



Boletim MacroFiscal
da SPE

Boletim MacroFiscal da SPE

Ficha Técnica

Ministro da Fazenda

Fernando Haddad

Secretário da Política Econômica

Guilherme Santos Mello

Subsecretária de Política Macroeconômica

Raquel Nadal Cesar Gonçalves

Subsecretária de Política Fiscal

Débora Freire Cardoso

Equipe técnica responsável

Ana Paula Guidolin

Arthur Rocha Xavier

Arland Tássio de Bruchard Costa

Camila Ferraz Peixoto Cavalcante

Carlos Henrique Coelho de Andrade

Cecília Monteiro Marinho

Cristiano Boaventura Duarte

Elaine de Cerqueira Luiz de Araujo

Elder Linton Alves de Araújo

Gustavo Miglio de Melo

Josué Jonas de Lima

Ligia Toneto

Lilian Cavalcante Souto

Lorena Silva Brandão

Rafael de Azevedo Ramires Leão

Sarah Mickaelly Santos de Souza

Sérgio Ricardo de Brito Gadelha

Tereza Cleise da Silva de Assis

Projeto gráfico e diagramação

André Oliveira Nóbrega

Índice

Resumo	5
Panorama geral	6
Perspectivas para a atividade no curto prazo	13
Perspectivas para a atividade nos próximos anos	14
Cenário para inflação	16
Indicadores Macrofiscais e Projeções do Sistema PRISMA Fiscal	19
A dinâmica recente da inflação de serviços subjacentes	24



Panorama Macroeconômico

O Panorama Macroeconômico é um conjunto amplo de indicadores de conjuntura e de projeções da Grade de Parâmetros para o processo orçamentário, produzido pela SPE. Apresenta dados selecionados de atividade econômica: PIB, produção setorial, emprego e renda, preços e inflação, crédito e mercado financeiro, política fiscal, setor externo e economia internacional.

Boletim disponível pelo QR-Code ou na página da SPE <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/spe>



Prisma Fiscal - SPE

O Prisma Fiscal/SPE é um sistema de coleta de expectativas de mercado para acompanhamento das principais variáveis fiscais brasileiras. Apresenta projeções de analistas do setor privado, em bases mensais e anuais, para as seguintes variáveis: arrecadação das receitas federais, receita líquida do governo central, despesa primário do governo central, resultado primário do governo central, resultado nominal do governo central e dívida bruta do governo geral.

Endereço da página do Prisma Fiscal/SPE <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/prisma-fiscal>

Resumo

Neste Boletim, a estimativa para o crescimento do PIB de 2024 ficou estável, em 2,2%. Apesar do resultado levemente abaixo do esperado para o PIB de 2023, houve aceleração interanual no crescimento da Indústria e dos Serviços no 4T23, dinâmica não verificada desde fins de 2022, quando a economia ainda se recuperava da pandemia. O crescimento em 2024 deverá ser mais equilibrado, baseado no avanço de setores cíclicos e na expansão da absorção doméstica. As projeções foram atualizadas até 13 de março, data de fechamento da grade de parâmetros.

Apesar da projeção para o crescimento ter permanecido estável, houve revisão nas estimativas de PIB por setor produtivo. Para a Agropecuária, a variação esperada para o PIB caiu de 0,5%, no Boletim de novembro, para -1,3%, refletindo, principalmente, a redução nos prognósticos para a safra em 2024. Em contrapartida, a projeção para a expansão dos Serviços em 2024 aumentou, passando de 2,2%, no Boletim de novembro, para 2,4%. Para a Indústria, a expectativa de crescimento também foi revisada para cima, de 2,4% para 2,5% em 2024. O setor deverá ser impulsionado pela recuperação da produção manufatureira e da construção, com reflexo nos investimentos pela ótica da demanda.

Para os anos posteriores, espera-se crescimento em torno de 2,5%. Para sustentar esse ritmo de expansão, serão fundamentais as medidas que vêm sendo promovidas pelo Governo. A reforma tributária deverá garantir ganhos de eficiência e de produtividade para a economia brasileira, possibilitando reduzir a taxa neutra de juros junto ao novo regime fiscal sustentável. Medidas microeconômicas vêm melhorando o ambiente para tomada de crédito bancário e no mercado de capitais, com destaque para as possibilidades de renegociação de dívidas, para o novo marco de garantias e para os ajustes regulatórios em instrumentos de captação no mercado privado. As melhores condições de crédito em paralelo ao Plano de Transformação Ecológica e às medidas de estímulo ao investimento, como o PAC, as linhas especiais para exportação e inovação e o programa de *hedge* cambial para projetos sustentáveis, devem levar a aumento na taxa de investimento, com efeitos de encadeamento mais significativos para a economia.

A previsão para a inflação medida pelo IPCA recuou de 3,55% para 3,50% em 2024 e passou de 3,00% para 3,10% em 2025. O impacto do *El Niño* sobre a inflação de alimentos, etanol e nas tarifas de energia elétrica foi menos intenso do que o inicialmente esperado. Além disso, reajustes já observados para itens monitorados nesse ano foram inferiores à expectativa, com destaque para licenciamento e emplacamento de veículos e tarifas de energia. Os preços de bens industriais ainda vêm se beneficiando com o excesso de capacidade ociosa na China, em paralelo à desinflação gradual que continua sendo observada em serviços. Para o IGP-DI, a projeção de inflação também foi reduzida para 2024.

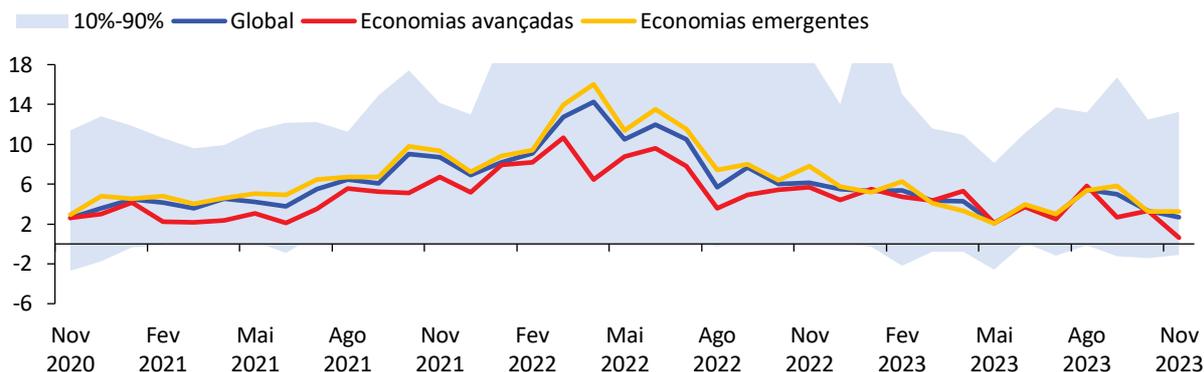
No Prisma Fiscal de março, a projeção mediana para o déficit primário de 2024 caiu, confirmando a tendência de queda já observada em meses anteriores. De novembro de 2023 a março de 2024, a mediana das projeções para o déficit primário de 2024 caiu de R\$ 90,2 bilhões para R\$ 82,8 bilhões. Em janeiro de 2023, a estimativa para o déficit de 2024 era de cerca de R\$ 120 bilhões. A melhora nas perspectivas para o déficit reflete o aumento esperado na arrecadação federal e a maior projeção de crescimento nominal.

Projeções	2024	2025
PIB real (%)	2,2	2,8
IPCA acumulado (%)	3,50	3,10
INPC acumulado (%)	3,25	3,00
IGP-DI acumulado (%)	3,50	4,00

Panorama geral

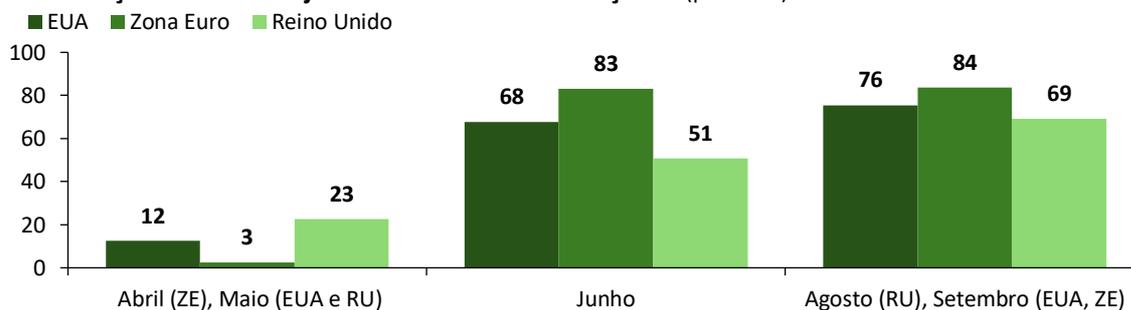
Desde o último Boletim, em novembro, o cenário externo se tornou mais benigno. O processo de desinflação seguiu em curso mesmo com a desaceleração apenas gradual da atividade econômica mundial, tornando mais provável o início do ciclo de flexibilização monetária nas principais economias avançadas a partir de meados do ano.

Inflação (a/a%)



Fonte: WEO/FMI

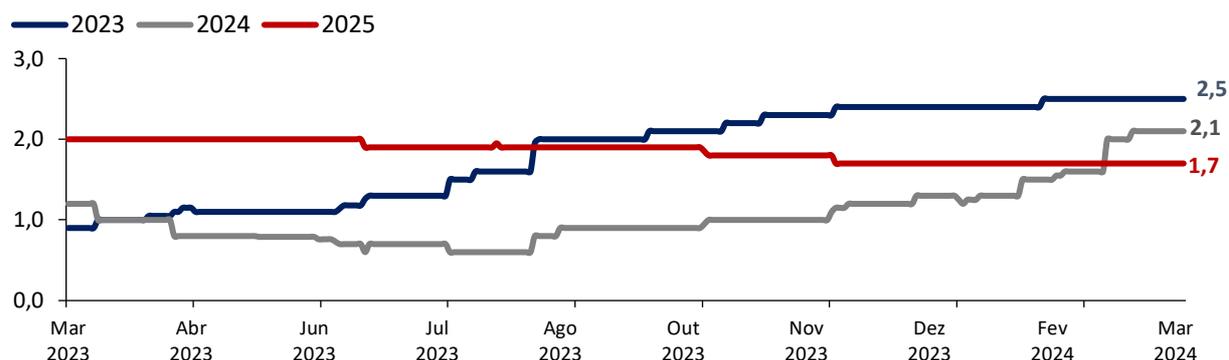
Precificação de corte de juros em economias avançadas (prob. - %)



Fonte: Bloomberg

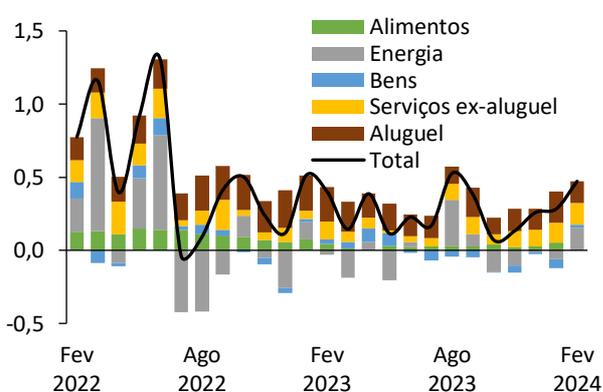
Nos Estados Unidos, o mercado de trabalho, o consumo das famílias e a inflação de serviços seguiram resilientes, aumentando a perspectiva de 'pouso suave' e a probabilidade de cortes nos juros a partir de junho. Apesar do ligeiro aumento da taxa de desemprego, a criação de postos voltou a subir na comparação mensal e os ganhos salariais médios seguiram com ritmo forte de expansão, sustentando o crescimento do consumo. A dinâmica do mercado de trabalho e do consumo das famílias tem pressionado a inflação de serviços do CPI e medidas de núcleo do PCE, levando o mercado a atribuir maior probabilidade para o início do ciclo de cortes de juros a partir de meados do ano e a reduzir de seis para três a quantidade de cortes esperados para o ano.

EUA - Expectativas para o crescimento do PIB (var. % a/a)



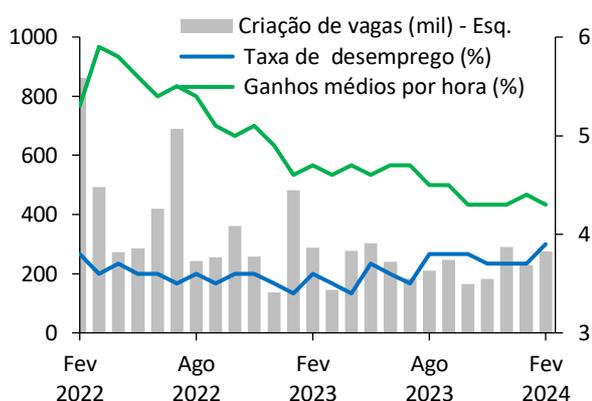
Fonte: Bloomberg.

EUA - CPI (contribuições para var. % m/m)



Fonte: Bloomberg

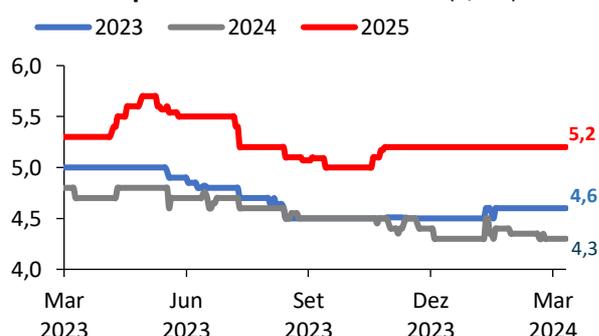
EUA - Mercado de Trabalho



Fonte: Bloomberg

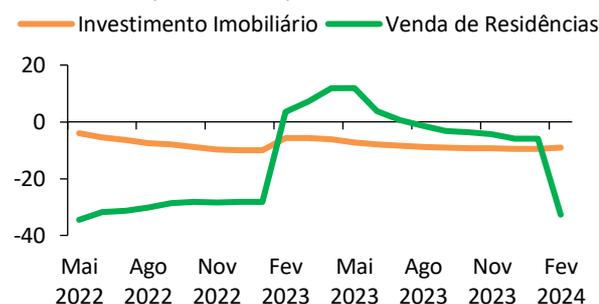
Para a China, segue a perspectiva de desaceleração moderada da atividade. A retração do mercado imobiliário se acentuou nos últimos meses, conforme relevam dos dados de vendas de imóveis e de investimentos em ativos fixos do mercado imobiliário. A deflação, verificada para os preços no atacado desde novembro de 2022, também foi observada para os preços ao consumidor de outubro a dezembro de 2023. A fim de suavizar a crise imobiliária e dar suporte à acomodação da atividade, o banco central chinês reduziu a alíquota de compulsório e os bancos públicos diminuíram as taxas de juros para empréstimos de 5 anos para o menor patamar histórico. Essas e outras medidas de estímulo à demanda devem levar a China a crescer a ritmo próximo ao de 2023 (conforme meta de 5% fixada pelo governo). Em paralelo, o excesso de capacidade ociosa deve garantir exportações de bens a baixos preços, contribuindo para o processo de desinflação mundial em curso.

China – Expectativa de crescimento (a/a%)



Fonte: Bloomberg.

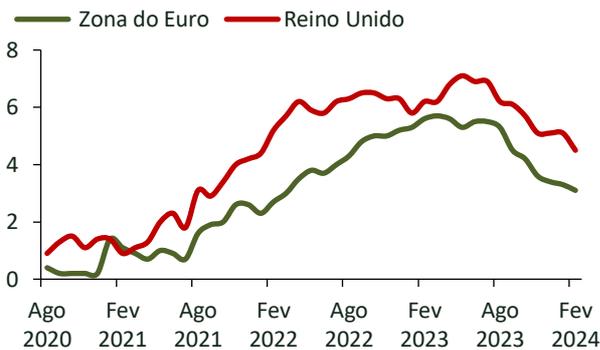
China – Venda de residências e investimento imobiliário (acum. a/a%)



Fonte: Bloomberg

Na Zona do Euro e Reino Unido, o processo de flexibilização monetária também deve ocorrer a partir de meados do ano. Embora os CPIs dessas economias tenham sido recentemente afetados por variações nos preços de itens mais voláteis, como energia elétrica, as medidas de núcleo de inflação seguiram em queda. Para o início do corte de juros, no entanto, devem ser decisivas as negociações salariais e os repasses desses acordos aos preços ao consumidor. Apesar da recessão técnica na Alemanha e Reino Unido no 2S23 e do baixo ritmo de crescimento na Zona do Euro, o mercado de trabalho segue pressionado nessas economias, com taxas de desemprego em patamares historicamente baixos.

Núcleo do CPI (var. % a/a)



Fonte: Bloomberg

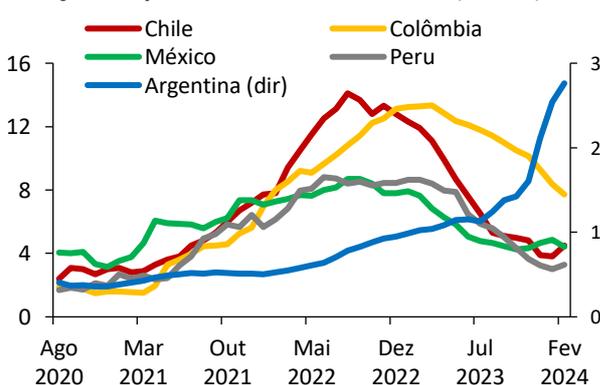
Taxa de desemprego (%)



Fonte: Bloomberg

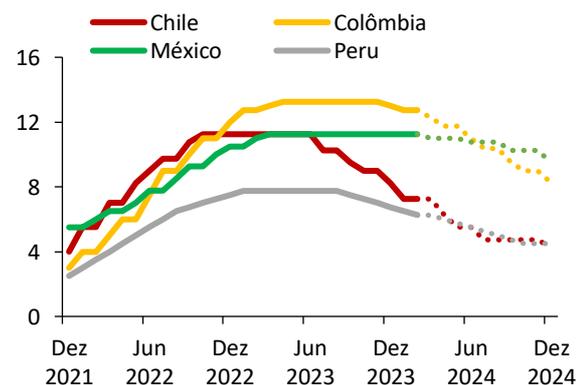
Na América Latina, a desaceleração da inflação já vem permitindo cortes de juros pela grande maioria dos bancos centrais, ainda que em ritmos variados. Os principais países da região já iniciaram o ciclo de flexibilização monetária. Na Argentina, foi realizado corte de 20 p.p. nos juros após dois meses de desaceleração da inflação na margem (embora no acumulado em doze meses a inflação siga em alta, já atingindo 276%). A Colômbia, que chegou a registrar inflação de mais de 13% ao ano em meados de 2023, iniciou o corte nos juros apenas recentemente, enquanto no Peru e no Chile, o ciclo de flexibilização já se encontra em estágio mais avançado, em reação ao recuo da inflação e estagnação do crescimento. Prospectivamente, a velocidade e magnitude dos cortes de juros na América Latina deverão ser influenciadas também por decisões de política monetária nos EUA.

Inflação de países da América Latina (% a.a.)



Fonte: Bloomberg

Taxas de juros na América Latina* (% a.a.)

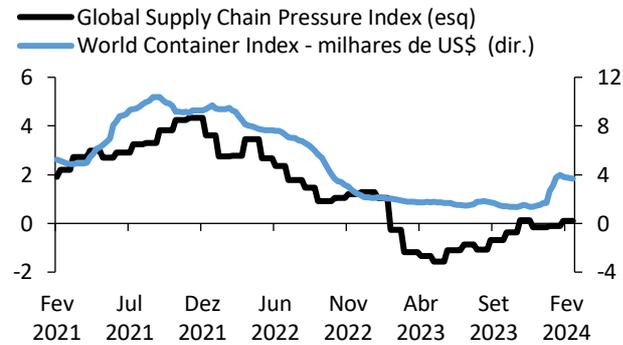


Fonte: Bloomberg, BCs Latam. *Linha pontilhada = projeção.

Além de uma eventual aceleração dos núcleos de inflação nos EUA, são vetores de risco para o cenário de flexibilização monetária o recrudescimento das tensões geopolíticas e a ocorrência de condições climáticas extremas. O risco de aceleração dos núcleos de inflação nos EUA está ligado não só à continuidade da resiliência da atividade econômica no país, mas também à polarização na disputa presidencial, que pode impulsionar políticas protecionistas e de expansão fiscal. No Oriente Médio, os ataques de grupos rebeldes do Iêmen no Mar Vermelho se tornaram mais frequentes desde o início de 2024, levando navios que faziam a rota entre Ásia e Europa a ter que contornar a África. Como

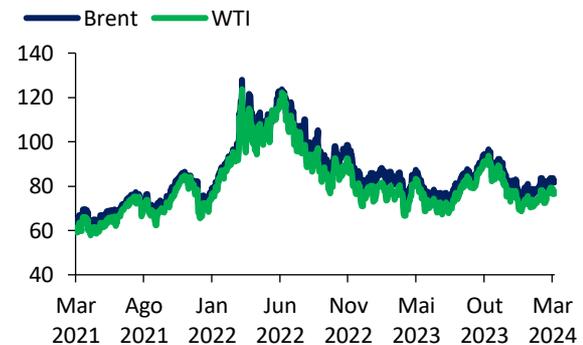
consequência desses ataques, os custos de frete subiram de maneira expressiva no começo de 2024. Vale notar, no entanto, que nem o índice de pressão nas cadeias globais, nem os preços do petróleo refletiram de maneira pronunciada esse avanço nos fretes. Um cenário mais disruptivo com impactos consideráveis na inflação de bens provavelmente ocorreria no caso de uma escalada dos conflitos na região. Apesar do *El Niño* com duração inferior à inicialmente esperada, a probabilidade de ocorrência de *La Niña* no segundo semestre de 2024 aumentou, com impactos potenciais nos preços.

Índices de pressão nas cadeias e custo do frete



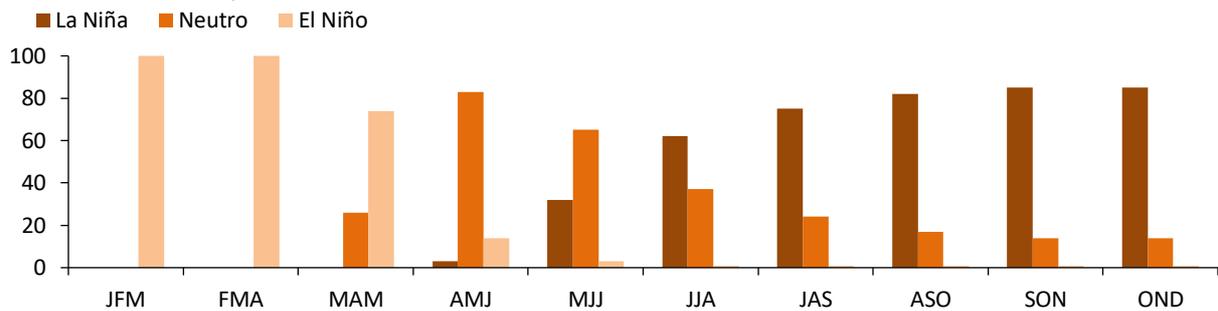
Fontes: Fed NY, Bloomberg

Preço do petróleo (US\$/barril)



Fonte: Bloomberg

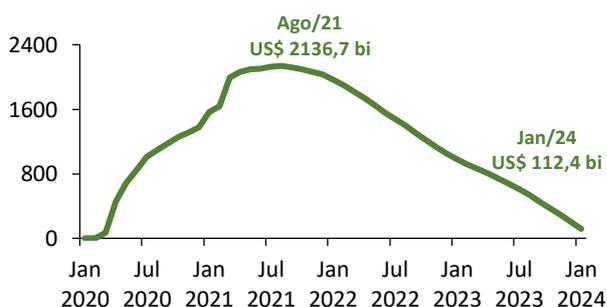
El Niño e La Niña (probabilidade de ocorrência)



Fonte: NOAA

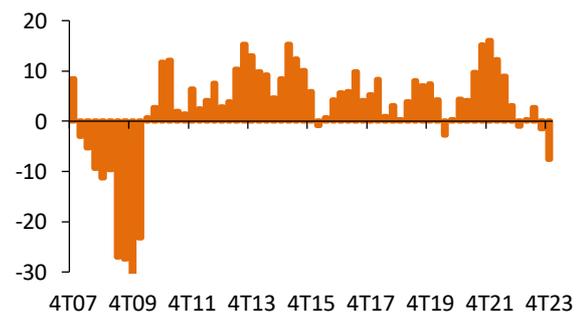
Há também riscos relacionados a uma desaceleração mais acentuada da economia norte-americana, com potencial de antecipar o ritmo de flexibilização monetária. Nos Estados Unidos, o excedente de poupança acumulado durante a pandemia vem se esgotando, podendo limitar o crescimento do gasto real e, conseqüentemente, do consumo das famílias. O cenário de 'pouso suave' também pode ser prejudicado por uma queda mais expressiva nos preços de imóveis comerciais, afetados pela baixa demanda no pós-pandemia e pelas altas taxas de juros. O recrudescimento desses riscos poderia levar à antecipação no ciclo de cortes de juros pelo FED, mas também elevaria a aversão global ao risco, prejudicando economias emergentes.

EUA - Excesso de poupança agregada - bi US\$



Fonte: Fed San Francisco

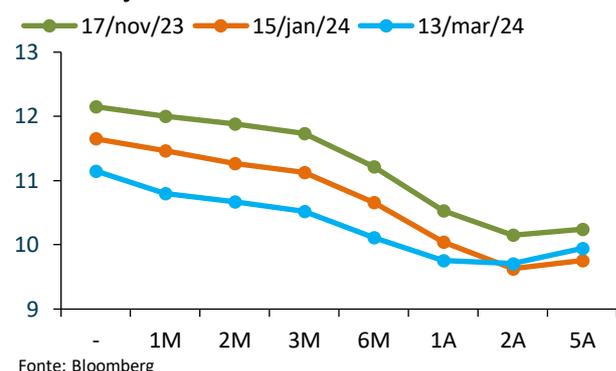
EUA - Preços de imóveis comerciais - % a.a.



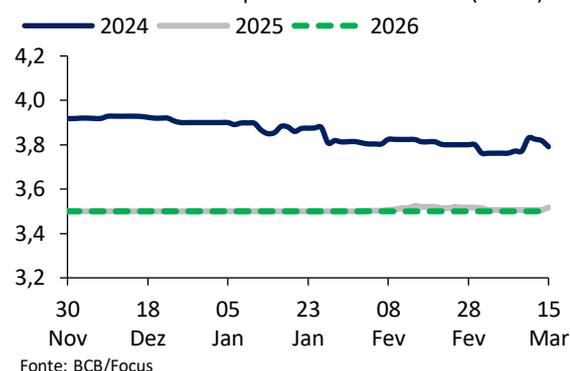
Fonte: Bloomberg

No Brasil, a perspectiva de flexibilização monetária em economias avançadas e os impactos pouco significativos de eventos climáticos nos preços de alimentos e energia contribuíram para o fechamento da curva futura de juros e para a redução nas expectativas de inflação em 2024. A curva DI se deslocou para baixo desde o Boletim de novembro, com destaque para o fechamento observado para títulos de menor maturidade. O movimento reflete, em parte, a queda das *treasuries* nos EUA neste mesmo período e, em parte, a redução nas expectativas para a inflação doméstica em 2024, guiada, dentre outros fatores, pelo impacto menor que o esperado do *El Niño* sobre os preços de alimentos; pelo crescimento expressivo da produção agrícola mundial; e pela desinflação de bens possibilitada pelo excesso de capacidade ociosa na China.

Curva de juros - BM&F Pré x DI %

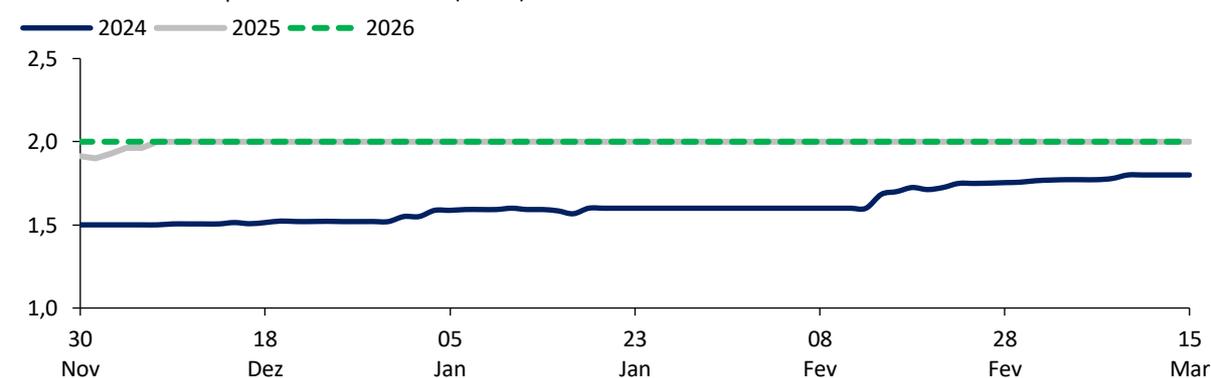


IPCA - mediana das expectativas de mercado (% a.a.)



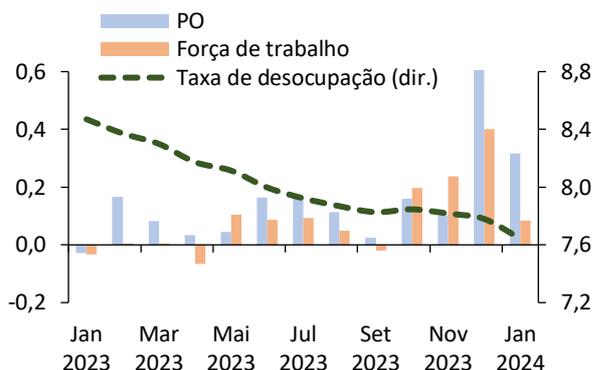
As expectativas de mercado para o crescimento do PIB em 2024 também aumentaram significativamente, influenciadas pelo cenário de desaceleração apenas moderada nos EUA e China, pelo resultado do PIB brasileiro no 4T23 e por surpresas positivas em indicadores coincidentes já divulgados para o 1T24. Embora o PIB tenha se mantido estável na margem no 4T23, a abertura por atividades mostrou um avanço mais significativo do componente cíclico, ainda que mitigado pelo pior desempenho de atividades consideradas pouco reagentes ao ciclo. A perspectiva se tornou mais positiva, sobretudo, para a Indústria, com reflexo nos investimentos pela ótica da demanda. Com base no desempenho recente da economia brasileira, além das melhores perspectivas para o crescimento mundial, a mediana das expectativas para o PIB de 2024 tem avançado nos últimos meses, passando de cerca de 1,5% em novembro de 2023 para 1,8% em meados de março.

PIB - mediana das expectativas de mercado (% a.a.)



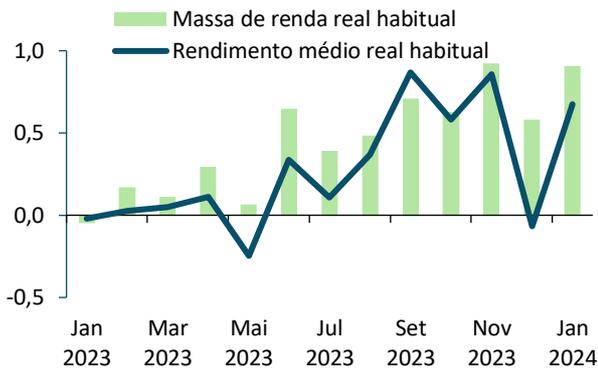
O mercado de trabalho seguiu resiliente, com aceleração da massa de rendimento e aumento na taxa de participação. Do trimestre encerrado em novembro até o trimestre encerrado em janeiro, dados dessazonalizados da PNAD mostraram queda na taxa de desemprego, de 7,8% para 7,6%, repercutindo avanço mais acentuado da população ocupada (1,0%) comparativamente ao da força de trabalho (0,5%). O rendimento médio e a massa de rendimentos real também mostraram expansão considerável no período. A taxa de participação seguiu em elevação a despeito da queda no desemprego, atingindo 62,1% em janeiro após ter caído até 61,6% no trimestre encerrado em abril de 2023 (dados dessazonalizados).

Força de trabalho, população ocupada e taxa de desocupação - var. mensal % dessaz



Fonte: IBGE. SPE/MF

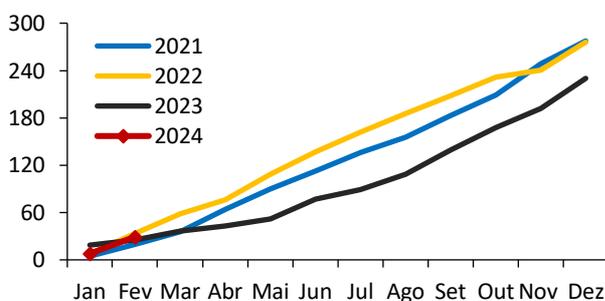
Rendimento médio e massa real habitual - var. mensal % dessaz



Fonte: IBGE. SPE/MF

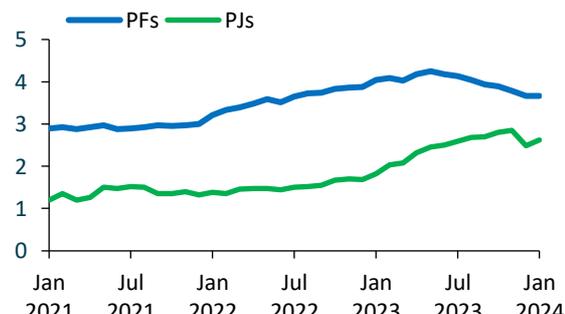
A dinâmica no mercado de crédito e de capitais seguiu melhorando na margem. Para pessoas físicas, a concessão de crédito livre cresceu 5,5% no trimestre encerrado em janeiro, acelerando em relação ao ritmo de expansão de trimestres anteriores. Esse movimento vem ocorrendo em paralelo à redução da inadimplência das famílias desde maio, quando foi anunciado o Programa Desenrola. Para empresas, a concessão de crédito livre cresceu 6,0% no trimestre encerrado em janeiro, desempenho melhor do que o observado durante o segundo semestre de 2023. A inadimplência de empresas, que subiu ao longo de 2023, recuou levemente em dezembro, mas voltou a subir em janeiro. As taxas de juros e o *spread* médio das operações bancárias vêm caindo gradualmente desde junho (principalmente para a modalidade livre). No mercado de capitais, desde agosto o volume de emissões de debêntures voltou a crescer em ritmo similar ao de anos anteriores, impulsionado, principalmente pela emissão de títulos incentivados. O *spread* para colocação desses títulos à mercado, que já vinha caindo em consonância com os juros, se reduziu ainda mais após as mudanças regulatórias aplicadas para letras de crédito e certificados de recebíveis agropecuários e imobiliários.

Emissões de debêntures - preços constantes de jan/23



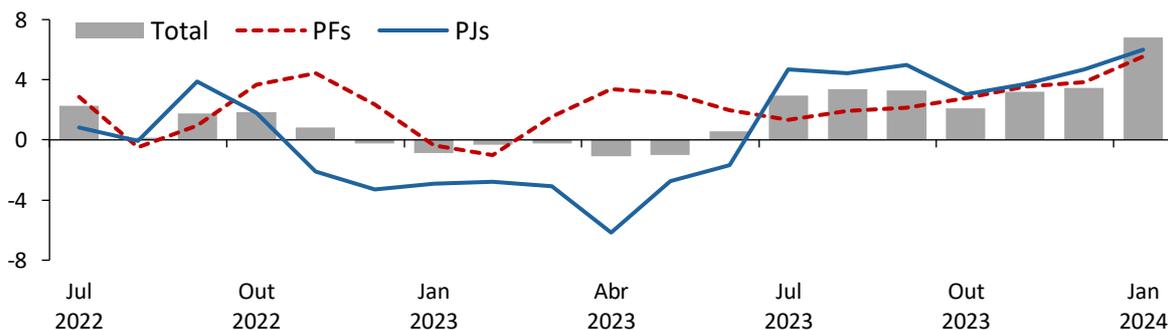
Fonte: Anbima, IBGE, SPE/MF

Inadimplência (%)



Fonte: BCB

Concessões de crédito livre - média tri/tri(-1), dessaz.

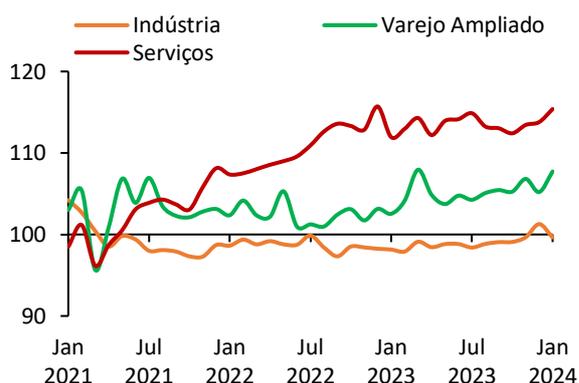


Fonte: SGS/BCB

Indicadores coincidentes sugerem avanço no ritmo de atividade no 1T24. Os dados de PMI para Serviços avançaram de 50,5 para 54,6 de dezembro a fevereiro, mostrando expansão significativa do setor. Movimento similar foi verificado para o PMI da Indústria, que passou de patamar contracionista (48,4 em dezembro) para 54,1 em fevereiro. Dados de confiança reforçam esses indicativos de expansão das principais atividades produtivas no 1T24 comparativamente ao observado em fins de 2023. No caso do setor secundário, destaque para a alta do índice de confiança da Indústria, de 95,6 em dezembro para 97,4 em fevereiro, e para o avanço do índice de confiança na Construção, de 96,0 para 97,6 no mesmo período. Para o setor terciário, a confiança em Serviços evoluiu de 93,8 pontos em dezembro para 94,2 pontos em fevereiro, ao passo que a confiança no Comércio atingiu 91,4 pontos, de 87,6 pontos em dezembro.

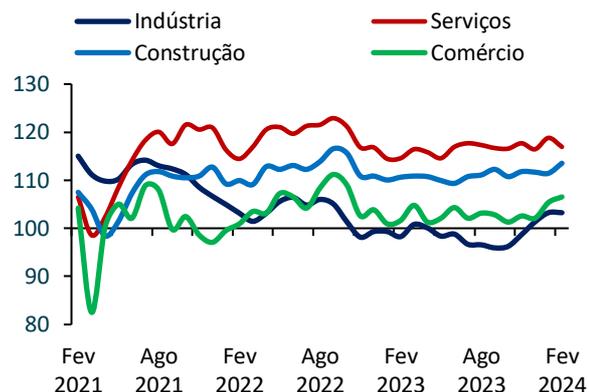
As pesquisas do IBGE foram apenas divulgadas até janeiro, com resultados acima do esperado. Apesar da retração no volume de produção industrial (PIM) na margem, houve aceleração do crescimento interanual de 1,0% em dezembro para 3,6% em janeiro, reflexo de desaceleração na Indústria extrativa, mas de expansão expressiva na Transformação. Dados de produção de veículos de fevereiro mostraram expansão de 17,4% em fevereiro na comparação interanual, melhorando as perspectivas para a PIM de fevereiro. O volume de vendas no varejo ampliado (PMC) exibiu resultado muito superior às expectativas (alta de 2,5% em janeiro comparativamente a dezembro), sendo impulsionado tanto por atividades sensíveis ao crédito como à renda. Por fim, o volume de serviços na PMS também apresentou variação superior à prevista refletindo o crescimento de serviços técnico-profissionais e de TIC e a expansão de transportes de carga e aéreos.

Indicadores coincidentes - média 2019 = 100, dessaz.



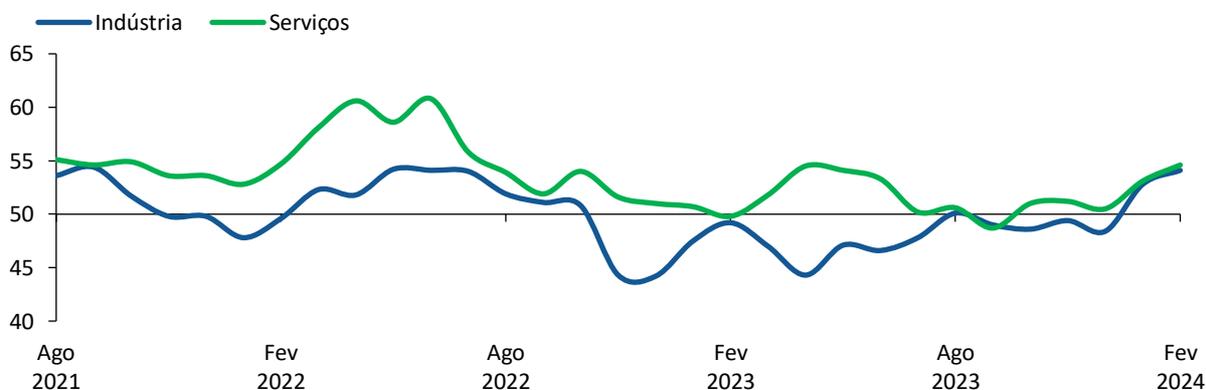
Fonte: IBGE

Índices de Confiança - dessaz.



Fonte: Ibre/FGV

PMI Brasil - número índice, dessaz.



Fonte: Bloomberg

Perspectivas para a atividade no curto prazo

No 1T24, a atividade deve voltar a crescer. Com os poucos indicadores coincidentes disponíveis, o modelo de *nowcasting* aponta para expansão de 0,7% do PIB neste primeiro trimestre, ante estabilidade no último trimestre de 2023. Esse avanço na margem corresponde à alta interanual de 2,3% do PIB no 1T24 e a uma expansão de 2,5% no acumulado em quatro trimestres.

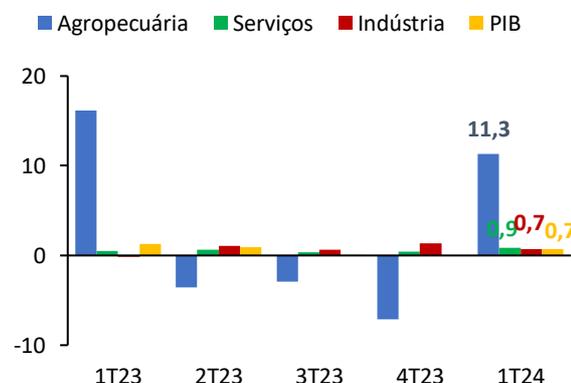
Para o setor agropecuário, a expectativa é de expansão de 11,3% no 1T24. O melhor desempenho de culturas com maior peso nesse trimestre, como a soja e o milho, comparativamente ao desempenho de culturas como trigo e laranja, com maior peso no quarto trimestre, ajuda a explicar esse forte crescimento projetado na margem. Na comparação interanual, no entanto, a expectativa é de recuo de 2,9% para o PIB agropecuário, explicado, principalmente, pela menor safra projetada para a soja e o milho em 2024. Para o acumulado em quatro trimestres, projeta-se variação de 6,5% no 1T24 (ante 15,1% no 4T23).

Para o PIB da Indústria, projeta-se alta de 0,7% nesse primeiro trimestre. Esse resultado deverá refletir a aceleração da atividade na Indústria de transformação e desaceleração no ritmo de crescimento da Extrativa e da Construção. O crescimento na margem se traduz em alta interanual de 3,9% da Indústria no 1T24, ante avanço de 2,9% no trimestre anterior. A expansão da produção manufatureira, guiada pelo menor recuo na produção de bens de capital e pela aceleração na produção de bens intermediários, também explica o melhor desempenho esperado para a Indústria nessa base de comparação. Ainda em termos interanuais, espera-se desaceleração da Indústria extrativa, parcialmente compensada pela aceleração no ritmo de expansão da Construção.

O PIB de Serviços deverá crescer 0,9% na margem. A aceleração frente ao resultado do trimestre anterior reflete o novo impulso vindo da Agropecuária para o comércio e para os transportes e os efeitos positivos que o pagamento de precatórios e a expansão do rendimento e do crédito devem ter em atividades como alojamento, alimentação, serviços pessoais e técnico-profissionais. Na comparação interanual, a alta esperada para o PIB de Serviços é de 2,3% (ante 1,9% no 4T23), reflexo da expansão projetada para Comércio, Transportes, Serviços de informação e imobiliários e para Outras atividades de serviços.

	% interanual		% acum. 4T	
	4T23	1T24	4T23	1T24
PIB	2,1	2,3	2,9	2,5
Agropecuária	0,0	-2,9	15,1	6,5
Indústria	2,9	3,9	1,6	2,2
Serviços	1,9	2,3	2,4	2,2

PIB pela ótica da oferta - var. trimestral % dessaz



Fonte: IBGE e SPE

Perspectivas para a atividade nos próximos anos

A projeção de crescimento para o PIB de 2024 permaneceu em 2,2%, similar à do último Boletim. Dados divulgados para o PIB do 4T23 vieram próximos às expectativas da SPE, mostrando estabilidade na margem após dois trimestres consecutivos de desaceleração. Conforme esperado, houve maior crescimento de atividades cíclicas, compensado pela queda de atividades de não-cíclicas. Essa tendência deverá continuar sendo observada em 2024.

Para o PIB do setor agropecuário, a previsão é de queda de 1,3% em 2024, ante expectativa de alta de 0,5% no Boletim de novembro. As previsões para o plantio da soja em 2024 mostraram ligeira queda no LSPA de fevereiro comparativamente a novembro de 2023. Ainda nessa base de comparação, caíram também as perspectivas para o plantio de milho 1ª safra e laranja. Além disso, resultados da Pesquisa Trimestral do Abate para o 4T23 vieram pouco abaixo do esperado para frangos, suínos e leite, levando à revisão modesta nas expectativas para o crescimento dessa atividade em 2024. O pior desempenho esperado para a Agropecuária em 2024 está relacionado aos preços de produtos das lavouras e da pecuária, que mostraram deflação ao longo de 2023, desestimulando a expansão da produção. As condições climáticas, afetadas pela ocorrência do *El Niño*, também prejudicaram o desenvolvimento do cultivo de produtos agropecuários.

Para o PIB da Indústria, passou a se projetar avanço de 2,5% em 2024, ante 2,4% no Boletim anterior. A mudança reflete os resultados melhores que os inicialmente projetados para esse setor em fins de 2023. A perspectiva é de aceleração da Indústria de transformação, amparada pela redução dos juros, por medidas de estímulo ao crédito e pela política de depreciação acelerada para compra de novas máquinas e equipamentos. Para a Construção, com carregamento estatístico positivo de 1,5% para 2024, a expectativa também é de aceleração no ritmo de crescimento, em função, sobretudo, dos estímulos para a compra de moradias pela população de baixa renda. A Indústria extrativa deve seguir exibindo bons resultados, com crescimento ainda expressivo embora inferior ao registrado em 2023.

O crescimento projetado para o setor de serviços foi revisado de 2,2% no último Boletim para 2,4%. A revisão reflete pequenas alterações no cenário projetado em decorrência do observado para o setor em 2023. Avalia-se que parcela da expansão esperada para Serviços no 4T23 tenha sido postergada em função do pagamento à vista de dívidas por parte das famílias, devido ao Desenrola. Com a redução da inadimplência, em paralelo à queda nos juros, já se percebe avanço nas concessões de crédito a pessoas físicas no início de 2024, cenário que deverá impulsionar as taxas de crescimento de atividades como o Comércio e Outras atividades de serviços. Estímulos também devem vir com a expansão real da massa de rendimentos, com o pagamento de precatórios e com a continuidade da geração líquida positiva de vagas no mercado de trabalho.

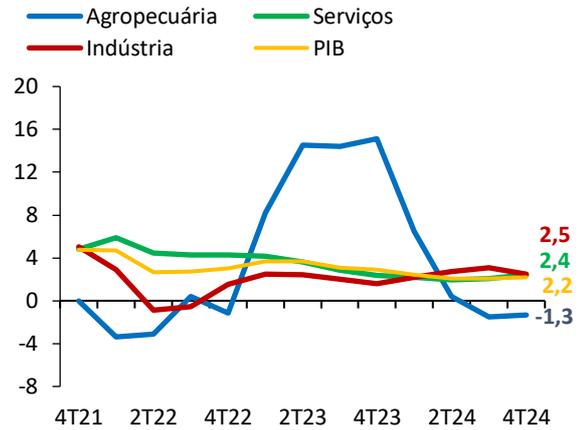
Para o PIB nominal de 2024, a projeção é de alta de 6,3%. Essa variação reflete crescimento real de 2,2% e deflator implícito de 4,0%. Em termos nominais, o PIB deve atingir R\$ 11,5 trilhões. Para o PIB *per capita*, a previsão é de crescimento de 1,6% em 2024.

Para os anos seguintes, a projeção de crescimento segue próxima a 2,5%. Vários são os vetores que devem auxiliar o crescimento no médio prazo. A reforma tributária deve reduzir a cumulatividade e a complexidade da tributação, tornando-a mais equânime entre setores. Em paralelo, a taxa de investimento deverá voltar a crescer, amparada por programas estruturantes como o PAC, o Nova Indústria Brasil, o Minha Casa Minha Vida e o Plano de Transformação Ecológica; e por políticas como a concessão de garantias soberanas para PPPs, os estímulos à inovação e exportações por parte de bancos públicos e a depreciação acelerada. As medidas microeconômicas e regulatórias para possibilitar a

redução no custo do crédito, o desenvolvimento do mercado de capitais e os investimentos sustentáveis também devem auxiliar na retomada dos investimentos, com destaque para o novo marco de garantias; para as novas debêntures de infraestrutura; para a possibilidade de *hedge* cambial para investimentos sustentáveis de longo prazo (*Eco Invest Brasil*); para a criação de taxonomia sustentável e de um mercado regulado de carbono; e para as emissões de títulos soberanos sustentáveis.

Projeções de crescimento do PIB (% a.a.)		
Ano	Data da projeção	
	Novembro/23	Março/23
2024	2,2	2,2
2025	2,8	2,8
2026	2,5	2,5
2027	2,6	2,6
2028	-	2,5

PIB pela ótica da oferta - var. % a.a.

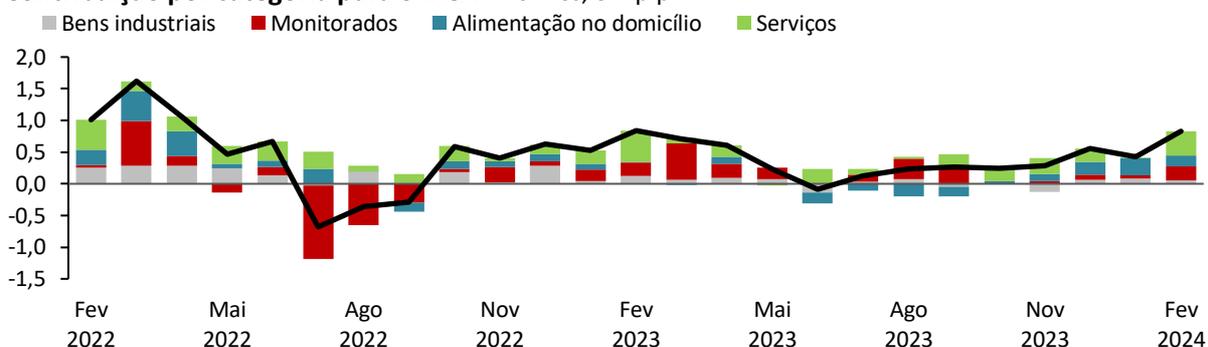


Fonte: IBGE e SPE

Cenário para inflação

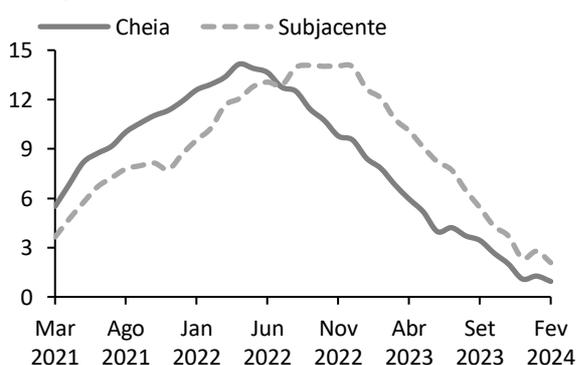
De outubro a fevereiro, a variação acumulada em doze meses do IPCA caiu em repercussão à desaceleração acentuada nos preços de monitorados e de bens industriais. A inflação medida pelo IPCA recuou de 4,82% em outubro de 2023 para 4,50% em fevereiro, influenciada principalmente pela desaceleração nos preços de monitorados, de 9,99% para 8,60%; e de bens industriais, de 2,66% para 0,94%. No caso dos monitorados, a redução da inflação refletiu a saída de efeitos de reoneração da gasolina e energia elétrica da base de cálculo, além do menor reajuste estipulado para emplacamento e licença em 2024. Para a desinflação observada para bens industriais, pesou a desaceleração nos preços de produtos de higiene pessoal, de vestuário, de automóvel novo e do etanol, repercutindo, dentre outros fatores, a desinflação de bens em escala mundial e a safra expressiva de cana-de-açúcar em 2023.

Contribuição por categoria para o IPCA - no mês, em p.p.



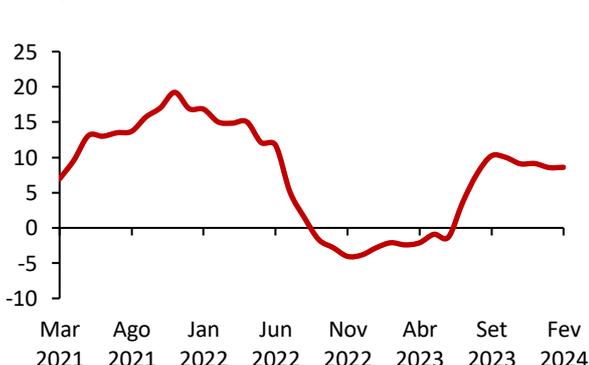
Fonte: IBGE, BCB

Inflação de bens industriais - var. % 12m



Fonte: IBGE, BCB

Inflação de monitorados - var. % 12m

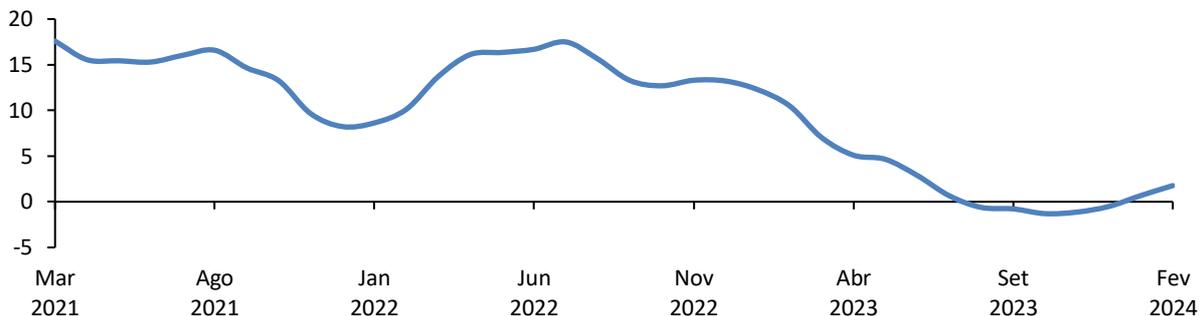


Fonte: IBGE, BCB

A desaceleração nos preços de monitorados e bens industriais foi parcialmente contrabalanceada pelo do avanço na inflação de alimentos. No acumulado em doze meses, a inflação de alimentação no domicílio passou de -1,30% em outubro de 2023 para 1,77% em fevereiro, repercutindo a sazonalidade desfavorável para alimentos *in natura*, além da aceleração nos preços de arroz e da menor deflação de carnes, frango e leite. O preço do arroz reagiu à queda na produção doméstica, impactada por condições climáticas desfavoráveis; e à cotação no mercado internacional, afetada por restrições impostas às exportações do produto na Índia. Os preços de carnes, frango e leite caíram ao longo dos três primeiros trimestres de 2023 e apenas devolveram parcela dessa queda nos últimos meses, ainda registrando deflação em doze meses. A deflação de carnes e aves nos últimos doze meses refletiu o

avanço do abate, enquanto os preços do leite caíram influenciados pelos menores preços de importação do produto.

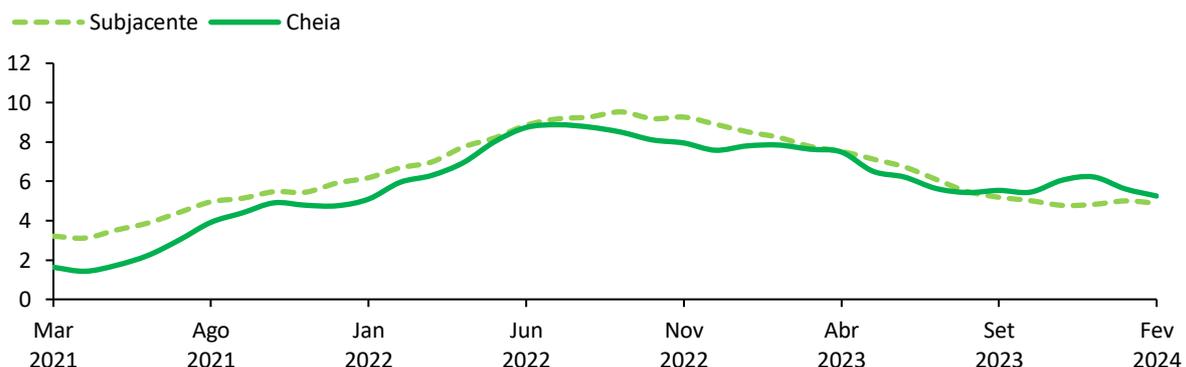
Inflação de alimentação no domicílio - var. % 12m



Fonte: IBGE

Os preços de serviços seguiram em desaceleração no período. De outubro de 2023 a fevereiro de 2024, a inflação dessa categoria recuou de 5,45% para 5,25% no acumulado em doze meses. Apesar da aceleração nos preços de passagem aérea nesse período (de 3,31% para 23,64%), houve redução da inflação de comunicação (por menores reajustes praticados para tv por assinatura e combo de telefonia, internet e tv); de cursos regulares (menores reajustes em fevereiro deste ano comparativamente a fevereiro de 2023 para ensino fundamental e superior); e de recreação. Para a métrica subjacente, que exclui serviços mais voláteis, também foi registrada ligeira desaceleração da inflação no acumulado em doze meses, de 5,01% em outubro de 2023 para 4,89%. Para essa dinâmica, pesou a desaceleração nos preços de alimentação fora do domicílio, de aluguel residencial e de conserto de automóvel, que mais que compensaram o avanço nos preços de serviços bancários nesse período. Apesar da desaceleração nos últimos cinco meses, na comparação mensal dessazonalizada a inflação de serviços subjacentes subiu de outubro a janeiro. Neste Boletim, o boxe “A dinâmica recente da inflação de serviços subjacentes” busca explorar os motivos desse avanço, inclusive estimando curvas de Phillips modificadas para inferir sobre como evoluiu no tempo a sensibilidade dessa métrica de inflação à massa de rendimentos.

Inflação de serviços - var. % 12m

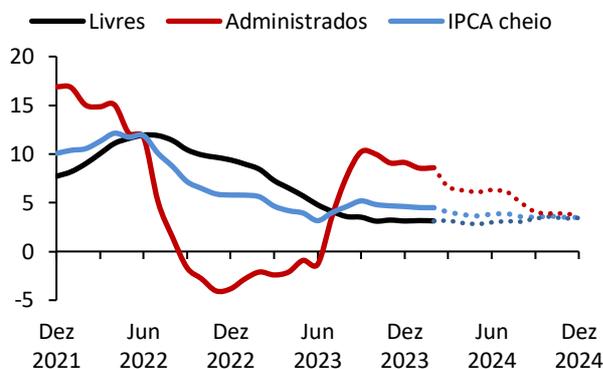


Fonte: IBGE, BCB

Até o final de 2024, o processo de desinflação deve continuar, liderado pela forte desaceleração nos preços de monitorados e pela redução da inflação de serviços. A inflação acumulada em doze meses dos preços de monitorados deve recuar repercutindo a saída dos efeitos de reoneração da gasolina da base de cálculo, além dos menores reajustes já estipulados para emplacamento e licença e esperados para plano de saúde e energia elétrica. Os preços livres devem registrar modesta aceleração até o final do ano, repercutindo a aceleração nos preços de alimentos no acumulado em doze meses e um ligeiro avanço na inflação de bens industriais em função, sobretudo, da projeção de aceleração dos preços de produtos agropecuários e industriais no atacado. Para a inflação de serviços, no entanto, a expectativa é de continuidade da desinflação, com menor contribuição da inércia inflacionária para os reajustes nos preços.

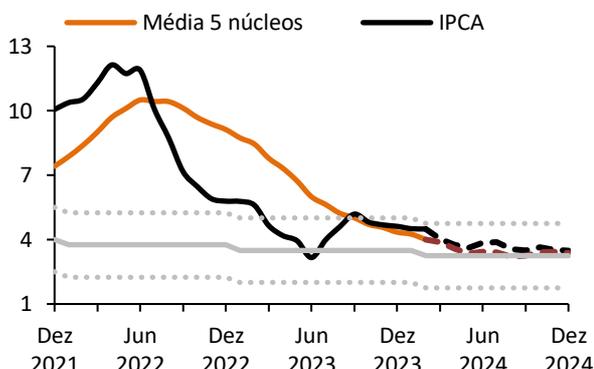
A projeção para o IPCA de 2024 foi ligeiramente revisada de 3,55%, no Boletim de novembro de 2023, para 3,50%. O processo de desinflação vem ocorrendo em ritmo similar ao previsto, refletindo o realinhamento entre os preços livres e monitorados. Para a média das cinco principais medidas de núcleo, a expectativa também é de desaceleração para patamar próximo a 3,40%, de 4,00% em fevereiro. Nos anos seguintes, espera-se inflação ao redor da meta de 3,00%.

IPCA, livres e administrados - var. % 12m



Fonte: BCB

IPCA x núcleos - var. % 12m



Fonte: IBGE, BCB, SPE/MF

Para o INPC, a expectativa é de variação acumulada em doze meses de 3,25% em 2024, similar à do último Boletim. Assim como ocorreu em 2023, espera-se inflação menor para classes de renda inferiores comparativamente ao IPCA.

A inflação medida pelo IGP-DI de 2024 foi revisada para baixo, passando de 4,00% para 3,50%. O IPA-DI, que vinha mostrando aceleração na comparação mensal desde agosto de 2023, voltou a apresentar deflação nos dois primeiros meses deste ano. Tanto os produtos agropecuários como os industriais apresentaram deflação em janeiro e fevereiro, pesando nessa dinâmica a queda nos preços da soja, do milho, do minério de ferro e de derivados do petróleo. Até o final do ano, no entanto, a expectativa é de aceleração gradual dos preços no atacado, influenciados pelo aumento já observado nos custos de frete, pela maior pressão em cadeias produtivas globais e por alterações climáticas.

Inflação 2024 – projeção anual em %

Data base para projeção da inflação	nov/23	mar/24
IPCA	3,55	3,50
INPC	3,25	3,25
IGP-DI	4,00	3,50

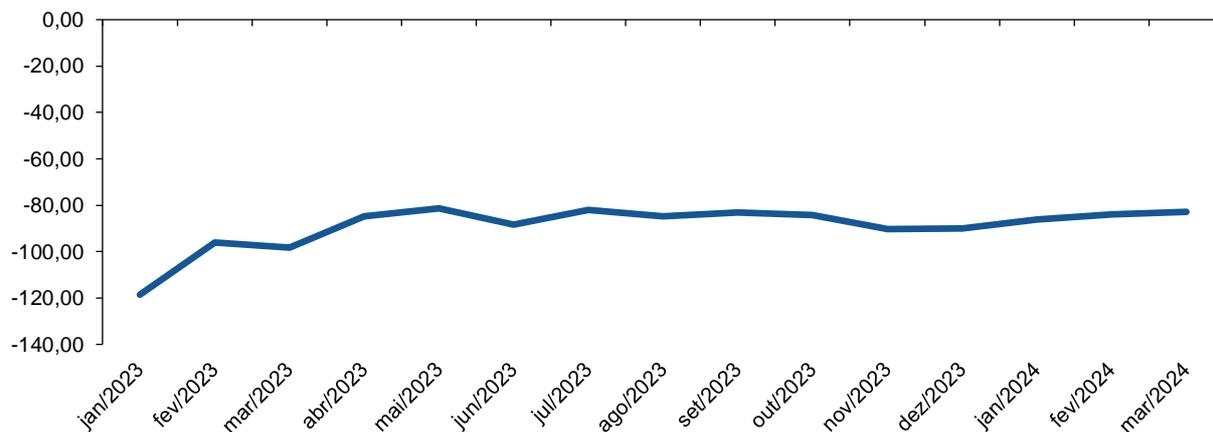
Indicadores Macrofiscais e Projeções do Sistema PRISMA Fiscal

Expectativas para 2024

Passado o primeiro bimestre do ano de 2024, é importante avaliar como as expectativas de mercado em torno do cenário fiscal têm se comportado, tanto para o ano corrente quanto para os três próximos anos.

Há tendência de melhora nas projeções de mercado para o resultado primário de 2024. As instituições participantes do Sistema PRISMA Fiscal - por meio do envio de suas projeções para as principais variáveis fiscais - têm demonstrado tendência de redução da mediana da projeção de déficit primário para o presente ano. A Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2024 (Lei nº 14.791, de 29 de dezembro de 2023) prevê meta de resultado primário de R\$ 0,00 (zero real) para os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social em 2024. Segundo as estimativas encaminhadas no último Relatório Mensal do mês de março do Prisma Fiscal, o déficit previsto pelas instituições de mercado é de R\$ 82,82 bilhões, o que corresponde a 0,72% do PIB, também estimado pelas instituições. O déficit projetado tem mostrado tendência de redução desde o início da série, em janeiro de 2023, quando se previa um déficit para 2024 em torno de R\$120 bilhões, ante déficit de R\$82,82 bilhões, estimado na coleta de março deste ano.

Resultado Primário (Projeções para 2024) - R\$ Bilhões

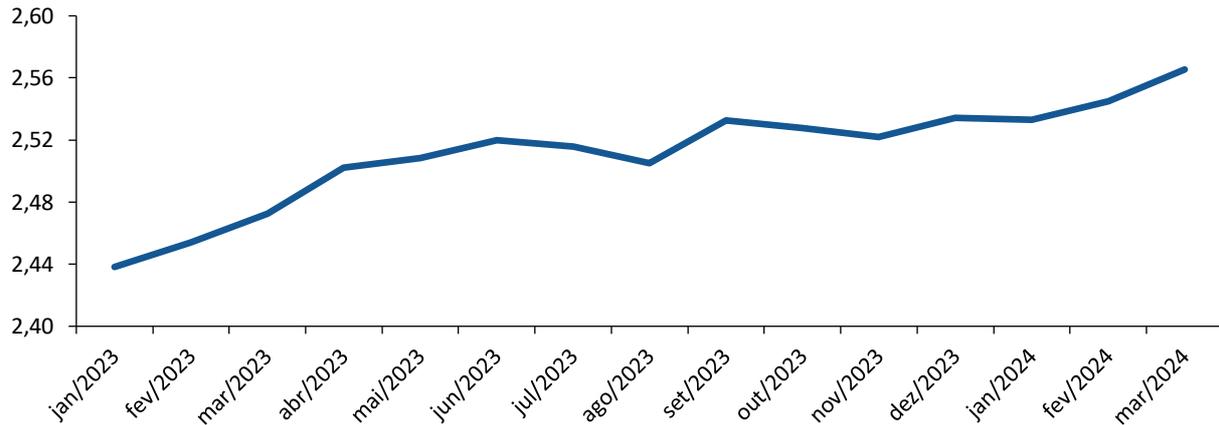


Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

Pode-se inferir que um dos fatores que tem contribuído para a melhora nas expectativas do Resultado Primário de 2024 é o comportamento positivo observado na Arrecadação das Receitas Federais. O início do ano de 2024 foi marcado pelo bom desempenho arrecadatório no mês de janeiro. Segundo a Receita Federal do Brasil (RFB), o acréscimo observado no referido mês pode ser explicado, principalmente, por pagamentos atípicos dos tributos IRPJ e CSLL. Destaque é atribuído à participação do Imposto de Renda referente aos Rendimentos de Capital neste desempenho, em função da tributação dos fundos de investimentos exclusivos e *offshores*. O IRRF – Rendimentos de Capital teve arrecadação de R\$ 14,1 bilhões, com acréscimo real de 24,41%. Desse montante, R\$ 4,1 bilhões são decorrentes da tributação de fundos exclusivos. Segundo a RFB, janeiro teve o melhor desempenho arrecadatório para o mês desde 2000.

As expectativas para a arrecadação das receitas federais têm mostrado trajetória ascendente. Ao analisar o comportamento das projeções da variável Arrecadação das Receitas Federais encaminhadas pelas instituições participantes do Sistema PRISMA Fiscal, realizadas mensalmente desde janeiro de 2023 até o último mês de coleta (março/2024) para o ano de 2024, nota-se trajetória ascendente ao longo do período. No início da série, em janeiro de 2023, esperava-se para 2024 arrecadação de R\$ 2,43 trilhões. Na última coleta, em março de 2024, a mediana das projeções dessa variável para o ano foi de R\$2,56 trilhões, configurando aumento de R\$ 130 bilhões na estimativa de arrecadação das receitas federais em 2024 no período. Somente nos últimos 3 meses (jan-mar) de 2024, as instituições revisaram para cima suas projeções de arrecadação federal, na mediana, em R\$ 30 bilhões.

Arrecadação das Receitas Federais (Projeções para 2024) - R\$ Trilhões

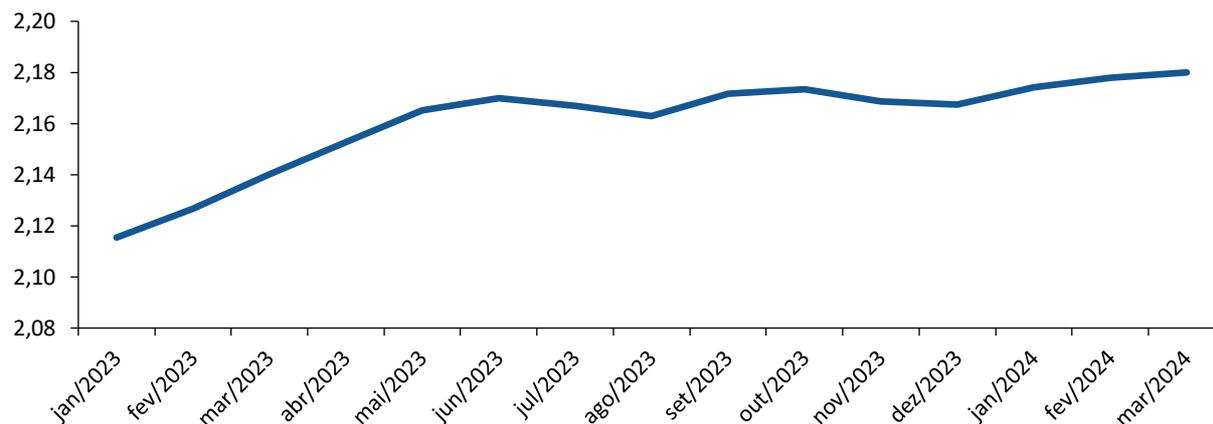


Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

Do lado das despesas, há expectativa por parte das instituições de mercado de elevação dos gastos do Governo Central, embora em magnitude inferior ao aumento das projeções de crescimento das receitas. Em uma série histórica iniciada em janeiro de 2023, nota-se que a projeção de Despesa Total anteriormente estimada em R\$ 2,12 trilhões para 2024 (projeção de janeiro/2023) é ampliada para R\$ 2,18 trilhões (estimativa de março/2024), o que configura aumento de R\$ 60 bilhões na mediana das estimativas no período. Ainda assim, observa-se que as projeções de arrecadação aumentaram em maior magnitude do que a de despesa no período, com uma diferença de R\$ 70 bilhões a mais para a revisão da projeção de arrecadação.

Quando se considera as coletas dos últimos três meses deste ano, a projeção mediana da Despesa Total para 2024 foi de R\$ 2,17 trilhões em janeiro para R\$ 2,18 trilhões em março, sinalizando aumento de R\$ 10 bilhões nas projeções. Mais uma vez, a comparação com a revisão das projeções de receitas no período (R\$ 30 bilhões) mostra que, nos últimos meses, o mercado espera que a elevação das receitas seja superior à das despesas.

Despesa Total (Projeções para 2024) - R\$ Trilhões

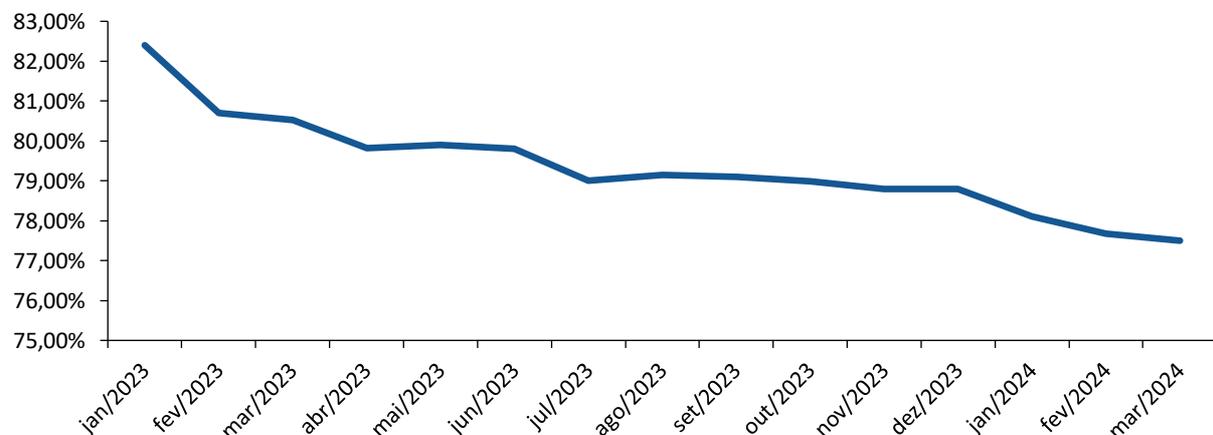


Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

A melhora na estimativa de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) em relação ao PIB, com consecutivas projeções de queda deste indicador, tem sido um fato recorrente nos últimos meses. Em janeiro de 2023, a mediana das expectativas para DBGG de 2024 correspondia a 82,40% do PIB. A última coleta do mês de março já prevê uma DBGG de 77,50%, representando uma queda de 4,9 p.p. nas projeções para o ano até o presente mês. O gráfico das Projeções para 2024 da Dívida Bruta do Governo Geral consolida essa trajetória de queda das estimativas da DBGG/PIB ao longo dos últimos meses para o ano. Destaque para a queda mais acentuada desde dezembro de 2023, comparativamente aos meses imediatamente anteriores. Somente nesses 4 últimos meses, a projeção mediana caiu 1,3 p.p. do PIB. Entendemos que contribuem para esta melhor perspectiva dos últimos meses das instituições de mercado acerca da DBGG/PIB para 2024, principalmente, a redução nas projeções para o componente financeiro da DBGG, dada a melhora nas expectativas para o processo de queda da taxa de juros, desde que o Banco Central do Brasil iniciou o ciclo de cortes, a revisão para cima das expectativas para o PIB nominal do ano, e, em menor grau, a melhora nas expectativas para o Resultado Primário.

A DBGG/PIB para 2024 divulgada pelo Banco Central está em patamar inferior àquele previsto pelo mercado. Não obstante a tendência de redução das previsões da DBGG/PIB, é relevante frisar que, segundo as últimas estatísticas fiscais do Banco Central do Brasil – divulgadas em 07 de março – para o ano de 2024, a Dívida Bruta do Governo Geral atingiu 75% do PIB, isto é, patamar inferior ao previsto pelo mercado.

Dívida Bruta do Governo Geral (Projeções para 2024) - % do PIB

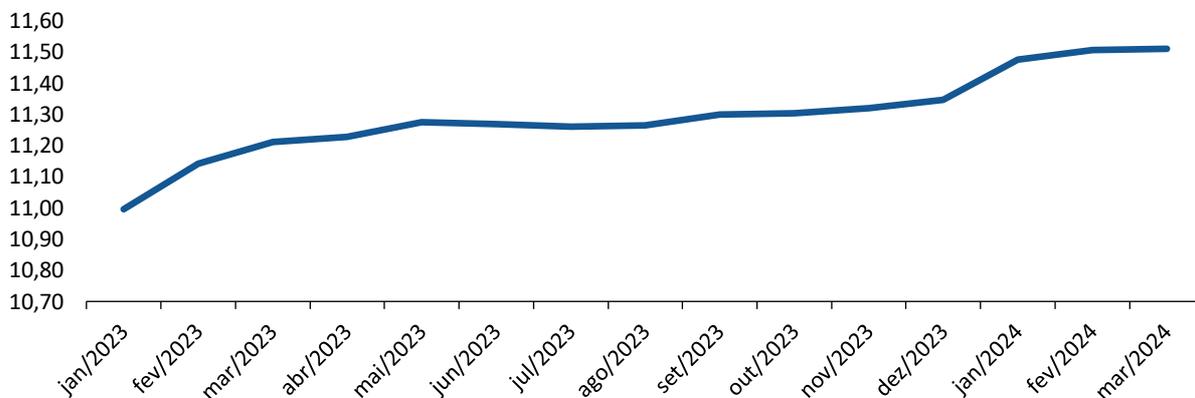


Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

A expectativa para o PIB nominal de 2024 tem apresentado revisões para cima nos últimos meses. Quando se trata da expectativa de PIB Nominal, registra-se uma elevação dos valores estimados desde janeiro de 2023, quando se projetava um PIB de R\$ 11 trilhões para 2024. Na última coleta no mês de

março de 2024, esse montante sobe para R\$ 11,50 trilhões, exibindo variação positiva de **4,5%**. De dezembro de 2023 a março de 2024, a projeção mediana do PIB nominal de 2024 passou de R\$ 11,3 trilhões para R\$ 11,5 trilhões.

PIB Nominal (Projeções para 2024) - R\$ Trilhões



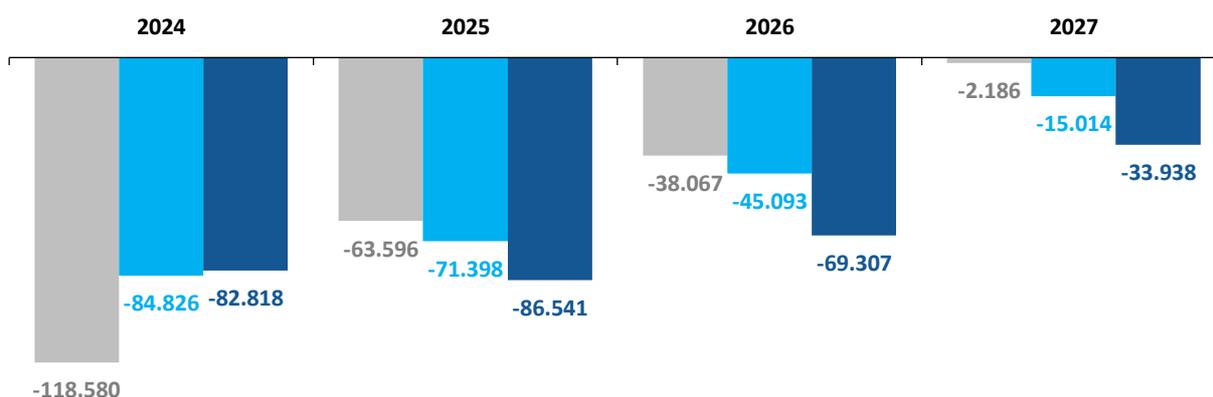
Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

Expectativas de médio prazo – 2024-2027

Há melhora nas estimativas para a variável DBGG/PIB para os anos de 2024 a 2027, ao passo que, para o déficit primário, há piora das expectativas para esta variável entre 2025 e 2027. Ao analisar as expectativas do mercado para as variáveis Resultado Primário e Dívida Bruta do Governo Geral em relação ao PIB para os anos 2024 a 2027, nota-se melhora nas estimativas para a variável DBGG/PIB para todos os anos, enquanto as projeções de resultado primário para 2025 a 2027 apresenta perspectiva de aumento do déficit. Selecionamos os seguintes meses de envio das projeções: janeiro/23, agosto/23 e março/24 para a comparação de estimativas.

Resultado Primário 2024-2027 - R\$ Bilhões

■ jan/2023 ■ ago/2023 ■ mar/2024

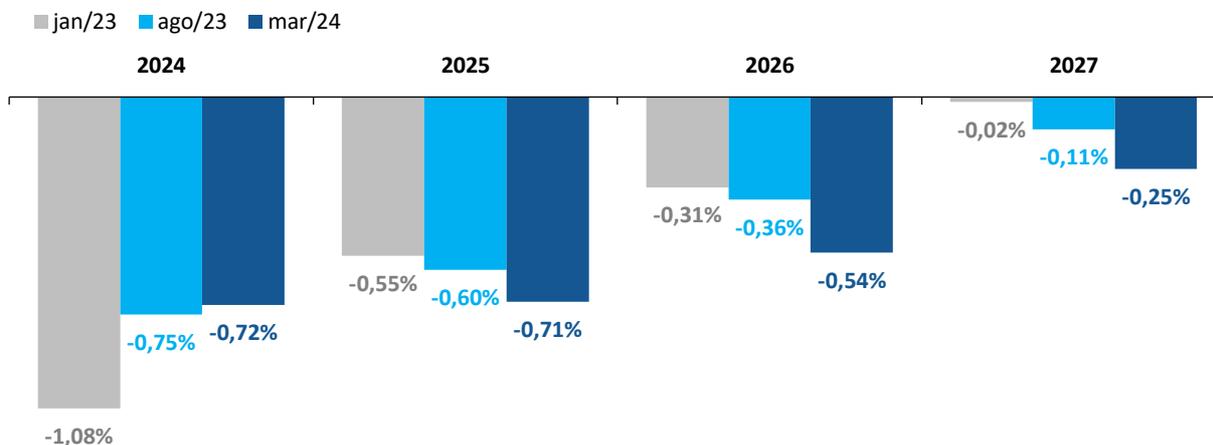


Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

Há expectativa de redução do déficit primário em relação ao PIB ao longo dos anos. Quando se observa a relação entre resultado primário e PIB para os próximos anos, nota-se que, de acordo com as projeções encaminhadas na última coleta de março/2024 (resultado primário e PIB nominal), há redução dessa relação ao longo dos anos. No entanto, conforme as previsões das instituições participantes do PRISMA Fiscal, ainda não se vislumbra a expectativa de zerar o déficit nos próximos anos. A projeção é de déficit primário de 0,72% para 2024, 0,71% em 2025, 0,54% em 2026 e 0,25% em 2027.

Para 2025, houve aumento de 0,16 p.p na projeção de déficit primário do Governo Central em relação ao PIB quando comparado com a mediana das projeções registradas no mês de janeiro de 2023 (Déficit de 0,55% PIB estimado em janeiro de 2023 para 0,71% PIB projetado em março). Em relação a 2026 e 2027, a elevação foi de 0,23 p.p, quando comparados os dados enviados em janeiro de 2023 e março de 2024.

Resultado Primário 2024-2027 - % do PIB

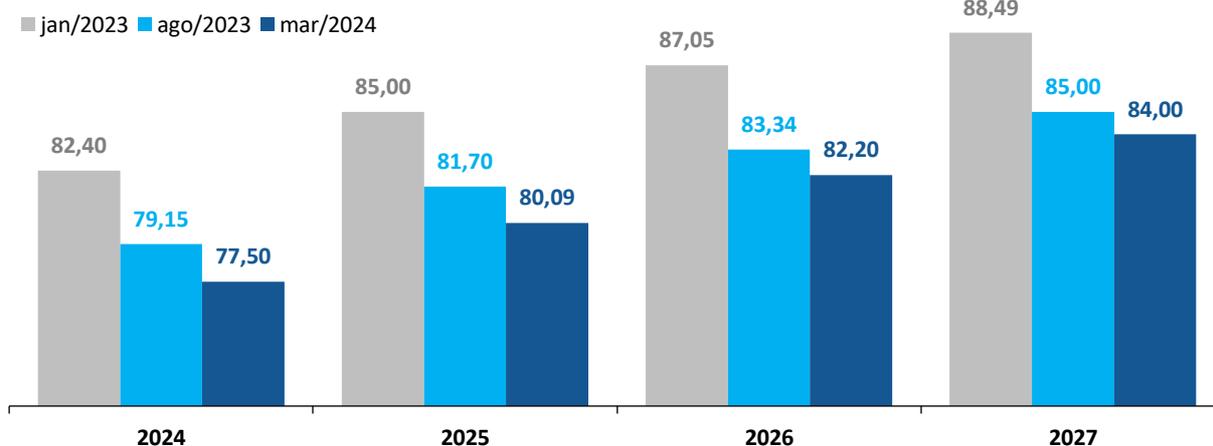


Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

As expectativas de endividamento para os próximos anos têm sido revisadas para baixo consecutivamente. O comportamento das projeções da DBGG/PIB para os próximos anos consolida a expectativa de melhores perspectivas em relação ao endividamento. De acordo com as estimativas encaminhadas, é possível notar queda da projeção mediana para a DBGG/PIB de 2025, 2026 e 2027, quando se comparam as projeções enviadas nas três coletas em análise.

As expectativas de mercado para a Dívida Bruta do Governo Geral em proporção do PIB de 2025, 2026 e 2027 apresentaram queda na coleta de março em relação ao mês de janeiro de 2023 de 4,91 p.p., 4,85 p.p. e 4,49 p.p., respectivamente.

Dívida Bruta do Governo Geral 2024-2027 - % do PIB

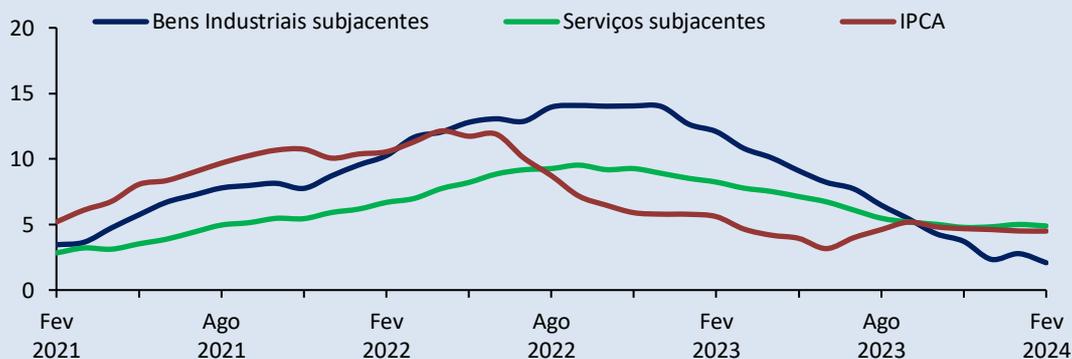


Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

A dinâmica recente da inflação de serviços subjacentes

O processo de desinflação observado no Brasil ao longo de 2023 refletiu, num primeiro estágio, a normalização dos efeitos de choques de oferta nos preços e, posteriormente, num segundo estágio, também a desaceleração nos preços de bens e serviços menos voláteis, mais sensíveis ao ritmo da atividade econômica (Gráfico 1).

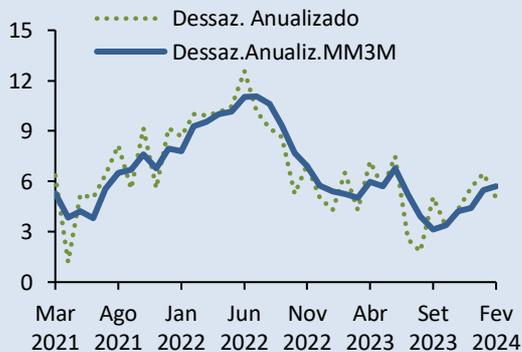
Gráfico 1 - IPCA e componentes subjacentes - var. % 12m



Fonte: IBGE, BCB

No entanto, a variação mensal da inflação de serviços subjacentes voltou a acelerar de novembro a janeiro. Essa aceleração, que também pode ser observada na média móvel de três meses anualizada dessazonalizada desse componente da inflação (Gráfico 2), vem sendo atribuída a pressões advindas do mercado de trabalho, que segue resiliente, com rendimentos crescentes a despeito dos juros em patamar ainda contracionista (Gráfico 3).

Gráfico 2 - Serviços subjacentes - var. %



Fontes: IBGE, BCB, SPE/MF.

Gráfico 3 - Rendimento e massa de rendimento real habitual - var. % 3m, dessaz



Fonte: IBGE, SPE/MF.

A inflação de serviços subjacentes é, de fato, composta por subitens com preços mais sensíveis ao rendimento do trabalho, tais como serviços pessoais (manicure, cabeleireiro); consertos (de refrigerador, televisor); e outros serviços intensivos em mão-de-obra. Entretanto, não só o mercado de trabalho é relevante para explicar a dinâmica desses preços, mas também a inflação importada e no atacado. Os preços de refeição e de alimentação fora do domicílio, por exemplo, dependem em grande parcela do movimento dos preços de *commodities* agropecuárias, enquanto os preços de conserto de automóveis e de tratamento de animais são sensíveis à evolução dos preços de insumos importados e do câmbio. A inércia e as expectativas de inflação futura também impactam a dinâmica da inflação de serviços subjacentes.

A fim de compreender como a inflação de serviços subjacentes respondeu ao longo do tempo à dinâmica do mercado de trabalho, buscou-se estimar uma curva de Phillips modificada (1), com a variação da massa de trabalho habitual real substituindo a taxa de desemprego ou hiato do produto e com a inflação de preços no atacado simulando a inflação importada (já que essa medida captura bem os efeitos de variações nos preços de *commodities* e câmbio nos preços agrícolas e industriais).

$$\pi_t^{SS} = \beta_0 + \beta_1 \pi_{t-3}^{SS} + \beta_2 \left(\sum_{i=0}^9 \pi_{t-i} / 4 \right) + \frac{(1 - \beta_1 - \beta_2) \pi_{t+12}^e}{4} + \beta_3 \pi_{t-3}^{AT} + \beta_4 y_{t-12} + \varepsilon_t, \quad \forall i = 0, 3, 6 \text{ e } 9 \quad (1)$$

Em (1), π^{SS} representa a inflação de serviços subjacentes, π é igual a inflação cheia, π^e representa a expectativa de inflação, π^{AT} representa a inflação no atacado e y é igual à variação da massa habitual real de rendimentos. A equação foi estimada considerando janelas móveis de 6 anos para capturar como variaram no tempo β_3 e β_4 , que representam, respectivamente, a elasticidade da inflação de serviços subjacentes à inflação no atacado e à massa de rendimentos habitual real. A estimação utilizou dados mensais, representados por variações trimestrais da média móvel de três meses dessazonalizada das variáveis.

Os resultados mostram que a elasticidade da inflação de serviços subjacentes à massa de rendimentos vem se reduzindo de maneira considerável nos últimos anos, sobretudo após a pandemia (Gráfico 4). Em contrapartida, a sensibilidade dessa medida de inflação aos preços no atacado passou a ser estatisticamente significativa e é crescente desde 2020 (Gráfico 5).

Gráfico 4 - Elasticidade da inflação de serviços subjacentes à massa de rendimentos real

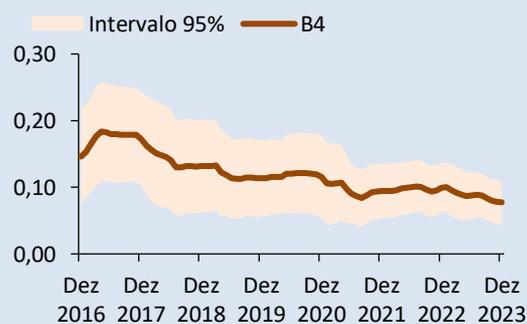
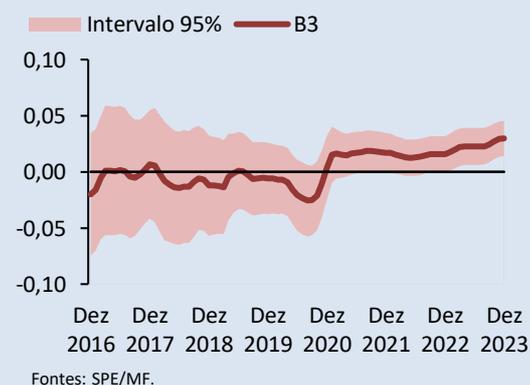


Gráfico 5 - Elasticidade da inflação de serviços subjacentes à inflação no atacado

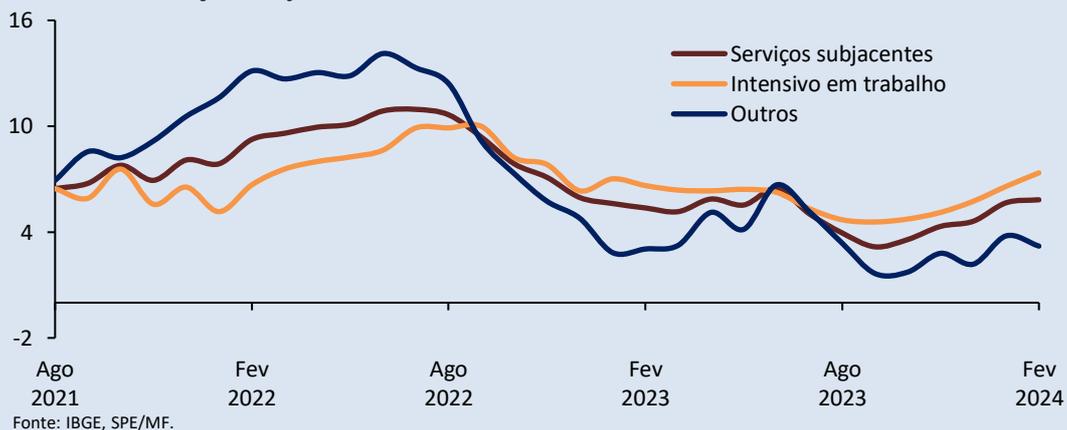


Esses resultados são condizentes com a hipótese de que houve uma mudança de natureza mais estrutural no setor de serviços após a pandemia, que levou à redução da participação dos salários no custo total dos serviços prestados.¹ Embora os rendimentos do trabalho sigam ainda importantes para explicar a dinâmica dos preços de serviços, a importância relativa dos salários comparativamente aos demais custos parece ter diminuído recentemente – fato que pode estar relacionado à digitalização de atividades, reduzindo o peso dos salários no total do custo; e à possibilidade de contratação e prestação de serviços de maneira remota, elevando a oferta de mão-de-obra ao eliminar barreiras geográficas. Em países mais desenvolvidos, o repasse dos salários à inflação de serviços tende a ser menor que em países em desenvolvimento justamente em função da maior tecnologia.

Outra maneira de verificar como o mercado de trabalho vem impactando a dinâmica dos preços de serviços subjacentes consiste em subdividir essa categoria em outras duas: uma mais intensiva em trabalho e outra menos sensível a salários e mais dependente de outros fatores, tais como inércia e preços de insumos. Para tanto, os subitens de serviços subjacentes foram classificados em “intensivos em trabalho” ou em “outros”. Foram considerados intensivos em trabalho subitens que repercutem mais intensamente a evolução da mão-de-obra tais como consertos, reparos, tratamentos e alguns serviços pessoais e subitens que se mostraram mais sensíveis à variação do rendimento (como refeição).²

Após o cálculo dos dois subíndices, bastou comparar a variação trimestral anualizada e dessazonalizada de serviços intensivos em trabalho com a dos demais serviços para concluir que embora a inflação de serviços intensivos em trabalho siga em patamar superior à dos demais subitens de serviços subjacentes, a pressão observada nessa categoria em janeiro repercutiu com mais intensidade a aceleração nos preços de outros serviços, não diretamente relacionados ao andamento do mercado de trabalho (Gráfico 6). Em fevereiro, a inflação de outros serviços voltou a desacelerar, levando à queda na inflação de serviços subjacentes no mês e à estabilidade dessa inflação na métrica de média móvel dessazonalizada anualizada.³

Gráfico 6 - Serviços subjacentes intensivos em trabalho e outros - dessaz. anualiz. MM3M %



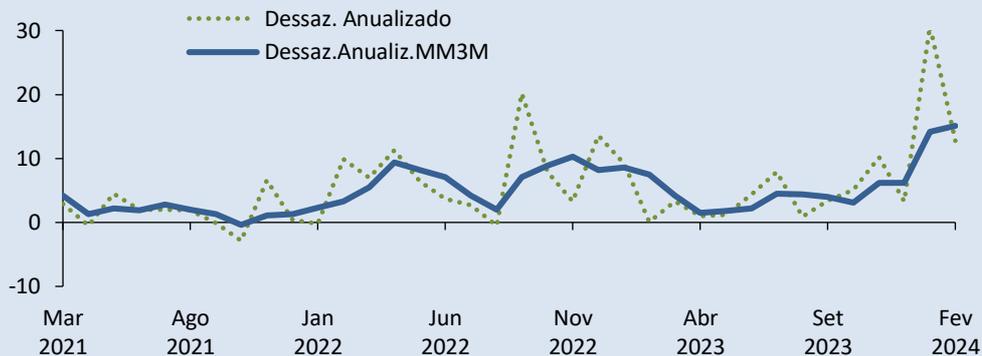
¹ Ver Boxe “Mudanças nos preços relativos de bens e serviços e perspectivas para a inflação”, pg. 24 do Boletim Macroeconômico de novembro de 2023 (<https://www.gov.br/fazenda/pt-br/central-de-conteudo/publicacoes/conjuntura-economica/boletim-macrofiscal/2023/boletim-macrofiscal-novembro-1.pdf>).

² Serviços subjacentes considerados intensivos em trabalho: cabeleireiro e barbeiro, casa noturna, conserto de aparelho celular, conserto de automóvel, conserto de bicicleta, conserto de máquina de lavar, conserto de refrigerador, conserto de televisor, costureira, depilação, dentista, despachante, fisioterapeuta, lanche, manicure, médico, mudança, pintura de veículo, psicólogo, refeição, reforma de estofado, serviço de higiene para animais, sobancelha e tratamento de animais (clínica).

³ Esses resultados são sensíveis à *spec* de dessazonalização utilizada.

A pressão que se observou na categoria “outros serviços subjacentes” em janeiro esteve muito relacionada à aceleração nos preços de serviços bancários, seguro de veículos, aluguel e condomínio. A alta em serviços bancários reflete elevações em juros de cheque especial e cartão de crédito; na anuidade de cartões; em tarifas de contas bancárias e em outras taxas, e está certamente mais relacionada a mudanças institucionais e regulatórias do que ao aquecimento no mercado de trabalho (Gráfico 7). No caso dos preços de aluguel e de seguros de veículos, a alta mais acentuada em janeiro esteve possivelmente ligada à efetivação de reajustes que foram anteriormente postergados devido à pandemia. Tratam-se, provavelmente, de reajustes pontuais, não integralmente repassados a outros preços. Em fevereiro, inclusive, a inflação desses subitens voltou a desacelerar.

Gráfico 7 - Serviços bancários - var. %



Fontes: IBGE, BCB, SPE/MF.

Pelo Gráfico 6, é possível verificar ainda que a inflação de serviços intensivos em trabalho também veio subindo gradualmente nos últimos meses (embora não explique, isoladamente, a elevação mais recente da inflação de serviços subjacentes). Essa aceleração nos preços de serviços intensivos em mão-de-obra pode estar relacionada à política de valorização do salário mínimo, porém essa política também contribui para reduzir pressões salariais uma vez que estimula o retorno da população economicamente ativa ao mercado de trabalho. Nesse sentido, vale ressaltar que a taxa de participação voltou a subir de maneira mais significativa desde setembro e que esse movimento tende a ser reforçado também pela melhor focalização dos benefícios sociais planejada para 2024, além do reajuste real do salário mínimo (Gráfico 8).

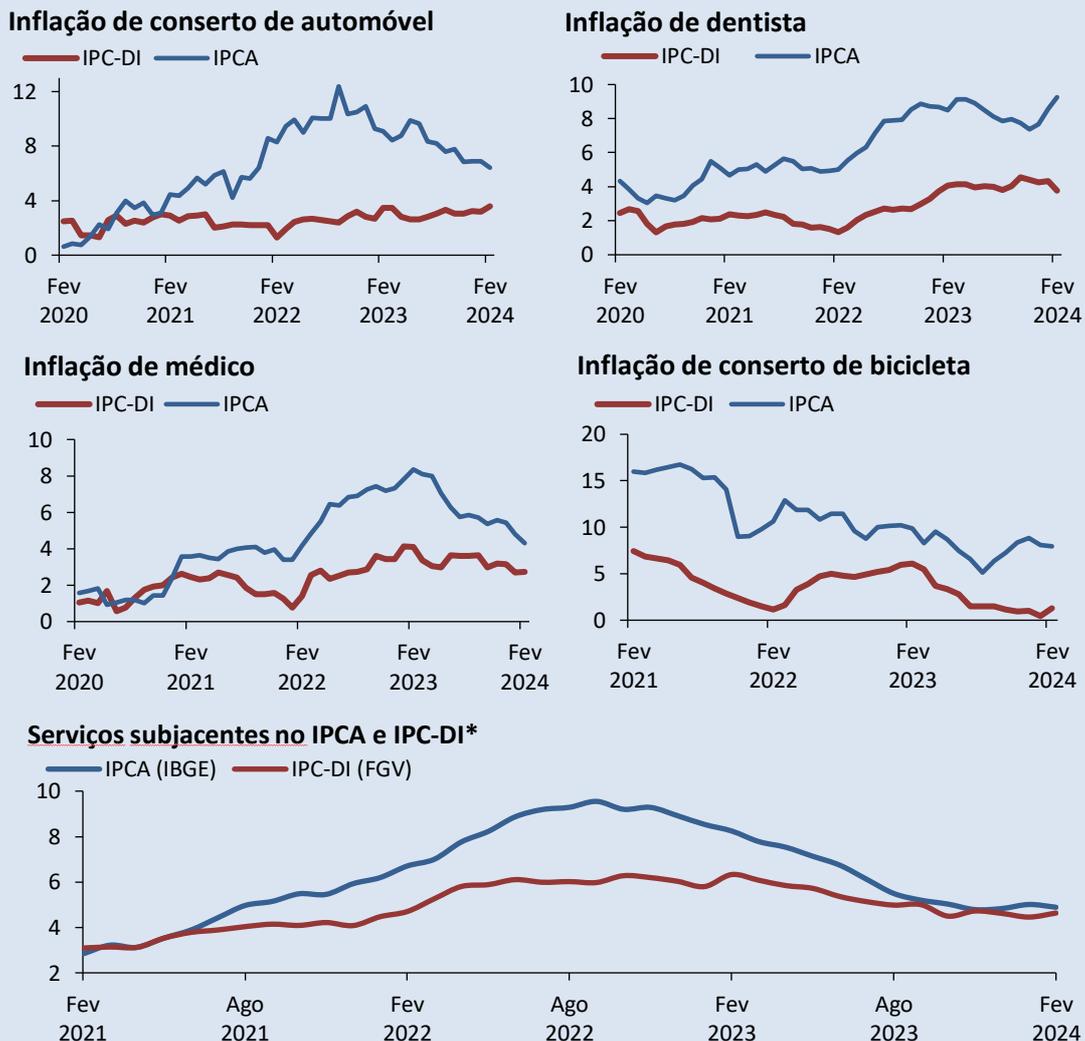
Gráfico 8 - Participação na força de trabalho - % dessaz



Fonte: Pnad, SPE/MF.

Vale notar, por fim, que a mensuração da inflação de subitens de serviços subjacentes é muito dependente da metodologia e amostra utilizada. Para alguns desses subitens, é nítida a ausência de convergência entre os preços no IPCA e IPC-DI no médio prazo, e essas divergências se traduzem em diferentes trajetórias para a inflação de serviços subjacentes nesses índices (Figura 1). Essa dinâmica distinta sugere ser necessário observar também outros índices de preços para um diagnóstico mais preciso a respeito da evolução da inflação de serviços subjacentes.

Figura 1 – Comparativo entre inflação de itens no IPCA e IPC-DI – var.% 12m



Fonte: IBGE, FGV. *Subjacentes do IPCA exceto mudança e casa noturna, sem correspondente no IPC-DI. Considera todos os itens de alimentação fora do domicílio do IPC-DI.

A inflação mensal de serviços subjacentes avançou de novembro a janeiro de 2024, mas parcela desse avanço se deve à evolução nos preços de itens menos sensíveis à dinâmica do mercado de trabalho, tais como serviços bancários, seguro voluntário de veículos e aluguel. Os preços de serviços mais intensivos em trabalho também aceleraram nos últimos meses, mas de maneira mais gradual. Para a dinâmica menos acelerada dos preços de serviços intensivos em trabalho, parece ter contribuído de maneira muito relevante a redução da sensibilidade da inflação de serviços subjacentes à massa de rendimentos real ao longo dos últimos anos, em linha com o que se observa em países mais desenvolvidos.

Para 2024, deverão ser fatores determinantes para condicionar a evolução dos preços de serviços subjacentes não só a evolução da massa de rendimentos, como também a trajetória da taxa de participação no mercado trabalho e dos preços no atacado. Mais recentemente, a taxa de participação voltou a subir, movimento que deve ser estimulado pelo aumento real do salário mínimo e pela focalização dos programas de auxílio social. Os preços no atacado, que tinham voltado a acelerar em fins de 2023, passaram a exibir deflação no início de 2024 auxiliados pelo crescimento mundial da produção agrícola e pela desaceleração da demanda chinesa, podendo constituir outra fonte de desinflação para a inflação de serviços no curto prazo.