	-0,4	-0,0	-1,2	0,4	-1,2
EDP agregado	-0,3	0,1	0,9	-0,9	-1,9

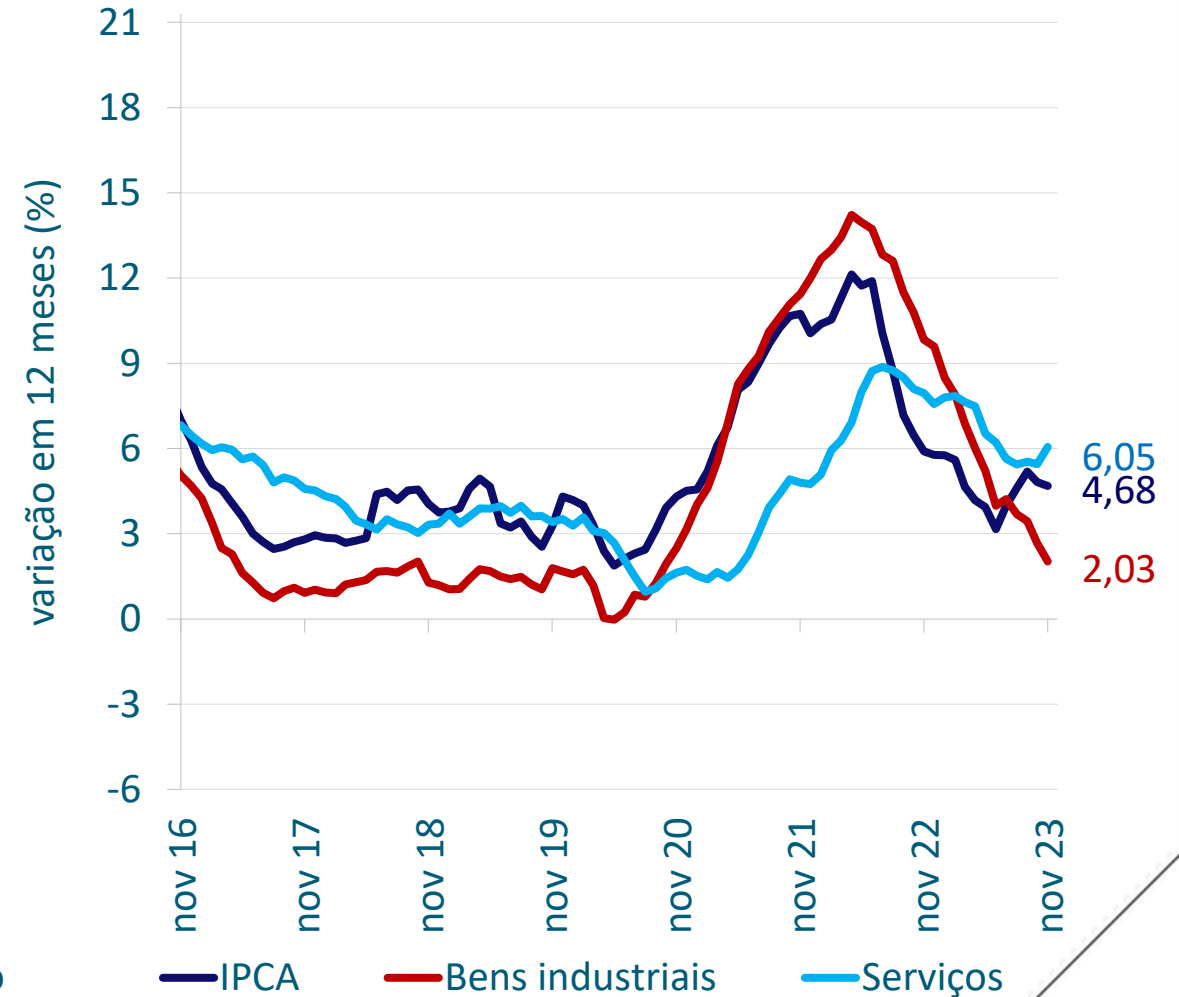
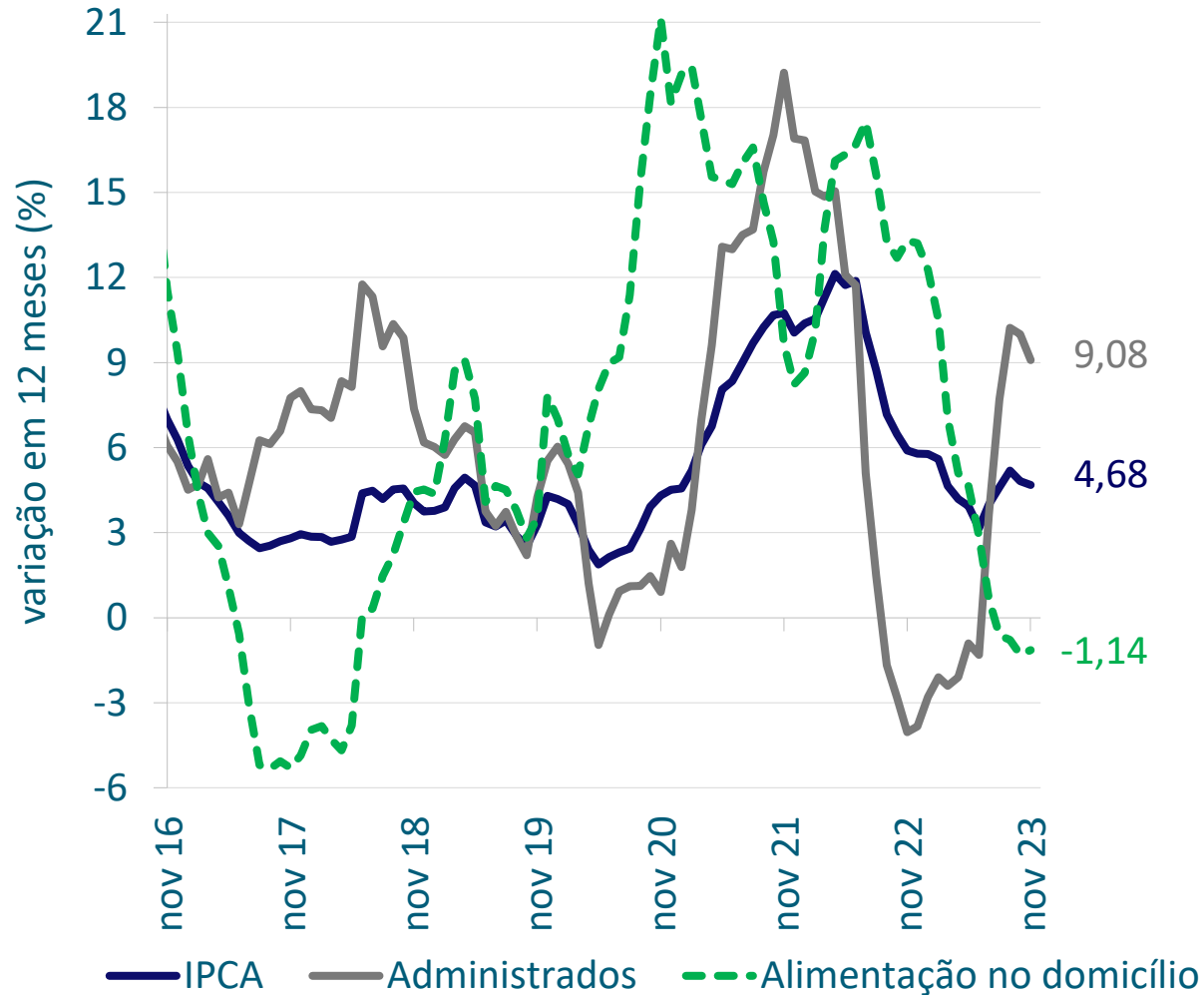
Inflação

IPCA e núcleos de inflação



Fontes: IBGE e BC

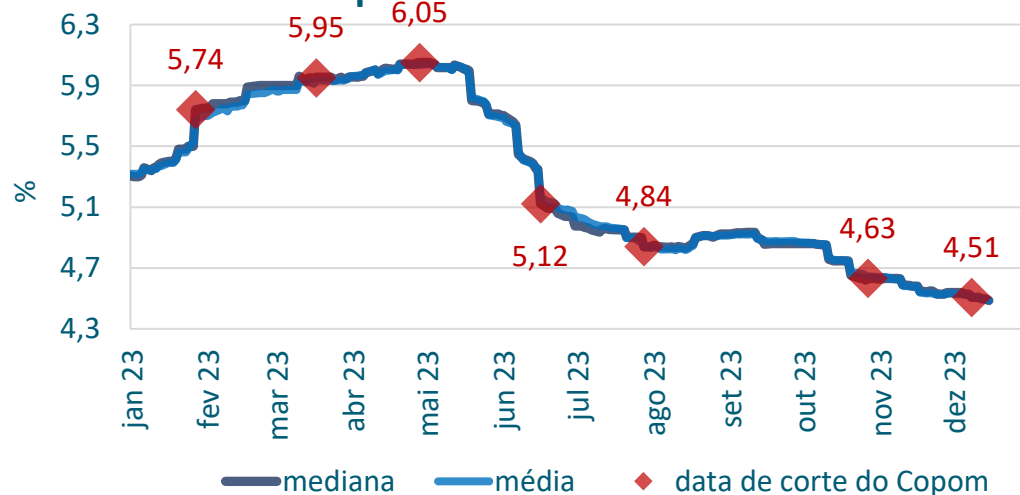
Componentes do IPCA



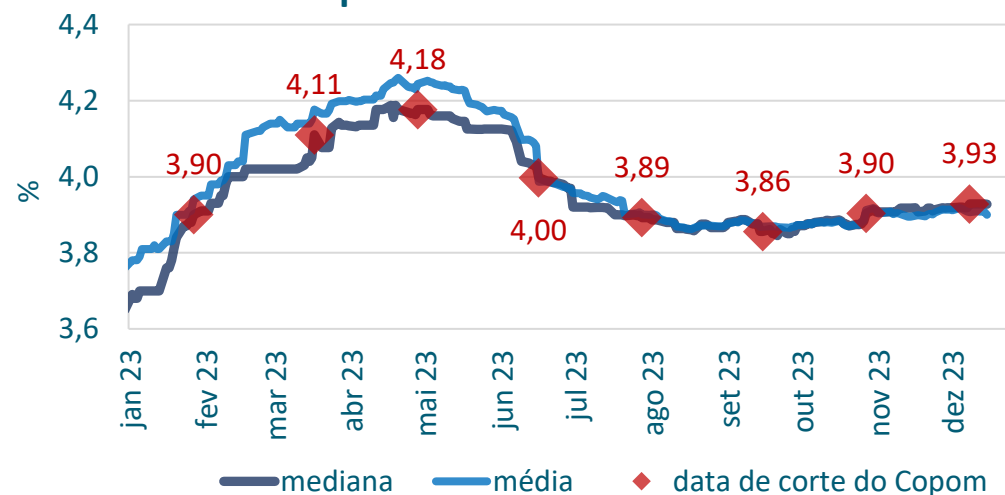
Fontes: IBGE e BC

Expectativas Focus para o IPCA

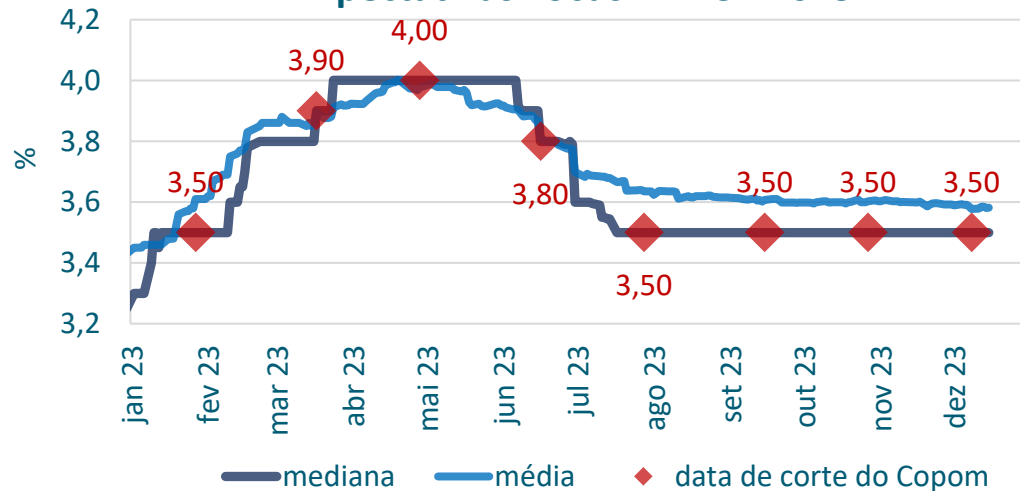
Expectativas Focus – IPCA 2023



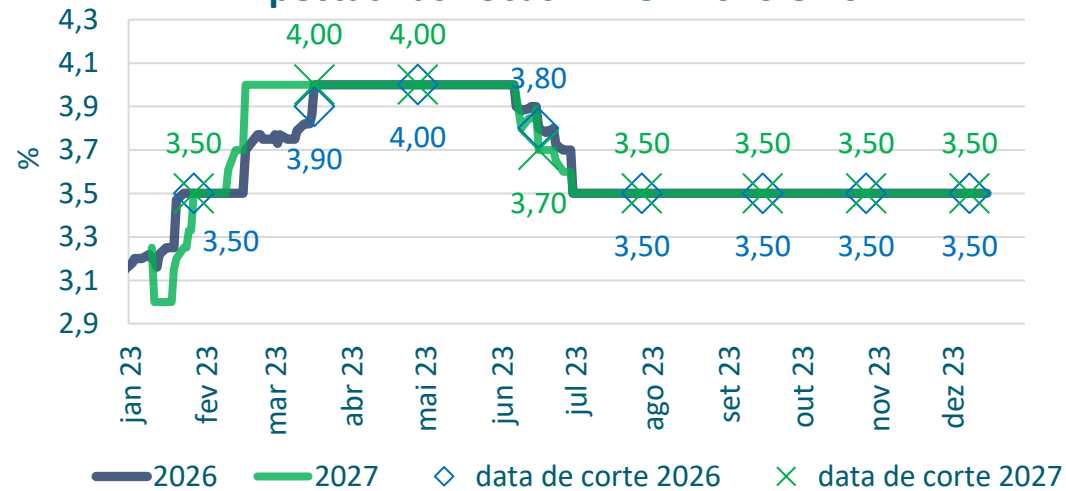
Expectativas Focus – IPCA 2024



Expectativas Focus – IPCA 2025



Expectativas Focus – IPCA 2026 e 2027



Fonte: BC (Focus)

Focus: expectativas até 15 de dezembro

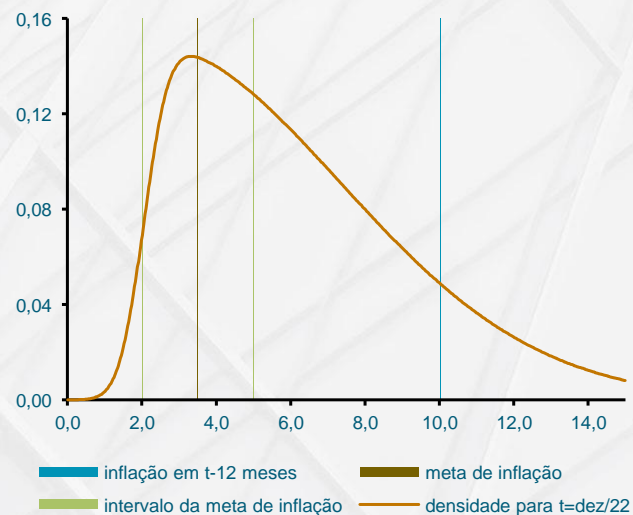
Projeções condicionais

Boxe – Mensuração do risco de inflação no Brasil

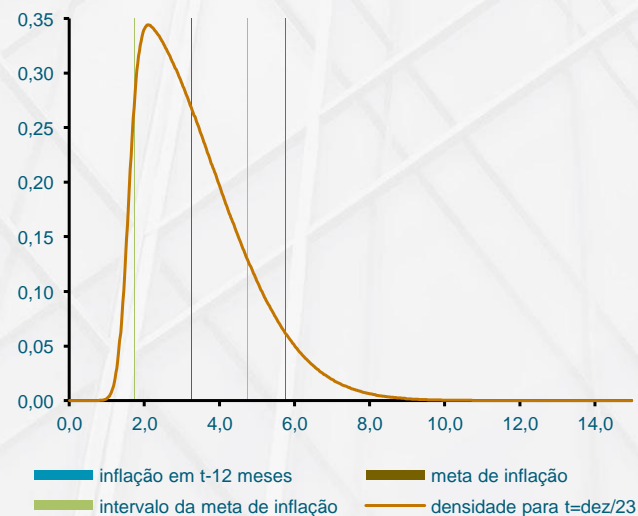
Diferentemente de métodos tradicionais focados na média, a *regressão quantílica* é uma técnica estatística que permite modelar diferentes percentis da distribuição dos dados.

A *Curva de Phillips Quantílica* permite analisar a inflação no Brasil considerando toda a sua distribuição de probabilidade, possibilitando captar não linearidades e gerar medidas de risco de inflação.

Densidade da inflação (% a.a.)
para t=dez/22 condicionada em t-12 meses



Densidade da inflação (% a.a.)
para t=dez/23 condicionada em t-12 meses



Variáveis do modelo: inflações passada, esperada no longo prazo e importada, hiato do produto, condições financeiras e volatilidade cambial.

Resultados selecionados:

- em regimes de inflação mais alta, o efeito da inércia é maior, e a volatilidade cambial e as condições financeiras têm maior influência;
- avaliado doze meses antes, a probabilidade de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2022 era de 58% e em 2023 era de 16%. Essa redução se deveu não apenas à menor inflação corrente, mas também às diferentes condições macroeconômicas, e respectivos graus de incerteza, na construção das densidades condicionais.

Projeções condicionais para a inflação

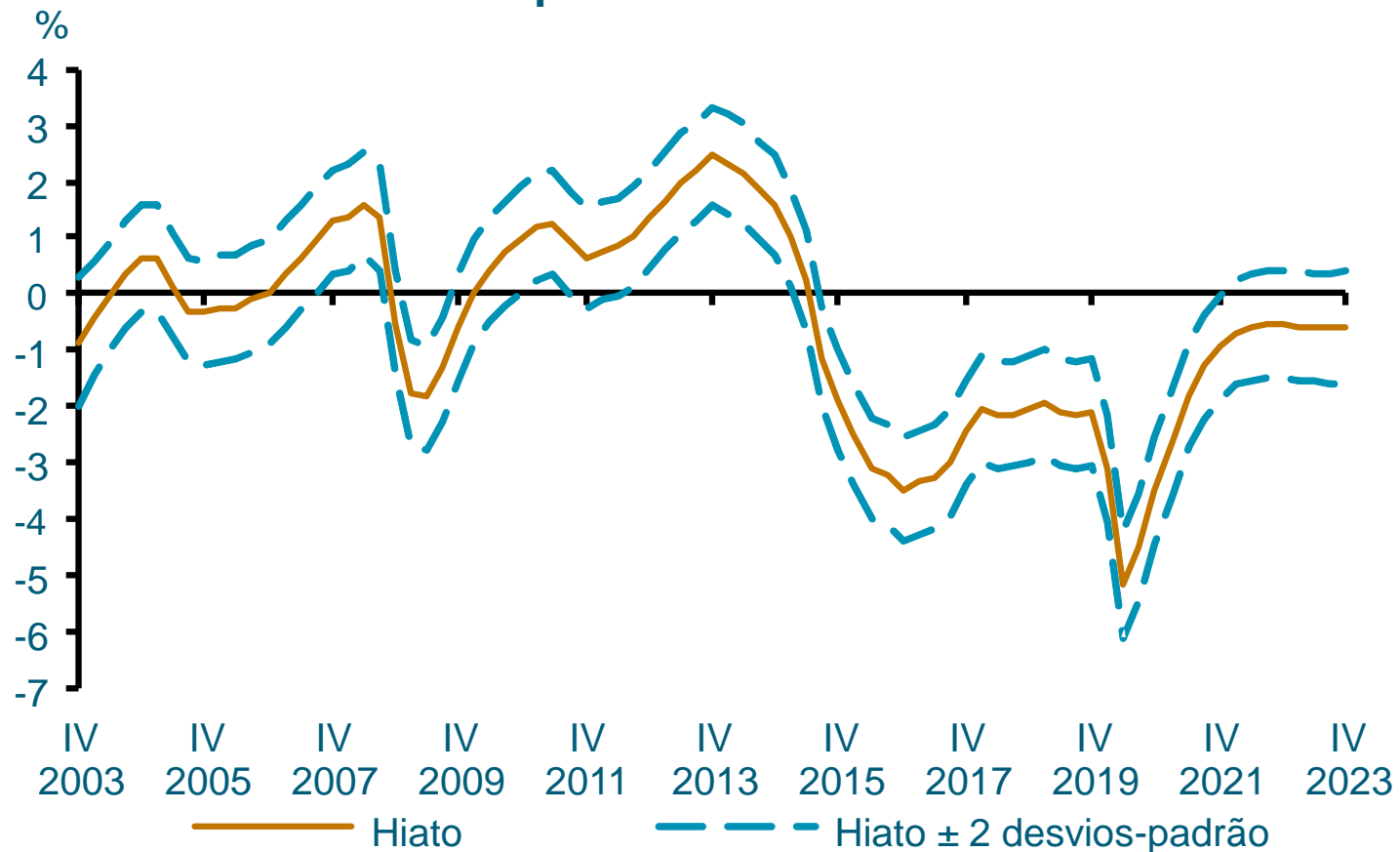
Hipóteses no cenário de referência

- Trajetória para a taxa de juros da pesquisa Focus: Selic termina 2023 em 11,75%, 2024 em 9,25% e 2025 em 8,50%.
- Taxa de câmbio parte de USD/BRL 4,90^{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 4º trimestre de 2023 estimado em -0,6%.
- Hiato no 4º trimestre de 2024 projetado em -0,7%.

Obs.: Dados do gráfico: 2003T4-2023T4.

Cenário de referência de curto prazo

IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2023			No trim. até nov.	12 meses até nov.
	Set	Out	Nov		
Cenário do Copom ^{1/}	0,38	0,41	0,39	1,18	5,10
IPCA observado	0,26	0,24	0,28	0,78	4,68
Surpresa (p.p.)	-0,12	-0,17	-0,11	-0,40	-0,42

Fontes: IBGE e BC

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

IPCA – Projeção de curto prazo^{2/}

	Variação %			
	2023	2024		
	Dez	Jan	Fev	Mar
Variação mensal	0,50	0,26	0,52	0,39
Variação trimestral	1,02	1,04	1,29	1,17
Variação em 12 meses	4,56	4,28	3,95	3,62

Fontes: IBGE e BC

2/ Cenário de referência do Copom na data de corte.

Surpresas

- O IPCA surpreendeu para baixo no trimestre, principalmente em administrados e bens industriais.
- Preços da gasolina ao consumidor com variação menor que a esperada, em contexto de recuo acentuado de preços do petróleo e da gasolina internacional.
- Surpresa em industriais foi disseminada no trimestre, mas resultado de novembro pode refletir efeito mais forte da *Black Friday*.

Projeção

- O cenário de referência até março contempla variações maiores do que as observadas até novembro, em linha com a sazonalidade do período.
- Em contraste com período anterior, os preços da alimentação no domicílio devem seguir com variações elevadas com efeitos de sazonalidade e *El Niño*.
- Preços de bens industriais devem manter variações baixas, em linha com evolução ainda favorável nos preços ao produtor.
- Segmento de serviços em desaceleração gradual.
- A variação mensal da média dos núcleos de inflação deve permanecer em patamar ligeiramente acima da meta de inflação, 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 setembro	RI de dezembro	Diferença (p.p.)
2023	IV	3,25	5,0	4,6	-0,4
2024	I		4,1	3,6	-0,5
2024	II		4,2	3,8	-0,4
2024	III		3,9	3,6	-0,3
2024	IV	3,00	3,5	3,5	0,0
2025	I		3,2	3,3	0,1
2025	II		3,1	3,1	0,0
2025	III		3,0	3,1	0,1
2025	IV	3,00	3,1	3,2	0,1
2026	I		3,1	3,2	0,1
2026	II		3,1	3,2	0,1
2026	III		3,1	3,2	0,1
2026	IV	3,00	3,1	3,2	0,1

No cenário de referência, as projeções de inflação do Copom reduziram para 4,6% em 2023, permaneceram em 3,5% em 2024 e aumentaram para 3,2% em 2025.

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.

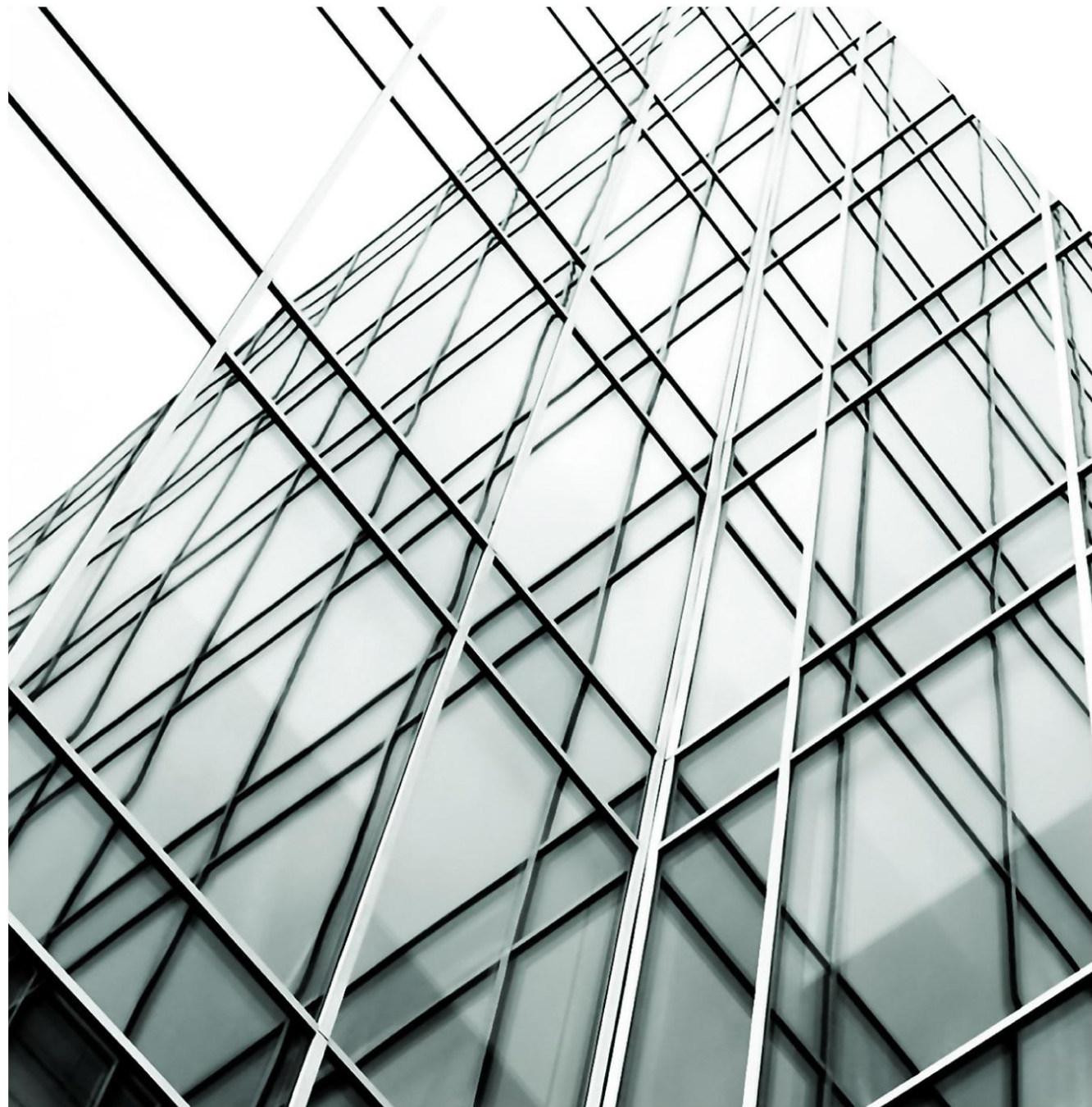
Entre os **riscos de baixa**, ressaltam-se:

- 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.

Relatório de Inflação

21 de dezembro de 2023

Diogo Guillen



Condução da Política Monetária

Condução da Política Monetária – 1

- Em sua 259ª Reunião (12 e 13 de dezembro), 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 11,75% 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 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.

Condução da Política Monetária – 2

- 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.
- Em se confirmando o cenário esperado, os membros do Comitê, unanimemente, antevêm redução de mesma magnitude nas próximas reuniões e avaliam que esse é o ritmo apropriado 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.