

## SUMÁRIO EXECUTIVO

### INFLAÇÃO

#### A DESINFLAÇÃO, DO ATACADO AO VAREJO

O IPCA-15 de maio teve variação bem inferior ao projetado, com surpresas baixistas em medidas de núcleo e nos índices de difusão. Dado o comportamento mais favorável da inflação na margem e o arrefecimento do preço de commodities em reais, revisamos a projeção do IPCA de 2023 de 5,8% para 5,5%, com riscos assimétricos para o lado baixista. A melhora da inflação, inclusive pelo efeito acumulado dos vários trimestres de juros em território contracionista, se estende para 2024, e poderá ser ampliada pela provável confirmação da meta de inflação para os anos vindouros abaixo de 3,5%.

### ATIVIDADE

#### SUPER SAFRA

O PIB deve ter crescido 1,2% no primeiro trimestre de 2023. O grande destaque do período deve ser o desempenho extraordinário do agronegócio. Apesar do trimestre forte, esperamos moderação na expansão da indústria e dos serviços, sinais de uma economia com demanda morosa. Para o ano de 2023, projetamos alta de 1,4% do PIB, com alta de 8,1% do setor agropecuário.

### FISCAL

#### OS DESAFIOS NA GESTÃO DOS GASTOS NOS PRÓXIMOS ANOS

O arcabouço fiscal foi aprovado na Câmara de Deputados com poucas mudanças, incluindo a da sua denominação para novo regime fiscal e, com maior repercussão, a ratificação do mecanismo de contingenciamento de despesas quando houver risco de descumprimento das metas fiscais. A necessidade de contingenciamento manifestou-se essa semana na divulgação do relatório bimestral de receitas e despesas, pelo risco de não cumprimento do teto do gasto, ao mesmo tempo em que o governo reavaliou para baixo o resultado primário para 2023, ao contabilizar mais despesas e prever menos receitas, sem grande impacto na nossa previsão de déficit para o ano. Assinale-se que 2023 aponta para um significativo crescimento dos gastos em termos reais (deflacionados pelo IPCA), que terá que ser contido nos próximos anos, apesar do espaço permitido pelo novo regime fiscal e do possível enrijecimento adicional do orçamento que ele sugere. As metas primárias acenadas pelo governo para 2024-26 só serão alcançadas se a economia crescer acima de 2,5% nos próximos anos e complementadas por medidas adicionais de receitas.

### CHINA

#### DISCREPÂNCIA SETORIAL AJUDA A DESINFLAÇÃO MUNDIAL

A atividade econômica chinesa cresceu 2,2% no primeiro trimestre desse ano em relação ao quarto trimestre do ano passado. A demanda interna foi impulsionada pelo fim das restrições de mobilidade e pela enorme poupança acumulada nos três anos anteriores. Assim, o setor de serviços apresenta forte expansão, especialmente em turismo e entretenimento. Enquanto isso, permanecem os desafios para a construção civil e a demanda por produtos manufaturados tem arrefecido, o que tem ajudado a conter o preço das commodities no mercado internacional. Dessa forma, esperamos expansão do PIB real em torno de 5,5% nesse ano, apenas ligeiramente acima da meta do governo de 5,0%.

**EDUARDO YUKI**  
eduardo.yuki@safra.com.br

**FABIO KLEIN**  
fabio.klein@safra.com.br

**LIVIO MAYA**  
livio.maya@safra.com.br

**MATHEUS ROSIGNOLI**  
matheus.rosignoli@safra.com.br

**JOÃO FELIPE ARAUJO**  
joaofelipe.araujo@safra.com.br

**GIOVANNI PAZ**  
giovanni.paz@safra.com.br

**MATHEUS MAÇON**  
matheus.macon@safra.com.br

**MATHEUS WIRTH**  
matheus.wirth@safra.com.br



**CALENÁRIO ECONÔMICO**



**SAFRA INDICADORES**

Leia mais sobre  
Economia e Finanças em

**O ESPECIALISTA**

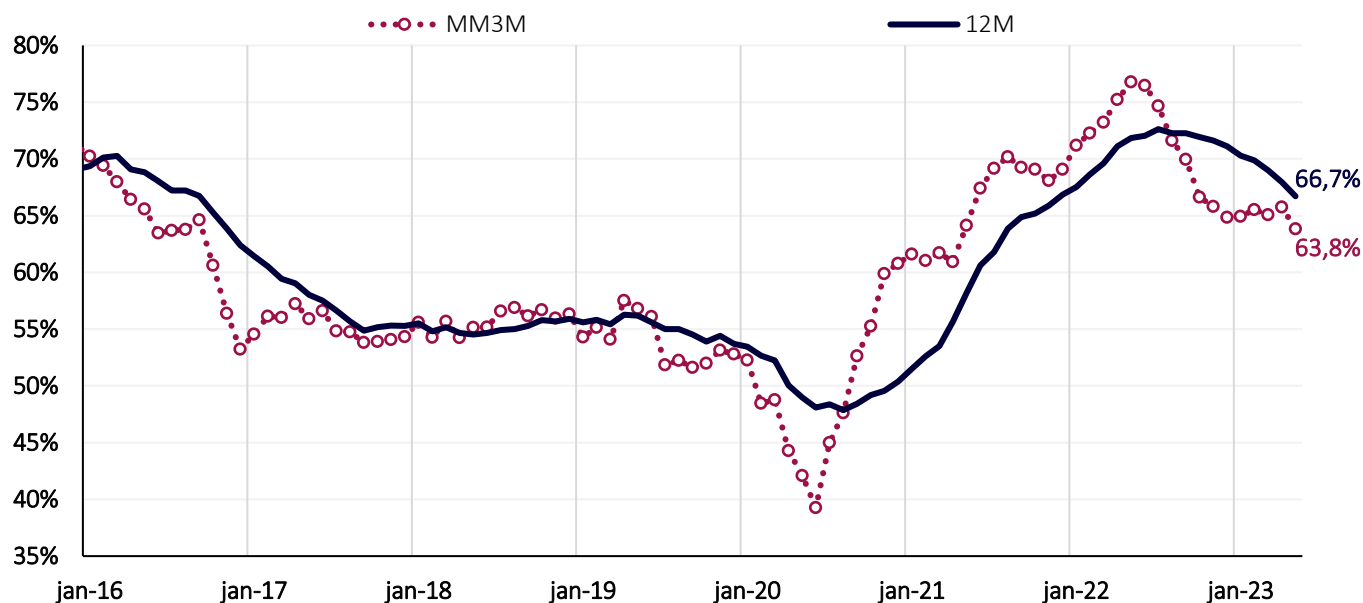
## INFLAÇÃO – A DESINFLAÇÃO, DO ATACADO AO VAREJO

O IPCA-15 de maio trouxe mais sinais baixistas para a inflação. A variação de 0,51% na comparação mensal foi inferior ao projetado pelo Safr (0,65%) e à mediana de projeções do mercado (0,64%). Com esse resultado, a inflação acumulada em 12 meses cedeu de 4,16% para 4,07%. Nossas projeções sugerem que o indicador continuará caindo em junho, para o patamar de 3,6%.

Para além da surpresa no índice geral, a abertura também mostrou um comportamento melhor do que previsto em importantes componentes da inflação. Em comparação à nossa projeção, houve surpresa favorável em todas as categorias, exceto em alimentação, cuja variação ficou alinhada com a nossa expectativa. Nos serviços, destacam-se as quedas de passagens aéreas e cotas de condomínio. Nos bens industriais, houve menor alta de vestuário e deflação em aparelhos eletrônicos. Por fim, entre os administrados, o arrefecimento na inflação de gasolina e de produtos farmacêuticos explica a maior parte do desvio de projeção verificado.

Dada a melhora disseminada, tanto os núcleos de inflação como os índices de difusão caíram na margem, considerando os dados com ajuste sazonal. Na média dos últimos três meses, o índice de difusão que exclui os itens de alimentação no domicílio, por exemplo, cedeu para 63,8%. O valor ainda está acima do registrado entre 2017 e 2019, de cerca de 55%, mas bem inferior ao pico de 76,8% registrado em maio do ano passado. A tendência de baixa dessa métrica e dos núcleos de inflação subjacente são importantes sinais para a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante da política monetária.

Gráfico 1. Índice de Difusão Ex-Alimentação (%)



Fonte: IBGE e Banco Safr

Com base nos resultados favoráveis da inflação na margem e acomodação dos preços de *commodities* em reais, nossa projeção para o IPCA de 2023 passa de 5,8% para 5,5%, com algum viés de baixa. A maior parte da revisão é explicada por uma perspectiva melhor para a inflação de alimentos, na esteira de uma deflação prevista de 9% para os produtos agrícolas do IGP-M em 2023 (para mais detalhes, consulte o semanal de 19 de maio). A inflação a menor em 2023 tem algum impacto secundário naquela de 2024, reforçando nossa projeção de variação do IPCA no ano que vem de 3,4%.

**Safrá Semanal – Análise Macroeconômica**

Brasil | 26 de maio de 2023

**Tabela 1. Abertura da Inflação (%)**

Abertura da inflação	Peso	Resultados				Projeções	
		2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>IPCA</b>	<b>100%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>10,1%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,5%</b>	<b>3,4%</b>
Administrados	24,8%	5,5%	2,6%	16,9%	-3,8%	10,6%	4,1%
Livres	75,2%	3,8%	5,2%	7,7%	9,4%	3,8%	3,2%
Bens Industriais	24,1%	1,6%	3,2%	11,9%	9,5%	2,4%	2,0%
Serviços	35,0%	3,3%	1,7%	4,8%	7,6%	5,8%	4,1%
Alim. Domicílio	15,9%	7,8%	18,2%	8,2%	13,2%	1,4%	3,0%

Fonte: IBGE e Banco Safrá

**Ainda há riscos baixistas à nova projeção do IPCA de 2023, independente do câmbio.** A provável redução tributária para o setor automobilístico pode puxar a inflação de curto prazo para baixo, em especial se os preços de carros usados se ajustarem à oferta de novos mais baratos. O efeito total depende da magnitude do corte de alíquota dos tributos que vierem a ser considerados, mas estimamos que cada ponto percentual de redução gere um alívio inflacionário de até 5 pontos base no IPCA, dependendo do número de carros que alcance. Existe a possibilidade do benefício estar ligado a exigências de eficiência energética (quilometragem) que não se traduzam em grande número de carros vendidos, e sinalizem alguma ambição climática, com menor impacto nas contas públicas e no IPCA. O direcionamento do governo será conhecido até meados de junho. O preço internacional do petróleo também pode surpreender para baixo.

**O risco cambial é ligeiramente baixista em relação ao adotado nas nossas projeções, de R\$ 5,10/US\$ no final do ano.** O provável relaxamento monetário deve colocar alguma pressão altista no câmbio, apesar da melhora de expectativas associadas à aprovação do arcabouço fiscal e provável manutenção da meta de inflação para 2024 em 3%. Um maior influxo de investimentos estrangeiros por conta da melhora do cenário doméstico e da pausa no aperto monetário americano também daria um viés baixista ao câmbio, mas as preocupações com uma menor atividade econômica nos EUA que levaram à essa pausa podem baixar o preço das commodities, criando uma tendência de desvalorização do real. Assim, é improvável que o real se mantenha muito abaixo de R\$5,00/US\$, mesmo com a conclusão do ciclo de desalavancagem externa das principais empresas brasileiras.

**Entre os riscos altistas está o repasse para o preço aos consumidores do aperto tributário previsto sobre as empresas.** Parte da estratégia fiscal do governo é mirar em benefícios fiscais sobre impostos indiretos (exclusão do ICMS não pago da base de cálculo do IRPJ), ou em estratégias de redução do imposto de renda devido nas exportações (preço de transferências). O maior pagamento de impostos pode ter algum impacto na precificação dos produtos dessas empresas, ainda que no caso dos preços de transferências ele se dê mais no preço das exportações (e.g., no caso da celulose, do ferro, ou mesmo do petróleo), com alguma repercussão no câmbio na direção de desvalorização do real.

**As perspectivas favoráveis para os preços internos, inclusive pelo efeito acumulado dos juros altos desde o ano passado, apontam para uma inflação menor em 2023 (5,5% ao invés de 5,8%), com reflexos indiretos em 2024, que podem ser potencializados pela confirmação em junho da meta de inflação abaixo de 3,5% para os anos vindouros.**

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

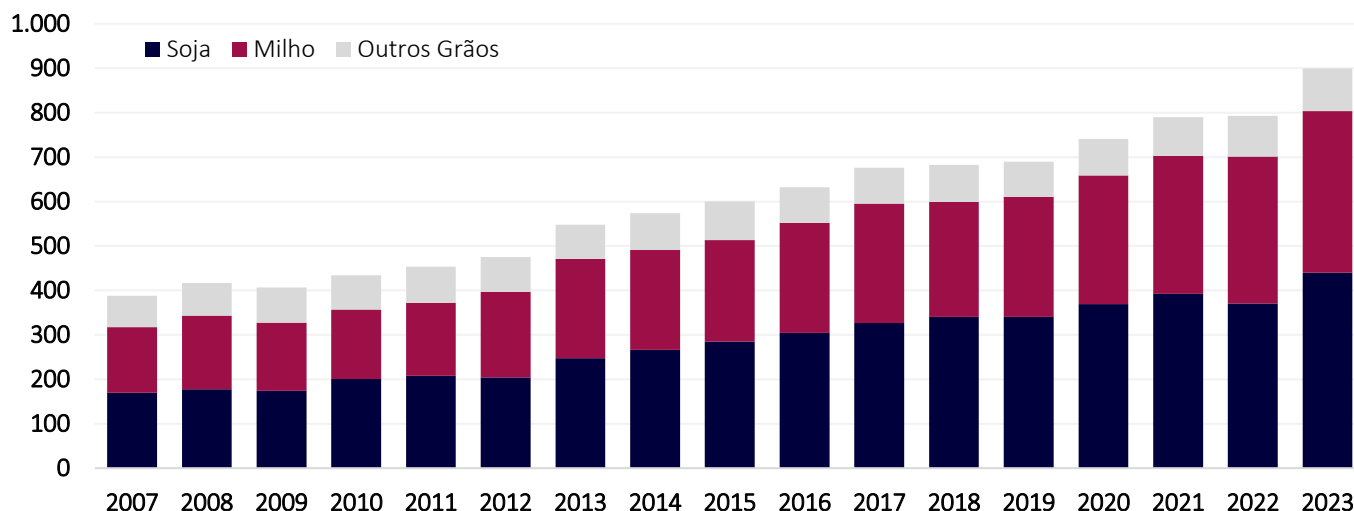
Brasil | 26 de maio de 2023

### ATIVIDADE – SUPER SAFRA

O PIB deve ter crescido 1,2% no primeiro trimestre de 2023. O grande destaque do período deve ser o desempenho extraordinário do agronegócio. Apesar do trimestre forte, esperamos expansão moderada da indústria e dos serviços, sinais de uma economia morosa nas cidades e aquecida no campo.

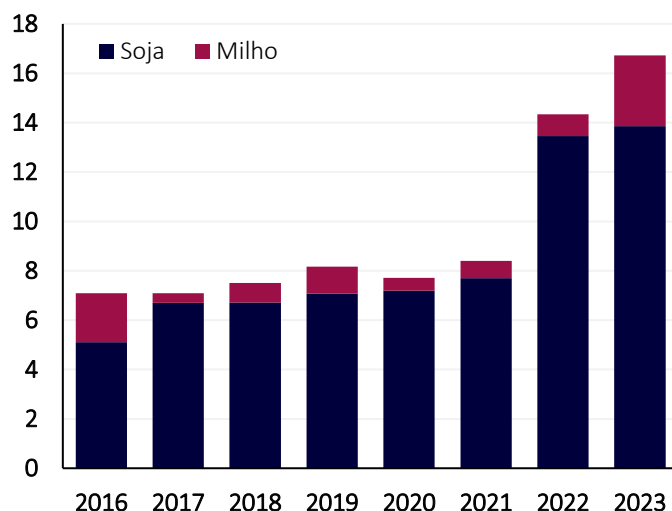
Pela ótica da oferta, o grande destaque é a agropecuária, que deve crescer 7,1%. A produção de grãos no 1T23 foi 13,5% maior que o mesmo período de 2022 (Gráfico 2). A produção de soja e de milho foi, respectivamente, 18,5% e 10,0% maior que o produzido no primeiro trimestre do ano passado, enquanto a exportação desses produtos e seus derivados cresceu 3,0% no caso da soja e 224,2% no do milho (Gráfico 3). O escoamento de grãos para a exportação é provavelmente a causa do crescimento de 0,7% do item transportes na PMS trimestre (Gráfico 4).

Gráfico 2. Produção de Grãos no Primeiro Trimestre de cada Ano (milhões de toneladas)



Fonte: IBGE (LSPA) e Banco Safr

Gráfico 3. Funcex: Exportações (primeiro trimestre de cada ano, USD bilhões)



Fonte: Funcex e Banco Safr

Gráfico 4. PMS: Serviços de Transporte (índice 2022 = 100, dessazonalizado)



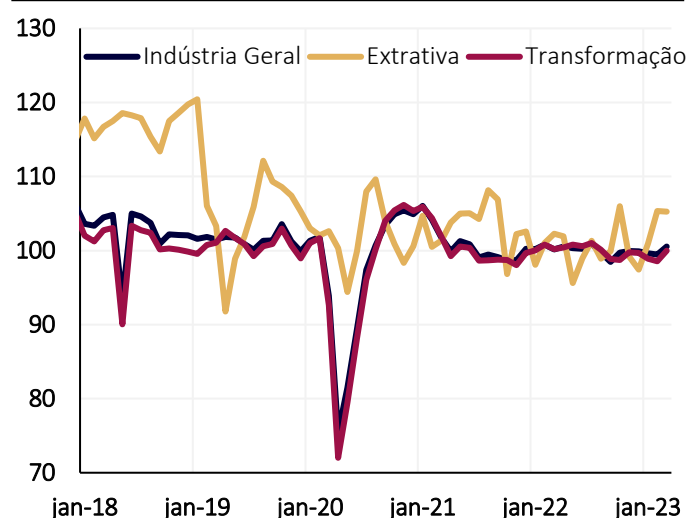
Fonte: IBGE e Banco Safr

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 26 de maio de 2023

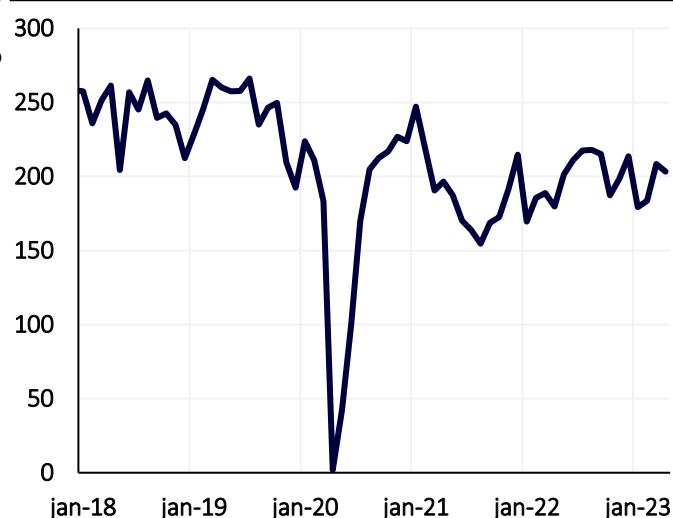
**Esperamos que a indústria fique de lado, crescendo apenas 0,1%.** A PIM mostrou que a indústria como um todo ficou estagnada durante o primeiro trimestre do ano, com recuo de 0,3% da indústria de transformação (Tabela 2). A produção de bens de capital caiu 1,8% no trimestre, depois de ter subido 6,3% em março, sugerindo indefinição nos investimentos. A produção de veículos cresceu 13,4% em março, após um fevereiro muito afetado pelo carnaval e pelas chuvas, resultando em crescimento de apenas 1% no primeiro trimestre, que prolonga uma tendência de queda desde meados de 2022 (Gráfico 6).

**Gráfico 5. PIM: Produção Industrial**  
(índice 2022 = 100, dessazonalizado)



Fonte: IBGE e Banco Safr

**Gráfico 6. Anfavea: Produção de veículos**  
(em milhares, dessazonalizado)



Fonte: Anfavea e Banco Safr

**Tabela 2. PIM: Produção Industrial (variação trimestral, dessazonalizado)**

PIM: Variação trimestral	Peso	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23
<b>Indústria Total</b>	<b>100,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>
Extrativa	14,6	2,3	2,4	1,7	-5,5	-0,1	-1,6	1,2	0,8	3,0
Transformação	85,4	-1,5	-3,8	-1,3	0,1	1,5	0,2	-0,6	-0,6	-0,3
<b>Bens de capital</b>	<b>6,0</b>	<b>4,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,8</b>
Bens Intermediários	60,6	-1,3	-0,8	-1,3	-1,0	2,3	-1,2	-1,5	1,3	-0,4
Bens de consumo	31,8	-3,1	-7,3	-1,4	0,5	-0,9	3,0	1,3	-1,7	0,7
Duráveis	4,4	-8,7	-8,2	-11,2	4,2	-2,9	5,4	1,2	0,8	0,9
Não-duráveis	27,5	-2,0	-6,3	0,6	-0,2	-0,7	3,0	0,8	-2,1	1,2

Fonte: IBGE e Banco Safr

**Para os serviços, esperamos crescimento de 0,3%.** Os serviços excluindo comércio caíram 0,3%, apesar do pequeno crescimento de 0,3% nos serviços prestados às famílias, e em grande parte puxados para baixos pela linha ‘Outros serviços’, que reverteu a alta do último trimestre do ano passado e caiu 4,0% (Tabela 3).

**O comércio ampliado subiu por conta principalmente de veículos, cuja produção subiu em março.** As vendas no varejo ampliado subiram 3,7% no trimestre, com altas fortes em vestuário, veículos e materiais de construção (Tabela 4). Os resultados da PMC vêm sendo afetados nos últimos meses pela inclusão da linha de ‘Atacado de produtos alimentícios’, para a qual ainda não existe ajuste sazonal. A queda do preço da alimentação deve contribuir para dados melhores no comércio à frente.

## Safrá Semanal – Análise Macroeconômica

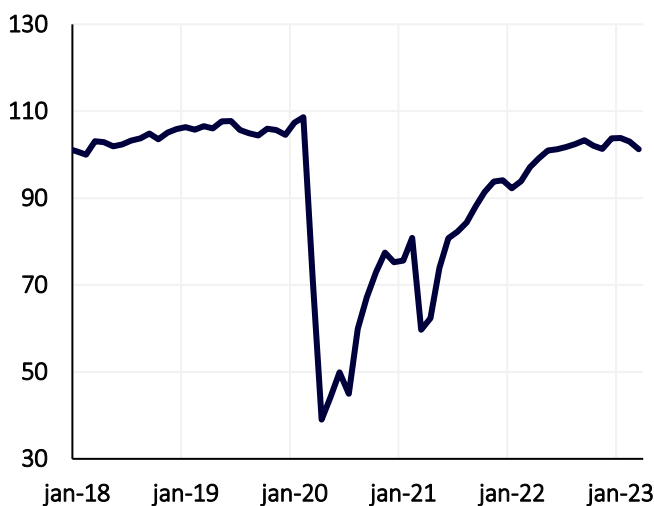
Brasil | 26 de maio de 2023

**Gráfico 7. PMS: Serviços Geral**  
(índice 2022 = 100, dessazonalizado)



Fonte: IBGE e Banco Safrá

**Gráfico 8. PMS: Serviços Prestados às Famílias**  
(índice 2022 = 100, dessazonalizado)



Fonte: IBGE e Banco Safrá

**Tabela 3. PMS: Volume de Serviços (variação trimestral, dessazonalizado)**

PMS: Variação trimestral	Peso	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23
Serviços Total	100,0	2,7	2,1	3,1	1,7	2,0	1,2	3,0	1,4	-0,3
Prestados às famílias	8,2	-4,2	0,4	17,4	9,6	1,4	6,4	2,0	-0,1	0,3
Informação e comunicação	23,5	2,5	3,9	1,0	1,4	-2,3	2,1	2,4	1,7	0,5
Profissionais, adm. e complementares	21,7	3,7	1,3	2,0	-0,2	4,2	2,2	0,3	1,8	0,3
Transportes, serviços aux. e correio	36,4	5,2	3,4	1,6	2,6	6,3	1,4	3,9	-0,3	0,7
Outros serviços	10,2	-0,9	3,8	-0,1	-7,1	1,7	-0,3	-0,2	4,7	-4,0

Fonte: IBGE e Banco Safrá

**Tabela 4. PMC: Vendas no Varejo Ampliado (variação trimestral, dessazonalizado)**

PMC: Variação trimestral	Peso	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23
Comércio Varejista Ampliado	100,0	-5,3	1,7	0,7	-1,4	0,8	-1,2	-0,9	1,3	3,7
Combustíveis e Lubrificantes	6,9	-2,5	0,4	-2,1	-2,5	6,1	6,7	16,2	-1,8	-2,2
Supermercados	32,1	-2,0	0,9	-0,7	-0,1	0,5	0,8	0,3	0,7	0,3
Vestuário	3,8	-17,0	7,1	10,2	0,4	-0,5	1,1	-11,3	-6,7	15,2
Móveis e Eletrodomésticos	4,2	-15,7	7,2	-5,4	-7,2	-1,1	1,7	-3,5	3,8	0,3
Farmácia e Perfumaria	5,5	0,6	-0,5	1,1	2,0	5,9	-1,6	-0,7	0,8	0,5
Livros	0,2	-33,6	46,5	-8,6	3,6	-0,1	13,5	-1,4	-6,1	-3,4
Material para escritório	0,9	-8,8	1,1	-2,2	2,1	-1,4	2,7	-0,4	1,6	1,2
Outros artigos	5,8	-7,3	4,3	9,1	-10,4	-0,9	-3,3	-3,8	-1,4	-3,4
Veículos	17,0	-5,6	4,6	1,5	-0,9	-2,8	0,9	-1,8	1,0	4,6
Materiais de Construção	7,7	-3,0	-0,3	-3,1	-1,9	-1,5	-3,1	-3,2	-1,9	4,0
Atacado de produtos alimentícios	15,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-

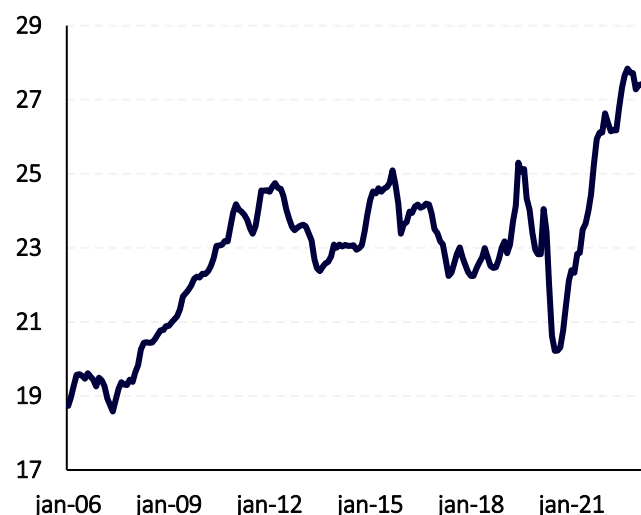
Fonte: IBGE e Banco Safrá

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 26 de maio de 2023

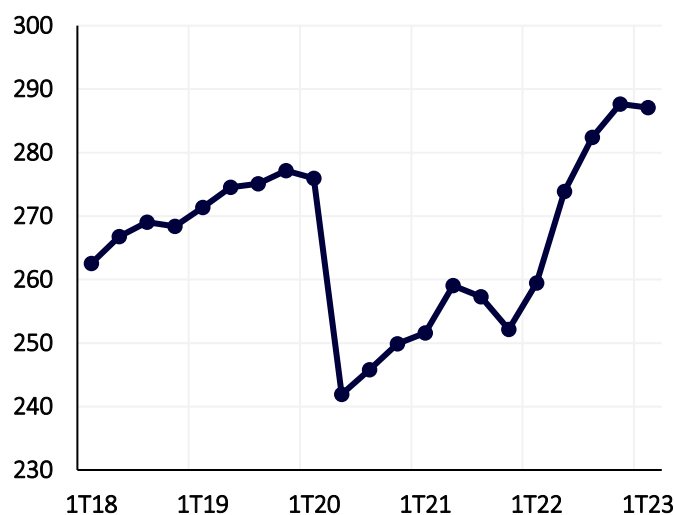
Pela ótica da demanda, esperamos um crescimento moderado da absorção interna, de 0,4% em relação ao último trimestre. Os juros em terreno contracionista e o comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida ainda em patamar elevado (Gráfico 9) devem contribuir para uma demanda doméstica modesta. O emprego segue resistente, mas a PNAD indicou que a massa de rendimentos efetivos das famílias recuou 0,2% no 1T23 (Gráfico 10). O consumo das famílias deve ter um repique, conforme sugerido pela PMC, crescendo 0,7% em relação ao último trimestre de 2022, enquanto o consumo do governo terá crescido 0,4%. A queda da produção e das importações de bens de capital é compatível com a queda de 0,8% projetada para os investimentos. Projetamos alta de 0,3% nas exportações e queda de 4,6% nas importações, com o efeito positivo das supersafras de grãos sendo mais percebido nas exportações no próximo trimestre, uma vez que as exportações cresceram com maior força a partir do mês de março.

**Gráfico 9. Comprometimento com serviço da dívida**  
(% da renda, dessazonalizado)



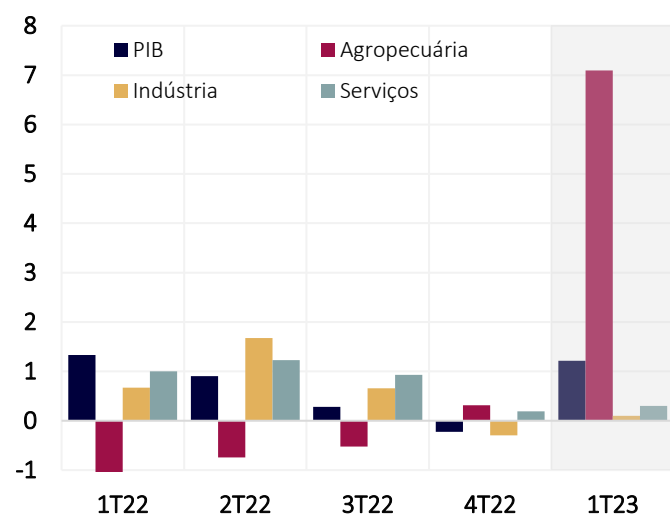
Fonte: BCB e Banco Safr

**Gráfico 10. PNAD: Massa de rendimento efetivo**  
(R\$ bilhões, dessazonalizado)



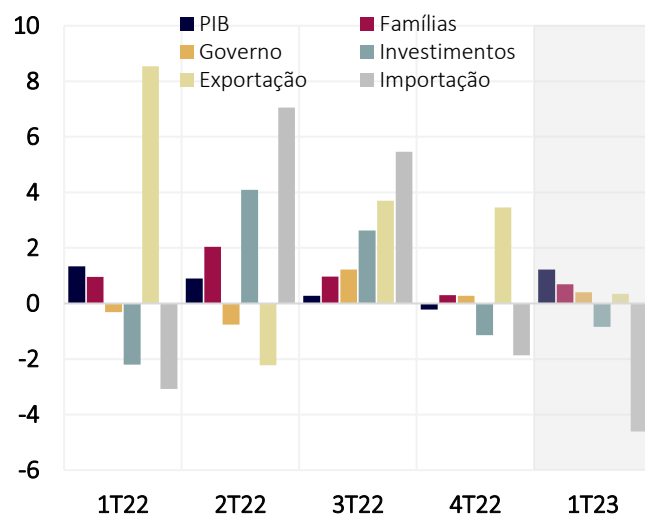
Fonte: IBGE e Banco Safr

**Gráfico 11. PIB pela Ótica da Oferta**  
(variação trimestral, dessazonalizado)



Fonte: IBGE e Banco Safr

**Gráfico 12. PIB pela Ótica da Demanda**  
(variação trimestral, dessazonalizado)



Fonte: IBGE e Banco Safr

## Safrá Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 26 de maio de 2023

Esperamos bom avanço no PIB do 1T23. Mas com o destaque de que o crescimento deve vir quase que inteiramente do campo. Nem a indústria e nem os serviços devem apresentar avanço muito forte neste trimestre, reflexo de uma demanda interna morosa. Para o ano de 2023, projetamos alta de 1,4% no PIB. A alta do ano também deve ser reflexo de uma alta mais forte no campo: na abertura pela ótica da oferta, esperamos alta de 8,1% na agropecuária, 0,2% na indústria e 1,1% em serviços.

Tabela 5. Produto Interno Bruto (variação trimestral, dessazonalizado)

PIB: Variação trimestral (%)	2021				2022				2023
	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23
PIB a preços de mercado	1,1	-0,3	0,3	1,1	1,3	0,9	0,3	-0,2	1,2
Agropecuária	5,1	-5,4	-5,6	7,0	-1,5	-0,7	-0,5	0,3	7,1
Indústria	1,3	-1,4	-0,2	-0,1	0,7	1,7	0,7	-0,3	0,1
Serviços	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	0,9	0,2	0,3
Consumo das famílias	0,4	-0,9	2,0	0,5	1,0	2,0	1,0	0,3	0,7
Consumo da administração pública	0,3	1,9	1,3	0,8	-0,3	-0,8	1,2	0,3	0,4
Formação bruta de capital fixo	7,8	-4,0	-0,9	0,7	-2,2	4,1	2,6	-1,1	-0,8
Exportação de bens e serviços	4,4	10,7	-9,0	-1,4	8,5	-2,2	3,7	3,5	0,3
Importação de bens e serviços (-)	11,5	-2,7	-6,5	1,5	-3,1	7,0	5,5	-1,9	-4,6
Variação de estoques	1,1	-2,2	0,0	0,6	-0,2	0,3	-0,9	-1,9	-0,1
Absorção Interna (C + G + I)	1,6	-0,8	1,2	0,6	0,0	2,0	1,3	0,0	0,4

Fonte: IBGE e Banco Safrá

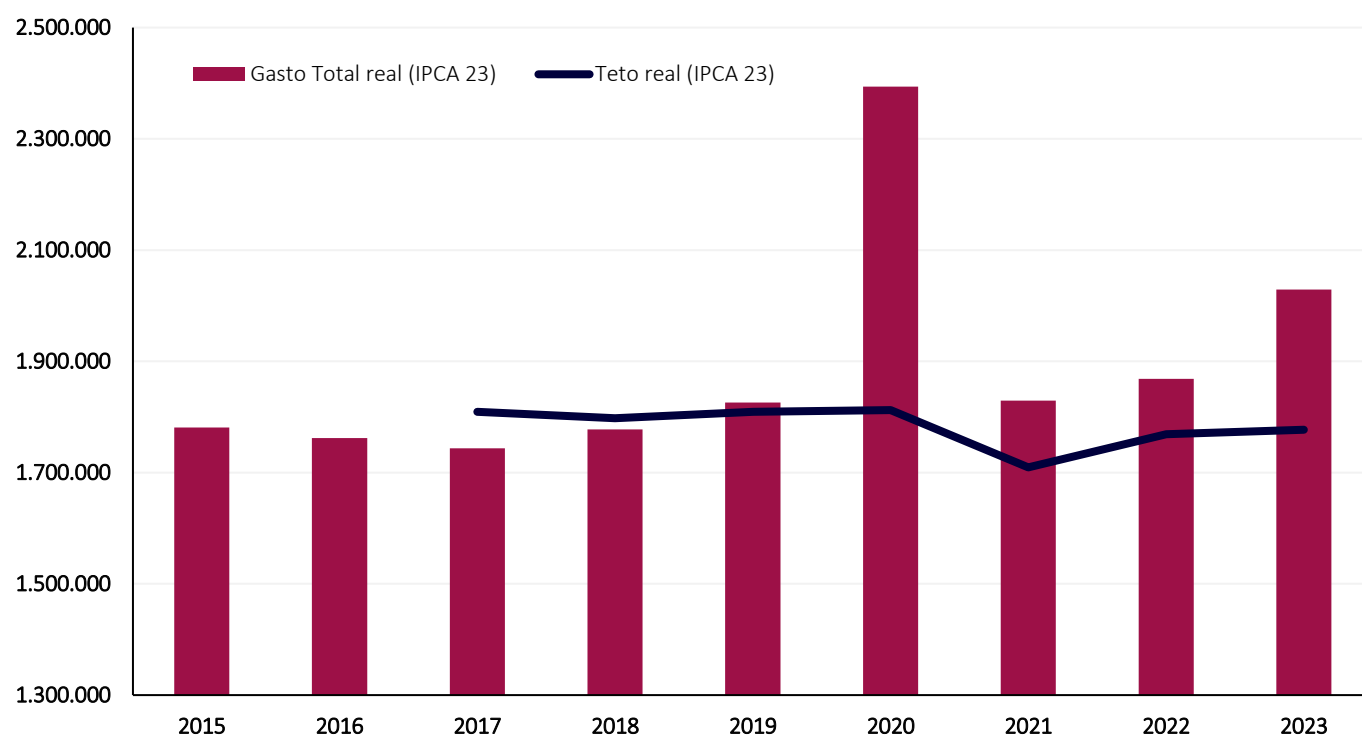


**FISCAL – OS DESAFIOS NA GESTÃO DOS GASTOS NOS PRÓXIMOS ANOS**

A aprovação da Câmara de Deputados do novo regime fiscal começa a dar clareza às perspectivas fiscais dos próximos anos. O novo regime fiscal deve ser sancionado até final de junho, segundo sinalização do Presidente do Senado na esteira da sua rápida aprovação pela Câmara com poucas modificações. Dentre as principais modificações está a retomada do contingenciamento de despesas quando houver risco de descumprimento da meta fiscal. O contingenciamento mostrou sua validade ainda essa semana na divulgação do relatório de avaliação de receitas e despesas do 2º bimestre, quando foi acionado em vista do risco de descumprimento do teto de gastos, apesar da alta desse teto no final do ano passado. O novo regime abole o teto, dando novas condicionantes ao gasto. Essas condicionantes foram, no entanto, acompanhadas de outras exigências que podem aumentar ainda mais a rigidez orçamentária, dificultando a execução orçamentária, especialmente se as receitas não cresceram na velocidade desejada pelo governo. O desafio da evolução dos gastos nos últimos 20 anos, as principais mudanças no arcabouço fiscal e os riscos que cercam sua implementação, assim como o recente contingenciamento de despesas são analisados a seguir.

***I – Evolução do Gasto da União***

O crescimento real do gasto primário total da União desacelerou significativamente após 2015, exceto pelo período da Covid. A mudança da taxa de crescimento do gasto fica evidente por simples inspeção visual (Gráfico 13), não incluindo 2015 porque naquele ano houve significativo pagamento de valores atrasados devidos aos bancos públicos e ao FGTS, em montante próximo a 1% do PIB. No período da Covid-19 (2020-2021) destaca-se o aumento das outras despesas, que incluem créditos extraordinários ligados à emergência sanitária, inclusive para transferências de renda. Em 2022, na ausência de grandes créditos extraordinários, o aumento do benefício do Auxílio Brasil (dentro da categoria “Gastos e Transferências Sociais” no Gráfico 14) na segunda metade do ano foi compensado pelo corte profundo de demais despesas de custeio e investimento naquele ano, com reflexos no funcionamento de áreas chaves do governo.

**Gráfico 13. Gasto total e teto dos gastos (R\$ bilhões, preços de 2023)**

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

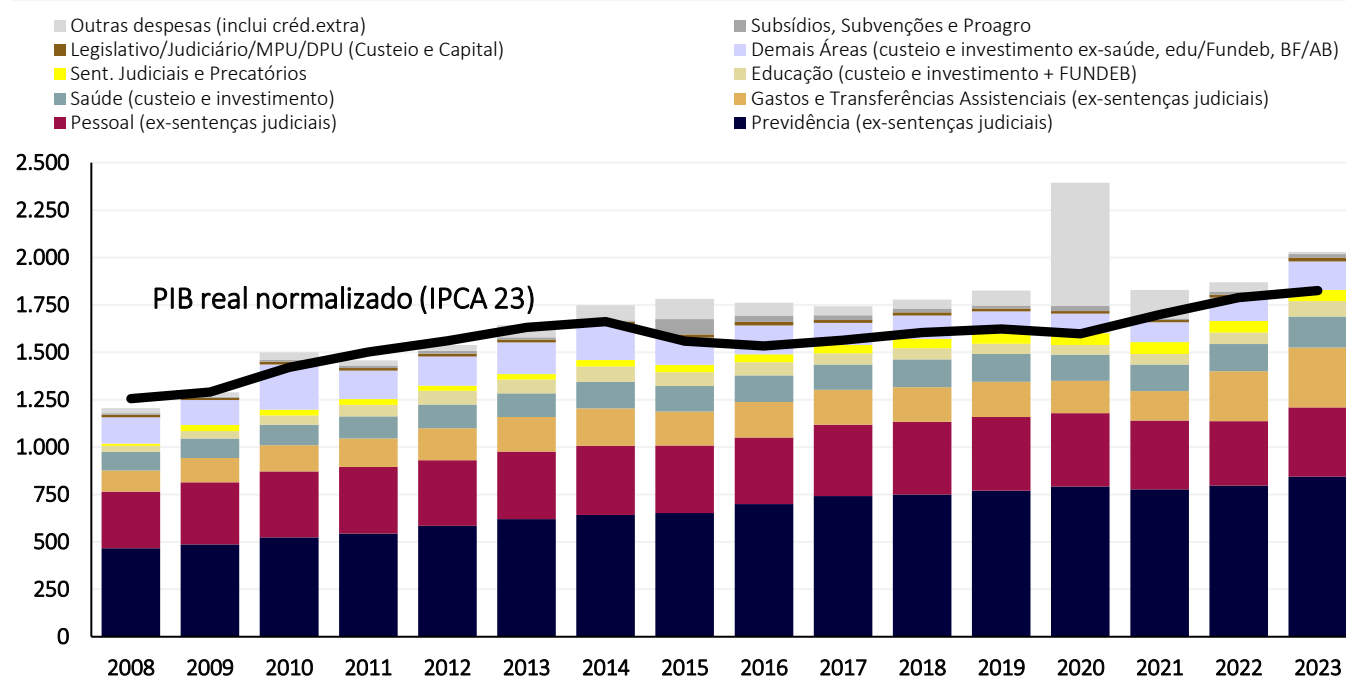
Brasil | 26 de maio de 2023

O orçamento de 2023 apresenta, por seu lado, um aumento significativo das despesas totais, refletindo principalmente o pagamento em ano integral do aumento para R\$ 600 dos benefícios do Bolsa Família-Auxílio Brasil, decidido em 2022, além da recomposição das dotações de despesas que haviam sido comprimidas em anos anteriores e especialmente no PLOA 2023, inclusive para acomodar a ampliação das emendas parlamentares.

**A análise das despesas mostra também como o efeito do teto do gasto pode variar ao longo do tempo, sendo particularmente contracionista em um período de aceleração da inflação.** O valor a preços de 2023 do teto caiu significativamente em 2021, por exemplo, já que ele foi corrigido em apenas 2,1%, que foi o valor da inflação acumulada em 12 meses até junho de 2020 (afetada pelo começo da Covid-19), enquanto a inflação corrente média em 2021 foi bem maior, de 8,3%, representando portanto uma real perda de poder de compra no período. A restrição não foi sentida porque foram executados R\$ 117 bilhões em créditos extraordinários fora do teto. Por outro lado, o teto subiu 13% em 2022, enquanto a inflação média foi de 9,3%, ajudada pelo corte de tributos no meio do ano.

**A principal causa do aumento do gasto primário total da União tem sido o crescimento real dos gastos obrigatórios.** Os gastos mais relevantes e que tiveram crescimento acima da inflação (e do PIB nominal) são previdência, educação, saúde e em alguns anos as transferências assistenciais, inclusive o Bolsa Família<sup>1</sup> (Gráfico 14). Afora o Bolsa Família, esses são gastos tipicamente indexados à inflação, ao salário mínimo ou ao crescimento das receitas. A desvinculação em relação à receita dos gastos com saúde e educação será o próximo desafio do governo, que deseja uma regra mais compatível com os limites gerais da despesa previstos no novo regime fiscal. A regra de indexação do salário mínimo, proposta recentemente pelo governo e em discussão no Congresso, também poderá ser ajustada para se alinhar ao novo regime fiscal, dado seu impacto sobre as despesas de transferências às famílias. O crescimento do salário mínimo na mesma proporção do PIB pode-se mostrar muito onerosa para a União, além de impactar o mercado de trabalho. Alternativas como tornar os reajustes proporcionais à variação do PIB per capita, ou uma fração da variação do PIB, podem vir a ser adotadas.

**Gráfico 14. Gastos primários e PIB (R\$ bilhões, preços de 2023)**



**Fonte:** Tesouro Nacional, IBGE e Banco Safr | A série de PIB foi normalizada transformando o valor original em termos reais (deflacionado pelo IPCA) e definindo o valor de 2005 como R\$ 1.000 bilhões, de forma a ficar em escala mais compatível com o nível das despesas reais para facilitar a comparação da evolução do PIB com os gastos.

<sup>1</sup> Gastos com sentenças judiciais e precatórios também vêm ganhando cada vez mais espaço, apesar de ainda representarem parcela relativamente pequena em comparação a demais gastos, o que dificulta a visualização dessa tendência no gráfico.

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 26 de maio de 2023

**As despesas com funcionalismo têm-se mantido relativamente constantes.** Houve um aumento em 2016-17, com o aumento da remuneração de numerosas carreiras, e contração em 2020-22, devido ao congelamento de salários concomitante com a aceleração da inflação. Parte do poder de compra perdido no período refletiu-se em aumento previsto para 2023.

**A contração das despesas com custeio e investimento das áreas não protegidas parece ter atingido seu limite, dificultando a acomodações de novas ampliações dos gastos obrigatórios.** As despesas que foram encolhendo nos anos recentes incluem aquelas com transporte, ciência e tecnologia, defesa e segurança pública (marcadas no gráfico na categoria “Demais Áreas”). Esse processo foi mais pronunciado a partir da vigência do teto de gastos em 2017. Essas despesas ainda se encontram em patamar abaixo do período anterior ao teto, apesar da recomposição efetuada no orçamento de 2023.

**Apesar da sua desaceleração durante a vigência do teto, o incremento do gasto total nunca ficou abaixo da inflação por período significativo, indicando os limites do novo regime fiscal.** Houve uma pequena redução em 2016, dado os gastos excepcionais de 2015 para corrigir os atrasos acumulados em 2012-14, e em 2017, ano que se beneficiou do pagamento de outros atrasados e alguma antecipação de gastos em 2016, o que permitiu a criação de folga no momento da instituição do teto de gastos. Os gastos se aceleraram em 2019, aproximando-se rapidamente do teto, e foram afetados pela covid em 2020-21, continuando a subir em 2022, não obstante mudanças drásticas nas obrigações tradicionais da União, como a quebra do pronto pagamento dos precatórios, permitida por uma emenda constitucional específica. À reforma da previdência, seguiu-se uma pequena desaceleração dessas despesas, cuja permanência ainda não é evidente. A pressão das despesas obrigatórias foi o principal mote para o novo regime fiscal admitir que a despesa cresça 70% do crescimento real da receita.

### *II – Novo regime fiscal, intenções e desafios*

**A implementação de uma das principais mudanças da Câmara ao arcabouço fiscal proposto pelo governo, isto é, a manutenção do mecanismo de contingenciamento das despesas, poderá ser dificultada por outras previsões também adotadas no novo regime fiscal, que aumentam a rigidez orçamentária.** O piso de investimentos equivalente a 0,6% do PIB previsto no novo regime, por exemplo, cria um novo gasto obrigatório, que tenderá a crescer acima da inflação, mesmo quando o PIB não crescer, já que o deflator é tipicamente maior do que a inflação do IPCA. Além disso, há um limite no contingenciamento das despesas discricionárias. Elas não poderão ficar abaixo de 75% do valor autorizado na respectiva lei orçamentária. Esse contingenciamento não poderá ser concentrado em investimentos, que têm seu próprio piso, além da previsão de que as limitações de empenho e pagamento dos investimentos têm que se dar na mesma proporção da limitação sobre o conjunto das demais despesas discricionárias.

**O cumprimento das metas primárias à frente pode ser difícil, mesmo com manutenção da obrigatoriedade de revisão bimestral da programação orçamentária e financeira originada na LRF.** A permissão de crescimento das despesas em 70% das receitas e os outros pisos, inclusive a volta da indexação do gasto da saúde e educação a essas receitas, podem criar conflitos na execução orçamentária. Assim, a passagem de um déficit primário de mais de 1% do PIB em 2023 para zero em 2024 parece particularmente difícil nessas circunstâncias, mesmo considerando um contingenciamento de despesas no limite permitido pelo novo regime.

**Os desafios do novo regime aumentaram com a adoção de exceções temporárias que expandem os gastos em 2024.** Em primeiro lugar, o novo regime permitiu incorporar ao gasto de 2024 o diferencial da inflação em 12 meses de dezembro versus junho de 2023. Caso isso resulte em 2,0 pontos percentuais adicionais de correção, o gasto poderá ser R\$ 35 bilhões maior, considerando-se que o gasto sujeito aos novos limites sejam 85% do gasto total de R\$ 2.040 bilhões de 2023. Esse aumento de despesa será permanente. Além disso, a substituição da elevação automática de 2,5% do limite de despesas de 2024 por uma fórmula complexa baseada em diferencial de receitas deverá ter o mesmo efeito, pois a receita real deve crescer mais que 3,5%, que após aplicado o percentual de 70%, deve levar a crescimento real do gasto para 2,5%.

Como pela nova regra ganhos de arrecadação vêm acompanhados de aumentos de gastos (ainda que limitado pela trava de 2,5%), haveria déficit primário em 2024 de pelo menos 1,0% do PIB, distante portanto da meta de déficit

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 26 de maio de 2023

zero no ano que vem, inclusive abaixo do limite inferior de - 0,25% PIB. **O resultado abaixo da meta forçaria o governo a fazer contingenciamentos ao longo de 2024. Ou seja, se de um lado as regras novas permitiram ampliação do gasto no curto prazo, por outro coloca em risco as metas fiscais, forçando a cortes desses gastos.**

**Os limites e conflitos na execução de despesas orçamentárias são desafios não apenas do futuro, mas do presente.** No relatório do 2º bimestre, o governo piorou sua projeção de déficit primário deste ano, de -R\$ 107,5 bi para -R\$ 136 bi, principalmente pelo aumento na previsão de despesas (+R\$ 24,2 bi). A alta dos gastos se deu tanto pela inclusão de novas despesas (R\$ 7,3 bi pela complementação para o piso da enfermagem e R\$ 3,9 bi como apoio financeiro a Estados e Municípios decorrentes da Lei Paulo Gustavo) como pela revisão de gastos obrigatórios existentes (R\$ 6,0 bilhões em benefícios previdenciários, R\$ 3,9 bilhões em abono e seguro desemprego e R\$ 2,0 bi em benefícios de prestação continuada do BPC/LOAS). No conjunto, a rápida elevação dos gastos em apenas um bimestre reverteu a folga orçamentária anterior de R\$ 13,6 bi em excesso de R\$ 1,7 bi em relação ao limite máximo dado pelo teto de gastos, forçando à contingenciamento.

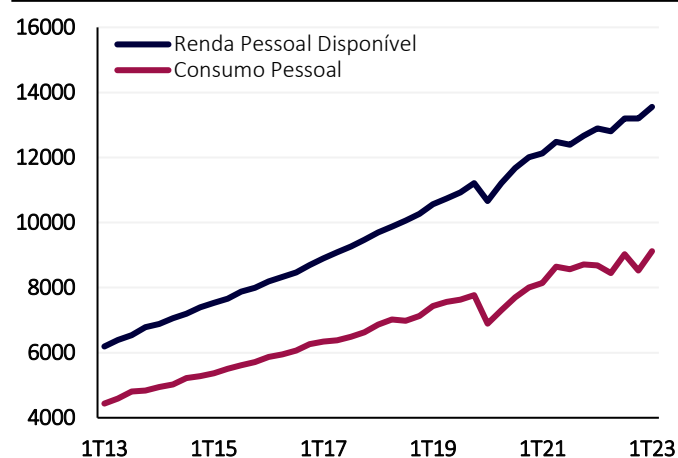
**Em suma, as ambiciosas metas de resultado primário anunciadas pelo governo poderão exigir o contingenciamento das despesas para serem cumpridas nos próximos anos. A efetividade desse mecanismo poderá, no entanto, ser reduzida por dispositivos incluídos na versão final da Câmara, que aumentaram a rigidez do orçamento, trazendo importantes desafios ao governo.**

## CHINA – DISCREPÂNCIA SETORIAL AJUDA A DESINFLAÇÃO MUNDIAL

O PIB real cresceu 2,2% no primeiro trimestre desse ano em relação ao último trimestre do ano passado. A renda nominal pessoal disponível avançou 2,7% no período, enquanto o consumo das famílias avançou 7,0%. O forte aumento do consumo reduziu a taxa de poupança para 32,7%, ainda acima do patamar anterior da pandemia.

A taxa de poupança pessoal permanece em patamar muito alto desde o início da pandemia, o que permitiu acúmulo de USD 554 bi acima do normal. Esse elevado montante de recursos disponíveis ajudará na recuperação da demanda doméstica nos próximos trimestres, mas com importante discrepância setorial.

**Gráfico 15. China: Renda e Consumo pessoal**  
(¥ bilhões, com ajuste sazonal)



Fonte: Bloomberg e Banco Safrá

**Gráfico 16. China: Taxa de poupança pessoal**  
(% da renda disponível)

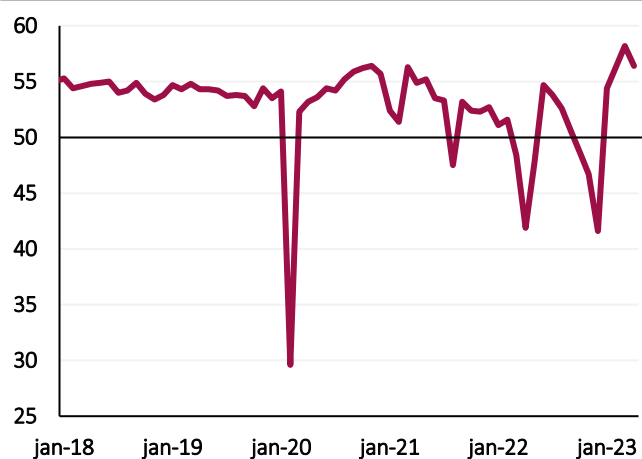


Fonte: Bloomberg e Banco Safrá

O aumento da demanda interna tem sido mais concentrado no setor de serviços, especialmente em turismo e entretenimento. O faturamento de restaurantes apresentou alta expressiva no primeiro trimestre e o PMI Não Manufaturados (pesquisa realizada com empresas) continuou em patamar elevado em abril (Gráfico 17).

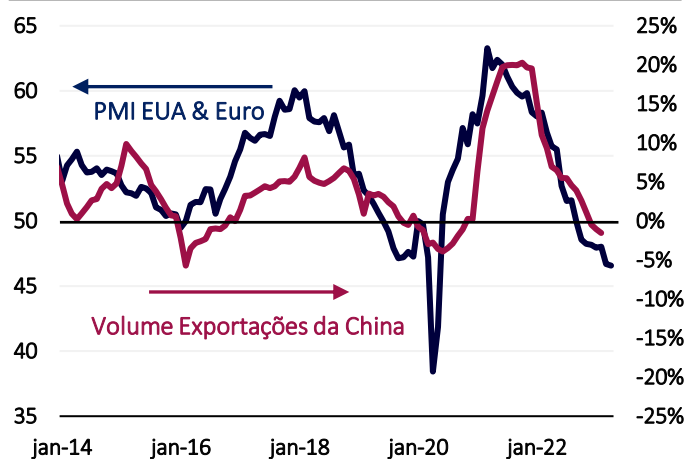
Enquanto isso, o setor manufatureiro tem apresentado desempenho modesto, padrão similar aos países ocidentais após o fim das restrições de mobilidade. Além disso, a desaceleração da demanda por bens industrializados nos principais parceiros comerciais tem prejudicado as exportações chinesas.

**Gráfico 17. China: PMI não manufaturados**  
(pontos)



Fonte: Bloomberg e Banco Safrá

**Gráfico 18. China: Exportações**  
(pontos – eq.; variação anual – dir.)



Fonte: Bloomberg e Banco Safrá

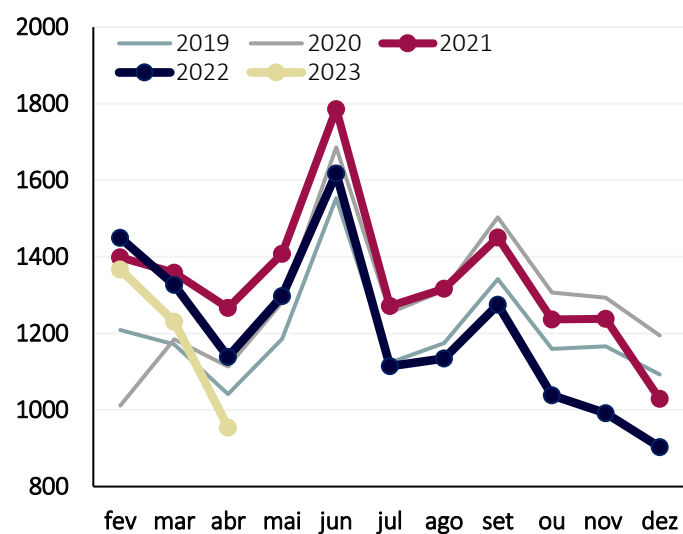
## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 26 de maio de 2023

O setor imobiliário mantém o ajuste estrutural de desalavancagem. As vendas de imóveis permanecem em patamar baixo, apenas ligeiramente acima do mesmo período do ano passado. Dessa forma, o início de novas construções e os investimentos imobiliários continuam em queda.

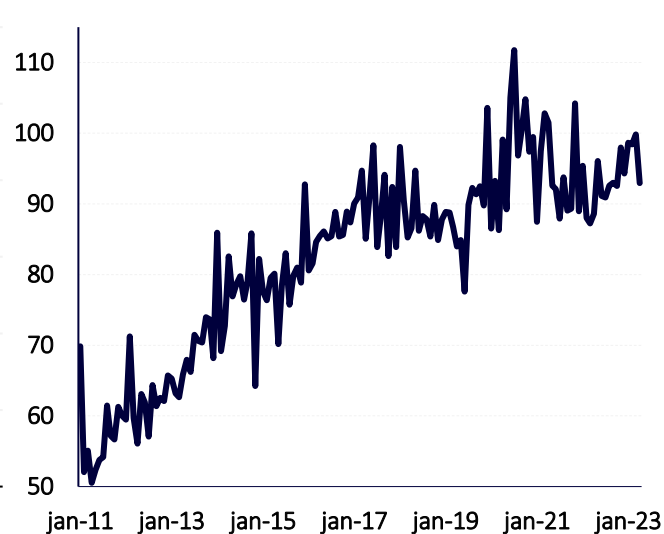
O desempenho modesto do setor manufatureiro e da construção civil tem inibido uma alta mais relevante de importações de commodities. Os estoques de minério de ferro continuam em torno do mesmo patamar do ano passado, o que inibiu uma alta relevante de importações da *commodity* (Gráfico 20).

**Gráfico 19. China: Investimento em imóveis**  
(nível mensal, sem ajuste sazonal)



Fonte: Bloomberg e Banco Safr

**Gráfico 20. China: Importações de minério**  
(quantum, com ajuste sazonal)



Fonte: Bloomberg e Banco Safr

A ausência de aumento relevante na demanda por insumos pela segunda maior economia do mundo tem ajudado a reduzir o preço das commodities nos últimos meses. O preço do petróleo Brent voltou para cerca de USD 76 nesse mês (ante a média de USD 112 em maio do ano passado e USD 89 no quarto trimestre). Além disso, o aumento da safra de grãos permitiu a redução do preço do trigo, milho e soja no último mês, o que também ajudará na redução das pressões inflacionárias ao redor do mundo.

Portanto, a atividade chinesa deverá arrefecer nos próximos trimestres com o fim dos efeitos iniciais do aumento da mobilidade na virada do ano. Além disso, o setor manufatureiro e a construção apresentam desempenho modesto. Dessa forma, o PIB real deverá expandir cerca de 5,5% nesse ano, apenas ligeiramente acima da meta do governo de 5,0%.

## DESTAQUES DA SEMANA

BRASIL		ANTERIOR	SAFRA
<b>PIB: Produto interno bruto</b>	T/T %	-0,2	1,2
	A/A %	1,9	3,0

Nesta quinta-feira, o IBGE divulgará o PIB do 1º trimestre de 2023. Projetamos alta de 1,2% no período, na esteira da alta no setor agropecuário, que deve crescer 7,1%. Em relação ao primeiro trimestre de 2022, esperamos alta de 3,0%. No último trimestre do ano passado foram registradas variações de -0,2% t/t e 3,0% a/a.

BRASIL		ANTERIOR	SAFRA
<b>PIM: Produção industrial</b>	M/M %	1,1	-0,6
	A/A %	0,9	-1,8

Na sexta-feira, será divulgada a PIM de abril. Projetamos queda de 0,6% na margem, revertendo a alta de 1,1% em março. No ano, projetamos queda de 1,8%, contra alta de 0,9% no mês anterior.

BRASIL		ANTERIOR	SAFRA
<b>Dados de Emprego: PNADc e Caged</b>	Taxa de desemprego (%)	8,8	8,8
	Caged (em milhares)	195,1	115,0

Na segunda-feira, virão à público os dados do Caged referente a abril. Esperamos geração de 115,0 mil vagas de trabalho. Mais tarde na semana, na quarta-feira será divulgada a PNAD contínua com os dados de emprego também para abril. Projetamos manutenção da taxa de desemprego em 8,8%. Os dados são condizentes com a resiliência do mercado de trabalho que temos observado nos últimos meses.

BRASIL		ANTERIOR	SAFRA
<b>Resultados fiscais</b>	Resultado Primário do Governo Central (R\$ bi)	-7,1	19,6
	Resultado Primário do Setor Público (R\$ bi)	-14,2	21,5
	Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	57,2	57,2

Na próxima terça-feira, o Tesouro Nacional divulgará o Resultado Primário do Governo Central do mês de abril. A expectativa é superávit de R\$ 19,6 bilhões, ante déficit de R\$ 7,1 bilhões em março. Na quarta-feira, por sua vez, o Banco Central divulgará os dados de janeiro do Setor Público (que inclui os governos subnacionais e as estatais), para o qual esperamos superávit de R\$ 21,5 bilhões, contra déficit de R\$ 14,2 bilhões em março. Em relação à Dívida Líquida do Setor Público, a expectativa é de que o dado fique mantido em 57,2% do PIB.

Safrá Semanal – Análise Macroeconômica  
Brasil | 26 de maio de 2023

## CALENDÁRIO ECONÔMICO

SEMANA DE 28 DE MAIO A 03 DE JUNHO								
PAÍS	HORA (BR)	EVENTO	REFERÊNCIA	UNIDADE	ANTERIOR	CONSENSO	SAFRA	RELEVÂNCIA
<b>SEGUNDA-FEIRA, 29</b>								
Brasil	08:25	BCB: Pesquisa Focus	26/mai	---	---	---	---	●
Brasil	14:30	Tesouro: Relatório mensal da dívida pública	abr/23	R\$ trilhões	5,9	---	---	●
EUA	---	Feriado: Memorial Day	---	---	---	---	---	●
Japão	---	Taxa de Desemprego	abr/23	%	2,8	2,7	---	●
<b>TERÇA-FEIRA, 30</b>								
Z. do Euro	06:00	Confiança do consumidor - Final	mai/23	pontos	-17,4	---	---	●
Brasil	08:00	FGV: IGP-M	mai/23	M/M %	-0,95	-1,51	-1,49	●
Brasil	08:30	BCB: Estoque de crédito	abr/23	A/A %	-2,17	-4,1	-4,11	●
Brasil	08:30	BCB: Estoque de crédito	abr/23	M/M %	0,7	---	---	●
EUA	10:00	S&P-CS20: Índice de preços de casas	mar/23	R\$ trilhões	5,4	---	---	●
EUA	11:00	Conference Board: Confiança do consumidor	mai/23	A/A %	0,4	---	---	●
EUA	11:30	Índice de manufatura de Dallas	mai/23	pontos	101,3	99,3	---	●
Brasil	14:30	Tesouro: Resultado primário do governo central	abr/23	pontos	-23,4	-18,8	---	●
Japão	20:50	Tesouro: Resultado primário do governo central	abr/23	R\$ bilhões	-7,1	---	19,6	●
Japão	20:50	Produção Industrial - Preliminar	abr/23	M/M %	1,1	1,4	---	●
Japão	20:50	Vendas no varejo	abr/23	M/M %	0,3	0,6	---	●
China	22:30	Caixin: PMI Composto	mai/23	pontos	54,4	---	---	●
<b>QUARTA-FEIRA, 31</b>								
Alemanha	04:55	Taxa de desemprego	mai/23	%	5,6	5,6	---	●
Brasil	08:30	BCB: Resultado primário do setor público	abr/23	R\$ bilhões	-14,2	---	21,5	●
Brasil	08:30	BCB: Dívida líquida do setor público	abr/23	% do PIB	57,2	---	57,2	●
Brasil	09:00	IBGE: PNAD contínua - Taxa de Desemprego Trimestral	abr/23	%	8,8	8,9	8,8	●
Alemanha	09:00	Índice de Preços ao Consumidor (CPI) - Preliminar	mai/23	M/M %	0,4	0,2	---	●
EUA	10:45	Índice de manufatura de Chicago	mai/23	pontos	48,6	47,5	---	●
EUA	11:00	JOLTS: Abertura de postos de trabalho	abr/23	milhares	9590,0	9350,0	---	●
Brasil	14:00	Caged: Criação líquida de empregos formais	abr/23	mil vagas	195,2	---	115,0	●
EUA	15:00	Fed: Livro Bege	---	---	---	---	---	●
Japão	21:30	PMI: Índice composto - Final	mai/23	pontos	50,8	---	---	●
China	22:45	Caixin: PMI Manufatura	mai/23	pontos	49,5	49,5	---	●
<b>QUINTA-FEIRA, 01</b>								
Alemanha	03:00	Vendas no varejo	abr/23	A/A %	-6,2	-5,8	---	●
Z. do Euro	05:00	PMI: Índice de manufatura - Final	mai/23	pontos	44,6	44,6	---	●
Z. do Euro	06:00	Núcleo CPI (excluindo alimentos e energia) - Preliminar	mai/23	A/A %	5,6	5,5	---	●
Z. do Euro	06:00	Índice de Preços ao Consumidor (CPI) - Preliminar	mai/23	A/A %	7,0	6,3	---	●
Z. do Euro	06:00	Taxa de desemprego	abr/23	%	6,5	6,5	---	●
Brasil	09:00	IBGE: Produto interno bruto (PIB)	1T23	T/T %	-0,2	1,1	1,2	●
EUA	09:15	ADP: Variação dos postos de trabalho	mai/23	A/A %	1,9	2,7	3,0	●
EUA	09:30	Custo da mão de obra - Final	1T23	milhares	296,0	165,0	---	●
EUA	09:30	Produtividade do Trabalho - Final	1T23	M/M %	6,3	6,2	---	●
EUA	09:30	Produtividade do Trabalho - Final	1T23	M/M %	-2,7	-2,6	---	●
EUA	11:00	ISM: Índice de atividade industrial	mai/23	pontos	47,1	47,0	---	●
EUA	11:00	Gastos em construção civil	abr/23	M/M %	0,3	0,2	---	●
Brasil	15:00	MDIC: Balança comercial mensal	mai/23	US\$ bilhões	8,2	9,2	---	●
EUA	---	Vendas de veículos	mai/23	milhões	15,9	15,3	---	●
<b>SEXTA-FEIRA, 02</b>								
Brasil	05:00	FIPE: IPC mensal	mai/23	M/M %	0,43	---	---	●
Brasil	09:00	IBGE: Produção industrial	abr/23	M/M %	1,1	---	-0,6	●
Brasil	09:00	IBGE: Produção industrial	abr/23	A/A %	0,9	---	-1,8	●
EUA	09:30	Rendimento médio por hora trabalhada	mai/23	A/A %	4,4	4,4	---	●
EUA	09:30	Taxa de desemprego	mai/23	%	3,4	3,5	---	●
EUA	09:30	Variação dos postos de trabalho	mai/23	milhares	253,0	195,0	---	●
<b>NA SEMANA</b>								
Brasil	---	RFB: Arrecadação federal	abr/23	R\$ bilhões	171,0	202,0	205,2	●
Brasil	---	Fenabreve: Vendas de autoveículos	mai/23	mil unidades	160,7	---	---	●

\* Fonte: Bloomberg (atualizado em 26/05/2023)



Safr Semanal – Análise Macroeconômica  
Brasil | 26 de maio de 2023

## SAFRA INDICADORES

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*
<b>I - ATIVIDADE ECONÔMICA</b>								
Varição Real do PIB	-3,3%	1,3%	1,8%	1,2%	-3,3%	5,0%	2,9%	1,4%
PIB (R\$ bilhões correntes)	6.269	6.585	7.004	7.389	7.610	8.899	9.915	10.748
PIB (US\$ bilhões correntes)	1.800	2.063	1.917	1.873	1.476	1.649	1.920	2.114
Tx. De Desemprego Nacional (média no ano)	11,5%	12,7%	12,3%	11,9%	13,5%	13,2%	9,3%	8,9%
<b>II - SETOR EXTERNO</b>								
Balança Comercial (US\$ bilhões)	44,5	57,3	43,4	26,5	32,4	36	44	44
Exportações (US\$ bilhões)	184	218	240	226	211	284	341	341
Importações (US\$ bilhões)	140	161	196	199	178	248	296	297
Saldo em Conta Corrente (US\$ bilhões)	-24	-22	-51	-65	-26	-28	-56	-61
Conta Corrente (% do PIB)	-1,4%	-1,1%	-2,7%	-3,5%	-1,7%	-1,7%	-2,9%	-2,9%
Investimento Direto no País (IDP) (US\$ bilhões)	74,3	68,9	78,2	69	45	46	91	87
IDP (% do PIB)	4,1%	3,3%	4,1%	3,7%	3,1%	2,9%	4,7%	4,2%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) - Final de período	3,26	3,31	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	5,10
Varição Cambial	-16,5%	1,5%	17,1%	4,0%	28,9%	7,4%	-6,5%	-2,3%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) - Média do período	3,48	3,19	3,65	3,95	5,16	5,40	5,16	5,08
Varição Cambial	4,3%	-8,3%	14,5%	8,0%	30,7%	4,6%	-4,3%	-1,6%
<b>III - SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% DO PIB)</b>								
Resultado Primário (R\$ bilhões)	-156	-111	-108	-62	-703	65	126	-108
Resultado Primário (% do PIB)	-2,5%	-1,7%	-1,5%	-0,8%	-9,4%	0,7%	1,3%	-1,0%
Resultado Nominal	-9,0%	-7,8%	-7,0%	-5,8%	-13,6%	-4,4%	-4,6%	-8,5%
Dívida Bruta	69,8%	73,7%	75,3%	74,4%	86,9%	78,3%	72,9%	77,2%
<b>IV - INFLAÇÃO</b>								
IPCA	6,3%	2,9%	3,7%	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	5,5%
IGP-M	7,2%	-0,5%	7,5%	7,3%	23,1%	17,8%	5,5%	-2,5%
<b>V - JUROS</b>								
Taxa Selic - Meta (Final de Período)	13,75%	7,00%	6,50%	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%
Taxa Selic - Média do Período	14,15%	9,83%	6,56%	5,92%	2,81%	4,81%	12,63%	13,25%
<b>VI - ECONOMIA INTERNACIONAL</b>								
EUA - Varição Real do PIB	1,7%	2,2%	2,9%	2,3%	-2,8%	5,9%	2,1%	0,5%
EUA - Taxa Básica de Juros (Fed funds) **	0,625%	1,375%	2,375%	1,625%	0,125%	0,125%	4,375%	5,125%

\* Informações em vinho indicam projeções do Banco Safr

\*\* Média do intervalo do objetivo do Fed funds.

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 26 de maio de 2023

### ANÁLISE MACROECONÔMICA

**EDUARDO YUKI**

eduardo.yuki@safra.com.br

**FABIO KLEIN**

fabio.klein@safra.com.br

**LÍVIO MAYA**

livio.maya@safra.com.br

**MATHEUS ROSIGNOLI**

matheus.rosignoli@safra.com.br

**JOÃO FELIPE ARAÚJO**

joaofelipe.araujo@safra.com.br

**GIOVANNI PAZ**

giovanni.paz@safra.com.br

**MATHEUS MAÇON**

matheus.macon@safra.com.br

**MATHEUS WIRTH**

matheus.wirth@safra.com.br

### OBSERVAÇÕES IMPORTANTES

**I** - ESTE RELATÓRIO FOI DESENVOLVIDO E PUBLICADO PELO DEPARTAMENTO DE PESQUISA MACROECONÔMICA DO BANCO SAFRA ("SAFRA"). ESTE RELATÓRIO NÃO É UM PRODUTO DO DEPARTAMENTO DE ANÁLISE DE AÇÕES DO BANCO SAFRA OU DA SAFRA CORRETORA DE VALORES E NÃO DEVE SER CONSIDERADO UM RELATÓRIO DE ANÁLISE PARA OS FINS DA RESOLUÇÃO CVM 20.

**II** - ESTE RELATÓRIO TEM COMO OBJETIVO ÚNICO FORNECER INFORMAÇÕES MACROECONÔMICAS E NÃO CONSTITUI E NEM DEVE SER INTERPRETADO COMO SENDO UMA OFERTA OU RECOMENDAÇÃO DE COMPRA E/OU VENDA OU COMO UMA SOLICITAÇÃO DE UMA OFERTA DE COMPRA E/OU VENDA DE QUALQUER INSTRUMENTO FINANCEIRO, OU DE PARTICIPAÇÃO EM UMA DETERMINADA ESTRATÉGIA DE NEGÓCIOS EM QUALQUER JURISDIÇÃO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE RELATÓRIO FORAM CONSIDERADAS RAZOÁVEIS NA DATA EM QUE O RELATÓRIO FOI DIVULGADO E FORAM OBTIDAS DE FONTES PÚBLICAS CONSIDERADAS CONFIÁVEIS. ENTRETANTO, O SAFRA NÃO DÁ NENHUMA SEGURANÇA OU GARANTIA, SEJA DE FORMA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, SOBRE A INTEGRIDADE, CONFIABILIDADE OU EXATIDÃO DESSAS INFORMAÇÕES. ESTE RELATÓRIO TAMBÉM NÃO TEM A INTENÇÃO DE SER UMA RELAÇÃO COMPLETA OU RESUMIDA DOS MERCADOS OU DESDOBRAMENTOS NELE ABORDADOS. O SAFRA NÃO POSSUI QUALQUER OBRIGAÇÃO DE ATUALIZAR, MODIFICAR OU ALTERAR ESTE RELATÓRIO E INFORMAR O RESPECTIVO LEITOR.

**III** - AS OPINIÕES EXPRESSAS NESTE RELATÓRIO REFLETEM ÚNICA E EXCLUSIVAMENTE AS VISÕES E OPINIÕES PESSOAIS DO ANALISTA RESPONSÁVEL PELO CONTEÚDO DESTES MATERIAL NA DATA DE SUA DIVULGAÇÃO E FORAM PRODUZIDAS DE FORMA INDEPENDENTE E AUTÔNOMA, INCLUSIVE EM RELAÇÃO AO BANCO SAFRA, À SAFRA CORRETORA DE VALORES E DEMAIS EMPRESAS DO GRUPO ECONÔMICO DO SAFRA.

**IV** - ESTE RELATÓRIO NÃO PODE SER REPRODUZIDO OU REDISTRIBUÍDO PARA QUALQUER OUTRA PESSOA, NO TODO OU EM PARTE, QUALQUER QUE SEJA O PROPÓSITO, SEM O PRÉVIO CONSENTIMENTO POR ESCRITO DO BANCO SAFRA. INFORMAÇÕES ADICIONAIS SOBRE OS INSTRUMENTOS FINANCEIROS DISCUTIDOS NESTE RELATÓRIO ENCONTRAM-SE DISPONÍVEIS MEDIANTE SOLICITAÇÃO. O SAFRA E/OU QUALQUER OUTRA EMPRESA DE SEU GRUPO ECONÔMICO NÃO SE RESPONSABILIZA E TAMPOUCO SE RESPONSABILIZARÁ POR QUAISQUER DECISÕES, DE INVESTIMENTO OU E OUTRA, QUE FOREM TOMADAS COM BASE NOS DADOS AQUI DIVULGADOS. QUESTÕES ACERCA DOS TÓPICOS ABORDADOS NESSE RELATÓRIO DEVEM SER ENVIADAS DIRETAMENTE AO SEU GERENTE DE CONTA OU OUTROS CONSULTORES DO BANCO SAFRA.

**V** - ESSE MATERIAL PODE CONTER ENDEREÇOS E HYPERLINKS PARA WEBSITES DE TERCEIROS. O BANCO SAFRA NÃO É RESPONSÁVEL PELO CONTEÚDO DOS ENDEREÇOS INCLUÍDOS NESTE RELATÓRIO E TAIS ENDEREÇOS E HYPERLINKS SÃO FORNECIDOS APENAS PARA SUA INFORMAÇÃO. O CONTEÚDO DESSSES ENDEREÇOS TAMBÉM NÃO SE CONSTITUI, SOB NENHUMA HIPÓTESE, COMO ALGO PRODUZIDO PELO BANCO SAFRA.

**OBSERVAÇÃO ADICIONAL:** ESTE MATERIAL NÃO LEVA EM CONSIDERAÇÃO OS OBJETIVOS, SITUAÇÃO FINANCEIRA OU NECESSIDADES ESPECÍFICAS DE QUALQUER CLIENTE EM PARTICULAR. OS CLIENTES PRECISAM OBTER ACONSELHAMENTO FINANCEIRO, LEGAL, CONTÁBIL, ECONÔMICO, DE CRÉDITO E DE MERCADO INDIVIDUALMENTE, COM BASE EM SEUS OBJETIVOS E CARACTERÍSTICAS PESSOAIS ANTES DE TOMAR QUALQUER DECISÃO FUNDAMENTADA NA INFORMAÇÃO AQUI CONTIDA. AO ACESSAR ESTE MATERIAL, VOCÊ DECLARA E CONFIRMA QUE COMPREENDE OS RISCOS RELATIVOS AOS MERCADOS ABORDADOS NESTE RELATÓRIO E ÀS LEIS EM SUA JURISDIÇÃO REFERENTES A PROVISÃO E VENDA DE PRODUTOS DE SERVIÇO FINANCEIRO. VOCÊ RECONHECE QUE ESTE MATERIAL CONTÉM INFORMAÇÕES PROPRIETÁRIAS E CONCORDA EM MANTER ESTA INFORMAÇÃO SOMENTE PARA SEU USO EXCLUSIVO.

CENTRAL DE SUPORTE PESSOA JURÍDICA  
CAPITAL E GRANDE SÃO PAULO: (11) 3175 8248  
DEMAIS LOCALIDADES: 0800 015 7575  
ATENDIMENTO PERSONALIZADO DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 8H ÀS 19H30, EXCETO FERIADOS.

CENTRAL DE ATENDIMENTO SAFRA: 0300 105 1234  
ATENDIMENTO PERSONALIZADO DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 9H ÀS 19H, EXCETO FERIADOS.

SAC - SERVIÇO DE ATENDIMENTO AO CLIENTE: 0800 772 5755 - ATENDIMENTO 24 HORAS, 7 DIAS POR SEMANA.

OUIDORIA (CASO JÁ TENHA RECORRIDO AO SAC E NÃO ESTEJA SATISFEITO/A): 0800 770 1236  
DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 9H ÀS 18H, EXCETO FERIADOS.