



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
Lorena Silva Brandão
Mirlene Rodrigues Pereira da Silva
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 |
| Projeção para a atividade no curto prazo | 12 |
| Projeção para a atividade no médio prazo | 13 |
| Inflação | 15 |
| Indicadores Macrofiscais e Projeções do Sistema PRISMA Fiscal | 19 |
| Mudanças nos preços relativos de bens e serviços e perspectivas para a inflação | 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 2023 passou de 3,2% para 3,0%. A menor previsão para o ano repercute a revisão na expectativa de crescimento para o 3T23, de 0,1% no Boletim anterior para 0,0%, além de projeções menos otimistas para o setor de serviços até o restante do ano. Apesar dessas alterações, a perspectiva ainda é de aceleração no ritmo da atividade no 4T, motivada pelo crescimento de alguns subsetores menos sensíveis ao ciclo e pela resiliência do consumo das famílias, em função do aumento da massa de renda real do trabalho e das melhores condições no mercado de crédito.

No ano, o menor crescimento esperado para o setor de serviços foi parcialmente compensado por um aumento na projeção de crescimento para a Indústria. Para o setor agropecuário, a projeção de crescimento em 2023 permaneceu em 14,0%. Para a Indústria, o crescimento esperado avançou de 1,5% para 1,9%, enquanto para Serviços a projeção recuou de 2,5% para 2,2%.

Para 2024, a expectativa de crescimento foi revisada de 2,3%, no último Boletim, para 2,2%. A mudança repercute o aumento das incertezas no ambiente externo, tanto do ponto de vista da política monetária dos países centrais, quanto da possibilidade de agravamento nos conflitos geopolíticos globais. Em contrapartida, as atividades menos influenciadas pelo setor externo devem se beneficiar com a política monetária menos contracionista, com as melhores condições de crédito e com o crescimento da massa de rendimento real. Nesse sentido, a composição do crescimento brasileiro no próximo ano deverá ser bastante distinta da verificada em 2023, com maior contribuição da absorção doméstica.

A previsão para a variação do IPCA recuou de 4,85% para 4,66% em 2023 e avançou de 3,40% para 3,55% em 2024. O processo de desinflação ocorreu mais rápido do que o inicialmente projetado, principalmente para os componentes subjacentes, levando a inflação para dentro do intervalo proposto pelo regime de metas já em 2023. Para 2024, a estimativa para inflação medida pelo IPCA avançou em 0,15 p.p., motivada pelo reajuste de ICMS anunciado pelos estados, além de mudanças pontuais no cenário projetado para o câmbio e para os preços de *commodities*. Nessa previsão, já estão compatibilizados os efeitos do *El Niño* nos preços de alimentação, energia e etanol. Para o IGP-DI e INPC, as projeções para 2023 também foram revisadas para baixo.

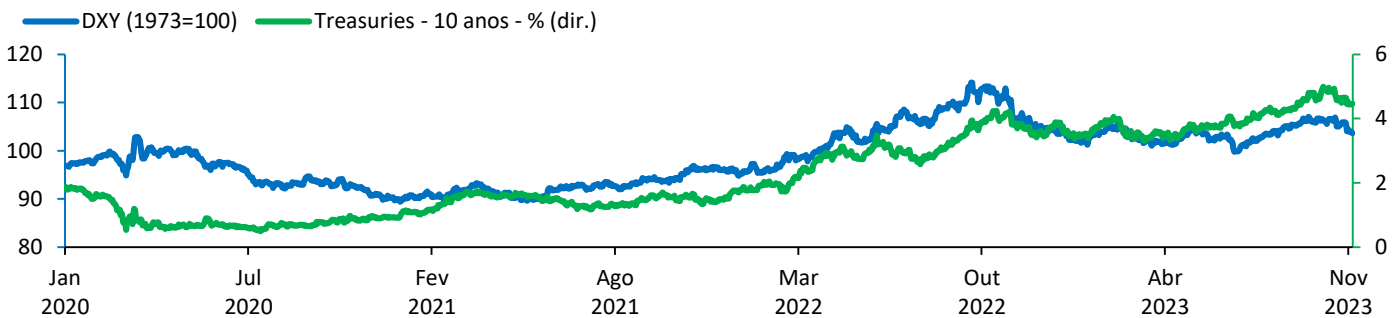
No Prisma Fiscal de novembro, a projeção mediana para o déficit primário aumentou, mas ainda se manteve inferior à mediana das expectativas em janeiro. De agosto a outubro, a mediana das projeções para o déficit primário de 2023 se manteve em torno de R\$ 107 bilhões em média, avançando para cerca de R\$ 113,5 bilhões em novembro. Em janeiro, no entanto, a estimativa era de cerca de R\$ 126 bilhões. A melhora da perspectiva desde o início do ano reflete os diversos pacotes fiscais e econômicos entregues até o momento, além da expansão nas projeções para o crescimento.

| Projeções | 2023 | 2024 |
|---------------------------|-------|------|
| PIB real (%) | 3,0 | 2,2 |
| PIB nominal (R\$ bilhões) | 10,7 | 11,4 |
| IPCA acumulado (%) | 4,66 | 3,55 |
| INPC acumulado (%) | 4,04 | 3,25 |
| IGP-DI acumulado (%) | -3,30 | 4,00 |

Panorama geral

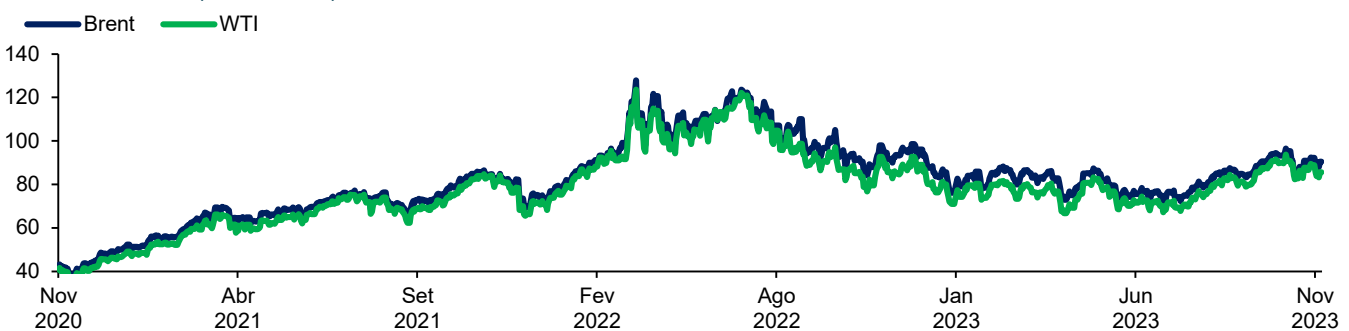
Desde o último Boletim, um conjunto de fatores elevou as incertezas no ambiente internacional. Destacam-se, nesse sentido, o aumento das tensões geopolíticas em função dos conflitos no Oriente Médio; a intensificação da crise no setor imobiliário chinês; e a volatilidade nos juros de títulos de maior maturidade do Tesouro americano. O aumento da aversão ao risco decorrente desse cenário de maior incerteza tem levado ao fortalecimento do dólar frente às demais moedas, bem como ao aumento da volatilidade nos mercados de renda fixa.

Índice DXY e Treasuries de 10 anos



Os conflitos no Oriente Médio têm potencial de afetar as cadeias globais de suprimento, apesar de seus impactos econômicos estarem, por ora, contidos. Até o momento, grandes países produtores de petróleo e gás da região, como Irã, Arábia Saudita e Catar, não se envolveram no conflito entre Israel e Hamas, fator que contribuiu para o retorno das cotações de petróleo a patamar inferior ao observado antes do início da guerra (após escalada até cerca de US\$ 97/bbl). No entanto, a continuidade dos conflitos segue como fator de risco, sobretudo para os preços de *commodities* energéticas.

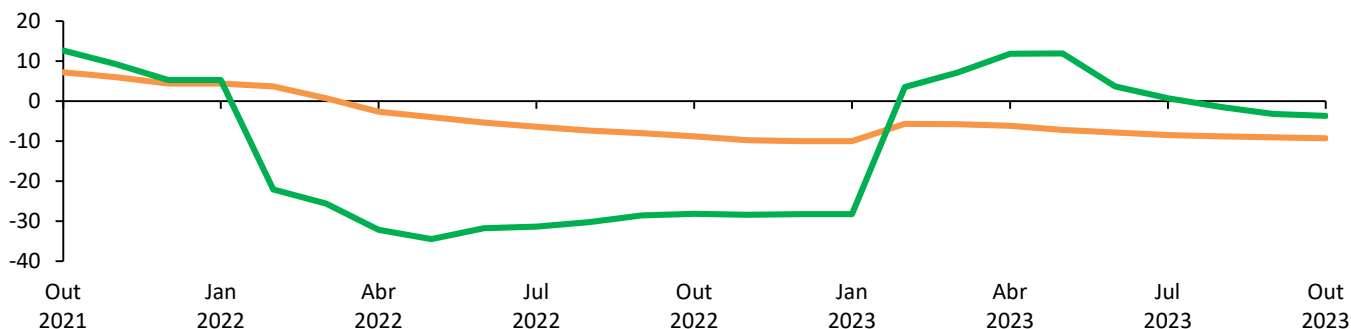
Preço Petróleo (US\$ /barrel)



Na China, permanecem os riscos de desaceleração mais acentuada do setor imobiliário, cenário que pode afetar a demanda por *commodities*. No acumulado do ano até outubro, as vendas de imóveis residenciais já caíram 3,7%, enquanto os investimentos em imóveis recuaram 9,3%. Esses dados, junto com a desaceleração dos investimentos fixos até outubro, revelam que o setor imobiliário, que responde por cerca de 25% da atividade chinesa, continua apresentando contração expressiva. Por ora, a resposta do governo à crise imobiliária vem sendo balanceada, a fim de evitar uma retração mais acentuada desse setor, mas também um novo sobre-endividamento (a exemplo do *default* da Evergrande, em 2021, e da *Country Garden*, mais recentemente). No entanto, de acordo com o banco central chinês, ainda há espaço para adoção de medidas adicionais de liquidez e de estímulo ao crédito (tanto inflação ao consumidor como no atacado registraram deflação em doze meses até outubro). Com base nesses prospectos, seguem os riscos de desaceleração mais acentuada da economia chinesa apesar da surpresa positiva com o PIB do 3T.

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

Investimento Imobiliário Venda de Residências

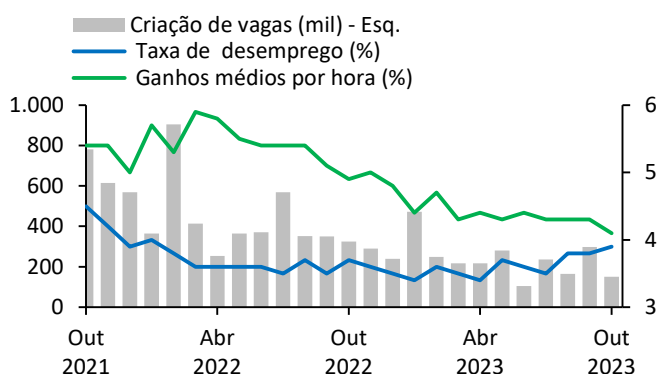


Fonte: Bloomberg

Os *yields* de títulos americanos seguem voláteis apesar do fechamento recente, exacerbando a aversão ao risco de investidores e a pressão sobre os juros, moedas e ativos dos demais países. A alta nos *yields* dos títulos americanos esteve relacionada ao aumento nas projeções para o déficit e dívida pública; ao crescimento das emissões do Tesouro em simultâneo à menor demanda por títulos por parte da China, Japão e do próprio Fed (que vem reduzindo seu balanço); e à resiliência do mercado de trabalho e consumo das famílias, que retarda o processo de desinflação. Embora parcela da alta dos juros longos já tenha sido devolvida recentemente como reflexo da divulgação de indicadores econômicos abaixo do esperado, discussões a respeito da questão fiscal e incertezas relacionadas ao ritmo de crescimento futuro seguem pressionando não somente as curvas americanas, mas também os juros longos de outras economias. A volatilidade e a pressão sobre os juros têm potencial de retardar o processo de flexibilização monetária já em curso em algumas localidades, com impactos negativos sobre o crescimento mundial.

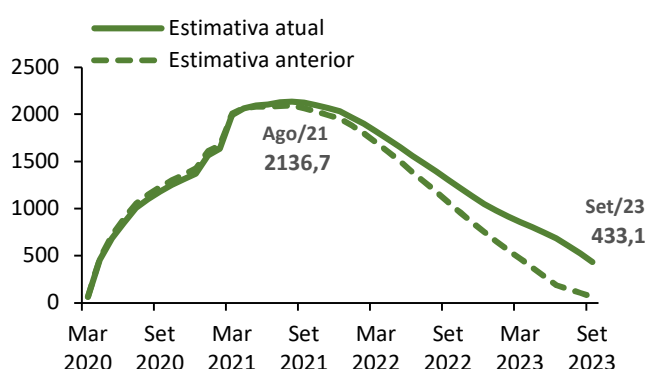
No cenário prospectivo, permanece como questão central o ritmo de desaceleração (e desinflação) da economia americana. Dados divulgados recentemente revelaram desaquecimento bastante modesto do mercado de trabalho, com leve alta do desemprego e pequena redução dos ganhos médios por hora trabalhada. Esse quadro, somado à recente revisão para cima nos dados de excesso de poupança pelo Fed e aos estímulos fiscais ainda elevados (*Inflation Reduction Act* é exemplo), afasta a possibilidade de recessão da economia americana no curto prazo, elevando as chances de “pouso suave”. Essa perspectiva, junto como o recente fechamento das *treasuries* em função da desinflação mais intensa do que a prevista em outubro, é positiva para a economia global, permitindo continuidade do ciclo de flexibilização monetária em países que já se encontram em etapas mais avançadas do processo de desinflação.

EUA - Mercado de Trabalho



Fonte: Bloomberg

EUA - Excesso de poupança agregada (US\$ bi)

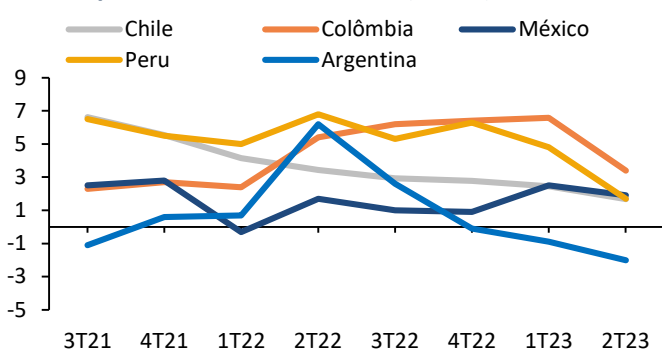


Fonte: Fed San Francisco

As demais economias avançadas têm mantido suas taxas de juros elevadas a fim de evitar o enfraquecimento de suas moedas e dar continuidade ao processo desinflacionário. O banco central do Japão decidiu flexibilizar o controle sobre o nível de juros para títulos de 10 anos, adotando 1% como valor de referência e não mais como limite. Na Europa, tanto o banco central europeu como o inglês anunciaram que devem manter as taxas de juros em patamares elevados por mais tempo, em função da persistência da inflação, ainda elevada. Nesses países, o mercado de trabalho segue resiliente, com taxas de desemprego próximas ao mínimo histórico, dificultando a desaceleração mais pronunciada dos componentes subjacentes da inflação de serviços – ou a chamada “segunda etapa” do processo de desinflação.

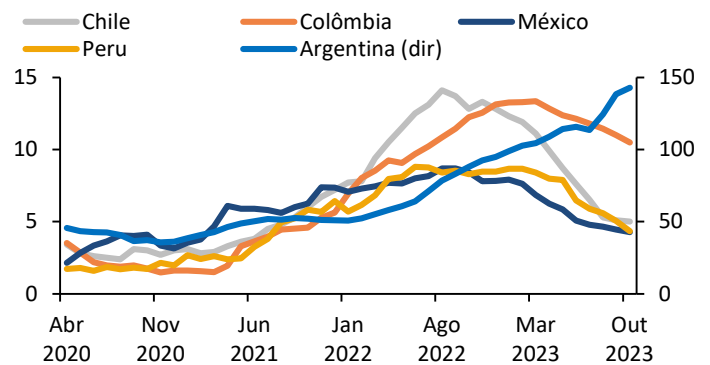
Na América Latina e em outros países emergentes, o aumento das incertezas relacionadas ao ambiente externo, somado à inflação ainda elevada, também tem levado à postergação do processo de flexibilização monetária. A Colômbia e o México ainda não reduziram os juros, na expectativa de queda mais acentuada da inflação e de redução dos riscos externos. O Peru vem mantendo cortes graduais de 25 p.b., enquanto o Chile reduziu o ritmo de cortes de 75 p.b. para 50 p.b. na última reunião a fim de evitar maior depreciação do peso chileno, com efeitos inflacionários. Na região, a atividade tem mostrado sinais de desaceleração, pesando nessa dinâmica os juros elevados e a demanda externa fraca. O México é exceção, beneficiado por fluxos comerciais e de investimentos resultantes de políticas de *nearshoring* com os EUA. Na Argentina, segue o quadro de crise no balanço de pagamentos, com inflação elevada e recessão. Alguns países do leste europeu, como Turquia e Rússia, e asiáticos, como Indonésia, Filipinas e Tailândia, tiveram que até mesmo elevar suas taxas de juros em resposta às pressões inflacionárias decorrentes da depreciação cambial.

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



Fonte: Bloomberg

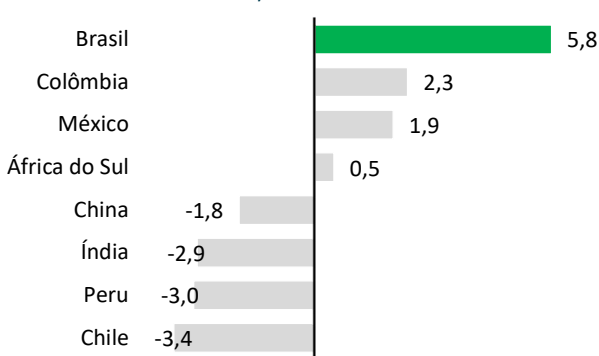
Inflação de países da América Latina (% a.a.)



Fonte: Bloomberg

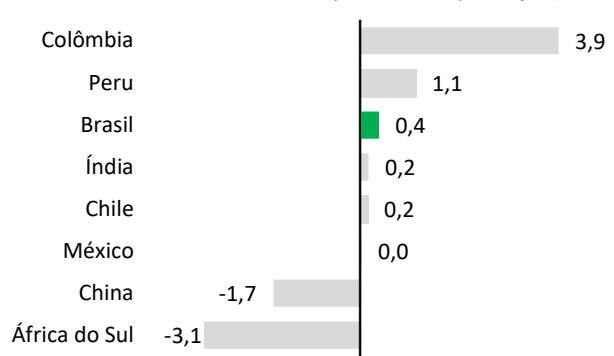
Para o Brasil, o impacto do aumento das incertezas no ambiente externo tem sido modesto. Comparativamente aos pares, o Brasil foi, em geral, menos afetado pelos riscos externos quando comparada a evolução dos indicadores financeiros como bolsa, câmbio, juros dos títulos de 10 anos e CDS desde o último Boletim. A posição mais robusta dos fluxos comerciais, do investimento direto e do volume de reservas internacionais do Brasil tem auxiliado a reduzir os impactos da forte volatilidade internacional na economia doméstica.

Bolsas - var.% desde 18/set



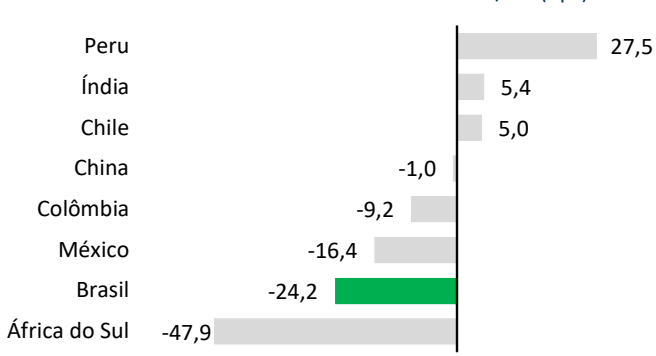
Fonte: Bloomberg

Moedas - var. % desde 18/set (positivo = depreciação)



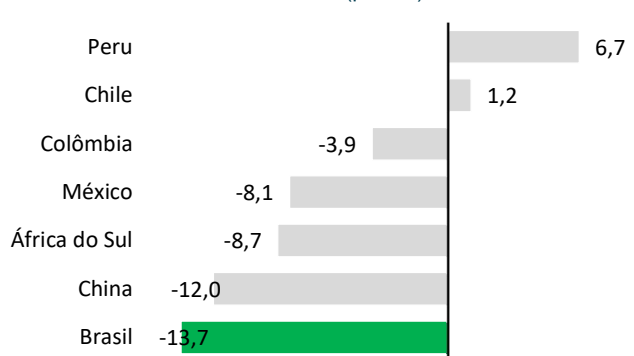
Fonte: Bloomberg

Juros soberanos de 10 anos - var. desde 18/set (bps)



Fonte: Bloomberg

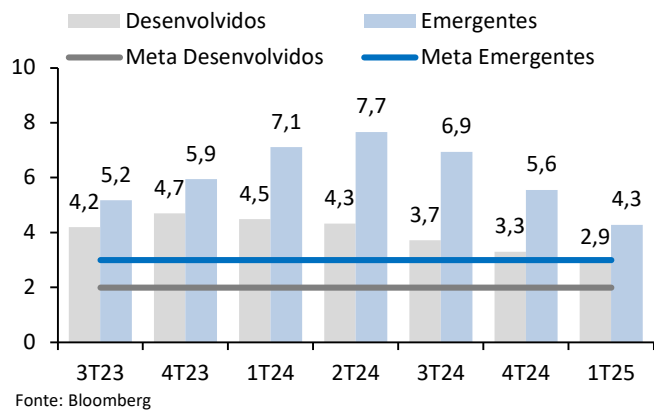
CDS 5 anos - var. desde 18/set (pontos)



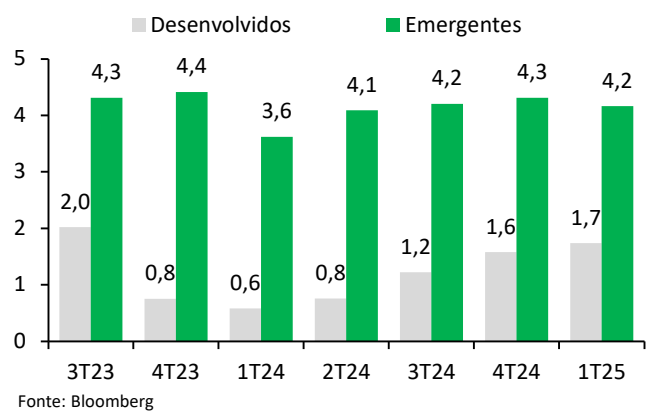
Fonte: Bloomberg

Apesar da recente elevação da aversão ao risco, a perspectiva de desaceleração menos intensa da atividade nos EUA e China é benigna para o Brasil. A despeito do aumento das incertezas, com potencial de postergar decisões de investimento e consumo, indicadores coincidentes de atividade nos EUA e medidas de estímulo recém anunciadas na China apontam para desaceleração apenas moderada da atividade desses dois países no próximo ano, sem grandes rupturas financeiras que comprometam de maneira substancial o desempenho das demais economias. O recente fechamento das *treasuries* longas também contribuiu nesse sentido. Para a inflação, o desaquecimento moderado da atividade global pesa favoravelmente no balanço de riscos, em contraposição ao aumento das tensões geopolíticas e às perspectivas mais adversas para o clima.

Inflação - Desenvolvidos e emergentes (% a.a.)

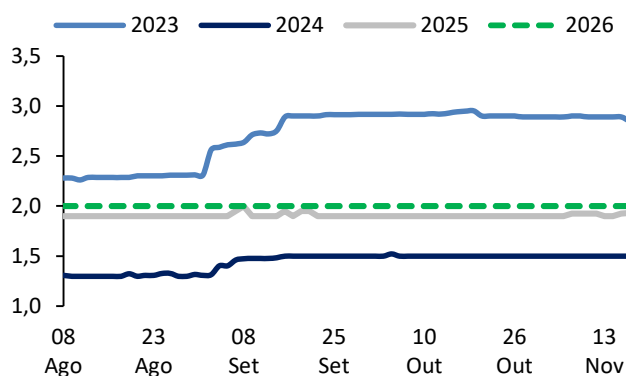


PIB - Desenvolvidos e Emergentes (% a.a.)

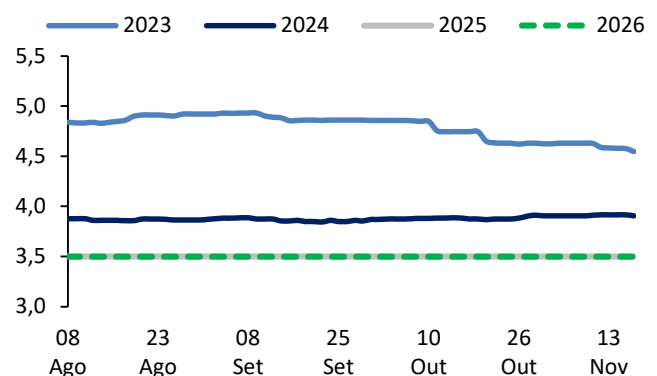


Desde o último Boletim, as projeções de mercado para o crescimento brasileiro permaneceram estáveis, enquanto as previsões para a inflação caíram. Desde meados de setembro, as previsões de crescimento do PIB no Focus permaneceram relativamente estáveis, passando de 2,90% para 2,85% em 2023 e permanecendo em 1,50% para 2024; 1,90% para 2025; e 2,00% para 2026. Para a inflação medida pelo IPCA, a mediana das projeções para 2023 recuou de 4,90%, em meados de setembro, para 4,55%. A queda repercute surpresas com a inflação de outubro, abaixo da prevista; a redução anunciada para o preço da gasolina nas refinarias; e as perspectivas favoráveis para a inflação de bens industriais e serviços subjacentes, em função da desaceleração expressiva desses preços nas últimas divulgações do índice e do desaquecimento econômico esperado para o segundo semestre. Para 2024, a projeção de inflação se manteve praticamente estável, próxima a 3,90%, e permaneceu em 3,50% para 2025 e 2026.

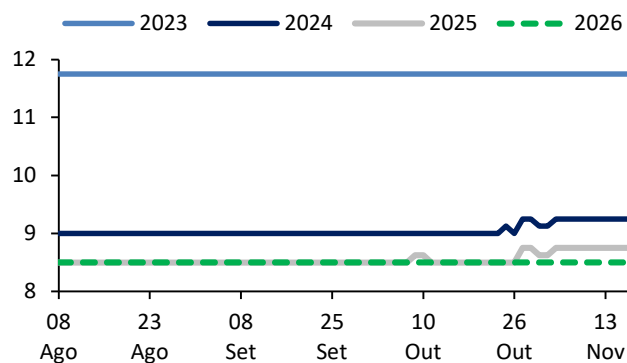
PIB - mediana das expectativas de mercado (% a.a.)



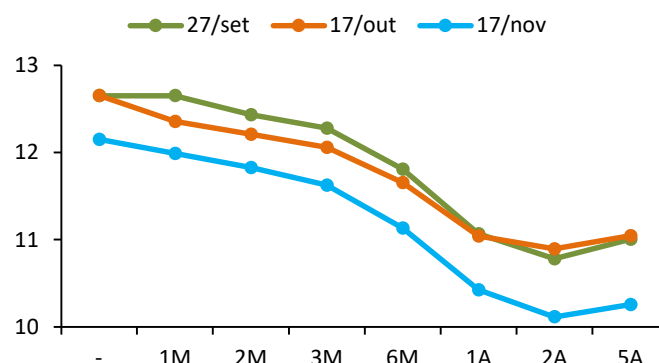
IPCA - mediana das expectativas de mercado (% a.a.)



A curva de juros, que vinha abrindo para vencimentos mais longos nos últimos meses, voltou a cair. Durante setembro e outubro, o aumento dos *yields* de títulos americanos condicionou também a alta nos rendimentos de títulos no Brasil, sobretudo para maiores maturidades. No entanto, com o fechamento das *treasuries* americanas em novembro, a curva de juros brasileira também voltou a cair, evidenciando a forte influência de desdobramentos externos no movimento das taxas mais longas. Apesar dessa volatilidade na curva, a mediana projetada no Focus para a taxa Selic em fins de 2023 permaneceu em 11,75% e apresentou apenas elevações modestas de 9,00% para 9,25% em 2024 e de 8,50% para 8,75% em 2025.

Meta SELIC - mediana das expectativa de mercado (% a.a.)

Fonte: BCB/Focus

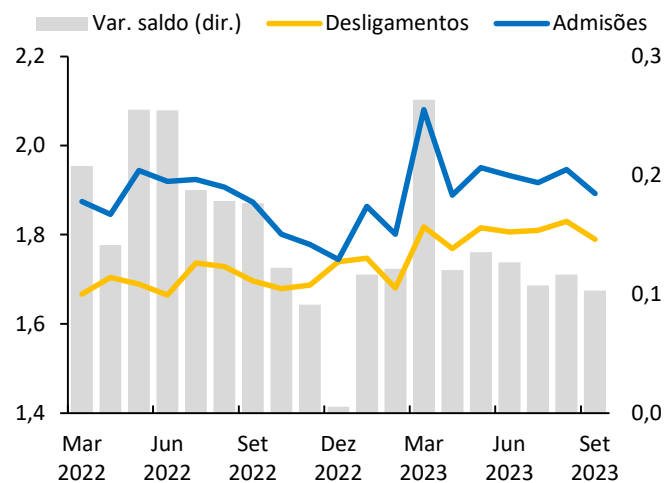
Curva de juros - BM&F Pré x DI %

Fonte: Bloomberg

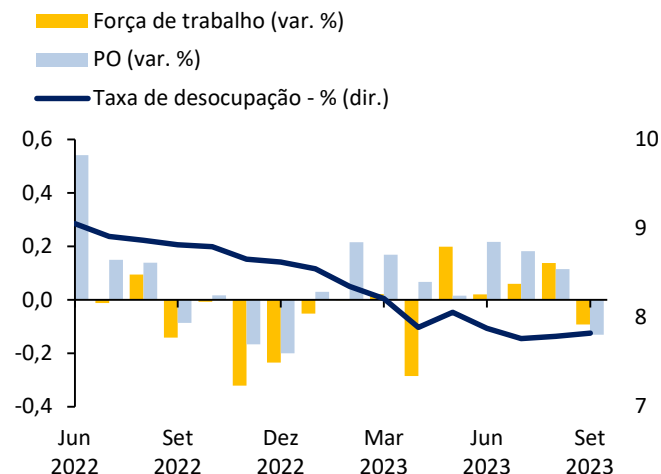
O mercado de trabalho seguiu resiliente, com destaque para o crescimento da massa de rendimento. Do trimestre encerrado em junho ao trimestre encerrado em setembro, dados já dessazonalizados da PNAD mostraram estabilidade na taxa de desemprego, em 7,8%, resultante de leve avanço na força de trabalho e na população ocupada. No mesmo período, houve crescimento significativo do rendimento real médio – habitual e efetivo, fator que junto com o crescimento da população ocupada levou à aceleração no ritmo de crescimento da massa real de rendimento. As taxas de participação e subocupação se mantiveram praticamente estáveis no período e houve queda na taxa de desalentados. Dados do Caged, também após ajuste sazonal, mostram desaceleração na criação líquida de novas vagas de junho a setembro, embora esse movimento não tenha ocorrido de maneira homogênea entre setores. Enquanto para a Indústria houve queda nos postos de trabalho, para a Agropecuária o saldo líquido foi positivo e crescente no período.

Contratações, demissões e var. saldo

(em milhões e em % - dessaz.)



Fonte: Novo Caged/MTE

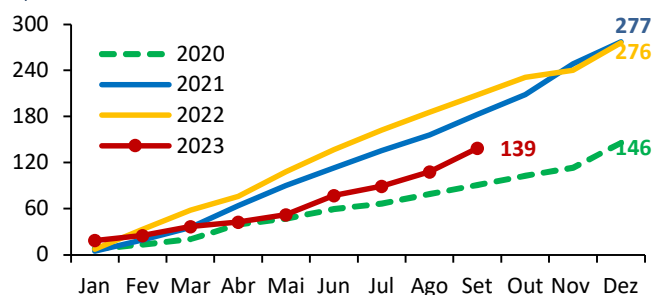
Força de trabalho, população ocupada e taxa de desocupação - var. mensal % - dessaz

Fonte: IBGE

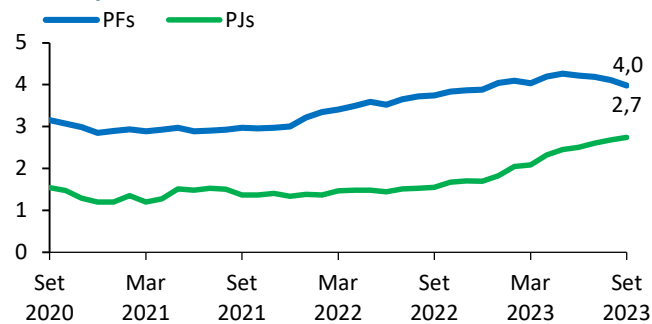
A dinâmica no mercado de crédito melhorou, sobretudo para pessoas físicas. As concessões aumentaram 4,4% no trimestre encerrado em setembro comparativamente ao anterior (após ajuste sazonal), sendo impulsionadas pela redução dos juros e *spreads* bancários. Destaca-se o avanço trimestral nas concessões de crédito para pessoas físicas, repercutindo a redução da inadimplência, do comprometimento de renda e do endividamento, além das menores taxas de juros. Para esse aumento no dinamismo no crédito para pessoas físicas, o Desenrola foi fundamental, já que cerca de 64% das renegociações possibilitadas pelo programa envolveram pagamentos à vista das dívidas (dados até 31/outubro). Para pessoas jurídicas, as concessões também cresceram no trimestre encerrado em setembro, porém houve aumento da inadimplência. No mercado de capitais, o volume de emissões de títulos privados registrou expansão significativa no trimestre, puxado pela emissão de debêntures incentivadas, bem como pela queda dos *spreads*, já em níveis próximos aos praticados no início de 2023, antes da crise de empresa do setor varejista.

Emissões de debêntures - preços constantes de jan/23

R\$ bilhões

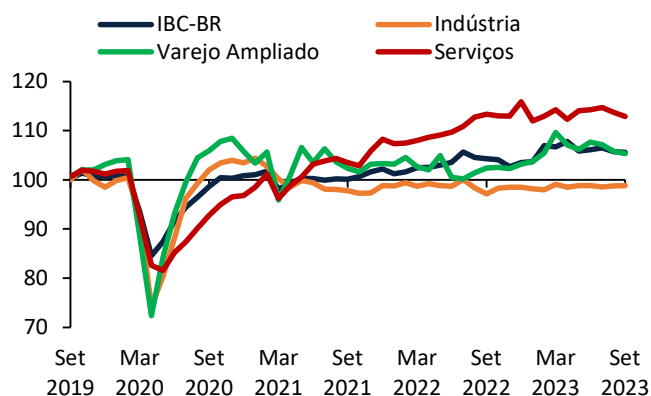


Fonte: Anbima, IBGE, SPE/MF

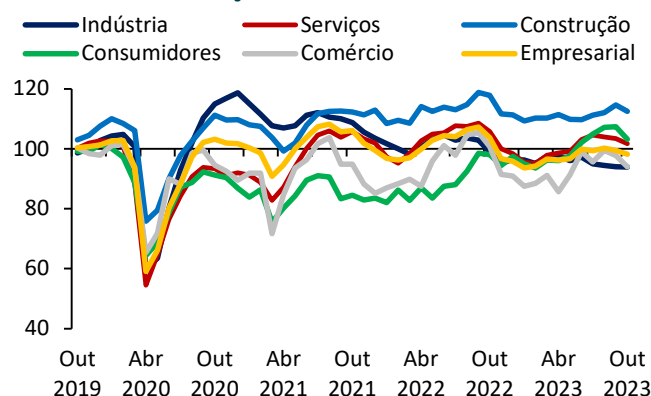
Inadimplência - %

Fonte: BCB

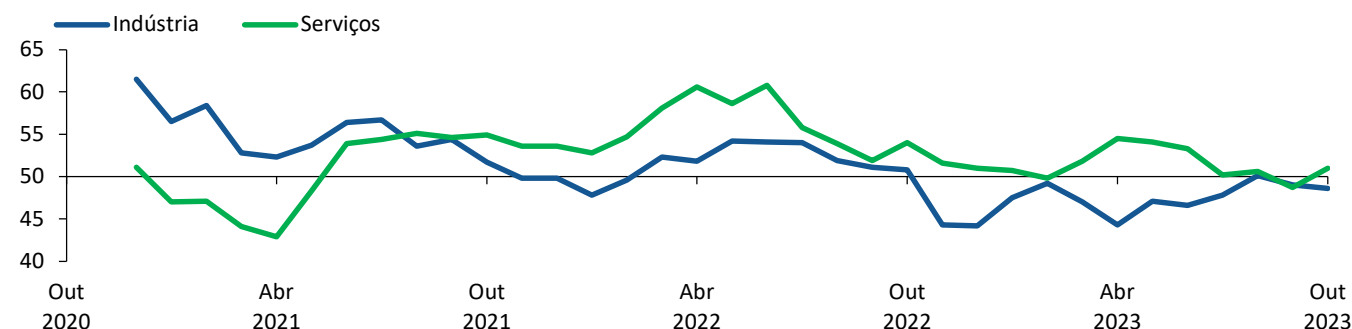
Indicadores coincidentes trazem sinais mistos para atividade no segundo semestre. A PIM mostrou estabilidade da produção industrial no 3T23, ante alta de 0,3% no trimestre anterior. O carregamento estatístico para o 4T é de 0,1%. Para outubro, o PMI da Indústria recuou para 48,6, de 49,0 em setembro, enquanto os índices de confiança da Indústria e dos Empresários industriais caíram 0,2 e 1,2 p.p. no mês, respectivamente. Vale notar, no entanto, que essas quedas refletem apenas o movimento do componente de expectativas, já que o índice de situação atual aumentou para ambos os índices. O ITCC recuou 1,3% no 3T, ante queda de 0,3% no trimestre anterior. O carregamento para esse indicador no 4T é de -1,3%. A confiança da Construção recuou em outubro na comparação mensal, após registrar alta expressiva em setembro. A PMS apontou crescimento de 0,1% para o volume de serviços no 3T, ante alta de 0,3% no trimestre anterior. Nesse ramo de atividade, destacou-se, sobretudo, a recuperação de Serviços prestados às famílias em setembro, com alta de 3,0% na margem, compensando parcialmente a queda de 3,7% em agosto. O carregamento estatístico para o setor no 4T, de acordo com a PMS, é de -0,6%. Em outubro, a confiança dos Serviços recuou 1,6 p.p. comparativamente a setembro, repercutindo queda no componente de expectativas, mas avanço no componente de situação atual (assim como no caso das Sondagens da Indústria). Em contrapartida, o PMI de serviços avançou de 48,7 em setembro para 51,0 em outubro, sinalizando que a atividade no setor passou para o campo expansionista. As vendas no varejo no conceito ampliado desaceleraram de 0,1% no 2T para 0,0% no 3T. Para o 4T, o carregamento estatístico é de -0,3%. Apesar da queda acentuada na confiança do Comércio e dos Consumidores em outubro, perspectivas mais favoráveis para o varejo vêm com avanço de 3,2% das vendas de veículos no mês.

Indicadores coincidentes - média 2019 = 100, dessaz.

Fonte: IBGE, BCB

Índices de Confiança - média 2019 = 100, dessaz.

Fonte: Ibre/FGV

PMI Brasil - número índice, dessaz.

Fonte: Bloomberg

Projeção para a atividade no curto prazo

Para o 3T23, a perspectiva é de desaceleração da atividade. O modelo de *nowcasting* indica que o PIB permaneceu estável na passagem do segundo para o terceiro trimestre, ante alta de 0,8% verificada no 2T23.¹ No Boletim anterior, projetava-se alta de 0,1% para o PIB do 3T23, porém indicadores coincidentes, sobretudo relacionados à evolução da atividade em serviços e vendas, apontaram para menor crescimento nesse trimestre. Na comparação interanual, projeta-se crescimento de 2,0% para o PIB do 3T, ante alta de 3,4% no 2T.

No trimestre, a expectativa é de nova retração da atividade no setor agropecuário. Projeta-se queda de 5,3% na margem para a Agropecuária, ante recuo de 0,4% no 2T23.¹ A variação na margem reflete a desaceleração interanual desse setor, de 17,0% para 8,8% na passagem entre trimestres, como consequência do fim da colheita de produtos agropecuários com forte expansão na comparação interanual. A alta em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, no entanto, é explicada pelo avanço na colheita de cana-de-açúcar; milho 2ª safra; e algodão e pelo bom desempenho da bovinocultura de corte. As projeções de curto prazo para o setor agropecuário são similares às apresentadas no Boletim anterior.

Para o PIB da Indústria, projeta-se desaceleração na passagem entre trimestres. A projeção de crescimento para o 3T foi revisada de 0,4% para 0,7% na margem, repercutindo melhores resultados observados para a Transformação em agosto e para a Extrativa em setembro. Ainda assim, o PIB da Indústria deverá desacelerar em relação ao segundo trimestre, quando a expansão foi de 0,9%¹. Na comparação interanual, a Indústria deve crescer 1,5% no 3T, próxima à variação observada no segundo trimestre. Por subsetor produtivo, ainda na comparação interanual, a expectativa é de redução no ritmo de retração da Indústria de transformação, possivelmente como reflexo do avanço na produção de bens de consumo; e de leve desaceleração da Indústria extrativa, em repercussão ao menor ritmo de crescimento da produção de minério de ferro. Enquanto para a Produção e distribuição de energia e gás a expectativa é de aumento do crescimento comparativamente ao mesmo trimestre do ano anterior, para a Construção, a queda deverá se tornar mais acentuada.

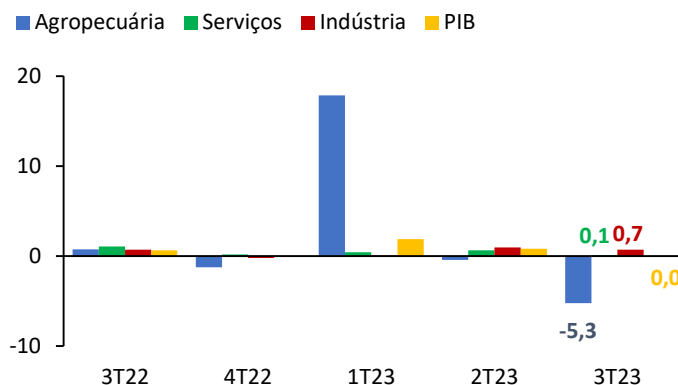
O PIB de Serviços também deverá desacelerar no terceiro trimestre. A expectativa para o crescimento desse setor na margem foi revisada de 0,5% para 0,1% em decorrência de resultados abaixo do esperado observados na PMS para Transportes terrestres; Armazenagem; e Serviços prestados às famílias em agosto e para Serviços Técnicos-Profissionais em setembro. Na PMC, também desapontou o desempenho de Vendas de produtos alimentícios no atacado em agosto. Em parte, esses resultados repercutem o fim dos *spillovers* positivos vindos da forte colheita agrícola no primeiro semestre desse ano. Na comparação interanual, projeta-se desaceleração de 2,3% no 2T para 1,3% no terceiro trimestre, repercutindo, ainda nessa base de comparação, menores taxas de crescimento projetadas para Outros serviços; Informação e comunicação; e Atividades financeiras e queda para Comércio.

Com o resultado projetado para o 3T23, o PIB deverá desacelerar de 3,2% para 2,8% no acumulado em 4 trimestres. Nessa mesma métrica de comparação, o PIB agropecuário deverá acelerar de 11,2% para 12,4% do segundo para o terceiro trimestre, o PIB industrial passará de 2,2% para 1,9% e o PIB de Serviços deverá desacelerar de 3,3% para 2,5%.

¹Considera dessazonalização até o 3T23.

| | var. interanual - % | | var. acum. em 4 trimestres - % | |
|---------------------|---------------------|------|--------------------------------|------|
| | 2T23 | 3T23 | 2T23 | 3T23 |
| PIB | 3,4 | 2,0 | 3,2 | 2,8 |
| Agropecuária | 17,0 | 8,8 | 11,2 | 12,4 |
| Indústria | 1,5 | 1,5 | 2,2 | 1,9 |
| Serviços | 2,3 | 1,3 | 3,3 | 2,5 |

PIB pela ótica da oferta - var. trimestral % dessaz



Fonte: IBGE e SPE

Projeção para a atividade no médio prazo

Em 2023, a projeção de crescimento para o PIB passou de 3,2%, no último Boletim, para 3,0%. A mudança repercute, principalmente, a revisão para a estimativa de variação do PIB no 3T23, de 0,1% para 0,0% na margem, além do menor dinamismo previsto para a atividade em Serviços. Para o último trimestre, no entanto, segue a perspectiva de aceleração da atividade, cenário que deverá garantir crescimento em 2023 levemente superior ao do ano anterior (o crescimento em 2022 foi de 2,9%).

Para o setor agropecuário, a previsão de crescimento no ano continuou em 14,0%. Apesar do carregamento estatístico para esse setor ser de cerca de 18,4% em 2023 (considerando dados até o 2T), a expectativa é que o PIB agropecuário recue na margem nos próximos dois trimestres, repercutindo o fim da colheita de produtos agrícolas com maior crescimento na comparação interanual. A previsão não se alterou em relação ao último Boletim. A surpresa positiva com a forte expansão do abate de bovinos e suínos no 3T (de acordo com resultados preliminares da Pesquisa Trimestral do Abate) e ainda a revisão para cima nas estimativas de colheita de cana-de-açúcar pela LSPA de outubro foram compensadas pelo menor abate de frangos e produção de leite em comparação ao esperado e pela leve revisão para baixo nas estimativas para a safra de grãos de 2023, já impactada pelas fortes chuvas neste fim de ano.

Para a Indústria, passou a se projetar avanço de 1,9 % em 2023, ante 1,5% no Boletim anterior. A mudança reflete o aumento na projeção de crescimento desse setor no 3T, de 0,4% para 0,7% na margem, e ainda as melhores perspectivas para o PIB de atividades menos sensíveis ao ciclo monetário, como a extrativa e a de Produção e distribuição de energia e gás. Na Indústria extrativa, a produção de petróleo deve seguir em ritmo de forte expansão na comparação interanual, enquanto a produção de minério de ferro pode ganhar novo impulso com as medidas de estímulo à atividade na China. A Indústria de transformação, no entanto, deverá apresentar retração pelo segundo ano consecutivo. Para a Construção, apesar das altas taxas de juros e do alto comprometimento de renda das famílias, segue a perspectiva de crescimento modesto no ano em repercussão ao aumento dos subsídios para moradia popular (com o Programa Minha Casa Minha Vida – MCMV).

O crescimento projetado para o setor de serviços foi revisado de 2,5%, no último Boletim, para 2,2%. A revisão foi motivada pela menor projeção de expansão para esse setor no 3T, de 0,5% para 0,1% na margem. No 4T, no entanto, a atividade em Serviços deverá voltar a acelerar, dessa vez motivada pelo avanço em setores mais dependentes do ciclo de crédito, como Comércio e Outros serviços. Além da política monetária menos contracionista, deverão auxiliar na recuperação da atividade desses subsetores a resiliência do mercado de trabalho; a expansão da massa de renda real (em função do aumento nos rendimentos do trabalho e da redução da inflação); e o aumento nas concessões de crédito em repercussão à queda do comprometimento de renda e inadimplência de pessoas físicas.

Para o PIB nominal de 2023, a projeção é de alta de 8,0%. Essa variação reflete crescimento real de 3,0% e deflator implícito de 4,9%. Em termos nominais, o PIB deve atingir R\$ 10,7 trilhões. Para o PIB *per capita*, a previsão é de crescimento de 2,4% em 2023, ante 2,5% no Boletim anterior.

Para 2024, a projeção para o crescimento do PIB também foi revisada para baixo, de 2,3% no Boletim anterior, para 2,2%. A mudança reflete o aumento das incertezas no ambiente externo em função da eclosão de conflitos geopolíticos; dos riscos relacionados à desaceleração do crescimento chinês; e da perspectiva de manutenção dos juros americanos em alto patamar por mais tempo. Também repercute a perspectiva menos favorável para a safra do próximo ano após a divulgação de prognósticos para a safra de 2024. Em contrapartida à menor contribuição do setor externo, devem auxiliar na expansão da atividade no próximo ano o crescimento de setores mais cíclicos, beneficiados com a flexibilização monetária em curso. Nesse sentido, a composição do crescimento brasileiro em 2024 deverá ser bastante distinta da verificada neste ano, com maior contribuição da absorção doméstica.

Projeta-se desaceleração da atividade agropecuária no próximo ano. Para o PIB agropecuário, a expectativa é de crescimento de 0,5% em 2024. Essa estimativa considera tanto os resultados do 1º prognóstico da safra para 2024 como o levantamento feito pela Conab sobre a evolução do plantio de algumas culturas agrícolas até meados de 2024. Também leva em consideração projeções internas para o avanço do abate. A desaceleração esperada para a atividade desse setor repercute a queda nos preços agrícolas em 2023, desestimulando a expansão das áreas plantadas, além dos impactos de eventos climáticos extremos nas decisões de plantio e cultivo.

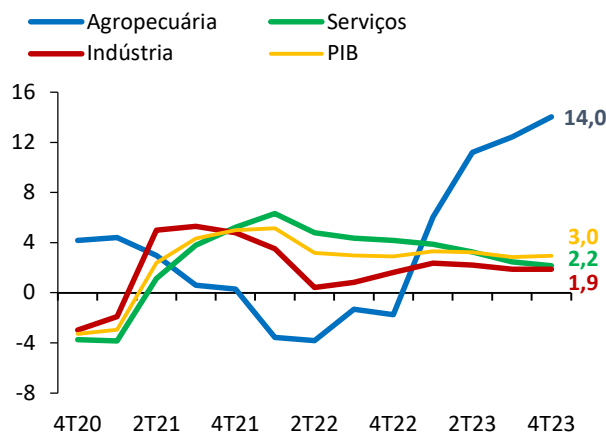
A atividade na Indústria, em contrapartida, deverá acelerar em 2024. Projeta-se crescimento do setor industrial de 2,4% em 2024. Para esse desempenho, a contribuição da Transformação será predominante, auxiliada pela política monetária menos contracionista e, conseqüentemente, pelas melhores condições para tomada de crédito no mercado bancário e de capitais. O PAC e as linhas especiais para inovação, digitalização e para projetos no âmbito da Transformação ecológica (com destaque para os recursos do Fundo Clima), somados ainda à perspectiva de aumento do investimento externo direto, em resposta às oportunidades crescentes de investimentos em ativos e projetos sustentáveis no Brasil, também devem impulsionar a produção manufatureira no próximo ano. A Construção, amparada por programas de subsídio para compra de moradia popular, é outro subsetor que deverá contribuir para o maior dinamismo da atividade industrial em 2024.

Serviços deverá apresentar ritmo crescimento similar ao de 2023. Para o setor, a expectativa é de crescimento de 2,2%, taxa similar à projetada para 2023. Atividades menos sensíveis ao ciclo, como Transporte e Atividades financeiras, devem contribuir menos para o crescimento desse setor no ano. Em contrapartida, atividades mais dependentes do crédito tendem a se beneficiar com menores taxas de juros, menor inadimplência das famílias, menor inflação, maior salário mínimo real, e ainda pelas condições favoráveis observadas no mercado de trabalho. Pela ótica da demanda, a expectativa para 2024 é de leve desaceleração do consumo das famílias, estabilidade no consumo do governo, crescimento da FBCF e menor dinamismo do setor externo.

Para os anos seguintes, a projeção de crescimento segue próxima a 2,5%. As ações de política econômica têm como foco elevar o potencial de crescimento do país, com responsabilidade ambiental, social e fiscal. As reformas fiscal, tributária e financeira devem funcionar como bases para possibilitar o aumento da produtividade e a redução estrutural dos juros, enquanto as políticas de transformação ecológica e de redução da desigualdade deverão garantir crescimento dos investimentos sustentáveis e da inclusão social.

| Projeções de crescimento do PIB (% a.a.) | | |
|--|------------------|-------------|
| Ano | Data da projeção | |
| | Setembro/23 | Novembro/23 |
| 2023 | 3,2 | 3,0 |
| 2024 | 2,3 | 2,2 |
| 2025 | 2,8 | 2,8 |
| 2026 | 2,5 | 2,5 |
| 2027 | 2,6 | 2,6 |

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

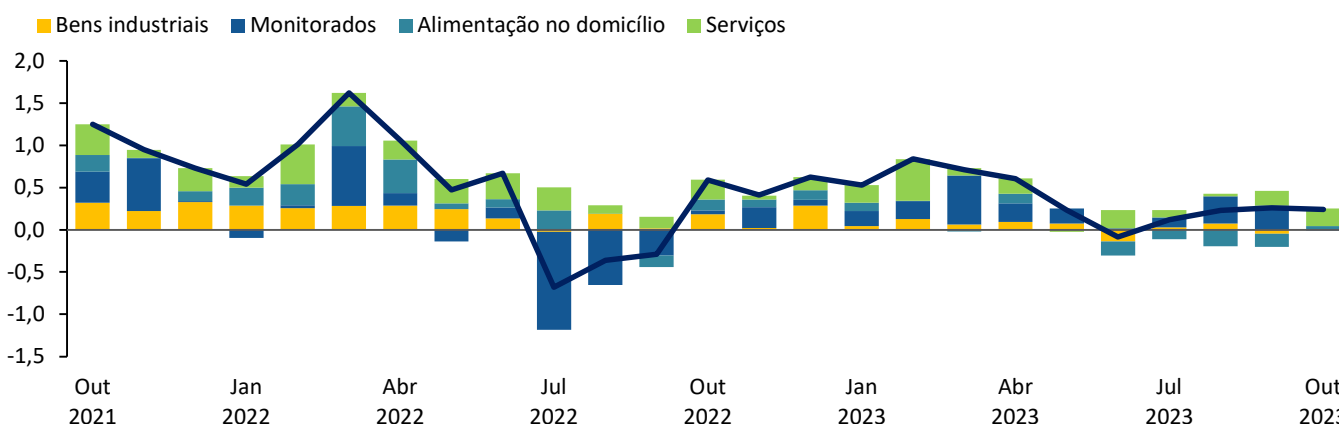


Fonte: IBGE e SPE

Inflação

De agosto a outubro, a variação acumulada em doze meses do IPCA subiu em repercussão à aceleração nos preços de monitorados. A inflação medida pelo IPCA avançou de 4,61% em agosto para 4,82% em outubro, influenciada principalmente pela alta de monitorados, de 7,69% para 9,99%. No caso dos monitorados, o aumento da inflação refletiu a saída dos efeitos de desonerações de combustíveis e energia da base de cálculo. Pequena parcela da aceleração nos preços de monitorados pode ser atribuída também ao efeito líquido de reajustes nos preços da gasolina e diesel, anunciados em agosto e outubro. Em contrapartida, nesse mesmo período, destaca-se a desaceleração da inflação de plano de saúde, energia elétrica e plano de telefonia fixa.

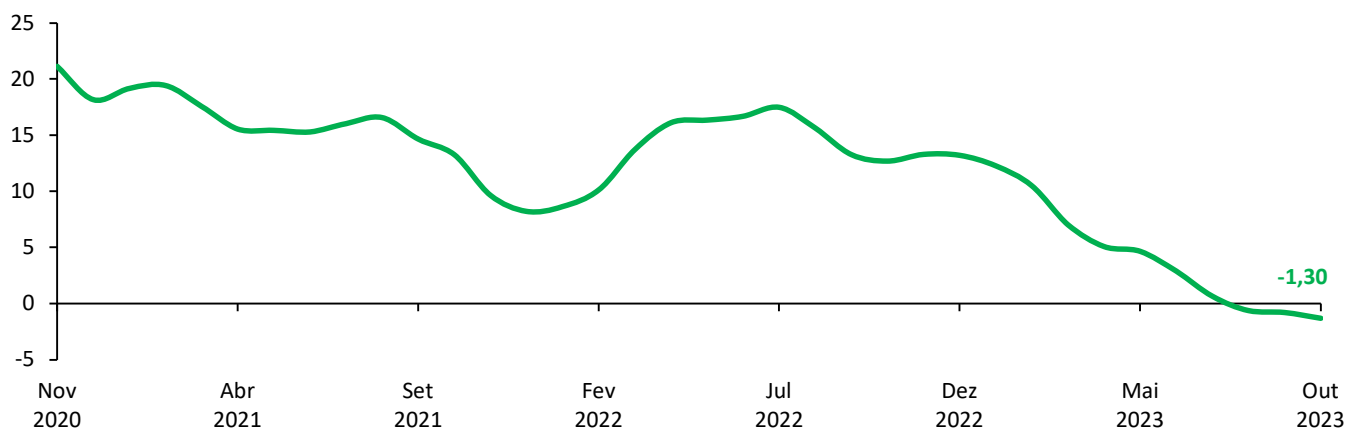
Contribuição por categoria para o IPCA - no mês, em p.p.



Fonte: IBGE, BCB

Apesar do avanço na inflação de monitorados, verificou-se intensificação da deflação para alimentação no domicílio. No acumulado em doze meses, a deflação de alimentos passou de -0,62% em agosto para -1,30% em outubro, sendo majoritariamente influenciada, nesse período, pela queda acentuada nos preços de alimentos *in natura*. No entanto, para a deflação no acumulado do ano contribuíram também o recuo nos preços de óleo de soja, do feijão, de carnes, do café e do leite, repercutindo a queda intensa dos preços agropecuários no atacado ao longo de 2023.

Inflação de alimentação no domicílio - var. % 12m

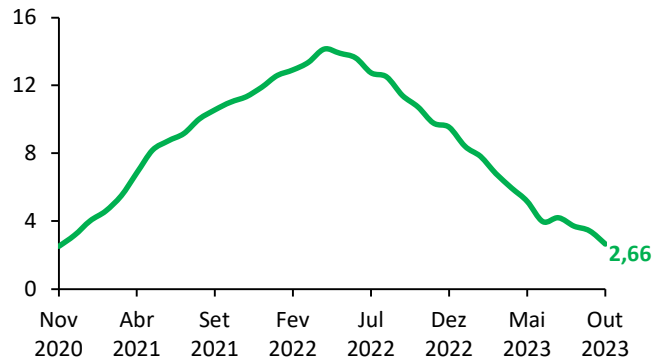


Fonte: IBGE

A inflação de bens industriais também seguiu desacelerando no período, refletindo o menor ritmo de aceleração nos preços de componentes menos voláteis. De agosto a outubro, a inflação de bens industriais desacelerou de 3,71% para 2,66% no acumulado em doze meses, contribuindo para essa dinâmica a menor aceleração nos preços de vestuário, produtos de higiene pessoal, artigos de limpeza e mobiliário. Para a métrica subjacente, que exclui etanol; fumo; automóveis novos e usados; e eletrodomésticos do cálculo da inflação de bens, a desinflação foi ainda mais

acentuada. A desaceleração nos preços de bens segue repercutindo, com defasagem, a deflação observada para os preços industriais no atacado e a apreciação cambial observada ao longo do ano. A queda nos preços de derivados de petróleo e a redução da inflação de energia após o choque durante a pandemia, junto com o menor ritmo de crescimento da atividade global no terceiro trimestre, também vêm contribuindo para o processo de desinflação de bens.

Inflação de bens industriais - var. % 12m



Fonte: IBGE, BCB

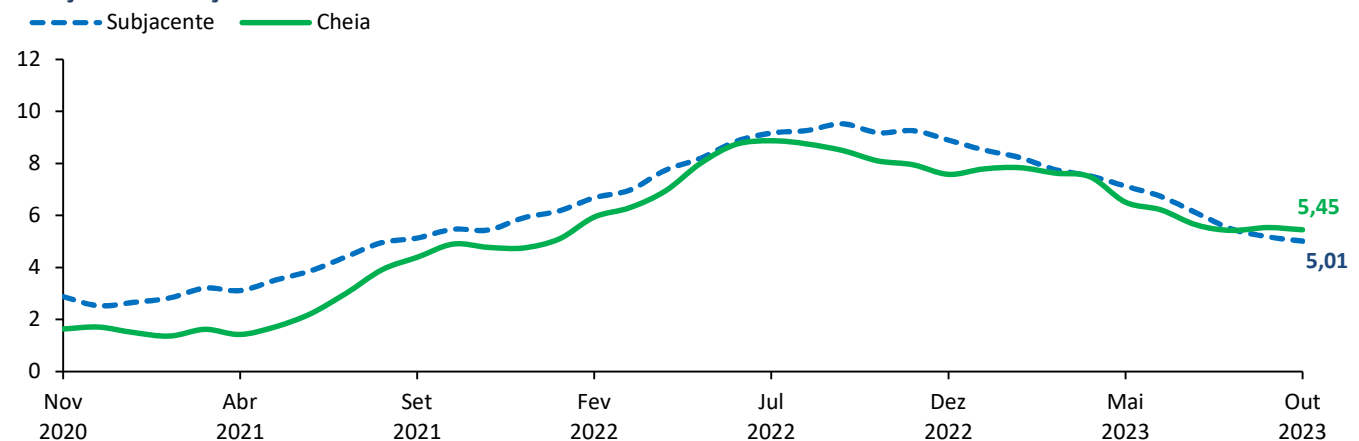
Taxa de câmbio - R\$/US\$



Fonte: Bloomberg

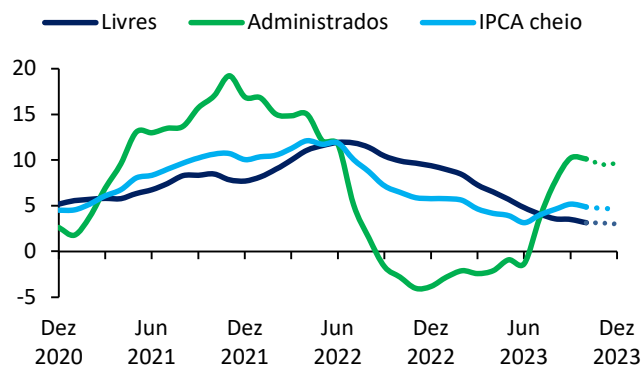
Apesar da inflação de serviços ter se mantido constante de agosto a outubro, a métrica de inflação subjacente desacelerou. A inflação de serviços passou de 5,43% em agosto para 5,45% em outubro, influenciada pela aceleração nos preços de itens mais voláteis como acesso à internet; combo de telefonia, internet e TV por assinatura; plano de telefonia móvel; e passagem aérea. A inflação de serviços subjacentes, em contrapartida, seguiu em desaceleração, passando de 5,48% em agosto para 5,01% em outubro, menor nível desde agosto de 2021, evidenciando que o “segundo estágio” do processo desinflacionário já se observa no Brasil. Em doze meses, destaque para a menor aceleração dos preços de serviços bancários, de alimentação fora do domicílio e de aluguel residencial e para a deflação em seguro de veículo. Os preços desses itens foram impactados não somente pelos efeitos da política contracionista na demanda, mas também pela deflação dos IGPs e de alimentos no atacado (caso de aluguel, refeição e lanche, por exemplo).

Inflação de serviços - var. % 12m

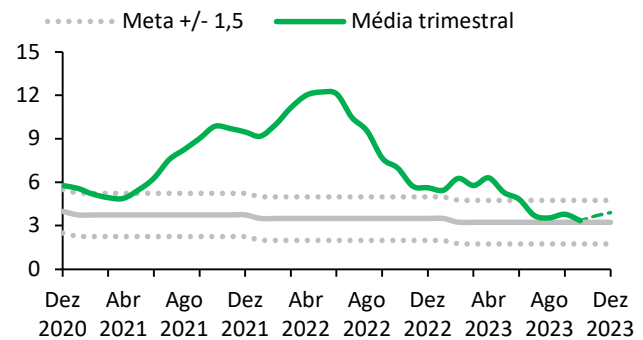


Fonte: IBGE, BCB

Em novembro e dezembro, o processo de desinflação deve continuar, liderado pela menor aceleração projetada para os preços de componentes subjacentes da inflação. Até o final do ano, a inflação acumulada em doze meses dos preços de monitorados deve recuar, em paralelo à continuidade do processo de desinflação dos preços livres. Destaca-se a variação trimestral dessazonalizada e anualizada das cinco principais medidas de núcleo, que desde julho já se encontra dentro do intervalo da meta, devendo fechar o ano em patamar próximo à 3,90%, de cerca de 5,60% em fins de 2022.

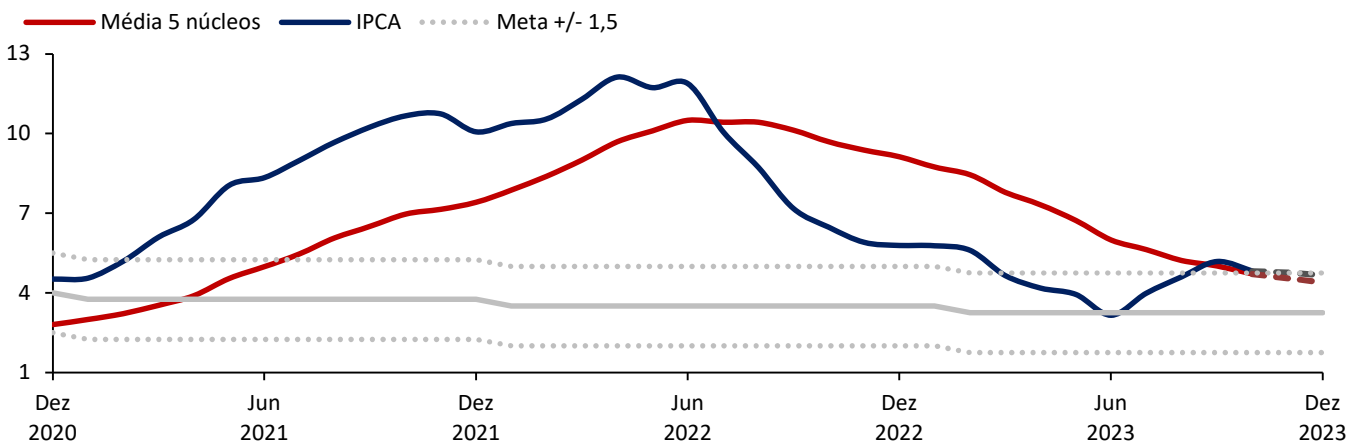
IPCA, livres e administrados - var. % 12m

Fonte: BCB

Média trimestral dos 5 principais núcleos de inflação - var. % dessaz.

Fonte: BCB, SPE-MF

Com base nesses desdobramentos, a projeção para o IPCA foi revisada de 4,85% para 4,66% em 2023. O processo de desinflação vem ocorrendo com velocidade maior do que a projetada até meados do ano (pelo mercado e pela SPE), levando a inflação para dentro do intervalo proposto pelo regime de metas já em 2023. A variação acumulada em doze meses das 5 principais medidas de núcleo também deve fechar o ano abaixo do limite superior do intervalo proposto para a meta, em torno de 4,40%. Conforme já destacado, no Brasil, a segunda etapa do processo de desinflação já está em andamento e segue superando as expectativas.

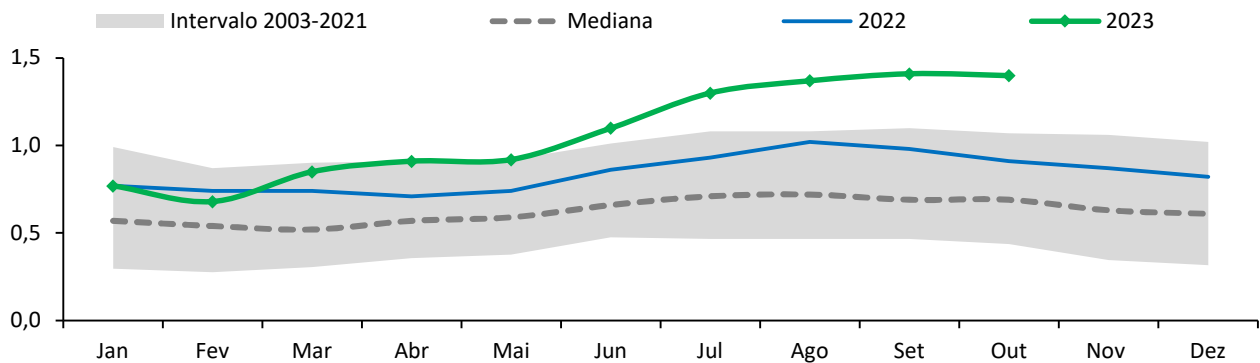
IPCA x núcleos - var. % 12m

Fonte: IBGE, BCB, SPE

Para 2024, a inflação projetada passou para 3,55%, ante 3,40% no Boletim anterior. A revisão para cima em 0,15 p.p. reflete ajustes pontuais no cenário de inflação, decorrentes de mudanças marginais nas projeções para o câmbio e para os preços de *commodities*. Também incorpora os reajustes do ICMS sobre gasolina, diesel e GLP, anunciados pelos estados para entrar em vigor a partir de fevereiro do próximo ano, e impactos esperados do *El Niño* sobre os preços de alimentos, energia e combustíveis. A materialização de *El Niño* de grande intensidade e de rupturas nas cadeias de fornecimento global em repercussão ao acirramento de conflitos geopolíticos são riscos altistas para esse cenário, parcialmente compensados pela perspectiva de desaceleração do crescimento global.

Apesar da elevação na estimativa para a inflação de 2024, a dinâmica positiva em curso para os preços menos voláteis de serviços e bens deve seguir sendo observada. O box “Mudanças nos preços relativos de bens e serviços e perspectivas para a inflação” traz considerações nesse sentido. Atualmente se observa um descolamento desses preços em relação à tendência observada no pré-pandemia e o retorno à essa tendência, ainda que de maneira parcial, tende a auxiliar o processo desinflacionário. Os preços de monitorados também devem desacelerar, menos influenciados por mudanças tributárias.

Anomalias de temperatura oceânica no hemisfério norte (°C)



Fonte: NOAA

Para o INPC, a expectativa é de variação acumulada em doze meses de 4,04% em 2023, ante projeção de 4,36% no último Boletim. A revisão em -0,32 p.p. frente à projeção do Boletim anterior foi maior que a do IPCA (-0,20 p.p.) e reflete a incorporação de valores já divulgados para o Índice em setembro e outubro. No ano, a inflação para consumidores com renda mensal de até cinco salários mínimos deverá ser inferior àquela medida pelo IPCA em mais de 0,60 p.p., evidenciando que o processo desinflacionário vem ocorrendo de maneira mais pronunciada para as menores classes de renda.

O IGP-DI de 2023 foi novamente revisado para baixo, passando de -3,00% para -3,30%. Desde o último Boletim, os preços agropecuários do IPA-DI surpreenderam para baixo, voltando a apresentar deflação acentuada em setembro como reflexo da forte queda nos preços de bovinos, leite e ovos. Em outubro, a alta do IPA também foi abaixo da esperada já que a queda nos preços da soja e do leite compensou parcialmente a alta sazonal da batata e a elevação da inflação de bovinos. Para 2024, projeta-se aceleração nos preços no atacado, motivada pela maior ocorrência de anomalias climáticas, com impactos sobre o plantio de alimentos e, conseqüentemente, sobre os preços de *commodities* agropecuárias.

Inflação 2023 – projeção anual em %

| Data base para projeção da inflação | set/23 | nov/23 |
|-------------------------------------|--------|--------|
| IPCA | 4,85 | 4,66 |
| INPC | 4,36 | 4,04 |
| IGP-DI | -3,00 | -3,30 |

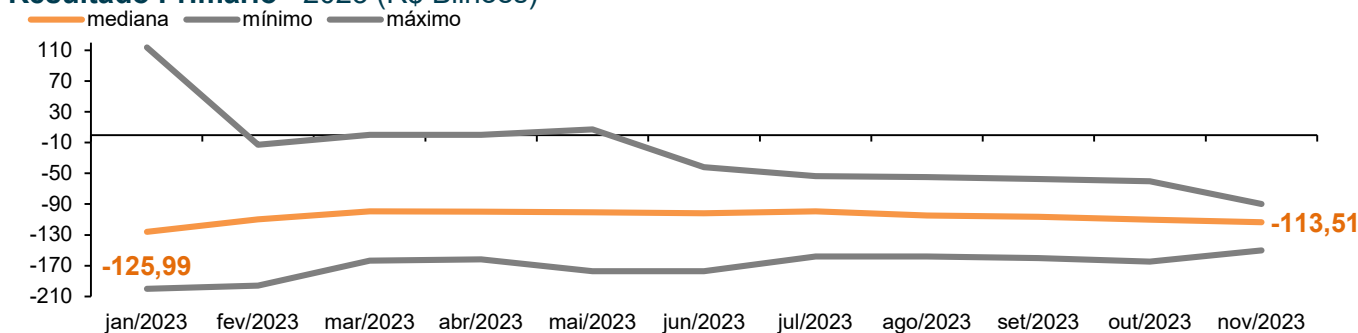
Indicadores Macrofiscais e Projeções do Sistema PRISMA Fiscal

Expectativas para 2023

Restando apenas o mês de dezembro para concluir a coleta de expectativas de mercado em relação à situação fiscal do país ao longo de 2023, avalia-se a trajetória das projeções das principais variáveis fiscais encaminhadas pelas instituições participantes do Sistema PRISMA Fiscal até o mês de novembro. É possível observar que, no período entre janeiro e novembro de 2023, as expectativas de mercado em relação à situação fiscal da economia brasileira em 2023 foram marcadas pela seguinte dinâmica:

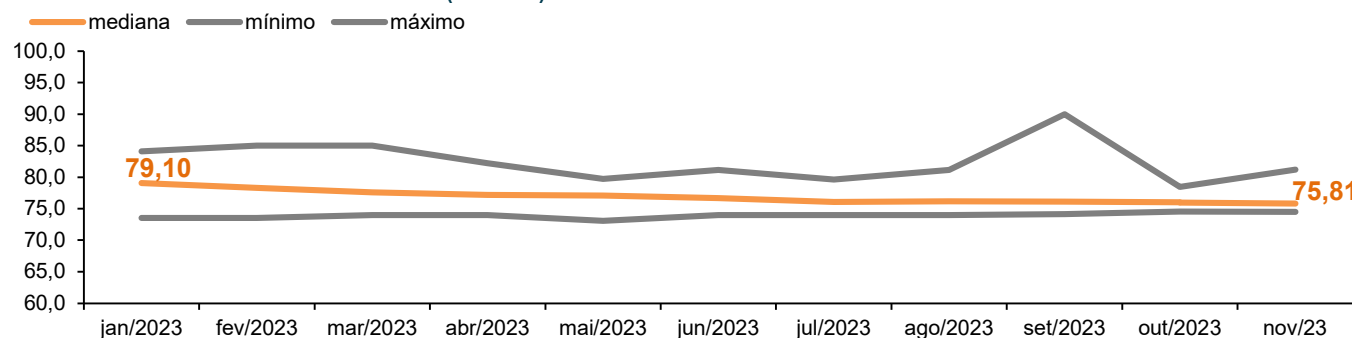
Houve melhora na expectativa do Resultado Primário para 2023. Entre janeiro e novembro de 2023, a previsão de déficit primário para o ano passou de R\$ 125,99 bilhões para R\$ 113,51 bilhões, apresentando queda de 9,9% entre as duas coletas. Essa estimativa reflete estabilidade da expectativa em relação às despesas totais ao longo do ano e melhora na expectativa de receita líquida. Com a expectativa do mercado para o PIB de 2023 em R\$ 10,69 trilhões, a projeção mediana é de que o déficit primário no ano corresponda a 1,06% do PIB.

Resultado Primário - 2023 (R\$ Bilhões)



Houve melhora na estimativa de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) em relação ao PIB, com consecutivas projeções de queda deste indicador. Em janeiro de 2023, o mercado esperava que a DBGG do ano corresponderia a 79,1% do PIB. Já em novembro, a projeção caiu para 75,8%, representando queda acumulada de 3,3 p.p. no ano, até o presente mês. A expectativa de um déficit primário menor, conjuntamente à melhora na perspectiva de crescimento do PIB e de queda na taxa de juros¹, entre janeiro e novembro deste ano, são fatores que auxiliam no entendimento da dinâmica favorável observada na expectativa de DBGG/PIB para 2023.

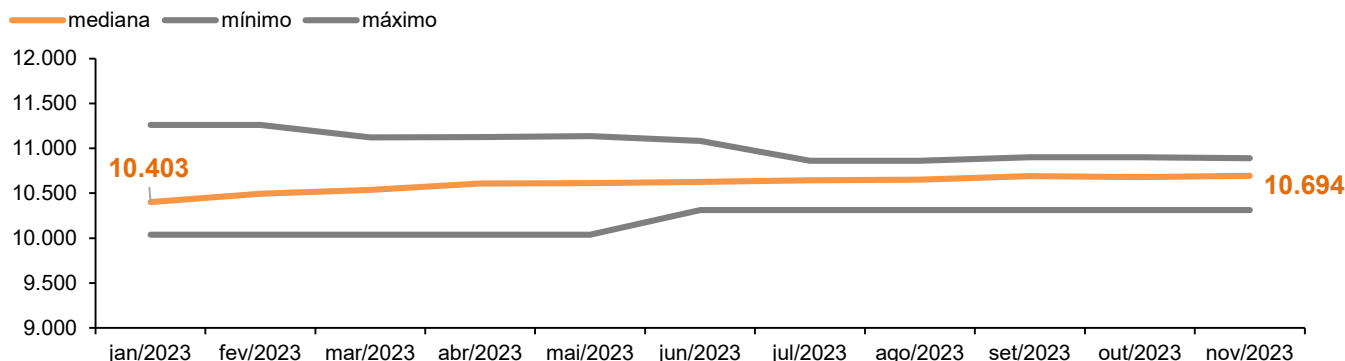
Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB) 2023



¹ Segundo o Boletim Focus, a expectativa da taxa Selic para 2023 passou de 12,25% em janeiro para 11,75% em novembro de 2023 (-0,5 p.p.).

A expectativa de PIB Nominal registrou aumento. Entre janeiro e novembro de 2023, a projeção de PIB nominal para o ano corrente passou de R\$ 10,4 trilhões para R\$ 10,7 trilhões, exibindo variação positiva de **2,80%**. O aumento da projeção para o PIB nominal ao longo do ano teve reflexo na melhora dos indicadores fiscais de arrecadação, resultado primário/PIB e DBGG/PIB.

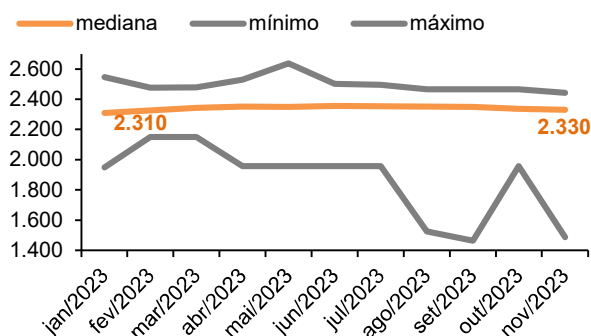
PIB Nominal (R\$ Bilhões) - 2023



Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

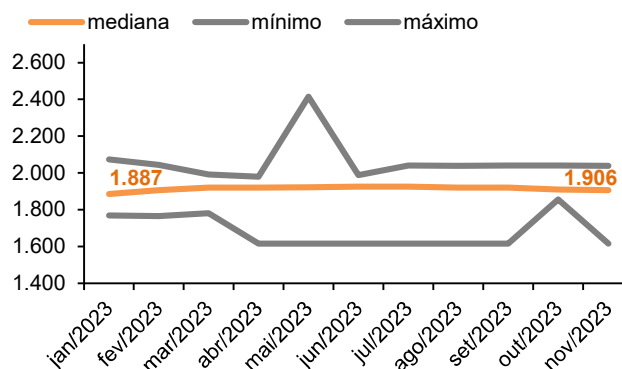
A expectativa para a Receita Líquida do Governo Central teve variação positiva. Em janeiro de 2023, a projeção mediana das Instituições participantes do Sistema Prisma para a Arrecadação das Receitas Federais no corrente ano era de R\$ 2,310 trilhões, em novembro, atingiu a magnitude de R\$2,330 trilhões (+0,87%). Quando se considera a Receita Líquida do Governo Central, a projeção de janeiro era de R\$1,89 trilhões, ao passo que, em novembro, a expectativa atingiu R\$1,91 trilhões, exibindo aumento de 1,02%.

Arrecadação das Receitas Federais (R\$ Bilhões) - 2023



Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

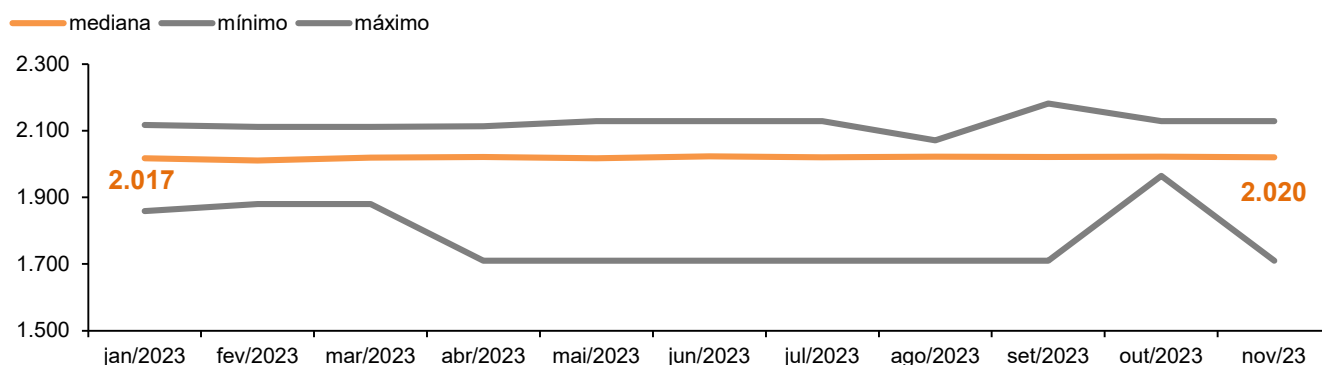
Receita Líquida (R\$ Bilhões) 2023



Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

A expectativa de Despesa Total do Governo Central permaneceu estável. Dados do PRISMA apontam pequena elevação na projeção para o ano de 2023 de R\$ 2,017 trilhões em janeiro para em R\$ 2,020 trilhões em novembro (+0,17%).

Despesa Total (R\$ Bilhões) 2023

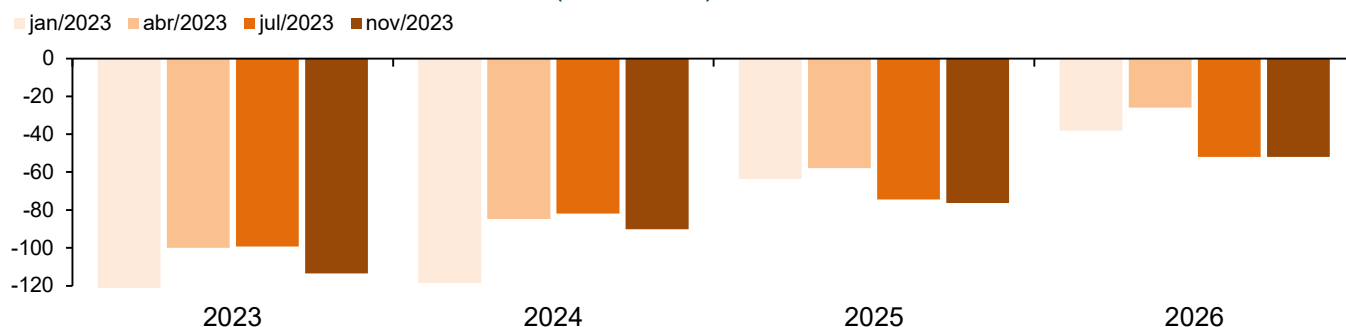


Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

Expectativas de médio prazo – 2023-2026

Registrou-se melhora na expectativa do mercado para o déficit primário em 2023 e 2024, enquanto para 2025 e 2026 houve piora. Quando comparadas as coletas de estimativas do Sistema Prisma entre janeiro e novembro de 2023, houve redução na projeção de déficit primário do Governo Central de R\$ 118,58 bilhões para R\$ 90,24 bilhões em 2024 (-23,9%), enquanto houve elevação de R\$ 63,60 bilhões para R\$ 76,37 bilhões em 2025 (+20,1%) e de R\$ 38,07 bilhões para R\$ 51,89 bilhões em 2026 (+36,35%).

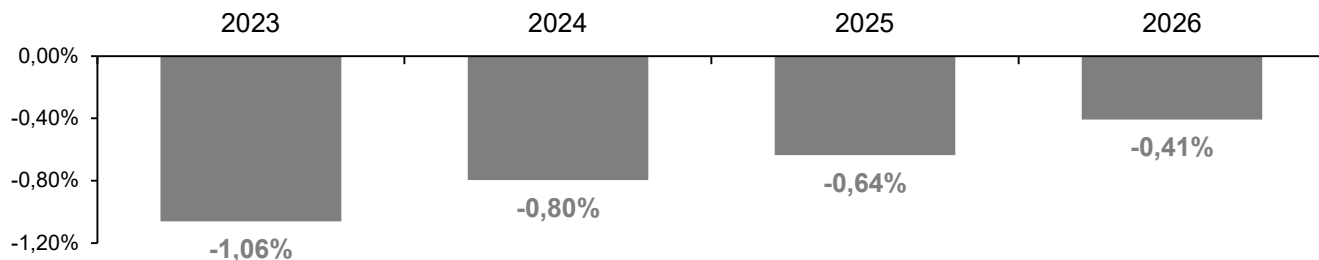
Resultado Primário do Governo Central (R\$ Bilhões) 2023 - 2026



Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

A expectativa de mercado para a relação entre resultado primário e PIB é de queda ao longo dos anos. Embora se tenha registrado piora nas projeções para o resultado primário de 2025 e 2026 quando se compara as coletas de janeiro e novembro de 2023, a expectativa é de uma dinâmica cadente para o indicador de resultado primário em proporção do PIB. A projeção é de déficit primário 0,80% para 2024, 0,64% em 2025 e 0,41% em 2026.

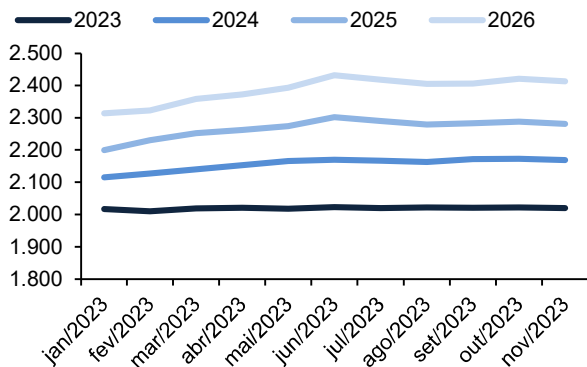
Resultado Primário (% PIB) 2023-2026



Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

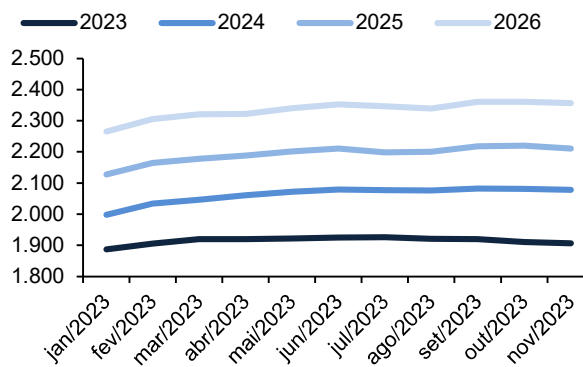
Houve aumento na expectativa de despesa total e receita líquida em todos os anos. Entre janeiro e novembro de 2023, a projeção de despesa total aumentou de R\$ 2,11 trilhões para R\$ 2,17 trilhões em 2024 (+2,52%), de R\$ 2,20 trilhões para 2,28 trilhões em 2025 (+3,68%) e R\$ 2,31 trilhões para 2,41 trilhões em 2026 (+4,29%). Para o mesmo período, a expectativa de receita líquida passou de R\$ 2,00 trilhões para R\$ 2,08 trilhões em 2024 (+3,99%), de R\$ 2,13 trilhões para R\$ 2,21 trilhões em 2025 (+3,87%) e de R\$ 2,27 trilhões para 2,36 trilhões em 2026 (+4,00%). Portanto, percebe-se certo compasso entre as projeções de aumento de Despesa Total e Receita Líquida do Governo Central no médio prazo.

Despesa Total (R\$ Bilhões) 2023-2026



Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

Receita Líquida (R\$ Bilhões) 2023-2026

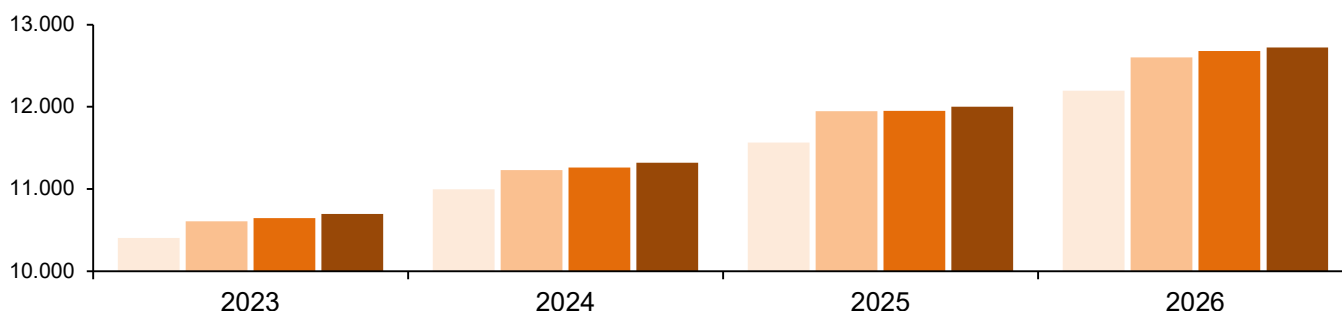


Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

O PRISMA registrou aumento nas expectativas de PIB Nominal para os anos de 2023 a 2026, quando se compara as projeções enviadas em janeiro e novembro de 2023. A expectativa passou de R\$ 11,00 trilhões para R\$ 11,32 trilhões em 2024 (+2,95%), de R\$ 11,56 trilhões para R\$ 12,00 trilhões em 2025 (+3,80%) e de R\$ 12,20 trilhões para R\$ 12,72 trilhões em 2026 (+4,31%).

PIB Nominal (R\$ Bilhões) 2023-2026

■ jan/23 ■ abr/2023 ■ jul/2023 ■ nov/2023

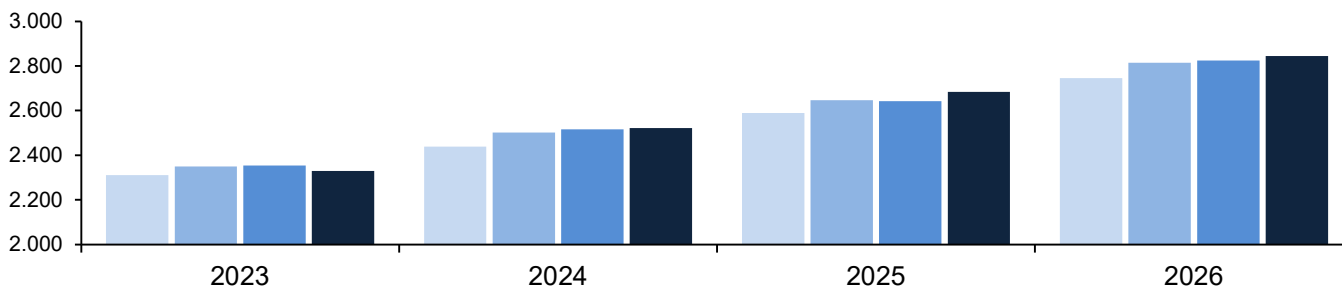


Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

Houve aumento na expectativa de Arrecadação das Receitas Federais de médio prazo. Entre janeiro e novembro de 2023, a projeção passou de R\$ 2,44 trilhões para 2,52 trilhões em 2024 (+3,44%), de R\$ 2,59 trilhões para R\$ 2,68 trilhões em 2025 (+3,69%) e de R\$ 2,75 trilhões para R\$ 2,84 trilhões em 2026 (+3,65%).

Arrecadação das Receitas Federais (R\$ Bilhões) 2023-2026

■ jan/2023 ■ abr/2023 ■ jul/2023 ■ nov/2023

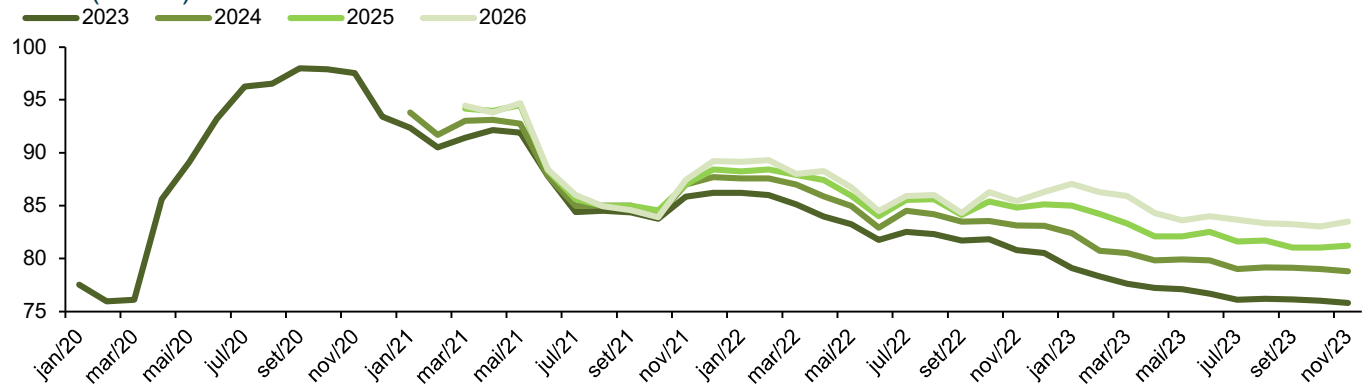


Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

Houve queda na projeção do indicador DBGG/PIB para todos os anos entre 2023 e 2026, quando se compara as expectativas de janeiro e novembro. Embora as expectativas para a DBGG (% PIB) sejam de aumento deste indicador entre 2023 e 2026, passando de 75,8% em 2023 para 83,5% em 2026 (+7,7 p.p.) no último relatório do Prisma, quando se comparam as coletas de janeiro e novembro, registram-se revisões para baixo para a projeção de cada ano. Entre janeiro e novembro de 2023, a projeção de DBGG/PIB passou de 82,4% para 78,8% em 2024 (-3,6 p.p.), de 85,0% para 81,2% em 2025 (-3,8 p.p.) e de 87,1% para 83,5% em 2026 (-3,6 p.p.).

Quando se analisa a série mais ampliada da DBGG/PIB, é possível verificar que as expectativas dos agentes em relação a esse indicador têm mantido trajetória de queda, após intensa elevação no período da pandemia iniciado em março de 2020.

DBGG (% PIB) 2023-2026



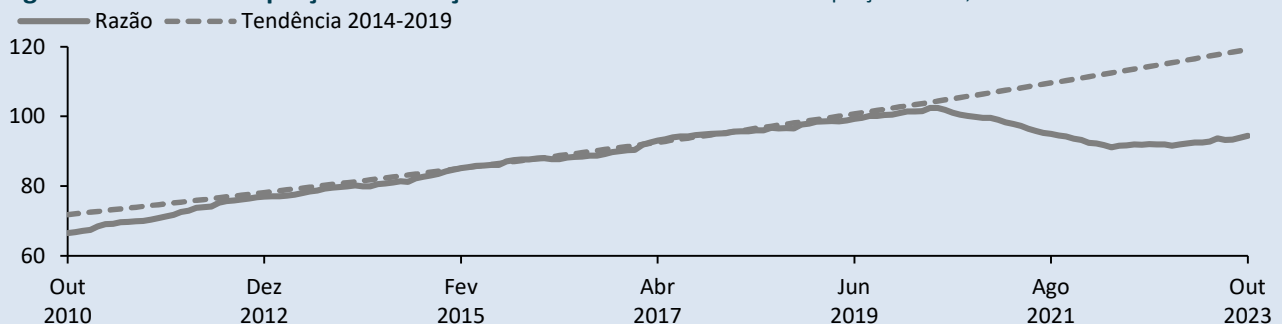
Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

Mudanças nos preços relativos de bens e serviços e perspectivas para a inflação

A pandemia de Covid-19 levou a uma mudança nos preços relativos de serviços e bens. Enquanto os preços de serviços foram afetados pela demanda reduzida e pela piora nas condições do mercado de trabalho por causa do isolamento, os preços de bens subiram acima de sua tendência de médio prazo devido ao aumento nos custos da energia e à ruptura nas cadeias de fornecimento global. Em decorrência desses choques, a razão entre esses preços, que no Brasil exibia trajetória ascendente com inclinação estável desde meados de 2012, passou a cair a partir do segundo trimestre de 2020 (Figura 1).

No entanto, mesmo com o fim do isolamento e normalização das cadeias produtivas, a razão entre os preços de serviços e bens não retornou ao patamar observado no período pré-pandêmico. Esta razão voltou a exibir trajetória ascendente somente a partir do segundo trimestre de 2022, porém com inclinação menos pronunciada.

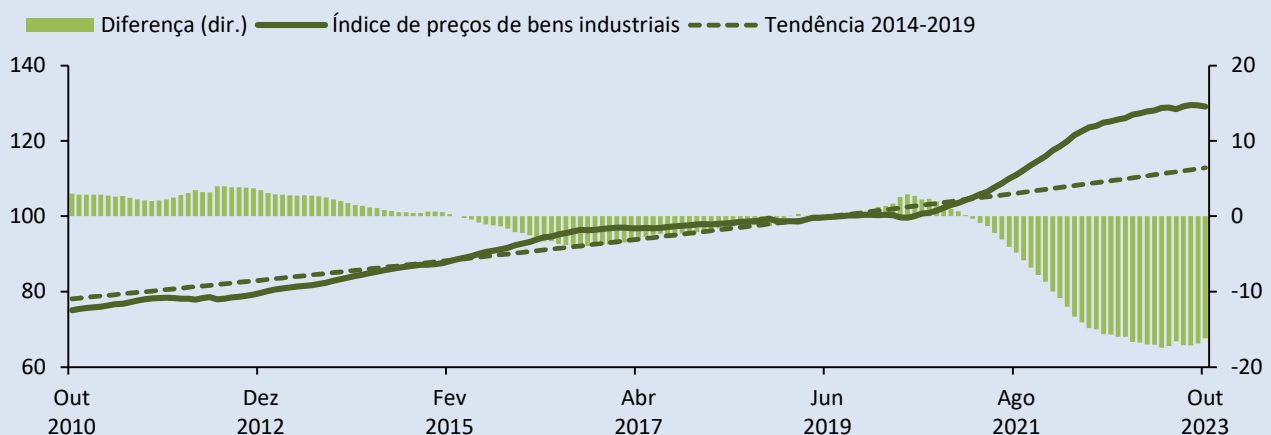
Figura 1: Razão entre preços de serviços e bens industriais - Índices de preços dessaz, 2019 = 100



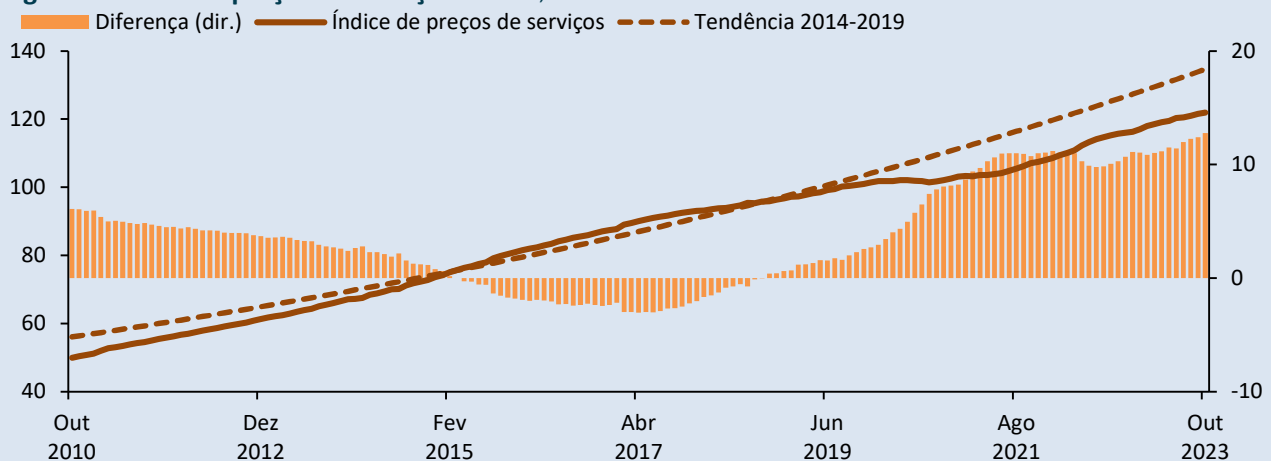
Fonte: IBGE, SPE/MF

Analisando separadamente os preços de serviços e bens, é possível notar que ambos ainda mantêm desvios das tendências que exibiam antes da pandemia, e que o desvio é significativamente maior no caso dos preços de bens. Verifica-se, ainda, que enquanto os preços de bens voltaram a exibir tendência com inclinação similar àquela do pré-pandemia (diferença entre a tendência e realizado se tornou constante, na Figura 2), no caso dos preços de serviços a tendência se tornou menos inclinada (diferença entre tendência e realizado crescente, na Figura 3).

Figura 2: Índice de preços de bens industriais - Dessaz, 2019 = 100



Fonte: IBGE, SPE/MF

Figura 3: Índice de preços de serviços - Dessaz, 2019 = 100

Fonte: IBGE, SPE/MF

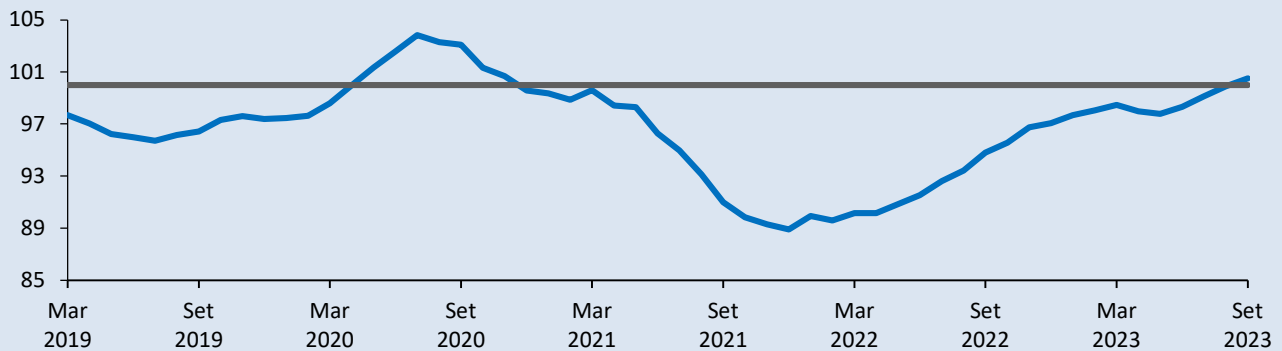
Entender os determinantes dessa nova dinâmica de preços é relevante para projetar a inflação futura. Se os desvios que ainda se mantêm forem atribuídos a choques temporários, é plausível supor o retorno dos preços às tendências verificadas no pré-pandemia. Esse retorno poderia contribuir para o processo desinflacionário em curso em até 3,0 p.p. (já considerando os pesos de serviços e bens no IPCA). No entanto, se os desvios dos preços forem explicados por choques permanentes, o impacto para a inflação tenderia a ser mais durador.

É possível contextualizar o desvio dos preços de serviços e bens tanto por fatores temporários como estruturais. O preço dos bens industriais pode estar sendo impactado pelo excesso de poupança das famílias no pós-pandemia, que ainda persiste em menor grau, e pela volatilidade dos preços da energia, em razão da continuidade dos conflitos geopolíticos. Esses efeitos tendem a se dissipar no tempo, podendo contribuir para o retorno dos preços dessa categoria à tendência observada antes da pandemia.

Fatores estruturais também podem estar interferindo na dinâmica dos preços de bens. O aumento da fragmentação geopolítica, resultante da adoção de políticas protecionistas e de *nearshoring* em grandes economias, é uma tendência que vem se acentuando nos últimos anos e que dificilmente será revertida. O acirramento da disputa por *commodities* energéticas ligadas à transição ecológica contribui como fonte de pressão adicional para essa tendência.

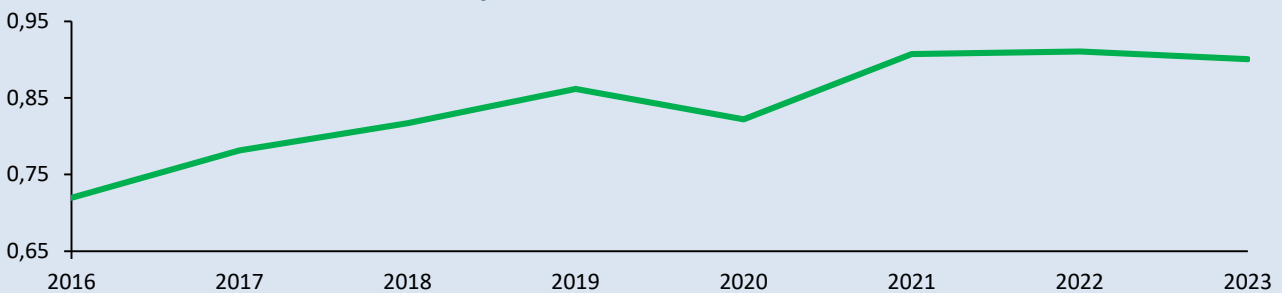
No caso dos serviços, o retorno dos preços à tendência pré-pandêmica pode não ter ainda ocorrido devido ao impacto da política monetária contracionista no mercado de crédito. O desvio dos preços nessa categoria pode ser, em certa medida, também atribuído à deflação nos preços de *commodities* agrícolas e industriais ao longo de 2023, fenômeno que no Brasil tem impacto indireto em alguns preços de serviços como alimentação fora do domicílio e aluguel.

No entanto, além desses choques de natureza temporária que ainda se observam no cenário conjuntural, com efeitos que tendem a se dissipar no tempo, para o setor de serviços foram especialmente relevantes as mudanças estruturais induzidas pela pandemia. Com o isolamento decorrente da crise sanitária, a continuidade das atividades nesse setor passou a depender da digitalização. O rápido crescimento da digitalização elevou a concorrência na prestação de serviços, por reduzir a assimetria de informação dos clientes; e reduziu custos de deslocamento e com salários, pela possibilidade de contratação de mão-de-obra remota. Dados de rendimento real habitual mostram, nesse sentido, que os salários no setor de serviços somente retornaram ao patamar observado no início da pandemia mais recentemente, mesmo com o aumento real do salário mínimo no início de 2023 (Figura 4).

Figura 4: Rendimento habitual real no setor de serviços - Índice 10/2020-09/2021 = 100

Fonte: IBGE, SPE/MF

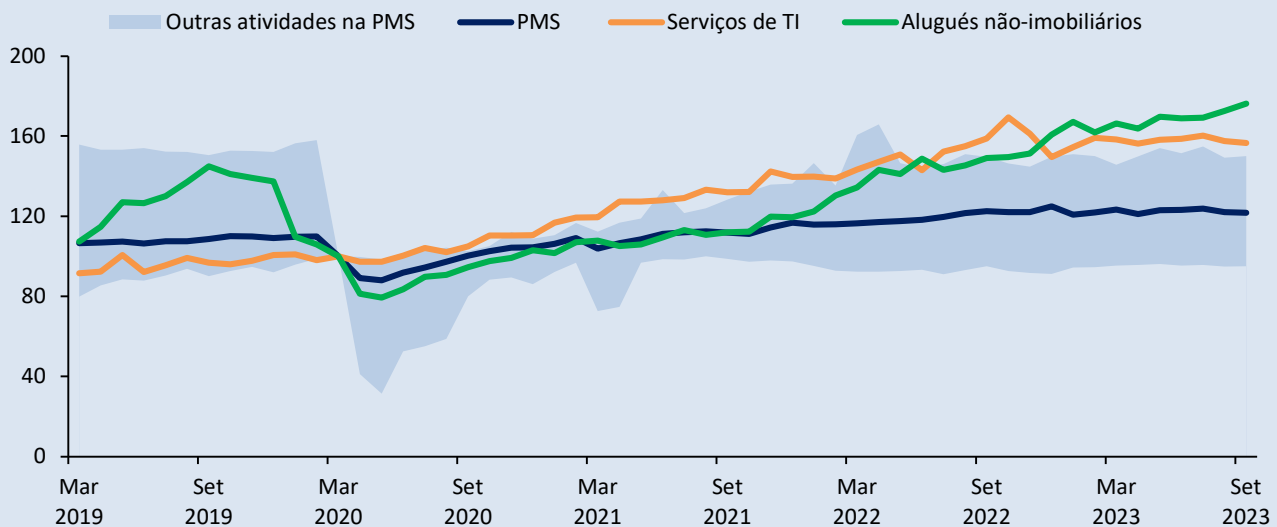
A maior digitalização contribuiu também para a expansão de atividades contratadas por meio de aplicativos, incentivando a prestação de serviços por conta própria. Dados da PNAD corroboram essa percepção: houve uma elevação no percentual de trabalhadores por conta própria e informais como proporção dos trabalhadores com carteira assinada no setor de serviços durante a pandemia, e esse percentual se manteve mais elevado nos anos seguintes (Figura 5). A mudança também implica em menores custos de contratação e, conseqüentemente, menor pressão sobre os preços de serviços.

Figura 5: Percentual de trabalhadores por conta própria e informais como proporção dos trabalhadores com carteira assinada no setor de serviços

Fonte: IBGE, SPE/MF

Vale notar ainda que os serviços de tecnologia da informação (TI), voltados para otimizar o funcionamento da infraestrutura tecnológica; e de aluguéis não-imobiliários, para locação e *leasing* de meios de transporte e máquinas e equipamentos sem condutor ou operador, foram as categorias com maior crescimento na PMS desde a eclosão da pandemia. Enquanto o crescimento expressivo dos serviços de TI está diretamente relacionado ao avanço da digitalização, a expansão de aluguéis não-imobiliários é exemplo de atividade que se beneficiou com o aumento da infraestrutura tecnológica de serviços e que possibilitou o aumento da prestação de serviços por conta própria.

Índice de atividade em Serviços - Dessaz, 2019 = 100



Fonte: IBGE, SPE/MF

O crescimento da digitalização em serviços, possibilitando aumento da competição e redução de custos de contratação, pode ter elevado o dinamismo e o potencial produtivo desse setor. Nesse cenário, os preços de serviços reagiriam menos a determinado patamar de emprego, tudo o mais constante, passando a exibir tendência menos inclinada. Esse movimento é justamente o que se observa para os preços de serviços na Figura 3.

Vale ressaltar, ainda, que o aumento do dinamismo no setor de serviços não é um fenômeno observado apenas no Brasil, mas em muitas outras localidades. Nos Estados Unidos e Zona do Euro, por exemplo, o mercado de trabalho segue resiliente apesar do aperto das condições monetárias. Logo, atribuir esse fenômeno exclusivamente a fatores internos (como a reforma trabalhista) pode ser uma avaliação bastante prematura e precipitada.

Fatores de natureza temporária e permanente auxiliam a contextualizar a dinâmica recente dos preços de serviços e bens. No caso dos preços de bens, choques temporários parecem ser preponderantes para explicar o desvio que ainda se mantém. Assim que o excesso de poupança das famílias à nível mundial se dissipar e que a volatilidade nos preços da energia cessar, é provável pensar em retorno desses preços à tendência observada no pré-pandemia, ainda que de maneira parcial. No caso de serviços, o desvio parece estar mais relacionado a fatores estruturais, já que não se observa apenas uma mudança de tendência, mas também uma mudança na inclinação da tendência. Destaca-se, como fator estrutural preponderante, o aumento da digitalização, fenômeno que trouxe maior dinamismo e potencial produtivo para o setor de serviços. Tanto o retorno dos preços de bens à tendência anterior à pandemia como a mudança na inclinação da evolução dos preços de serviços tendem a contribuir positivamente para a dinâmica inflacionária.

SECRETARIA DE
POLÍTICA ECONÔMICA

MINISTÉRIO DA
FAZENDA

