

Relatório de Inflação

28 de setembro de 2023

Diogo Guillen



Cenário de referência

Cenário externo

- O ambiente externo mostra-se mais incerto, com a continuidade do processo de desinflação, a despeito de núcleos de inflação ainda elevados e resiliência nos mercados de trabalho de diversos países.
- Os bancos centrais das principais economias permanecem determinados em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas.
- O Comitê de Política Monetária notou a elevação das taxas de juros de longo prazo dos Estados Unidos e a perspectiva de menor crescimento na China, ambos exigindo maior atenção por parte de países emergentes.

Atividade econômica

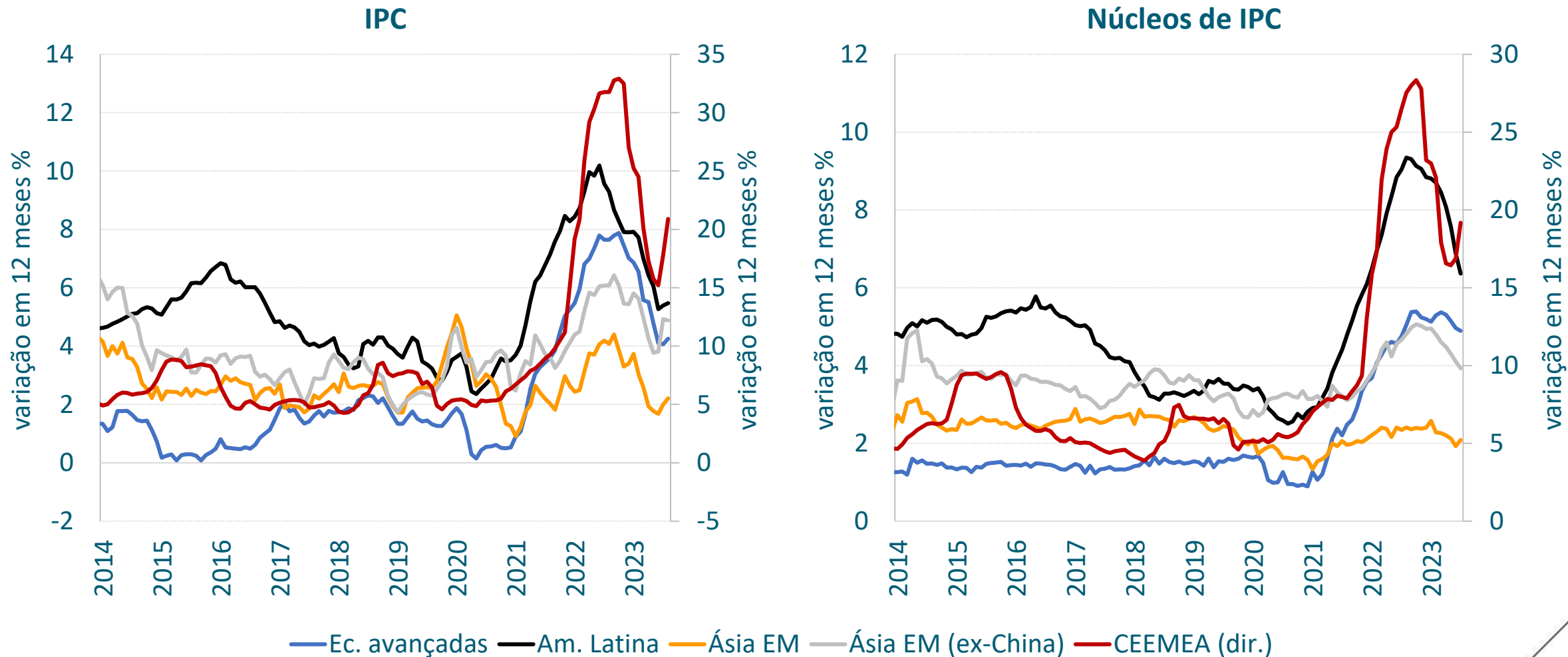
- Observou-se maior resiliência da atividade econômica do que anteriormente esperado, mas o Copom segue antecipando um cenário de desaceleração da economia nos próximos trimestres.

Inflação

- Como antecipado, ocorreu uma elevação da inflação cheia ao consumidor acumulada em doze meses no período recente.
- As medidas mais recentes de inflação subjacente apresentaram queda, mas ainda se situam acima da meta para a inflação.
- As expectativas de inflação para 2023, 2024 e 2025 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 4,9%, 3,9% e 3,5%, respectivamente.

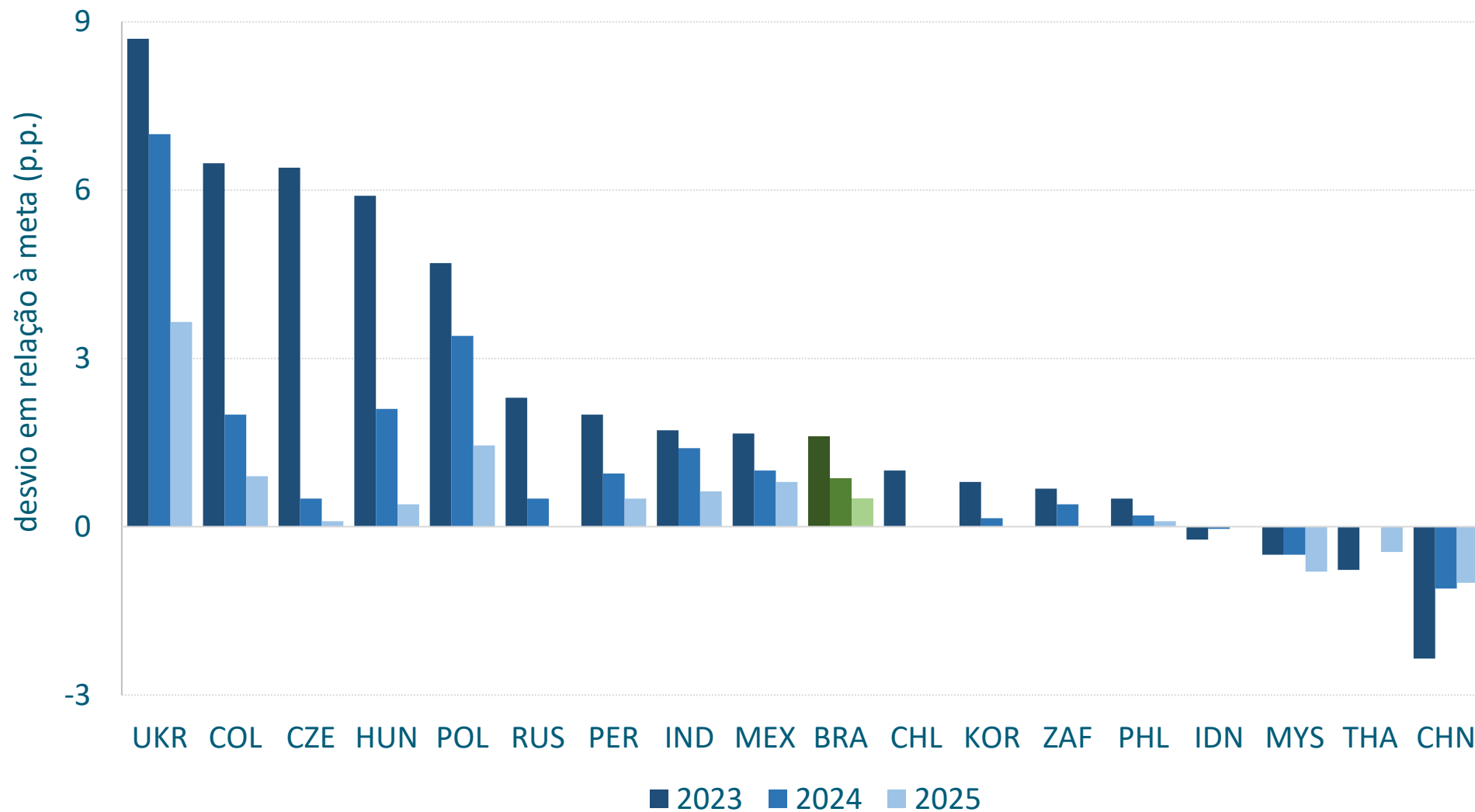
Cenário externo

Preços ao consumidor e núcleos



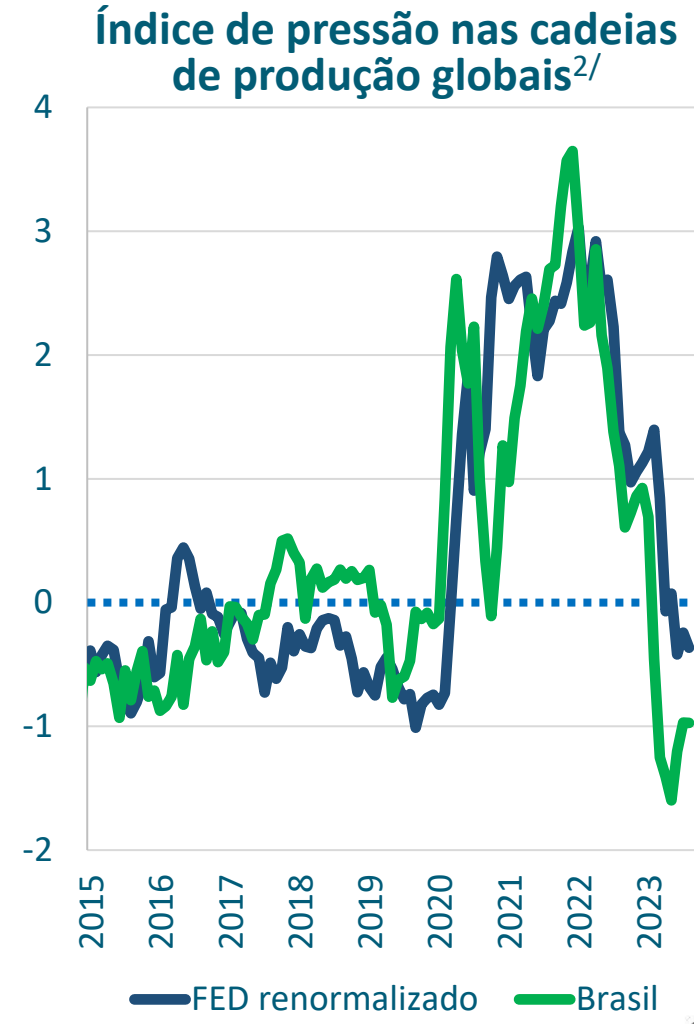
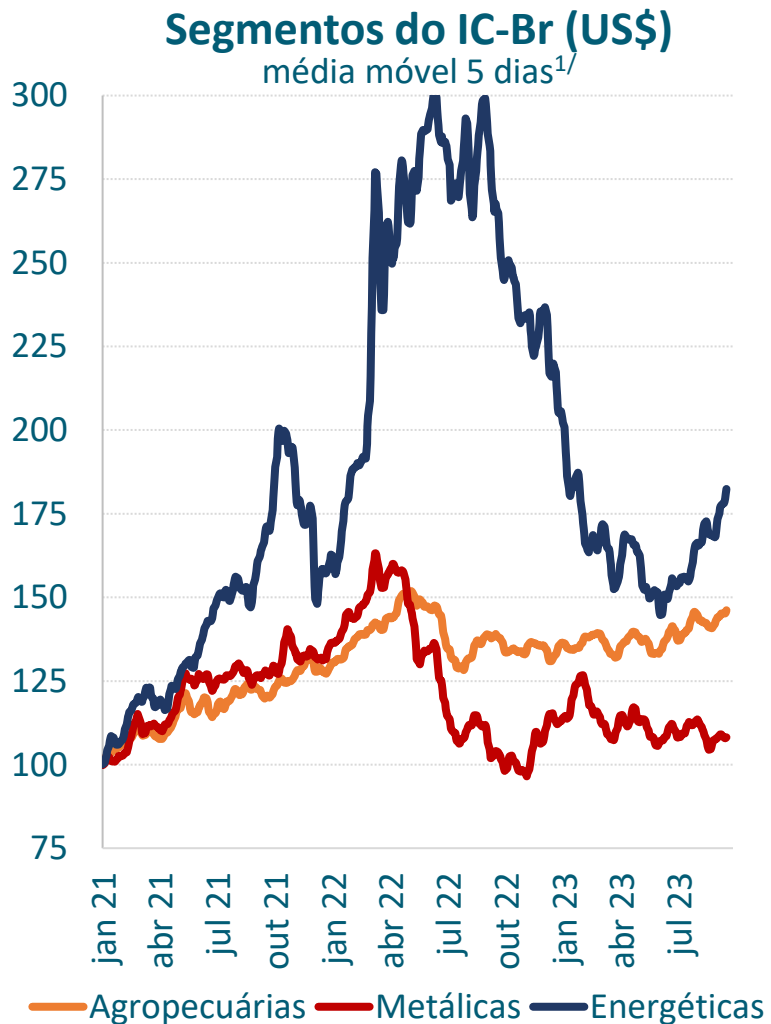
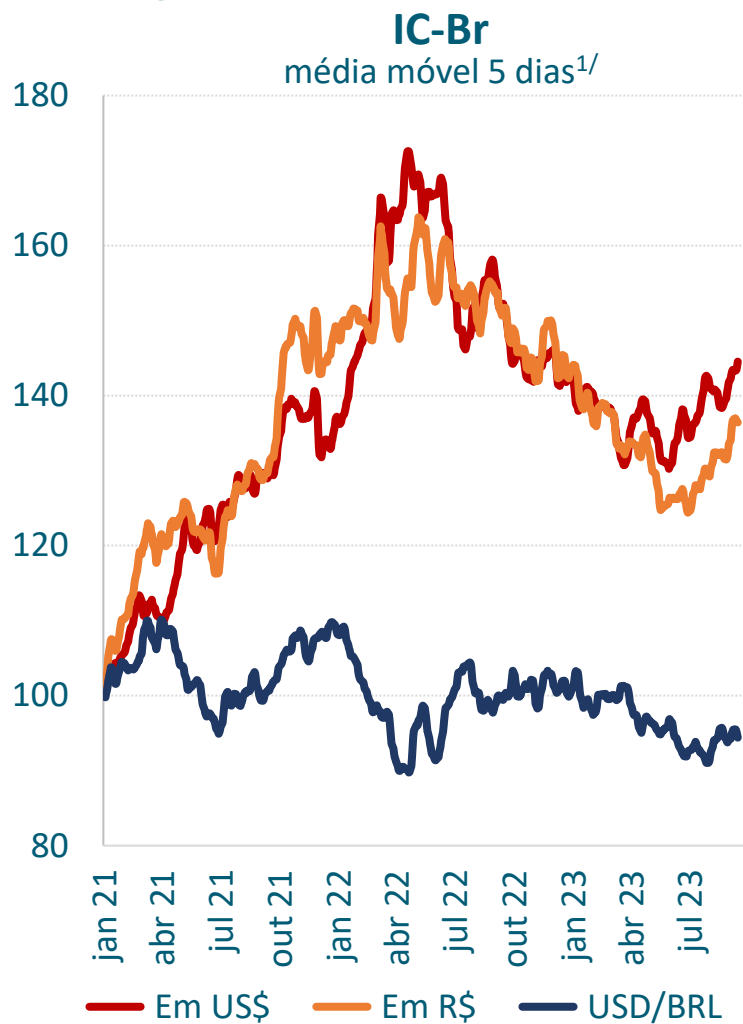
Fonte: Bloomberg

Expectativas de inflação



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais

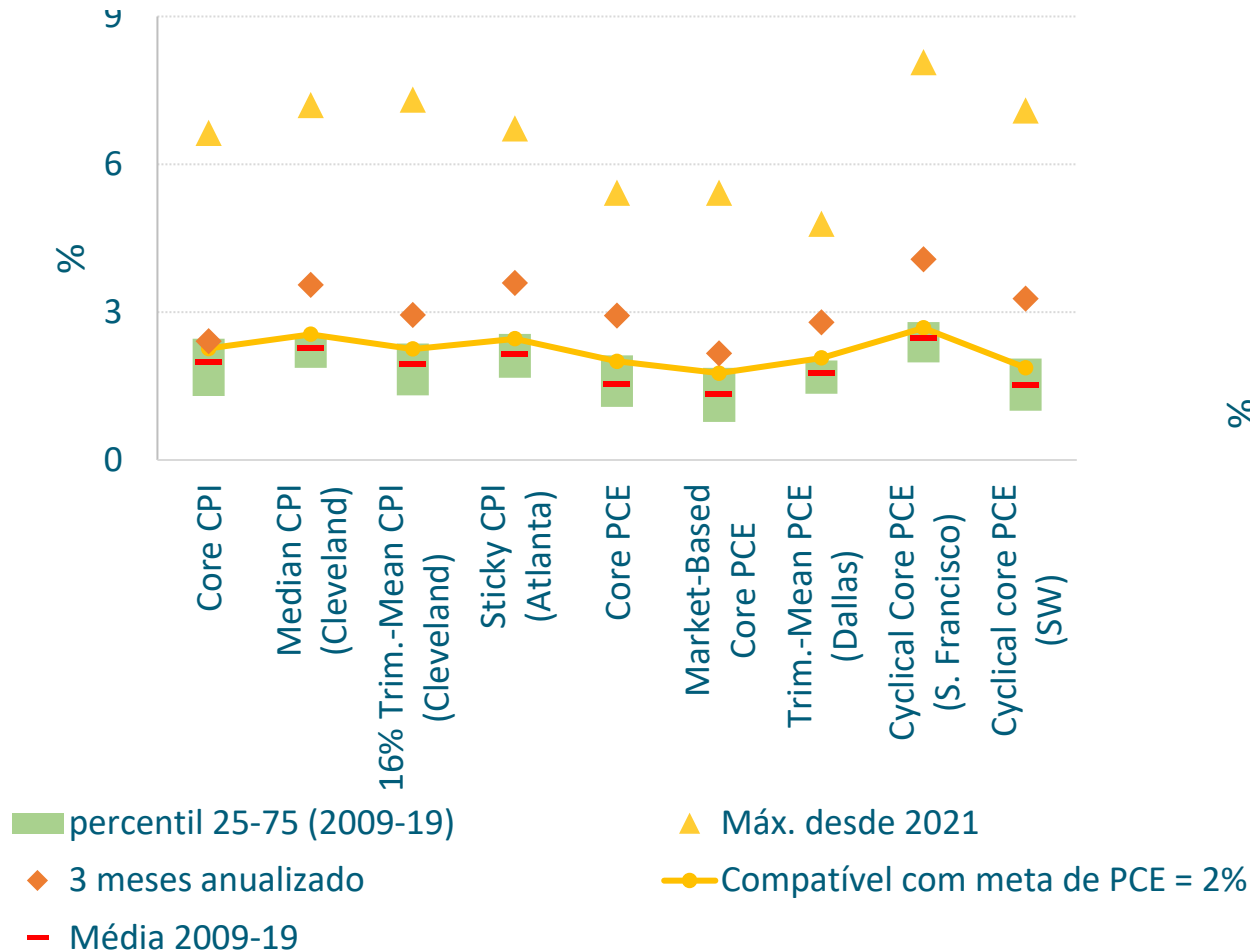
Preços de commodities



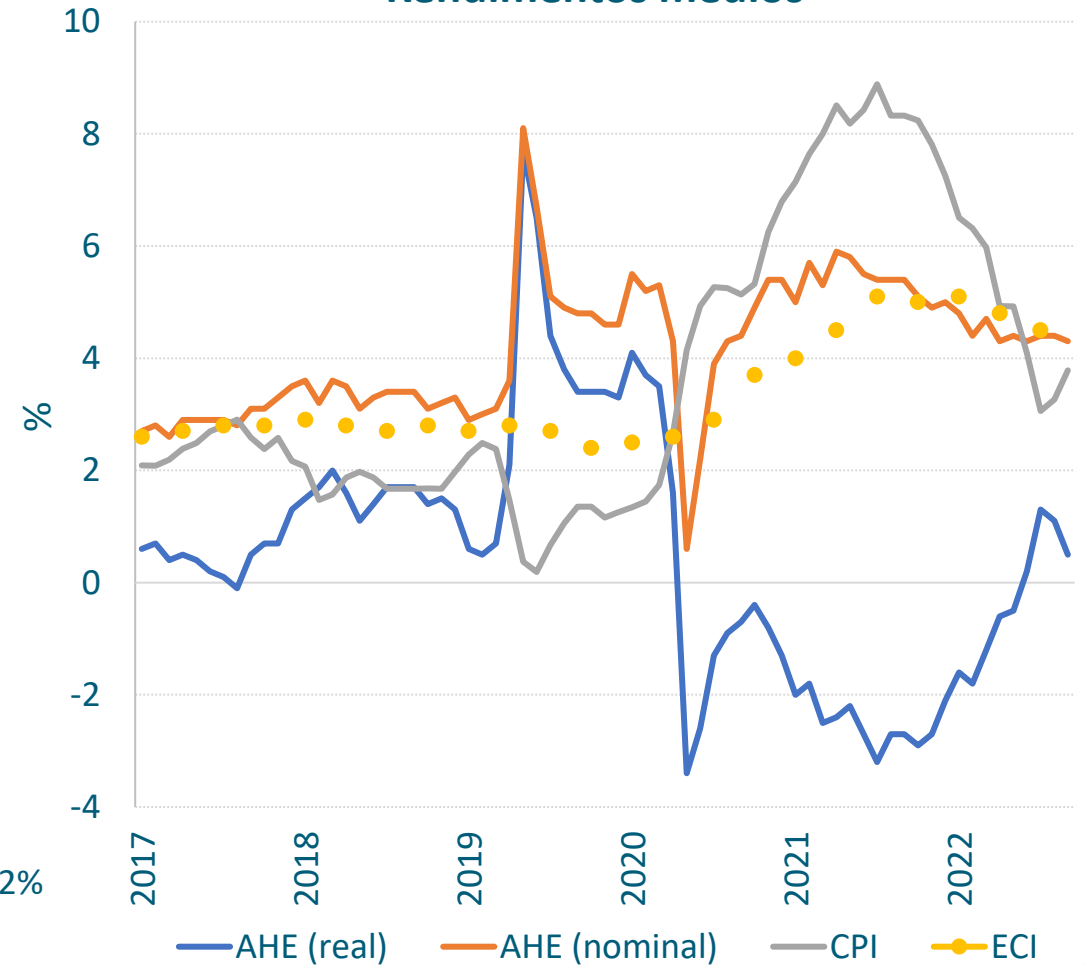
Fontes: BC e Fed Nova York

Núcleos de inflação e salários nos Estados Unidos

Medidas alternativas de núcleo de inflação



Rendimentos médios

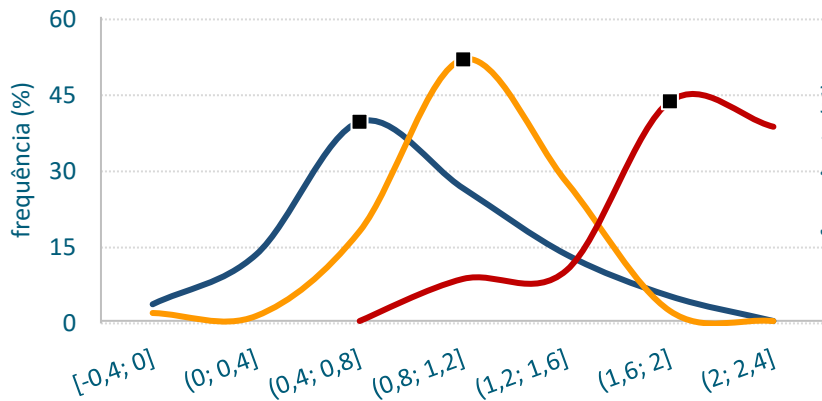


Fonte: Fed Atlanta, Fed S. Francisco e Bloomberg

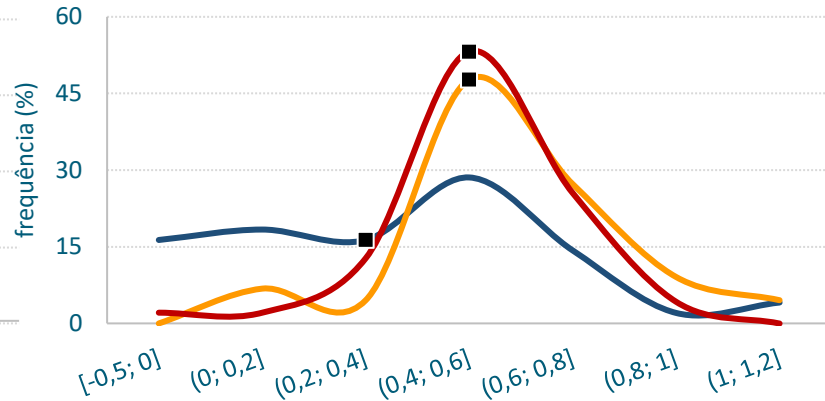
AHE: average hourly earnings (rendimento médio por hora); ECI: employment cost index (índice de custo de emprego)

Expectativas de crescimento do PIB

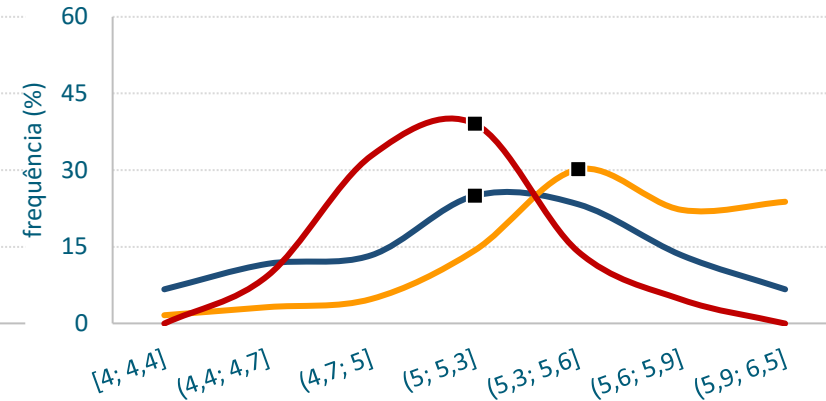
PIB EUA 2023



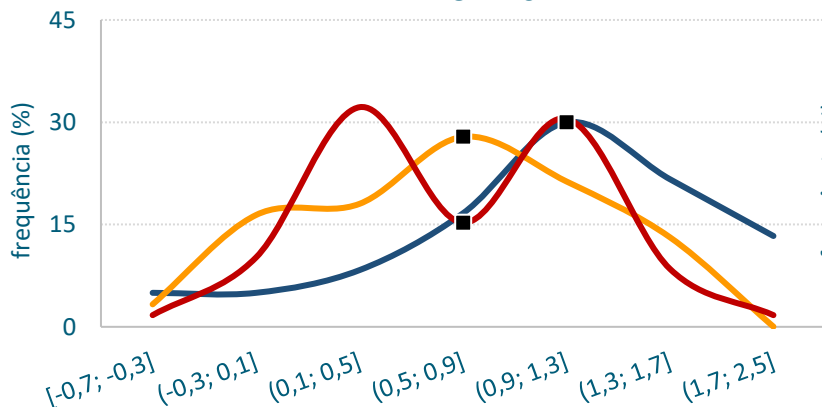
PIB Área do Euro 2023



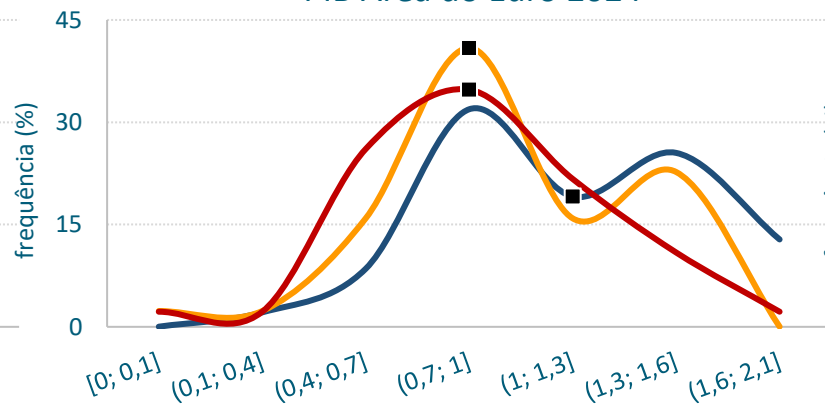
PIB China 2023



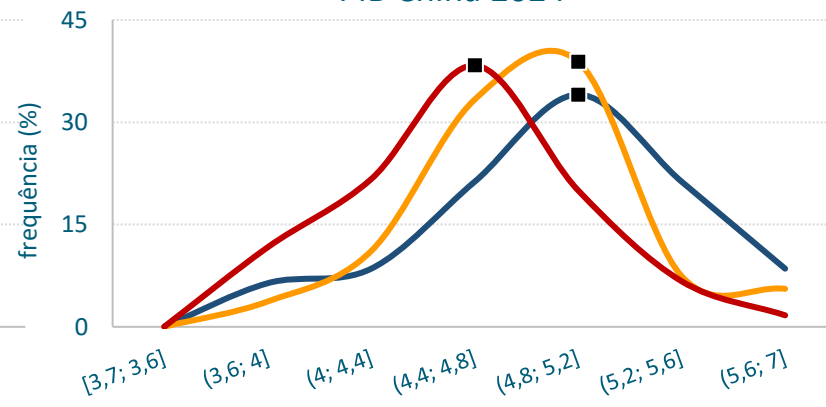
PIB EUA 2024



PIB Área do Euro 2024



PIB China 2024



— em fevereiro de 2023

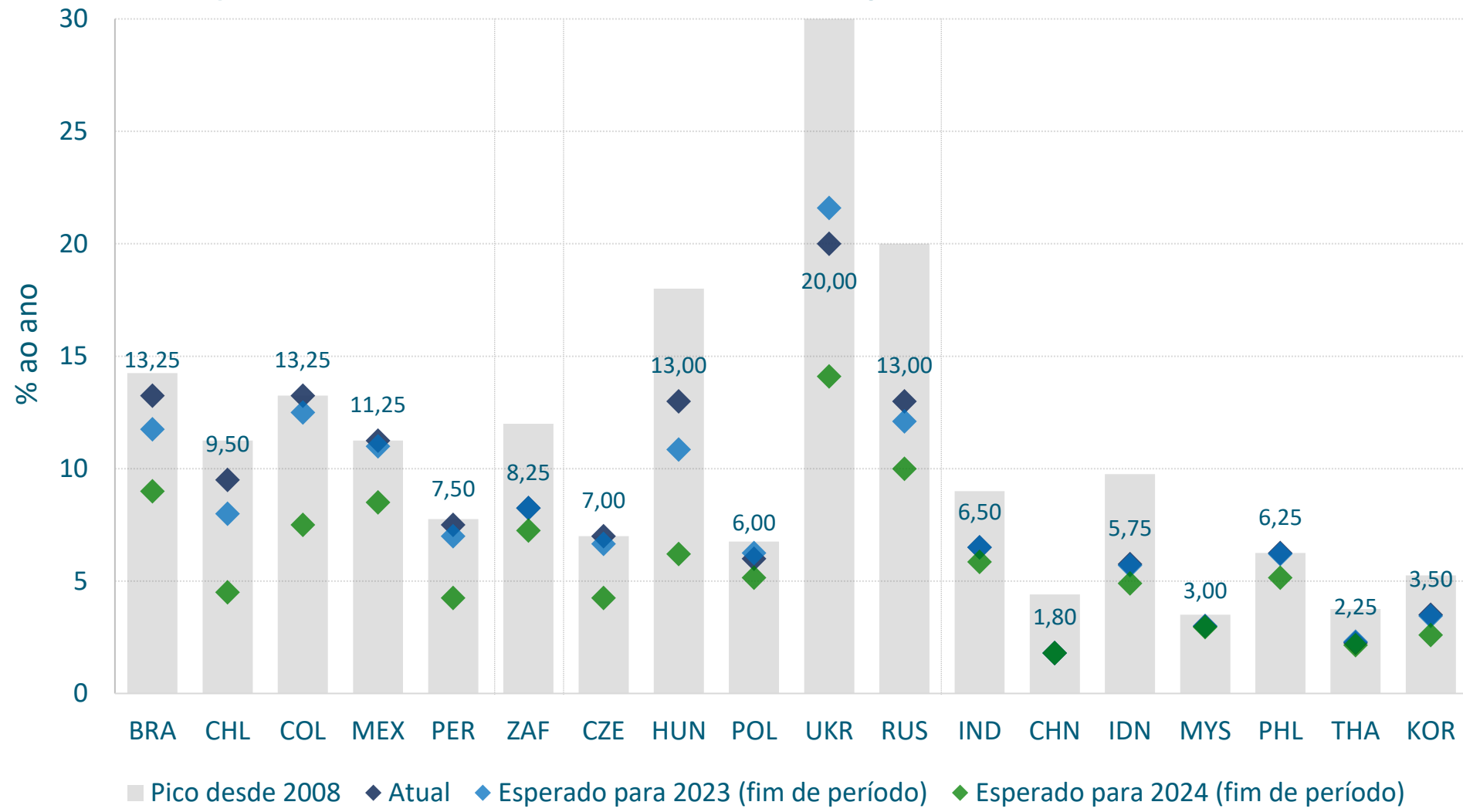
— em maio de 2023

— em agosto de 2023

■ mediana

Fonte: Bloomberg

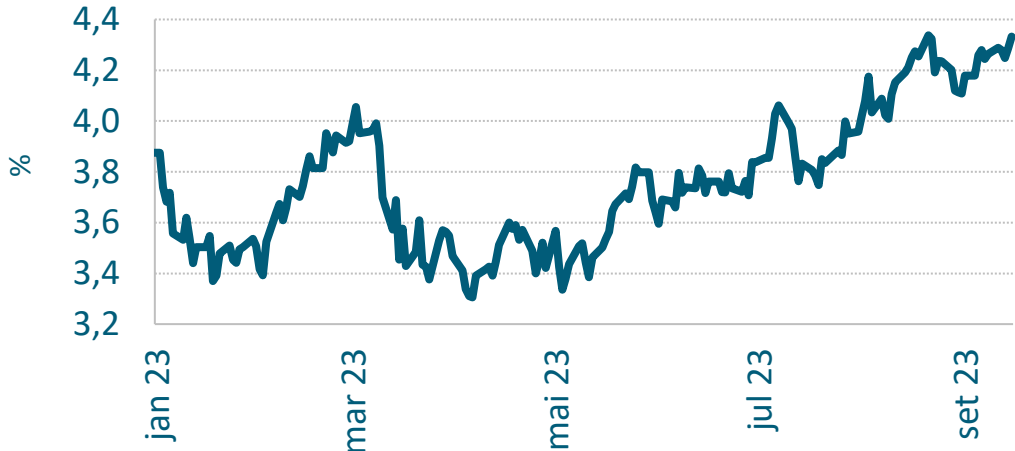
Expectativas para a taxa básica de juros



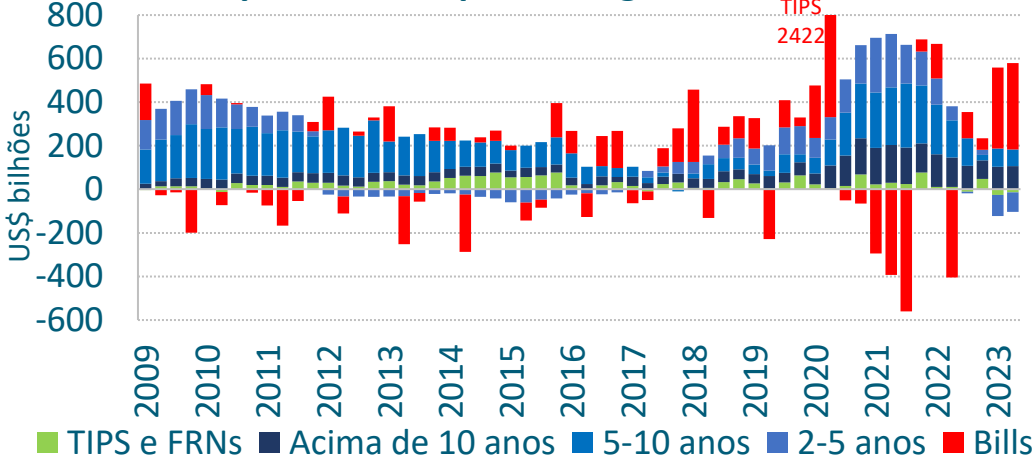
Fontes: Bloomberg e bancos centrais

Juros nos EUA

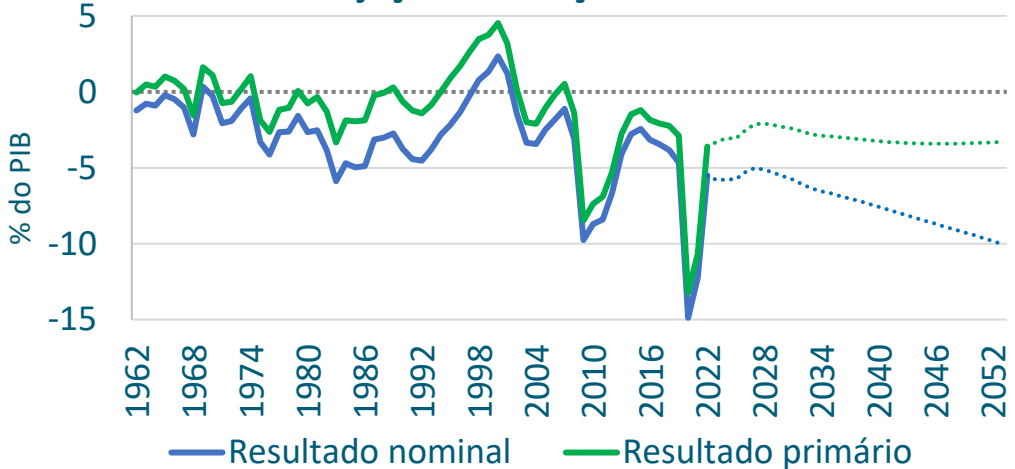
Rendimento de títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos



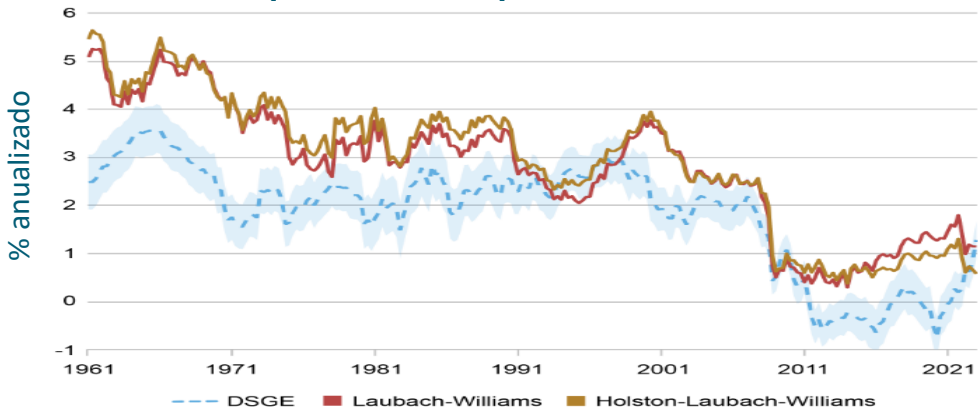
Empréstimos líquidos negociáveis do Tesouro



Projeções do orçamento federal



r* (DSGE 5 anos) e medidas LW e HLW



Fontes: Bloomberg, CBO, Tesouro dos EUA e Federal Reserve de Nova York

Boxe – Projeções para as contas externas de 2023 e 2024

Discriminação	US\$ bilhões				
	2022	2023	Projeção 2023		Proj. 2024
	Ano	Jan - Jul	Anterior	Atual	Atual
Transações correntes	-54	-18	-45	-36	-37
Balança comercial	44	45	54	68	71
Exportações	340	198	335	341	348
Importações	296	153	281	273	277
Serviços	-40	-21	-36	-36	-40
dos quais: viagens	-7	-5	-11	-9	-12
dos quais: transportes	-19	-8	-14	-13	-14
Renda primária	-62	-43	-63	-69	-68
dos quais: juros	-20	-16	-25	-27	-29
dos quais: lucros e dividendos	-42	-26	-38	-42	-39
Investimentos – passivos	107	53	75	79	85
IDP	87	34	75	65	75
Inv. Carteira	-4	8	0	10	10
Outros inv. Passivos ¹	24	12	0	5	0

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

Cenário nas contas externas continua favorável, com expectativas de:

- déficits baixos na conta de transações correntes (TC);
- robustos superávits na balança comercial;
- IDP em valor superior ao déficit de transações correntes.

2023, déficit em transações correntes de 1,7% do PIB:

- Em relação ao RI anterior, redução do déficit em TC projetado devido ao maior saldo comercial, apesar de ligeiro aumento do déficit esperado na conta de renda primária.
- Redução da projeção de IDP, com dados recentes aquém do projetado.

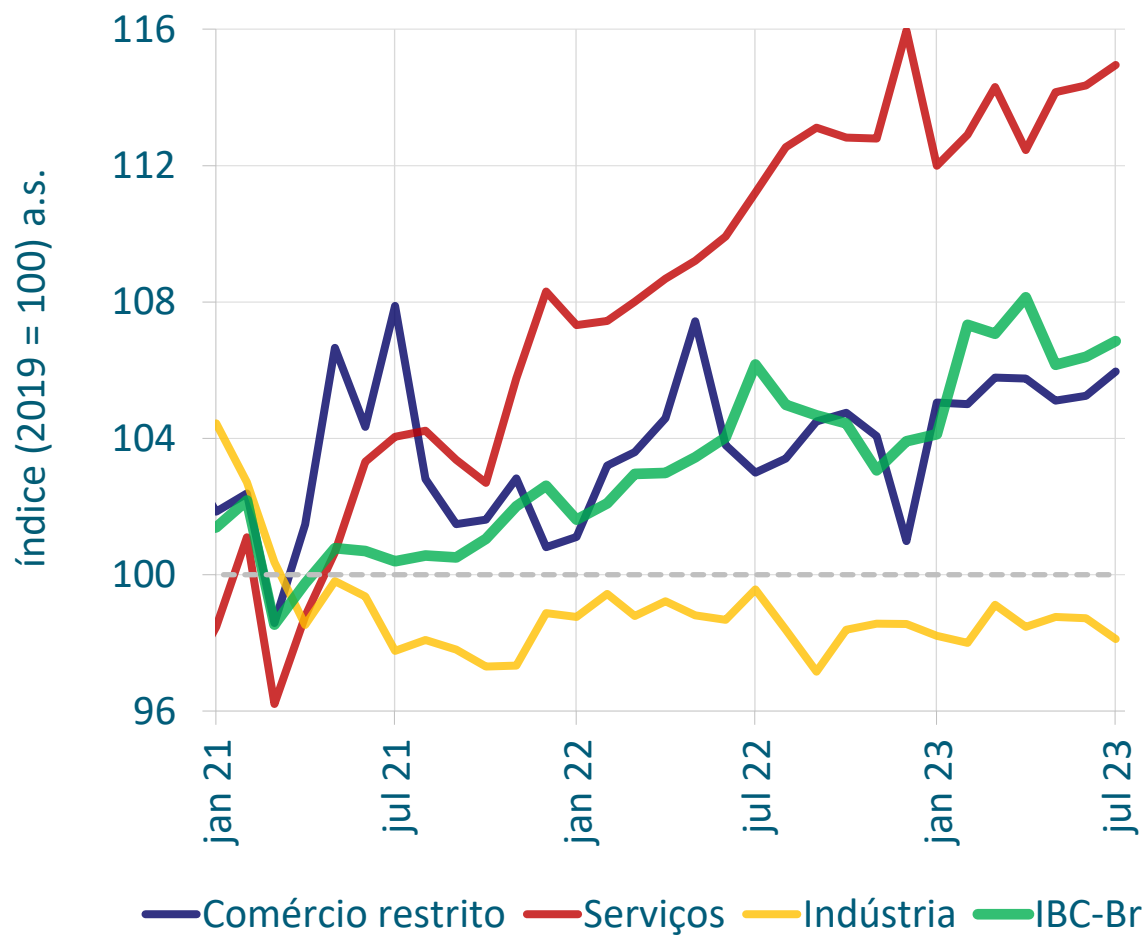
Para 2024, déficit em transações correntes de 1,6% do PIB:

- Saldo comercial elevado, com perspectiva de boa safra de grãos.
- Aumento dos gastos com viagens, afetando déficit da conta de serviços.
- Ingressos de IDP devem atingir 3,2% do PIB, convergindo para patamar compatível com o pré-pandemia.

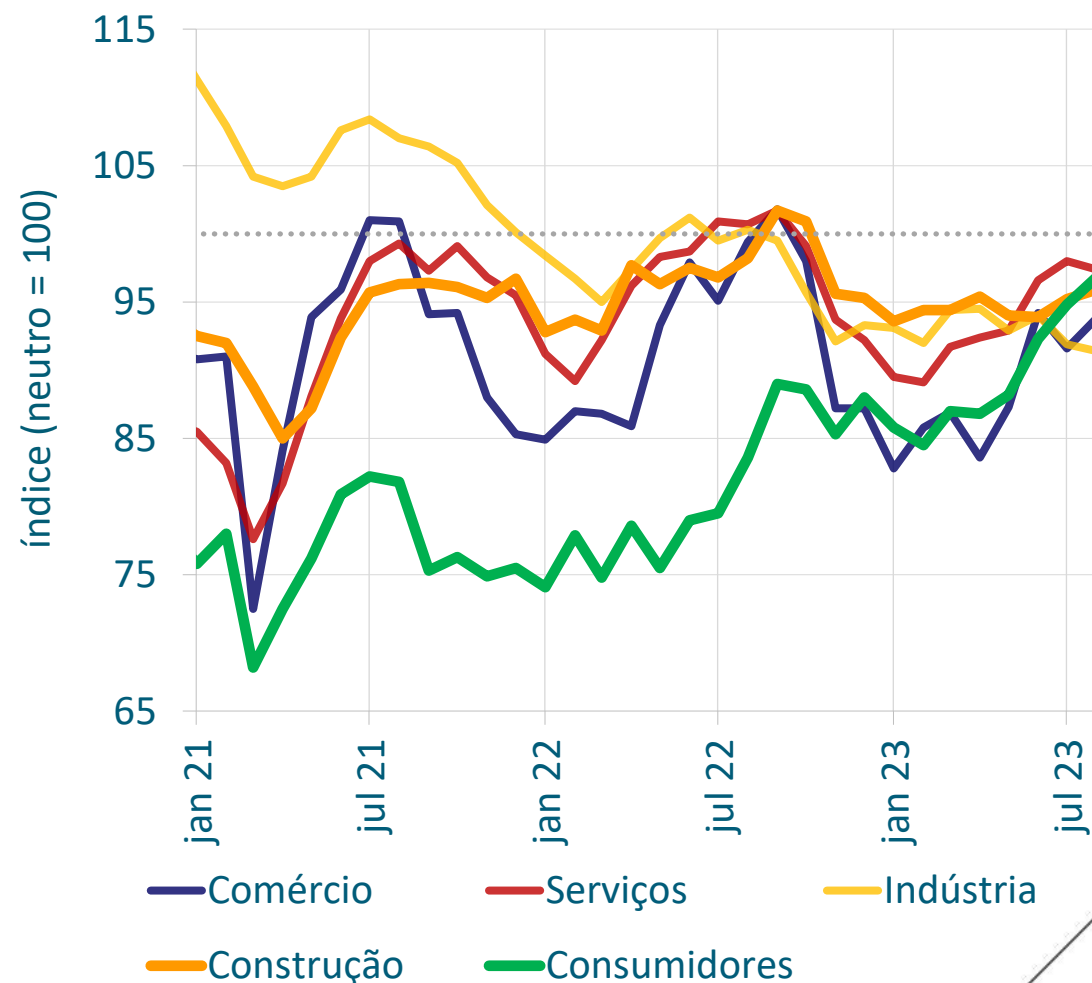
Atividade econômica

Atividade econômica

Atividade econômica



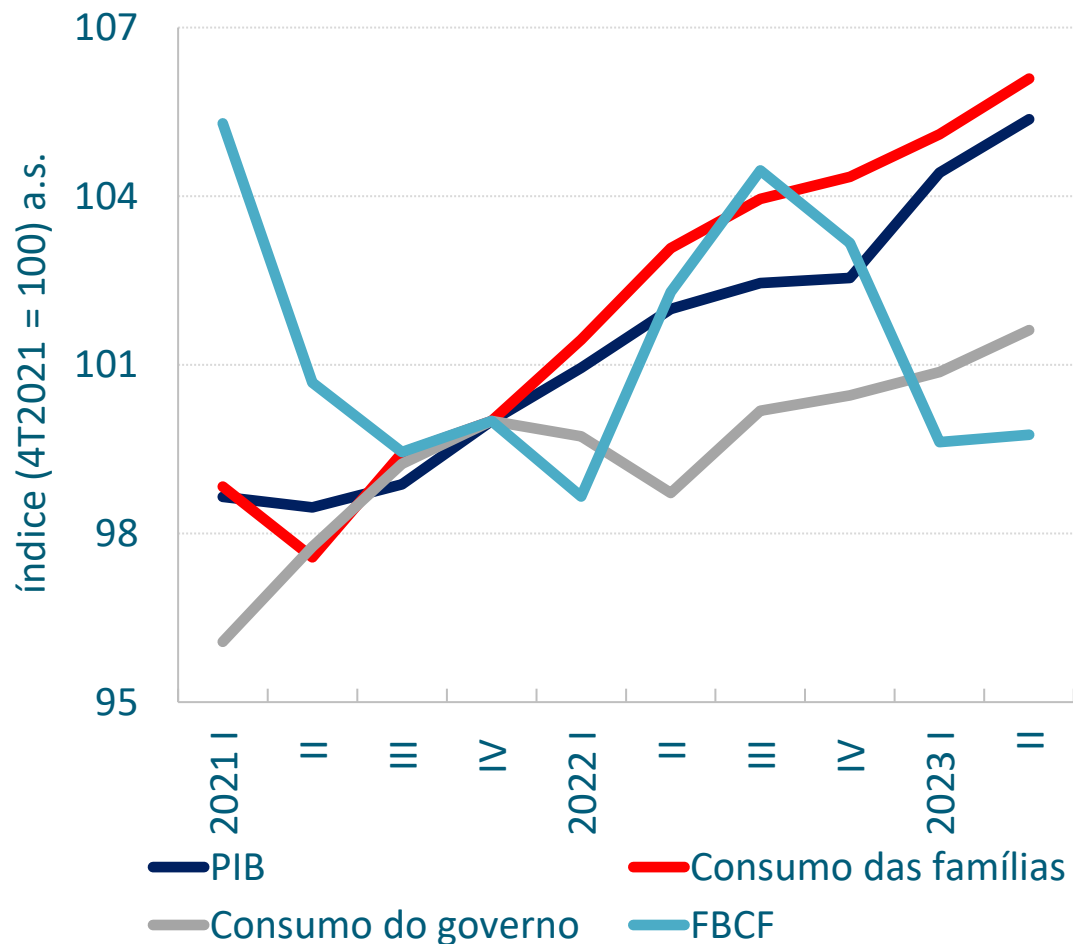
Índices de confiança



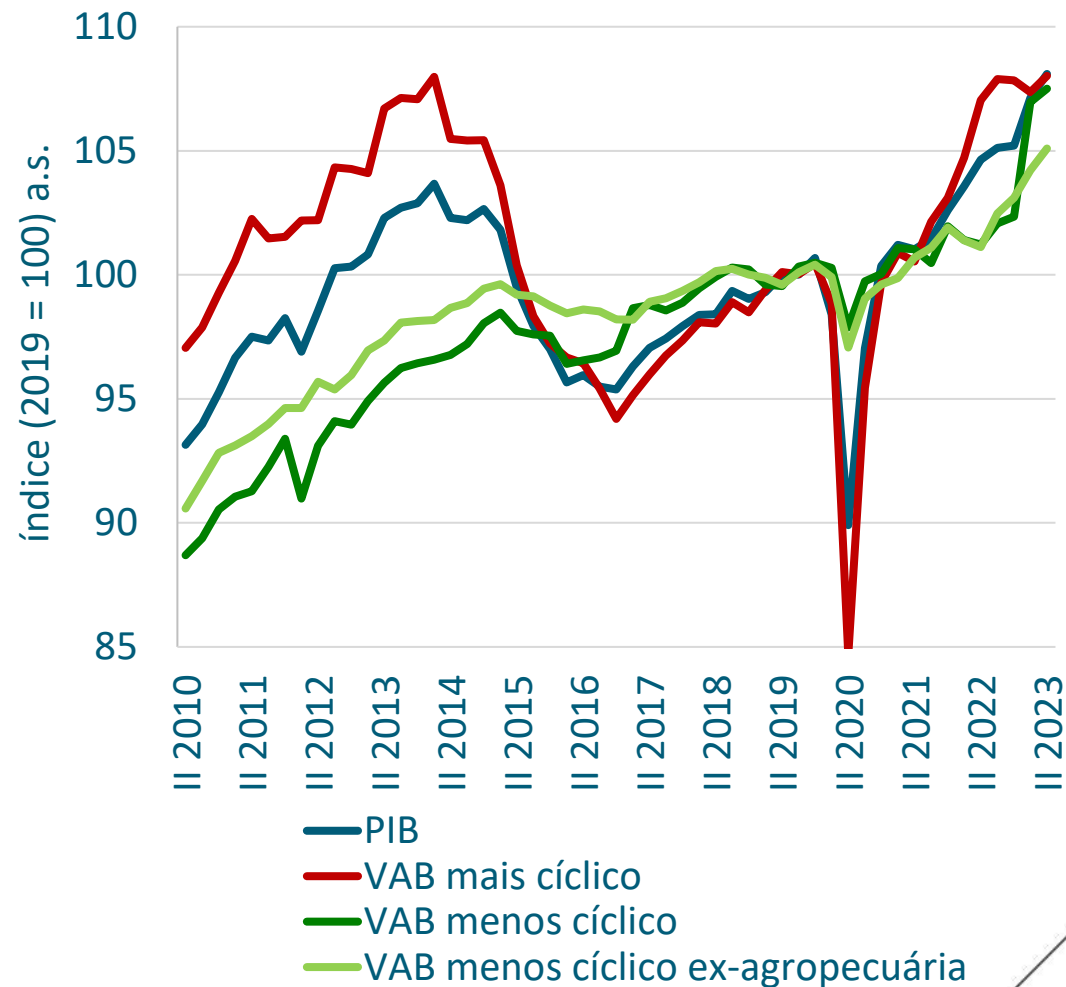
Fontes: IBGE, BC e FGV

PIB trimestral

Produto Interno Bruto – Demanda



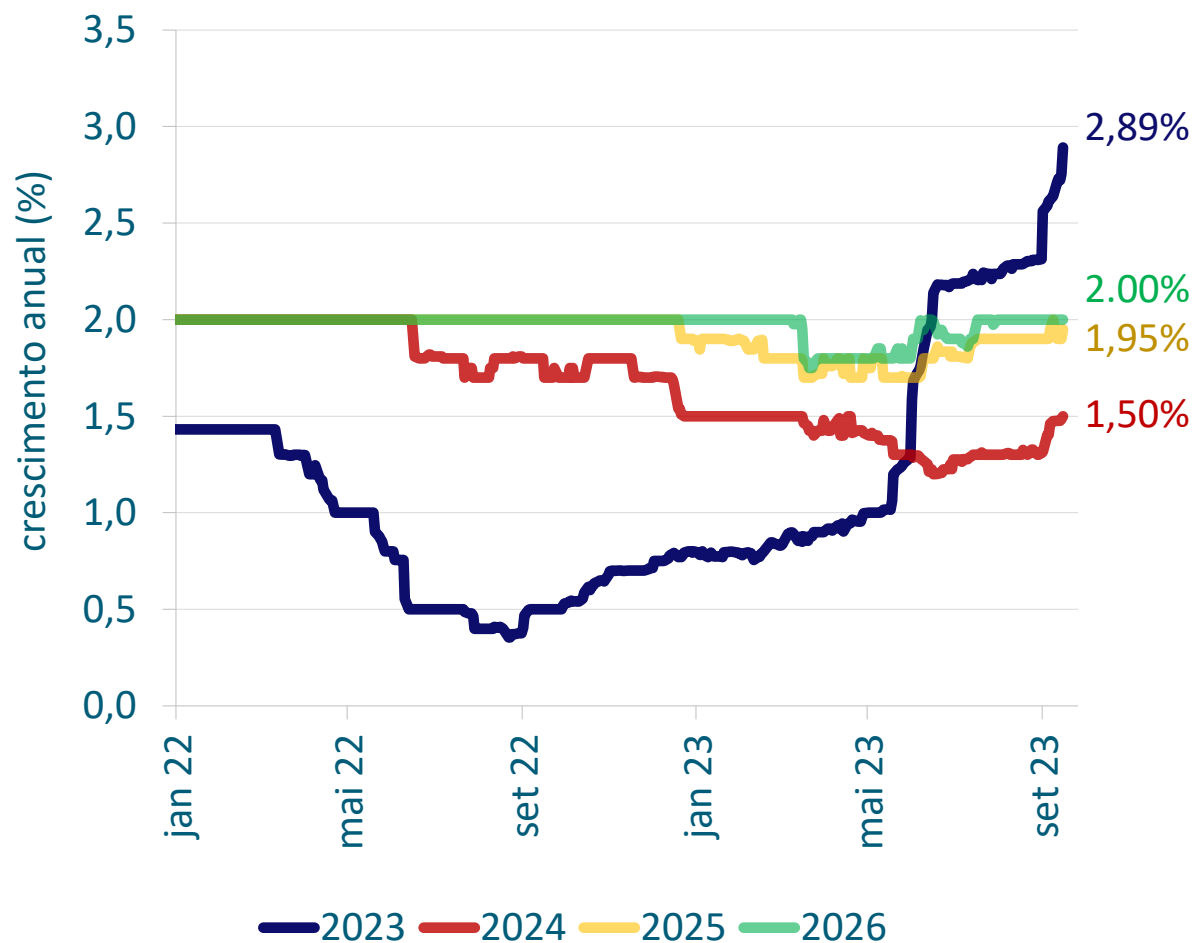
PIB e VAB cíclico e não-cíclico



Fontes: IBGE e BC

Expectativas para o crescimento PIB

Expectativas Focus para PIB



Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	2022				Variação %	
	I	II	III	IV	I	II
PIB a preços de mercado	0,9	1,0	0,4	0,1	1,8	0,9
Agropecuária	-0,5	0,2	-1,2	-1,3	21,0	-0,9
Indústria	1,0	1,2	0,8	-0,2	0,1	0,9
Serviços	1,0	1,2	0,9	0,2	0,6	0,6
Consumo das famílias	1,4	1,6	0,8	0,4	0,7	0,9
Consumo do governo	-0,3	-1,0	1,5	0,3	0,4	0,7
FBCF	-1,3	3,7	2,1	-1,2	-3,4	0,1
Exportação	8,6	-4,2	5,5	3,5	0,3	2,9
Importação	-2,2	5,5	5,2	-3,7	-3,9	4,5

Fonte: IBGE

Fontes: IBGE e BC

Focus: expectativas até 15 de setembro

Boxe – Projeção do PIB para 2023 e 2024

Produto Interno Bruto

Variação %

Discriminação	2022	2023 ^{1/}		2024 ^{1/}
		RI Jun	RI Set	RI Set
PIB a preços de mercado	2,9	2,0	2,9	1,8
Impostos sobre produtos	2,1	1,1	2,5	1,8
Valor adicionado a preços básicos	3,0	2,1	2,9	1,8
Oferta				
Agropecuária	-1,7	10,0	13,0	1,5
Indústria	1,6	0,7	2,0	2,0
Serviços	4,2	1,6	2,1	1,8
Demanda				
Consumo das famílias	4,3	1,6	2,8	1,9
Consumo do governo	1,5	1,0	1,8	1,5
Formação bruta de capital fixo	0,9	-1,8	-2,2	2,1
Exportação	5,5	3,7	6,7	1,5
Importação	0,8	0,0	0,0	1,6
Contribuição do setor externo (p.p.)	0,9	0,7	1,3	0,0

Fonte: IBGE e BCB

1/ Estimativa.

2023

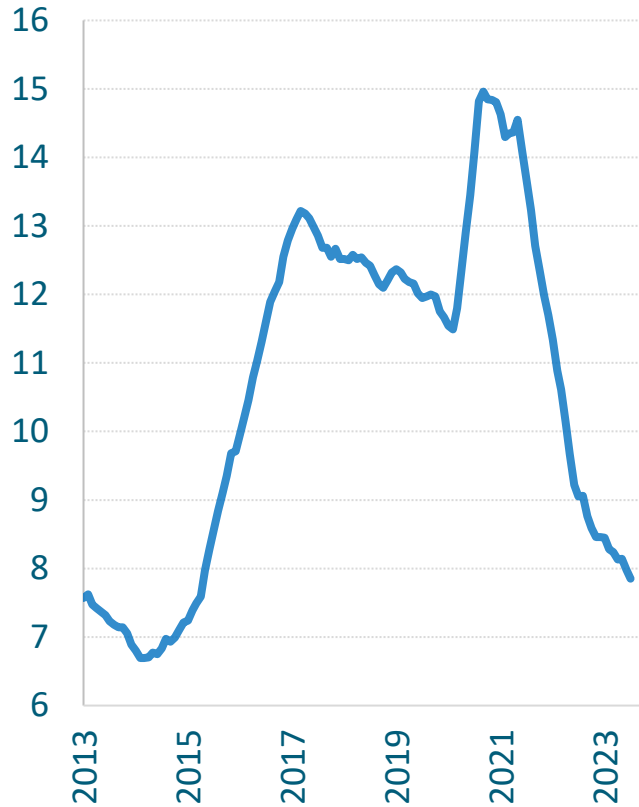
- **Projeção de crescimento do PIB em 2023 passou de 2,0% para 2,9%.**
- Alteração reflete, principalmente, **surpresa positiva no segundo trimestre** e, em menor medida, **previsões ligeiramente mais favoráveis para indústria, serviços e consumo das famílias no segundo semestre.**
- Agropecuária deve contribuir negativamente para as variações trimestrais do PIB ao longo do segundo semestre.
- **Revisões positivas nas previsões anuais foram disseminadas, com destaque para o consumo das famílias.** Exceção foi o ligeiro recuo na projeção para a FBCF.

2024

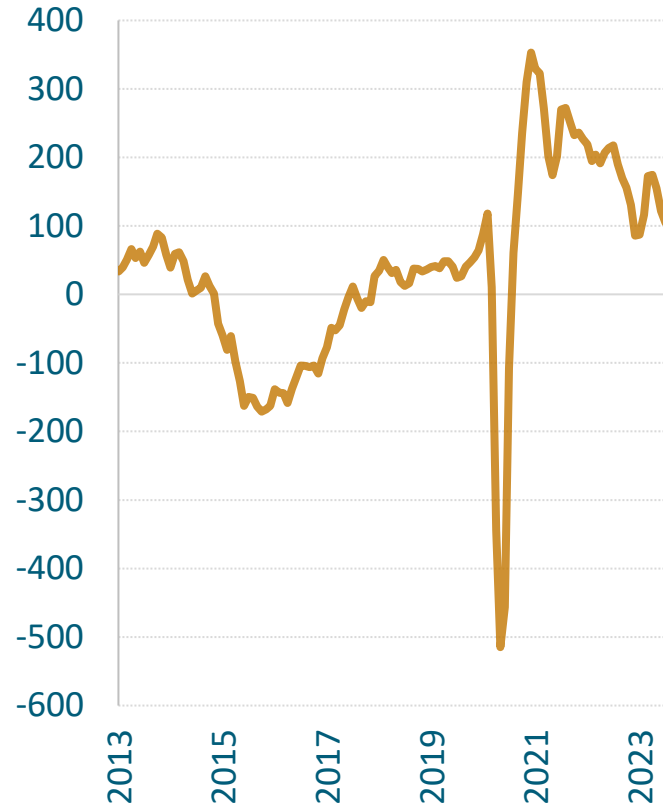
- **Projeção de crescimento do PIB de 1,8% em 2024.**
- Previsão de crescimento mais homogêneo, com **menor impacto positivo do setor de produtos básicos do que em 2023.**

Mercado de trabalho – Desocupação

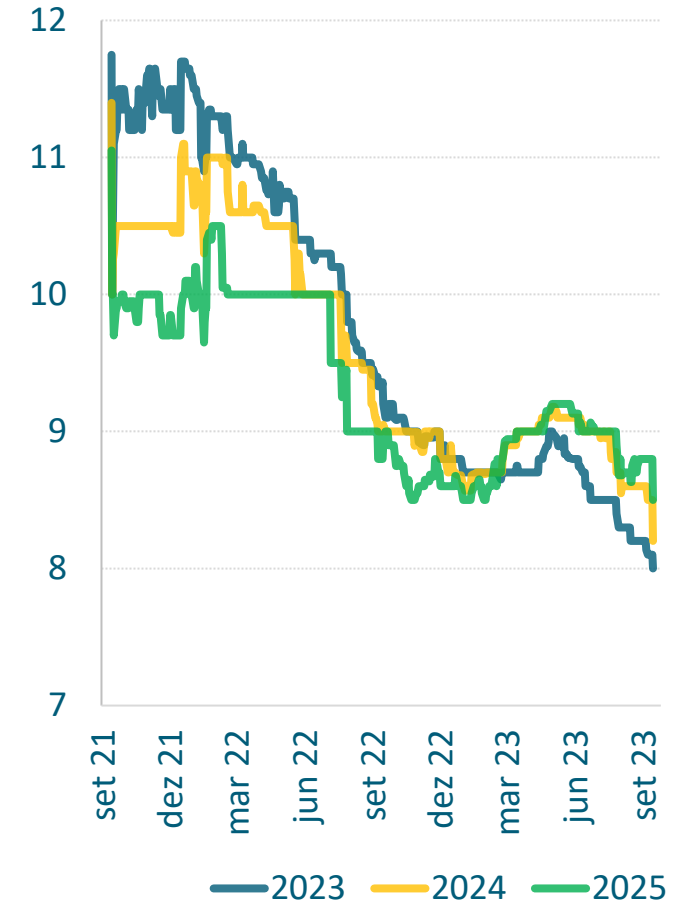
Taxa de desocupação
%; a.s. MM3M



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

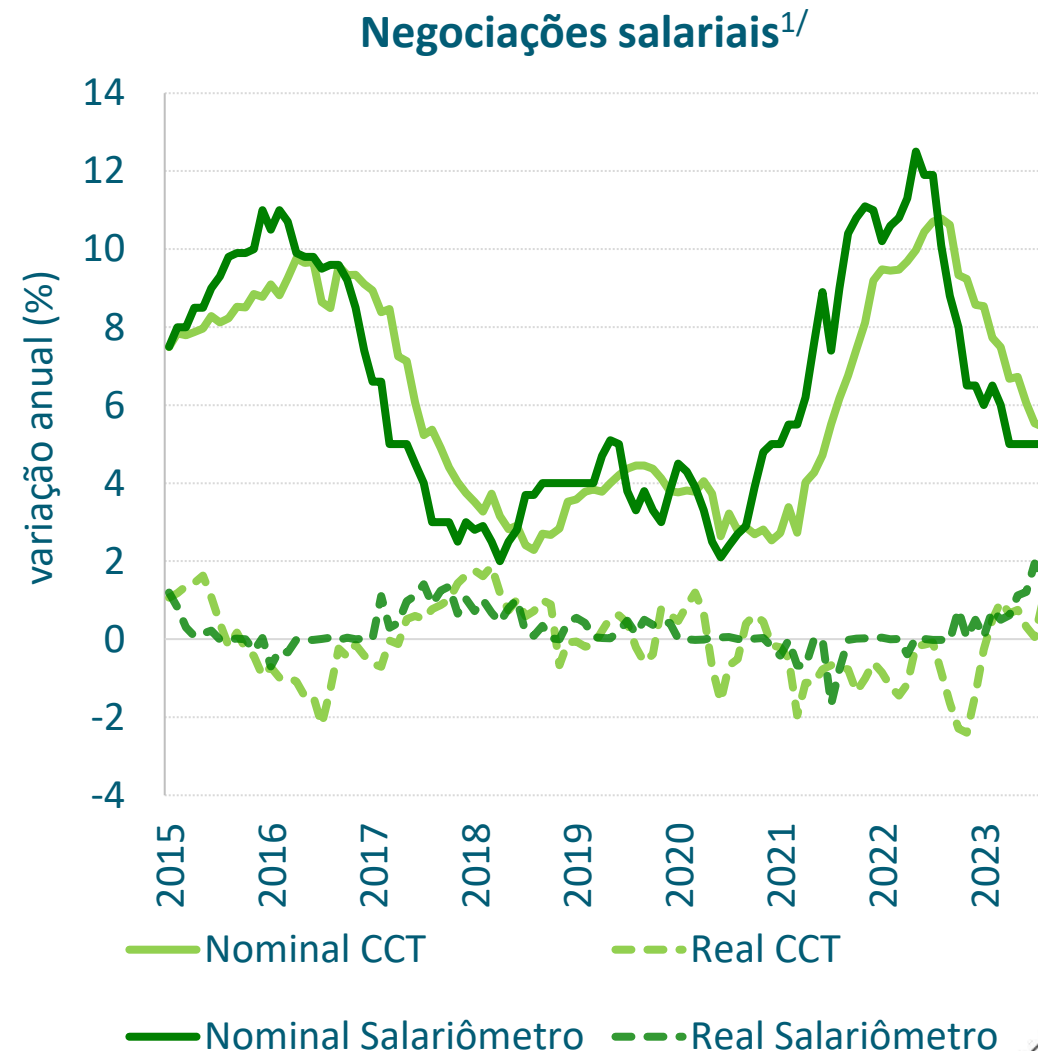
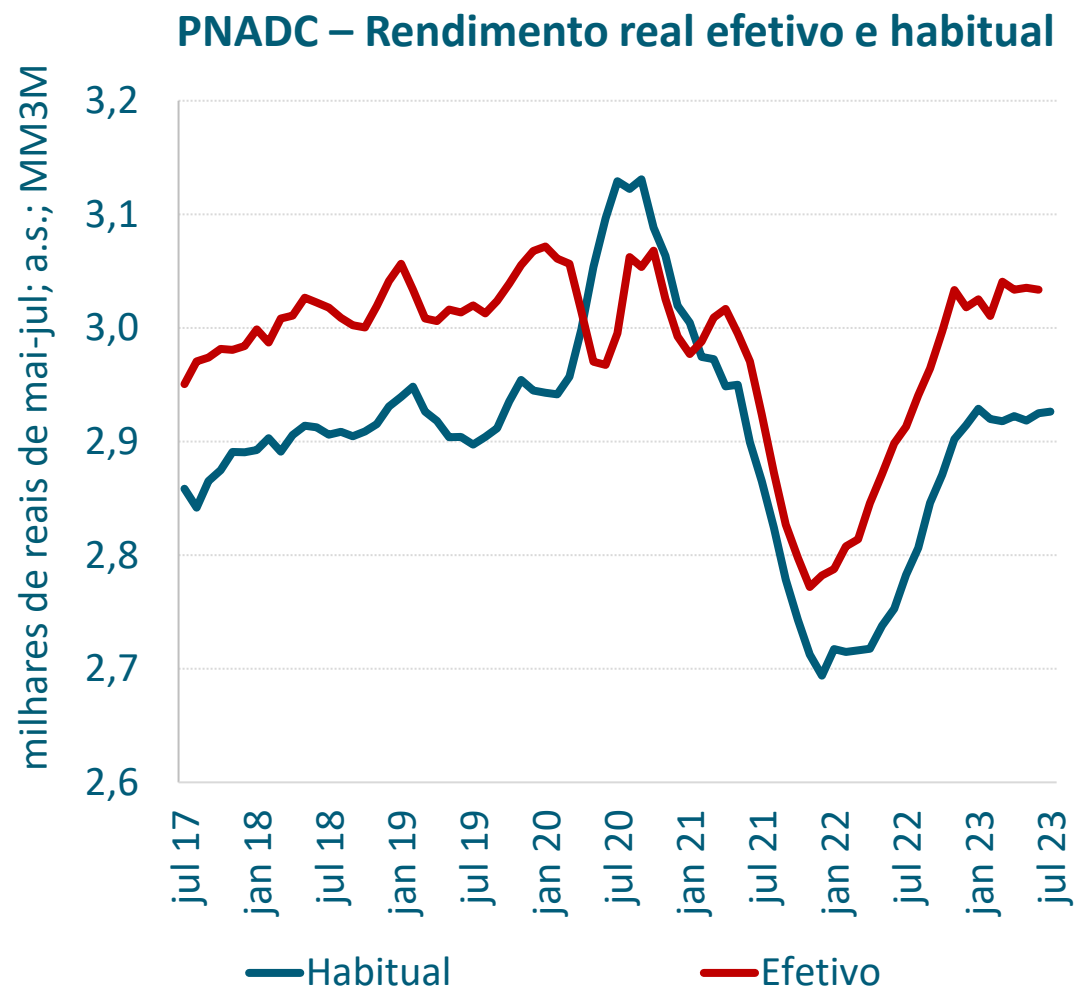


Expectativas – Taxa de desocupação
% (fim de período) Focus



Fontes: IBGE, Ministério do Trabalho e BC (Focus)

Mercado de trabalho – Rendimentos



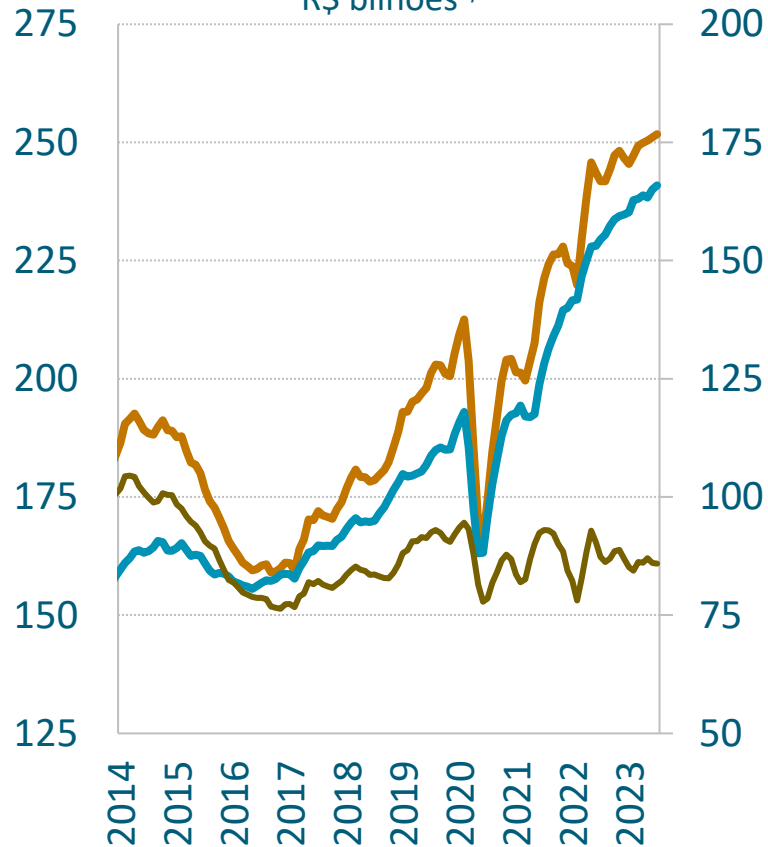
Fontes: IBGE, BC e Fipe

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

Crédito

Concessão para pessoa física

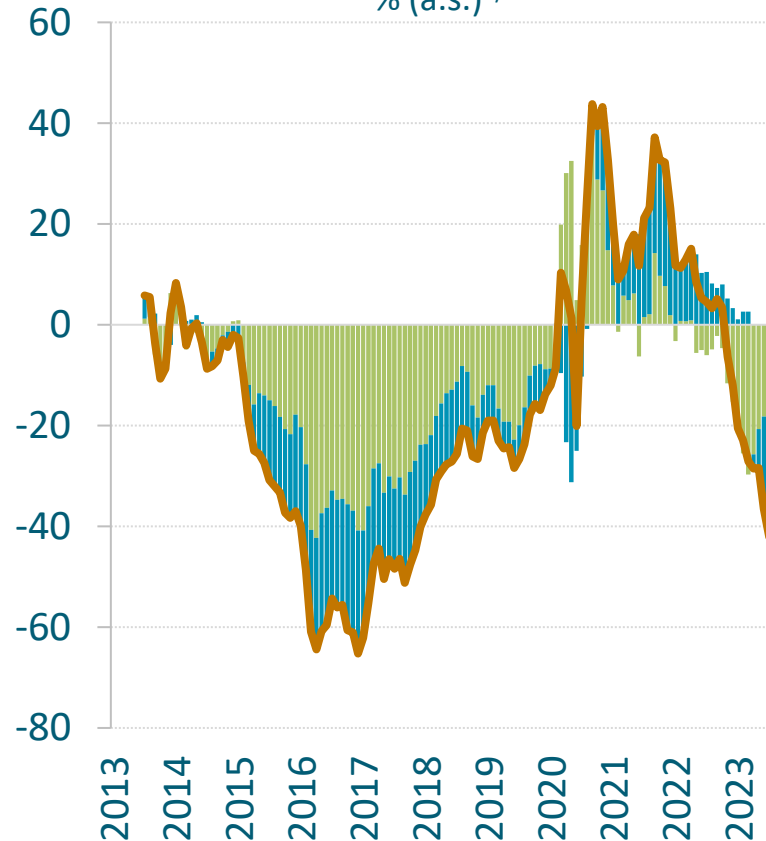
R\$ bilhões^{1/}



- Total
- Cartão à vista (dir)
- Total ex-cartão à vista (dir)

Fluxo financeiro

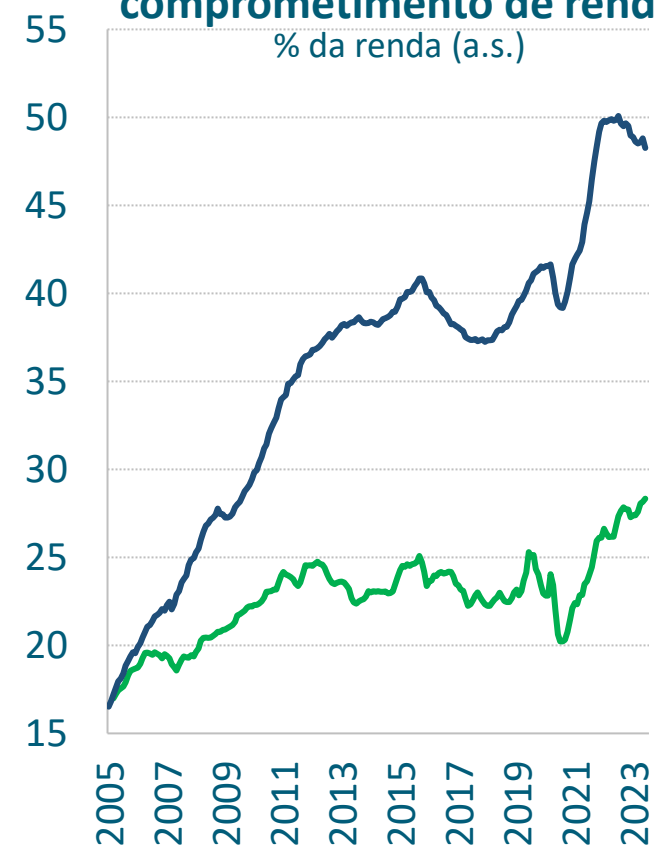
% (a.s.)^{2/}



- Pessoas jurídicas
- Pessoas físicas
- Total

Endividamento e comprometimento de renda

% da renda (a.s.)



- Comprometimento da renda
- Endividamento

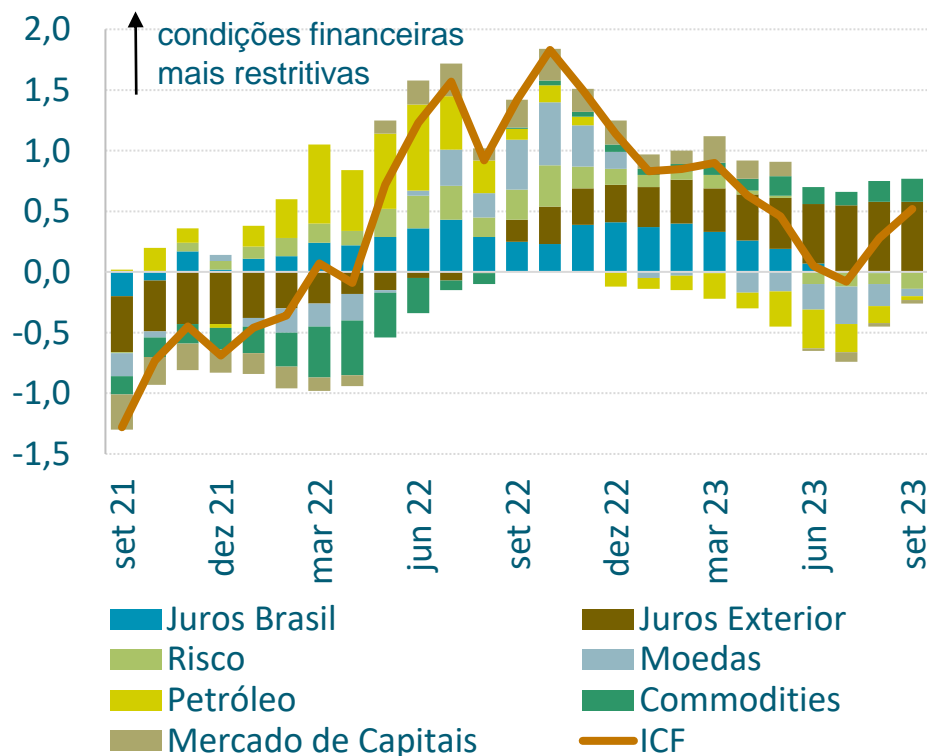
1/ Média móvel de 3 meses em R\$ bilhões de julho de 2023 com ajuste sazonal

2/ Fluxo financeiro = concessões – pagamentos

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 set/2023 refere-se à média até o dia 15.

O ICF teve queda em julho e elevação em agosto e setembro de 2023. Os principais fatores para condições financeiras menos restritivas em julho de 2023 foram:

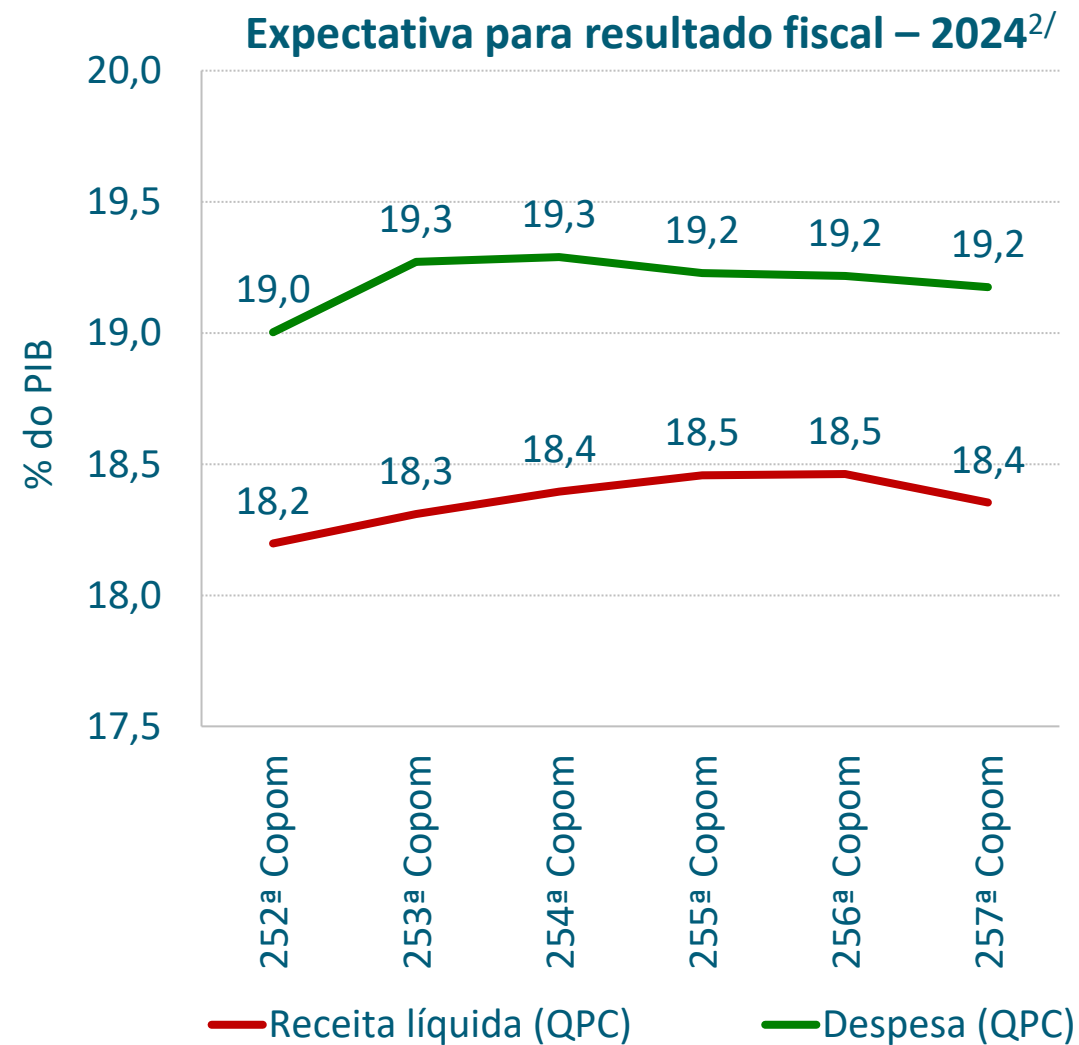
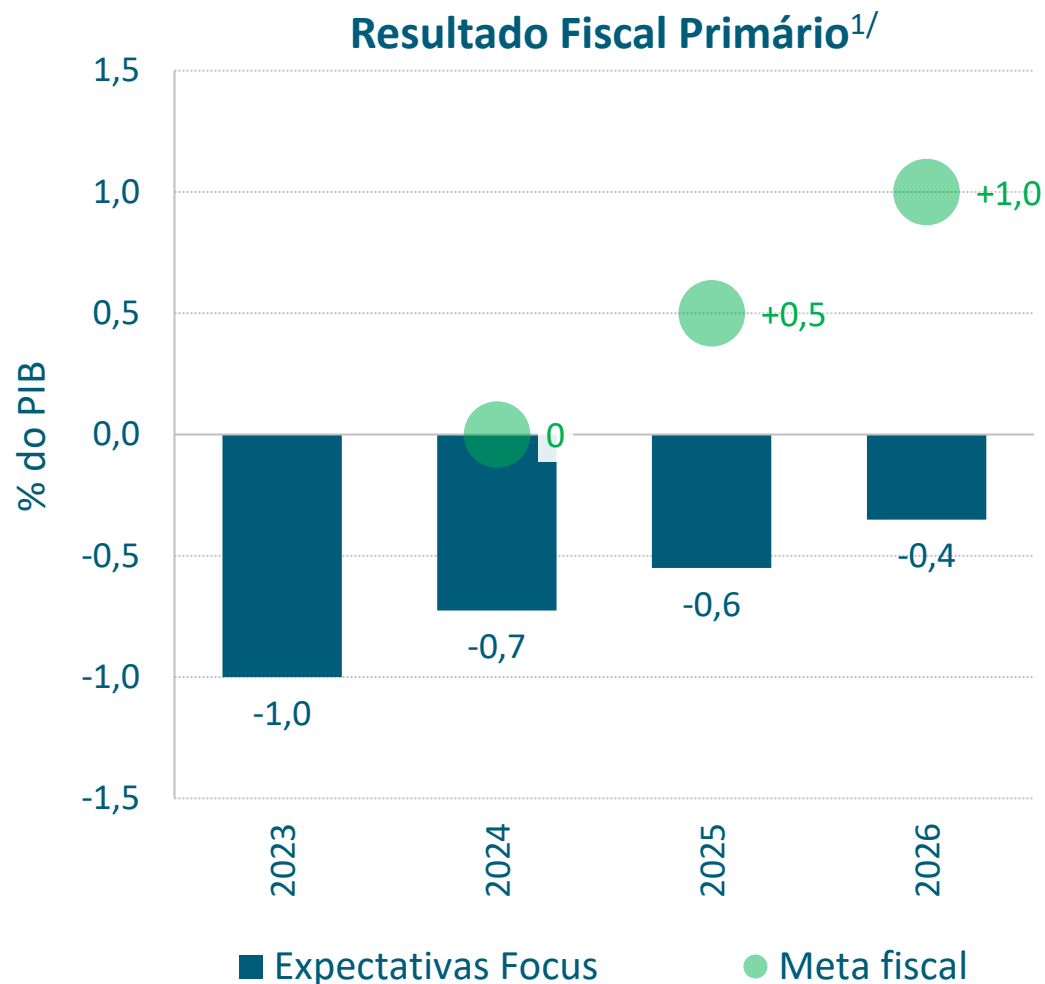
- redução das taxas de juros futuras no Brasil;
- queda do risco país;
- apreciação do real;
- aumento dos preços de *commodities* agrícolas e metálicas;
- valorização das bolsas doméstica e externas.

Esses fatores mais do que compensaram o aumento do preço do petróleo e a elevação de taxas de juros futuras em países avançados.

Entretanto, em agosto e setembro, estes dois últimos fatores continuaram ganhando força, acompanhados por:

- Apreciação global do dólar;
- depreciação do real;
- redução nos preços de *commodities* agrícolas e metálicas;
- queda na bolsa de valores doméstica.

Fiscal



Fontes: BC e Ministério da Fazenda

1/ Focus em 15 de setembro; 2/ QPC: resultado fiscal esperado para 2024

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

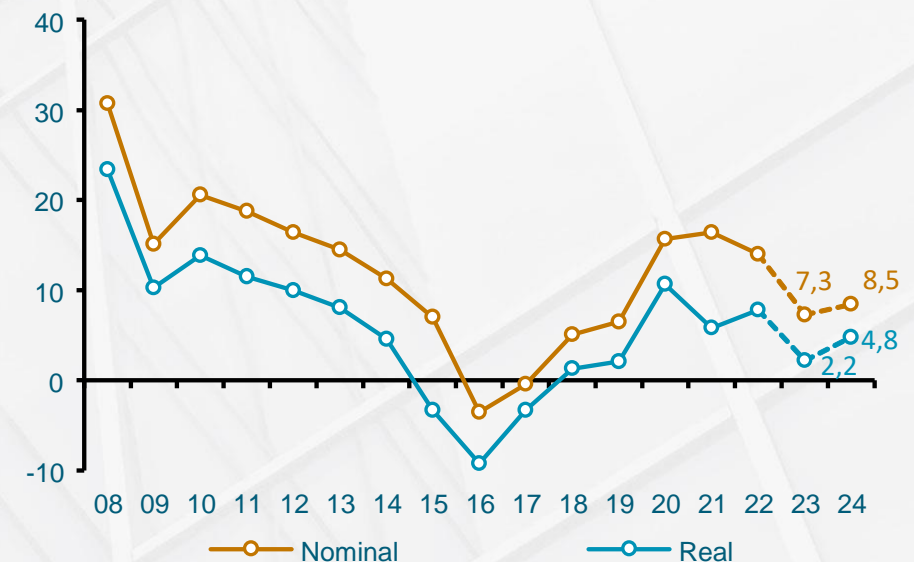
- A projeção de crescimento do crédito em 2023 recuou discretamente, em função da desaceleração no crédito livre às empresas maior do que a esperada no trimestre encerrado em julho.
- Para 2024 espera-se crescimento do crédito superior ao de 2023, em termos nominais e reais, impulsionado pela recuperação do crédito livre às empresas, com a dissipação dos impactos dos eventos envolvendo grandes empresas. O crédito às famílias deve registrar pequena desaceleração, considerando, entre outros fatores, os níveis elevados de endividamento e comprometimento de renda e a desaceleração no crescimento da renda das famílias.

Saldo de crédito

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

Saldo de crédito total

Var. % em 12 meses

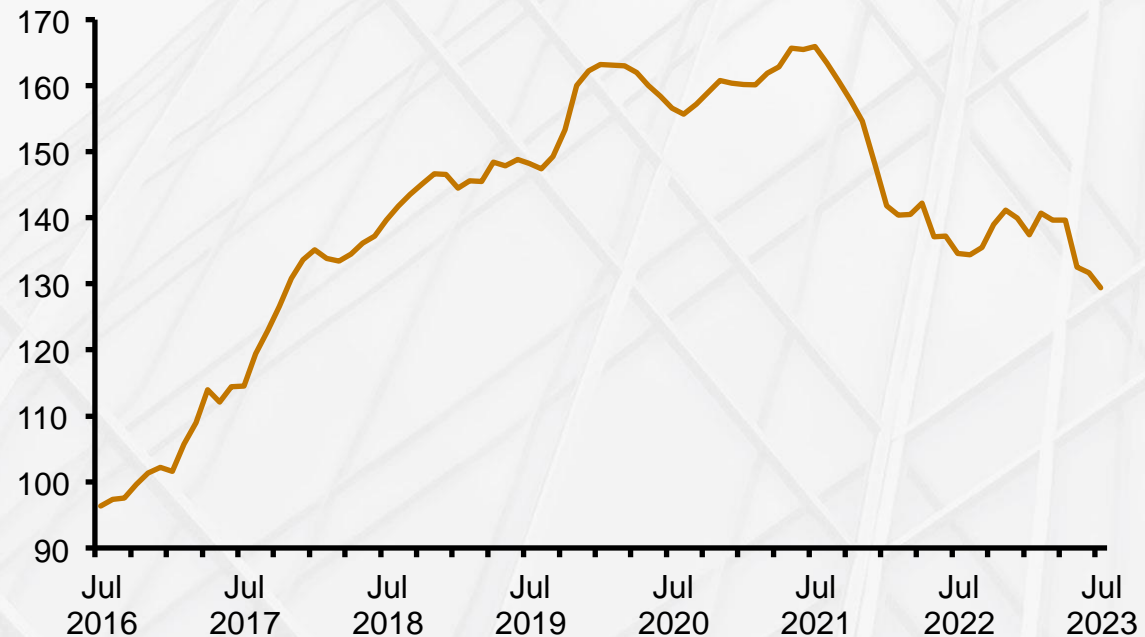


Boxe – Desempenho recente e perspectivas para a construção residencial

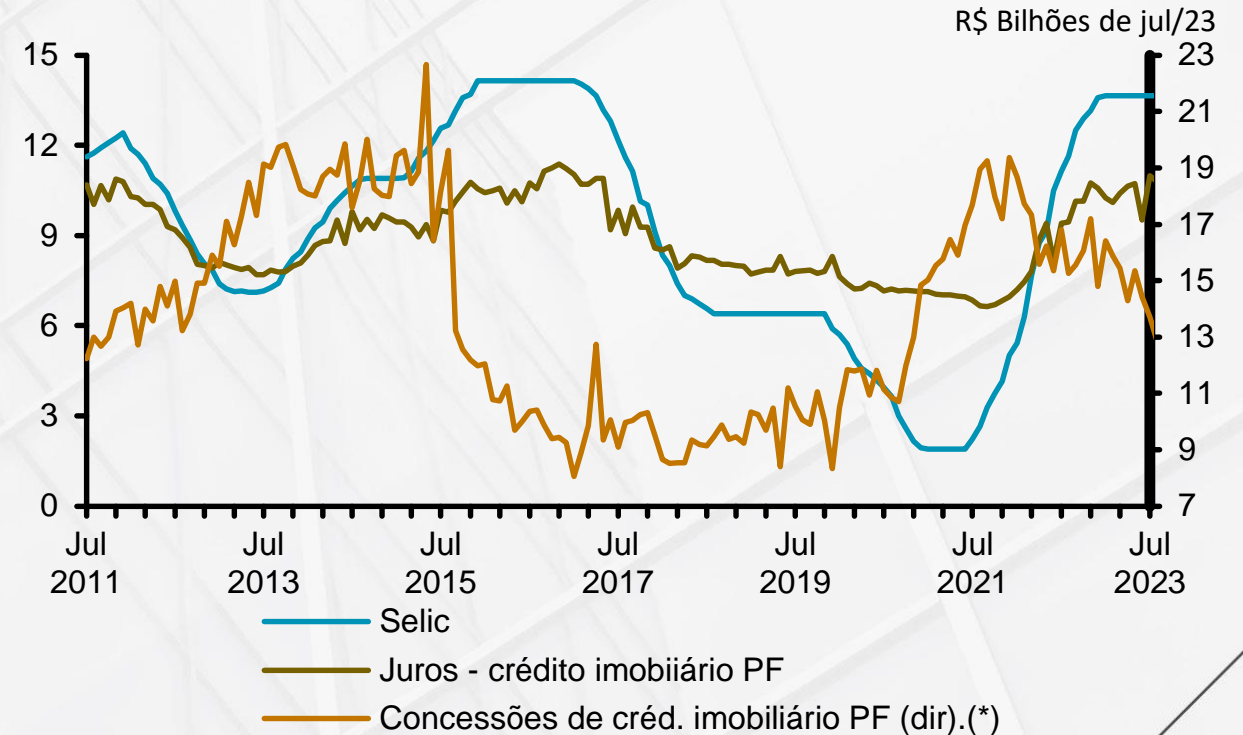
- Boxe traz cálculo de um indicador baseado em preço do imóvel, prazo e taxa de juros do financiamento, e renda familiar. Indicador diminuiu 22% desde seu pico em jul/21, em linha com recuo das concessões de crédito imobiliário.

Índice de acessibilidade habitacional

Índice 2015T4=100, MM3M



Juros e concessões imobiliárias

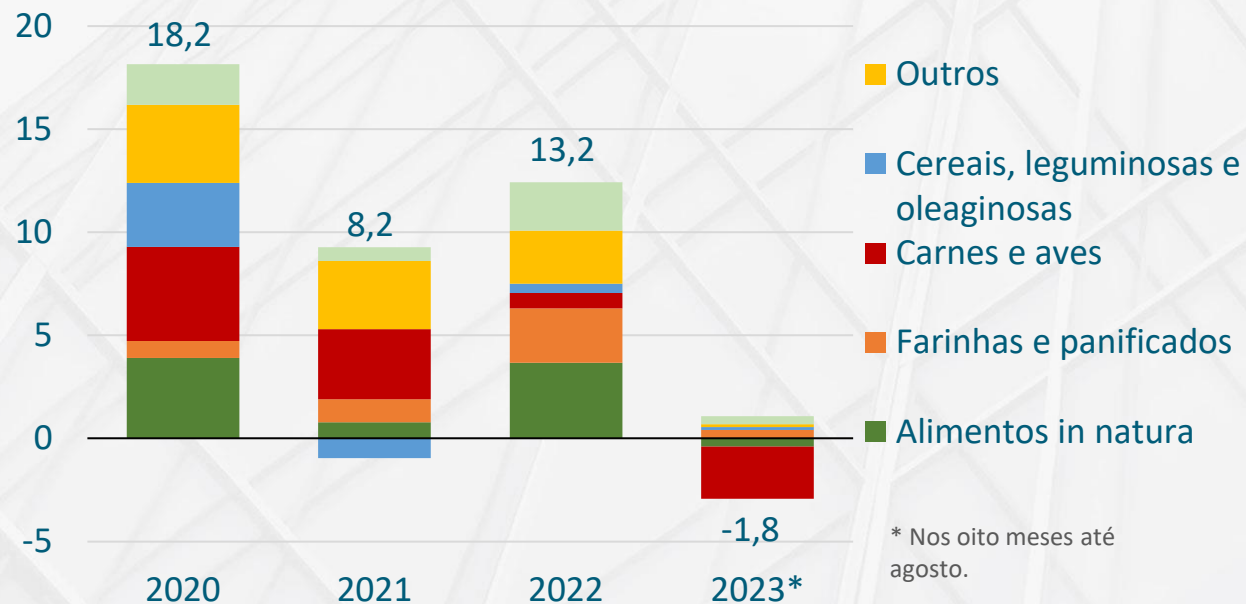


Inflação

Boxe: Evolução recente dos preços de alimentos no Brasil

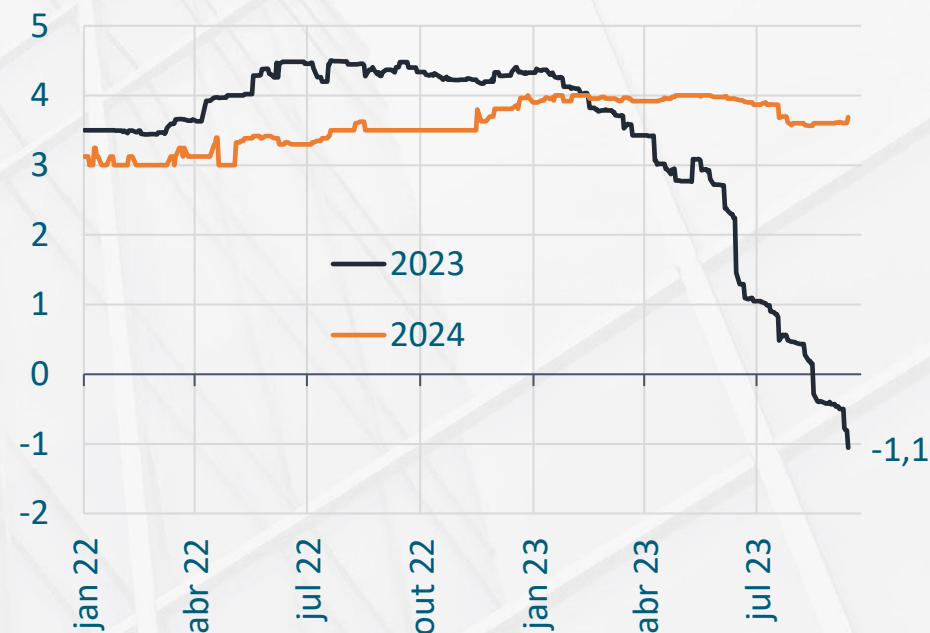
- De 2020 a 2022, os preços de alimentação no domicílio subiram 45% enquanto a alta do IPCA foi 22%.
- Desde meados de 2022, houve recuo do preço de *commodities* importantes, apreciação do real e elevada oferta de boi gordo no mercado interno.
- Há riscos para 2023–2024. Cenário de referência do Banco Central incorpora efeito limitado do *El Niño* nos preços de alimentos *in natura*, mas há incerteza quanto à magnitude e ao momento dos impactos do fenômeno.
- No Questionário Pré-Copom (QPC), participantes do mercado estimam que, no caso de *El Niño* de magnitude similar à de 2014–2015, haveria impacto potencial de 0,85 p.p. no IPCA entre 2023–2024.

Contribuições para a inflação de alimentos (p.p.)



Fontes: IBGE e BC

Mediana Focus para IPCA alimentos (%)

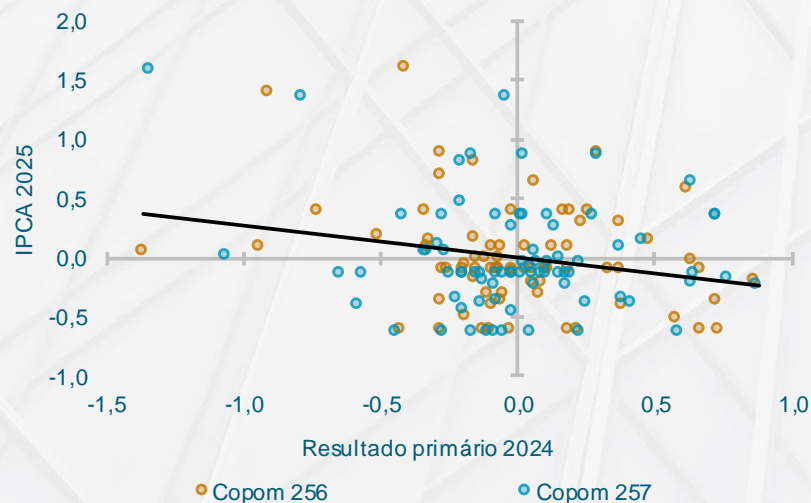


Boxe – Dispersão das expectativas para a inflação de 2025

- O boxe explora a dispersão das projeções dos analistas econômicos para entender porque as expectativas de inflação reancoraram apenas parcialmente.
- Os resultados sugerem que não há um único fator que explique a dispersão das expectativas para a inflação em 2025. Entre os fatores que parecem se sobressair estão a inércia inflacionária, a persistência global da inflação e a perspectiva de déficits primários ou gastos públicos mais elevados.
- Os resultados devem ser tomados com cautela e ser tratados como sugestivos, não como conclusivos, a respeito do que motiva os analistas econômicos a manterem suas projeções de inflação acima da meta de inflação.

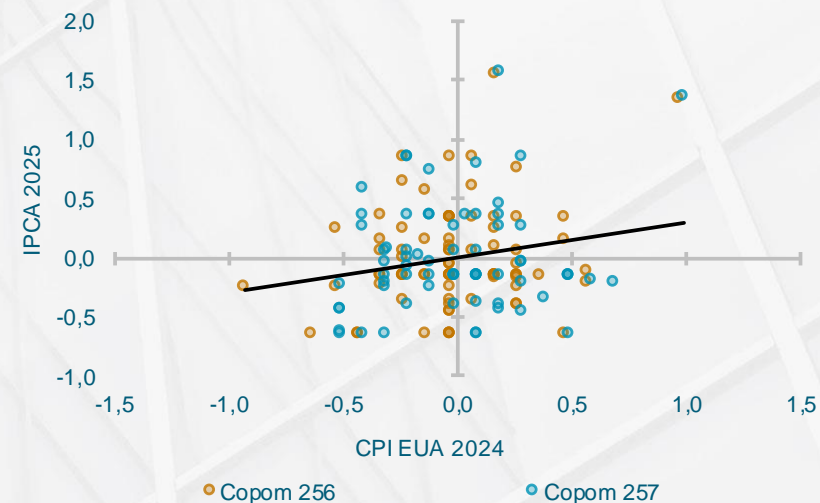
IPCA 2025 x Resultado primário 2024

Desvio em relação à média do corte seccional no período

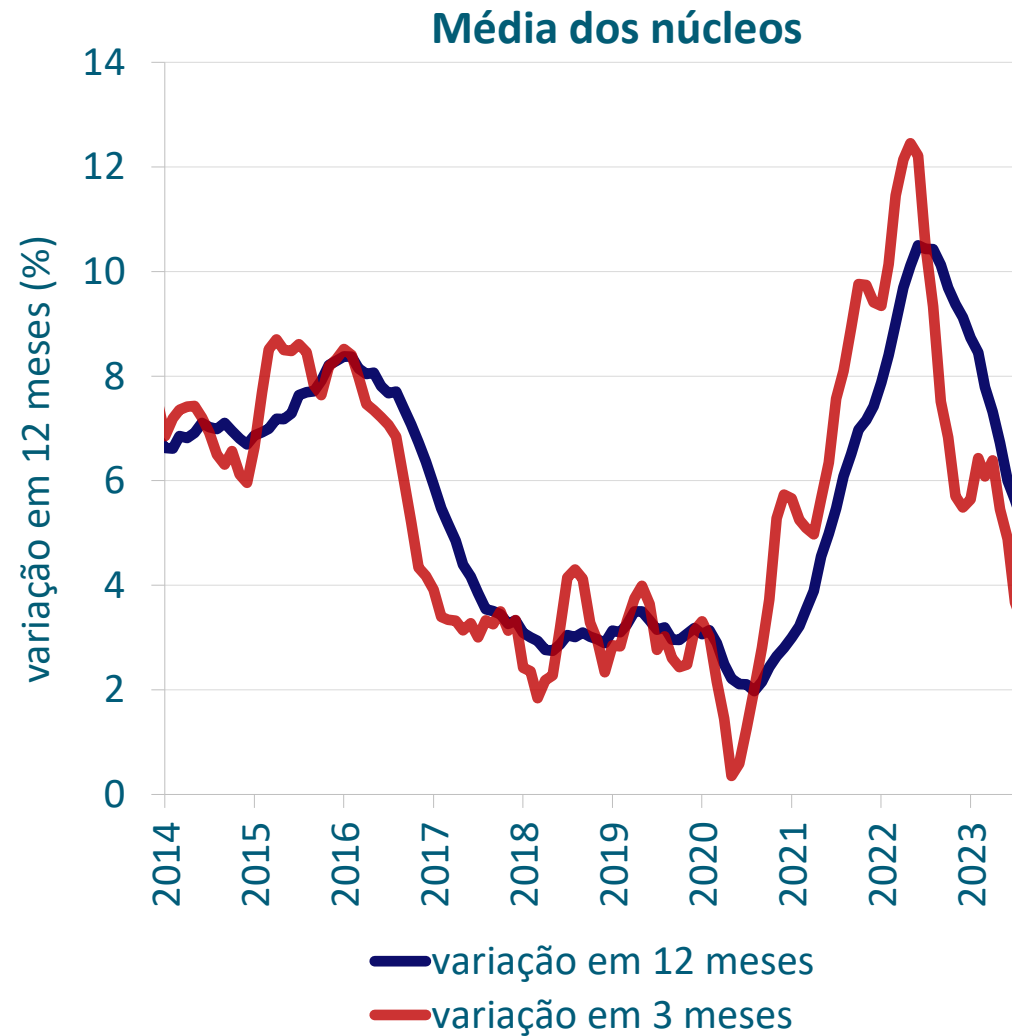
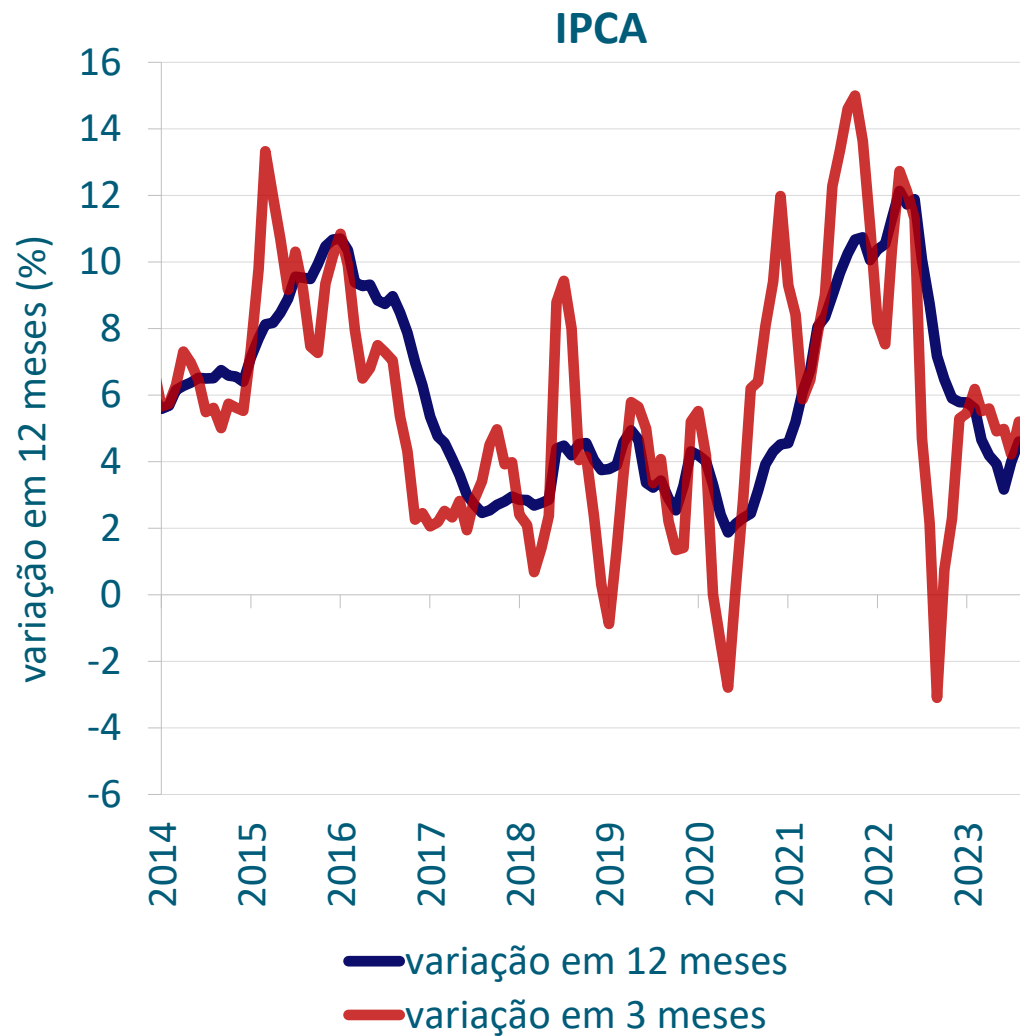


IPCA 2025 x CPI EUA 2024

Desvio em relação à média do corte seccional no período

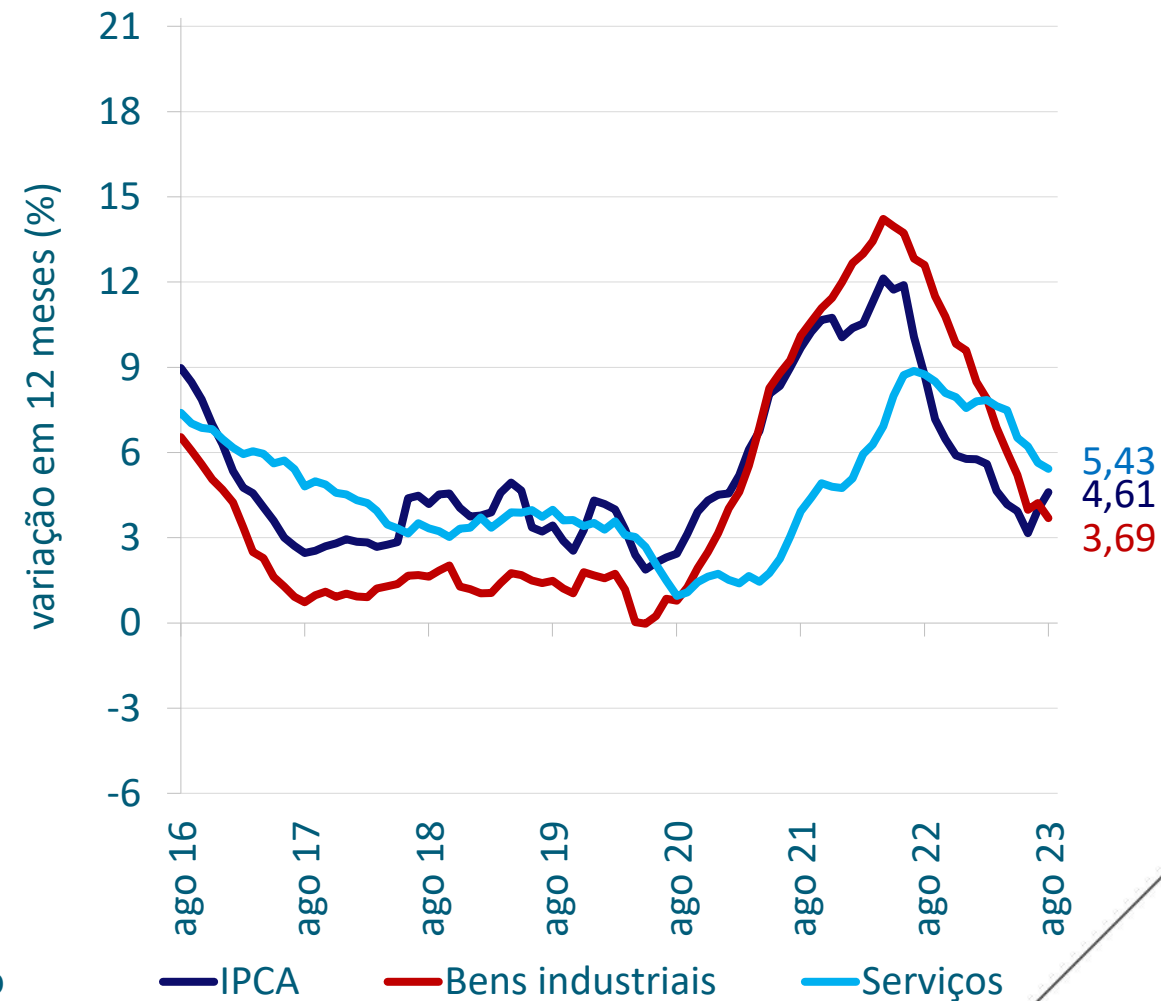
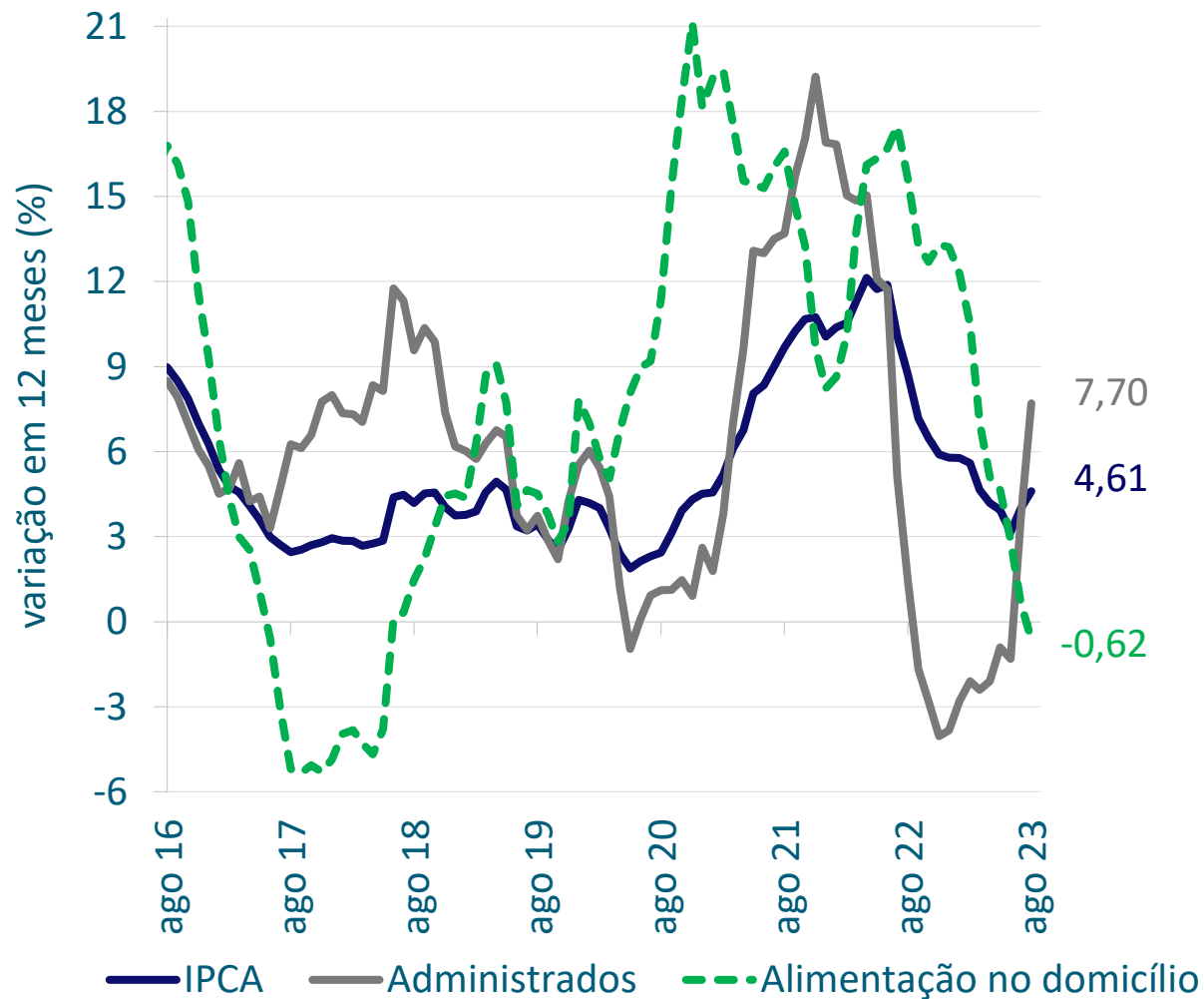


IPCA e núcleos de inflação



Fontes: IBGE e BC

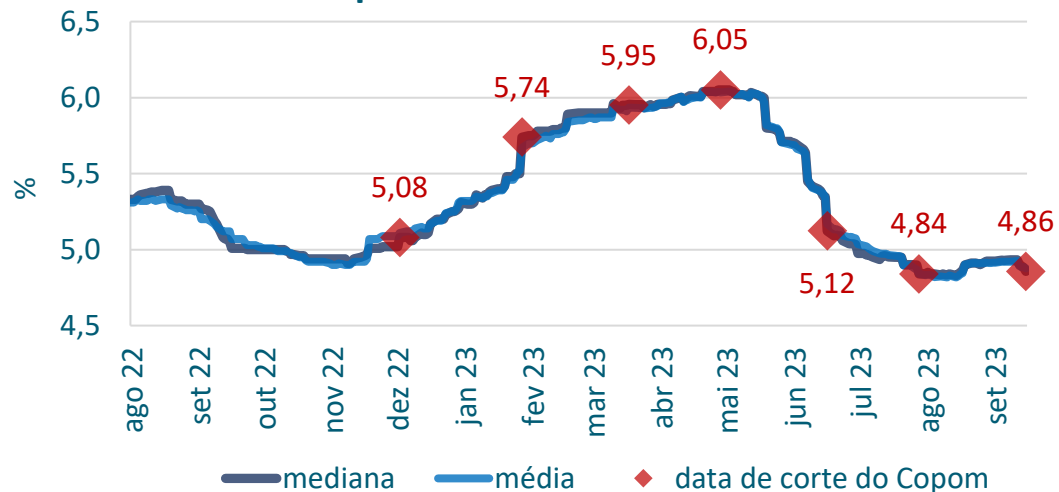
Componentes do IPCA



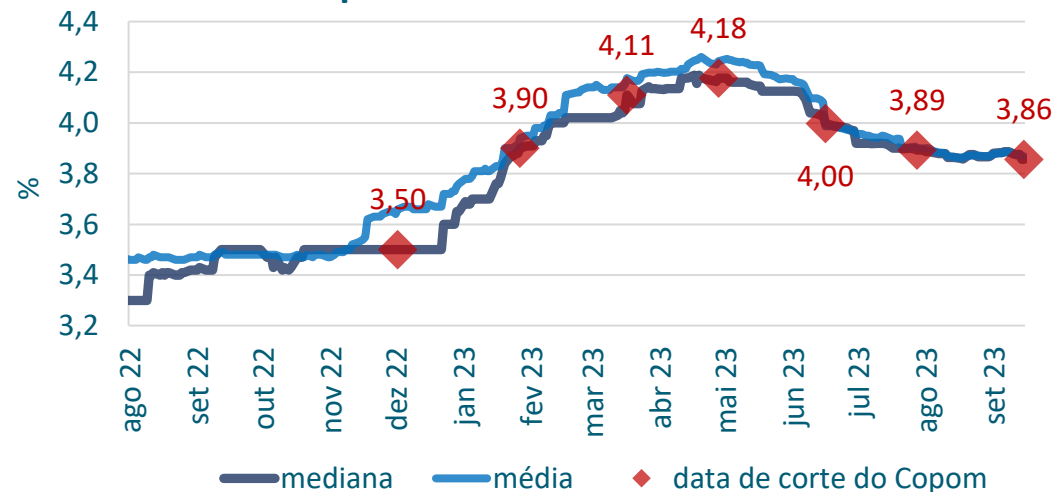
Fontes: IBGE e BC

Expectativas Focus para o IPCA

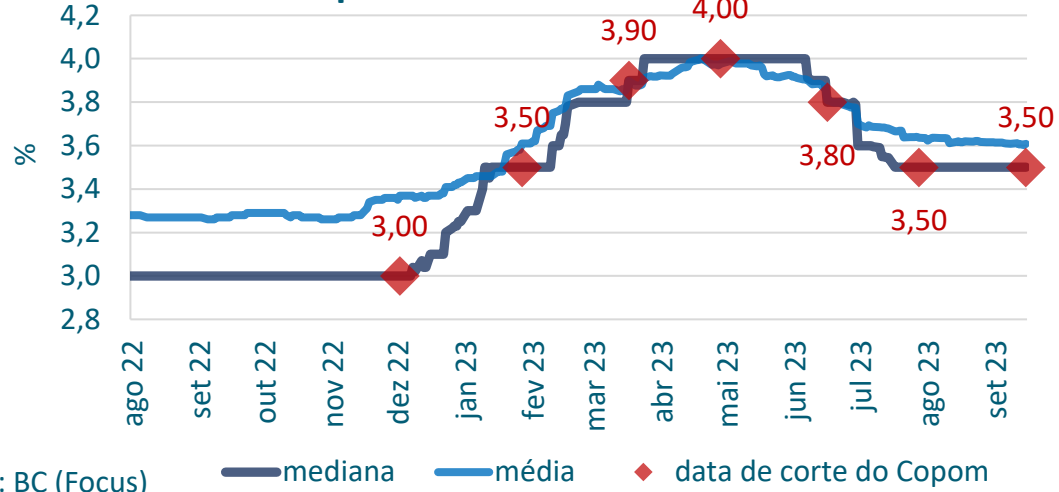
Expectativas Focus – IPCA 2023



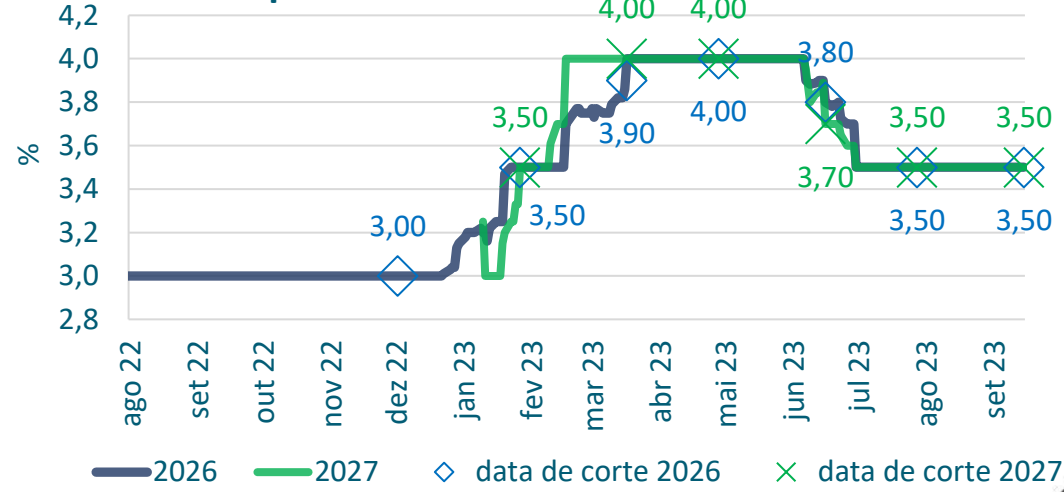
Expectativas Focus – IPCA 2024



Expectativas Focus – IPCA 2025



Expectativas Focus – IPCA 2026 e 2027



Fonte: BC (Focus)

Focus: expectativas até 15 de setembro

Projeções condicionais

Projeções condicionais para a inflação

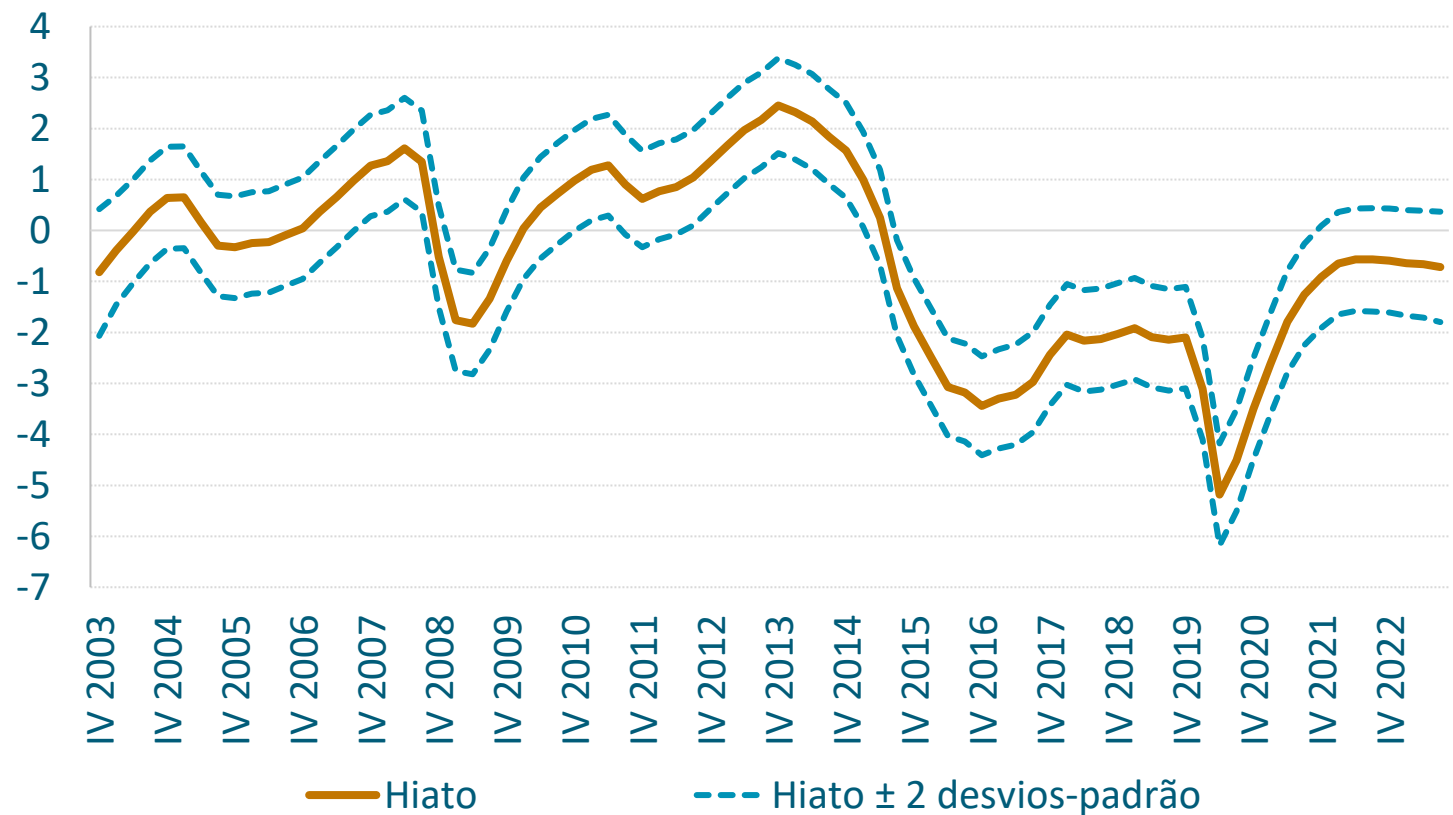
Hipóteses no cenário de referência

- Trajetória para a taxa de juros da pesquisa Focus: Selic termina 2023 em 11,75%, 2024 em 9,0% 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 2023, de 2024, de 2025 e de 2026.
- Taxa de juros real neutra de 4,5% a.a. no horizonte de projeção.
- A partir da próxima reunião, o Copom utilizará o período de dez dias úteis em vez de cinco para definir os valores de partida de taxa de câmbio e de preço do petróleo usados no seu cenário de referência. Essa alteração não impede o Comitê de analisar, em seu processo decisório, cenários utilizando outros critérios.

1/ Valor obtido pelo procedimento usual de arredondar a cotação média da taxa de câmbio USD/BRL observada nos cinco dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom.

Hiato do produto

Estimativa do hiato do produto



- Hiato no 3º trimestre de 2023 estimado em -0,7%.
- Hiato no 4º trimestre de 2023 e de 2024 projetado em -0,8%.

Cenário de referência de curto prazo

IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2023				12 meses até ago.
	Jun	Jul	Ago	No trim. até ago.	
Cenário do Copom ^{1/}	-0,08	0,29	0,25	0,46	4,81
IPCA observado	-0,08	0,12	0,23	0,27	4,61
Surpresa	0,00	-0,17	-0,02	-0,19	-0,20

Fontes: IBGE e BC

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

IPCA – Projeções de curto prazo^{2/}

	Variação %			
	2023			
	Set	Out	Nov	Dez
Variação mensal	0,38	0,41	0,39	0,53
Variação trimestral	0,73	1,02	1,18	1,34
Variação em 12 meses	5,31	5,12	5,10	5,01

Fonte: IBGE e BC

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

Surpresas

- O IPCA surpreendeu para baixo no trimestre.
- Importante surpresa ocorreu em alimentação no domicílio, especialmente leites, carnes e frango.
- A inflação subjacente de serviços também surpreendeu para baixo, muito influenciada pelo recuo em aluguel residencial em julho e agosto.

Projeção

- O cenário contempla variações mais altas do que as observadas até agosto, em linha com a sazonalidade do período.
- Em alimentação no domicílio, além da sazonalidade, cenário incorpora impacto limitado do *El Niño*, particularmente em alimentos *in natura*.
- Preços de bens industriais devem seguir trajetória de desinflação, em linha com evolução recente dos preços ao produtor.
- Cenário contempla variações modestamente mais elevadas na inflação subjacente de serviços – considerando que leituras de julho e agosto continham movimentos idiossincráticos
- A média dos núcleos deve permanecer acima do compatível com a 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 junho	RI de setembro	Diferença (p.p.)
2023	III		5.4	5.3	-0.1
2023	IV	3.25	5.0	5.0	0.0
2024	I		4.1	4.1	0.0
2024	II		4.1	4.2	0.1
2024	III		3.7	3.9	0.2
2024	IV	3.00	3.4	3.5	0.1
2025	I		3.2	3.2	0.0
2025	II		3.1	3.1	0.0
2025	III		3.0	3.0	0.0
2025	IV	3.00	3.1	3.1	0.0
2026	I		-	3.1	-
2026	II		-	3.1	-
2026	III		-	3.1	-
2026	IV	3.00	-	3.1	-

No cenário de referência, as projeções de inflação do Copom mantiveram-se em 5,0% em 2023, subiram para 3,5% em 2024 e mantiveram-se em 3,1% para 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

28 de setembro de 2023

Diogo Guillen



Condução da Política Monetária

Condução da Política Monetária – 1

- Em sua 257ª Reunião (19 e 20 de setembro), 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 12,75% 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 menor, 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 e por expectativas de inflação com reancoragem parcial, 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, anteveem 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 ressalta ainda 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 as de maior prazo, de suas projeções de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos.