

## SUMÁRIO EXECUTIVO

---

### INFLAÇÃO

#### A INFLAÇÃO, A META E A TAXA DE JUROS

Em semana recheada de novidades na seara de inflação e política monetária, as informações mais recentes reforçam o cenário de arrefecimento da inflação e aumentam a probabilidade de o ciclo de afrouxamento monetário iniciar-se em agosto próximo.

### FISCAL

#### CAMINHANDO PARA DÉFICIT PRIMÁRIO PRÓXIMO A 1,0% DO PIB

O resultado do Governo Central de maio apontou *déficit* primário de R\$ 45 bilhões, pior que o previsto pelo Safr (-R\$ 22,5 bi). A principal surpresa veio do lado das despesas, que vieram mais altas que o esperado, ainda que refletindo mudanças no calendário de pagamentos, e não necessariamente algo que altere imediatamente nossas projeções para o ano. Apesar das diferenças, o resultado de maio reforça o movimento de aceleração dos gastos observado nos últimos meses, em ritmo superior ao desempenho das receitas. Assim, o resultado primário positivo em 12 meses até maio de +0,2% do PIB deve migrar para terreno negativo em junho, rumo à nossa projeção de déficit primário de 0,9% do PIB para o ano.

### REINO UNIDO

#### DESINFLAÇÃO LENTA E CUSTOSA

A inflação ao consumidor no Reino Unido acumulou alta de 8,7% nos últimos doze meses, patamar consideravelmente mais alto que em outras economias avançadas como EUA e a zona do euro. Diante disso, o *Bank of England (BoE)* surpreendeu o mercado com uma elevação mais forte da taxa de juros na reunião de 22 de junho. O caso britânico envolve vários fatores como a volta lenta da oferta de trabalho após a pandemia e a demora no ajuste das políticas fiscal e monetária. À medida que essas políticas se tornam mais apertadas, elas devem contribuir para um arrefecimento gradual da inflação, acompanhado de persistente lentidão no crescimento do PIB.

**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

**DANIELA FIGUEIREDO**

daniela.figueiredo@safra.com.br

**CALENÁRIO ECONÔMICO****SAFRA INDICADORES**

Leia mais sobre  
Economia e Finanças em

---

**O ESPECIALISTA**

**INFLAÇÃO – A INFLAÇÃO, A META E A TAXA DE JUROS**

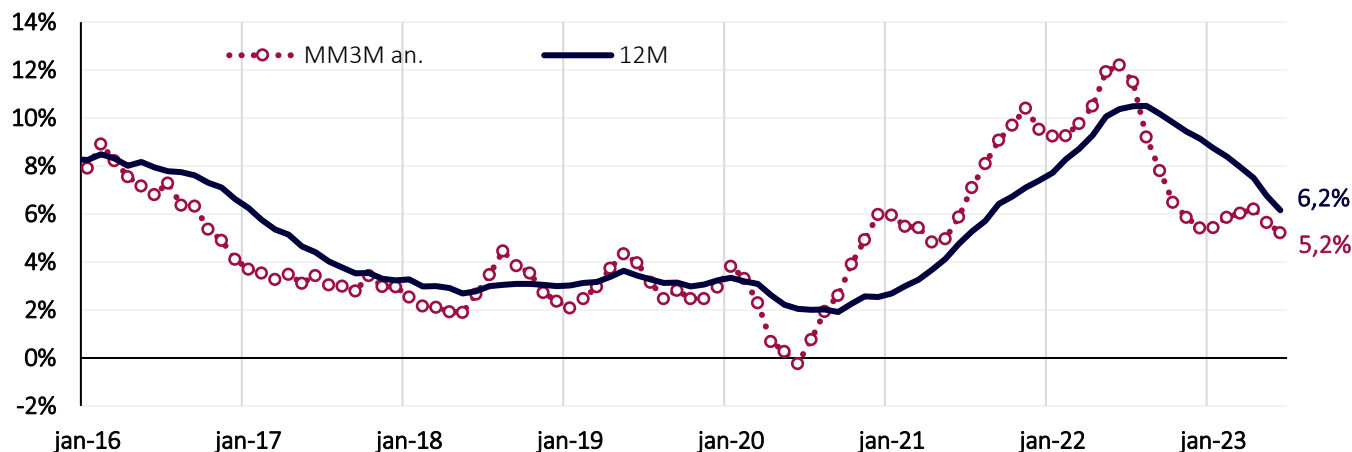
**A semana trouxe novidades importantes no que tange à inflação e à política monetária.** A ata do COPOM e o Relatório Trimestral de Inflação ajudaram a esclarecer a avaliação do Banco Central do Brasil (BCB) sobre o cenário atual. A reunião do Conselho Monetário Nacional (CMN) ratificou a meta de 3,00% para 2026 e confirmou a margem de tolerância em relação à meta (de 1,5 p.p.). A única mudança, a ser implementada a partir de 2025, foi a passagem da aferição da meta para um “atingimento permanente” da meta (meta contínua), ao invés de compromisso com uma meta anual. Essas medidas aumentam a probabilidade de a Selic ser cortada em agosto próximo, especialmente se a confirmação da meta pelo CMN influenciar para baixo as expectativas de inflação capturadas pela pesquisa Focus.

**A Ata do Copom referente à última reunião revelou que a disposição para começar a relaxar a política monetária não era unânime entre os membros do grupo.** O comunicado divulgado após a reunião do Copom foi como de hábito lacônico, notando apenas que os membros do comitê concordavam em que as decisões serão baseadas nos dados divulgados à frente. Por seu lado, a Ata explicitou que um grupo majoritário acredita que “a continuação do processo desinflacionário em curso, com conseqüente impacto sobre as expectativas, pode permitir acumular a confiança necessária para iniciar um processo parcimonioso de inflexão na próxima reunião”.

**A evolução das expectativas de inflação parece ser um fator chave.** Há uma avaliação no comitê de que medidas que tragam essas expectativas para mais perto da meta poderiam acelerar a desinflação e, portanto, o relaxamento da política monetária. Supõe-se que a decisão do Conselho Monetário Nacional vai nesse sentido. Essa presunção precisará ser verificada pelos resultados da pesquisa Focus nas próximas semanas.

**A inflação corrente segue melhorando, o que também tende a acarretar redução nas expectativas.** O IPCA-15 de junho teve variação mensal de 0,04%, praticamente alinhado com o consenso, de 0,02%, apesar de um pouco acima da nossa projeção, de 0,00%. Houve certa frustração com a deflação de automóveis novos, que foi bem menor que a esperada, dado o lançamento do programa governamental de crédito tributário que visa reduzir o preço dos veículos mais básicos. Por outro lado, a inflação de alimentos surpreendeu para baixo, com queda generalizada de preço, como em leite, carnes, frutas, feijão e óleo de soja, além de batata, tomate e cebola.

**Os núcleos de inflação também seguem cedendo, assim como o índice de difusão.** Na métrica de médias móveis de 3 meses, considerando os dados com ajuste sazonal e em taxa anualizada, a média dos núcleos do BCB cedeu de 5,7% em maio para 5,2%. Já o índice de difusão, que mede qual a parcela de itens da inflação com variação positiva de preço, caiu a 59% em junho, ante um pico de 75% em maio do ano passado.

**Gráfico 1. Nova Média dos Núcleos (%)**

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 30 de junho de 2023

**No atacado, o IGP-M registrou mais um recorde de deflação.** A variação de -1,93% na comparação mensal ficou 20 pontos base abaixo da mediana de projeções do mercado e próximo da nossa projeção, de -1,85%. Para além das commodities agrícolas e energéticas, que tem puxado a inflação ao produtor para baixo, o núcleo do IPA Industrial, que tenta expurgar o movimento das principais commodities, marcou queda de 0,69% e sugere forte descompressão de custos nas cadeias de produção.

**A dinâmica benigna da inflação corrente foi reconhecida pelo BCB no Relatório Trimestral de Inflação.** A projeção da autoridade monetária para o IPCA deste ano cedeu de 5,8% para 5,0%, refletindo a avaliação de que a inflação mensal no trimestre à frente ficará no intervalo entre 0,20% e 0,30%. Com isso, a probabilidade de a inflação de 2023 ficar abaixo do teto da meta (para este ano em 4,75%) subiu de 17% para 39%, representando uma possibilidade não desprezível do BCB cumprir com seu compromisso de acordo com o regime de metas. Para os anos de 2024 e 2025, o BCB prevê inflação de 3,4% e 3,1%, respectivamente, com probabilidade baixa de rompimento dos limites da meta de inflação.

**O BCB também atualizou sua estimativa de taxa de juros real neutra, que pode sinalizar o piso para a redução da Selic.** Segundo o BCB, essa taxa teria subido de 3% em 2019 para 4,5% após o período da Covid. Apesar de se especular em muitos países se essa taxa teria subido muito depois da Covid, na maior parte deles não há indicação forte nessa direção. A singularidade do Brasil também se apresenta no nível em que essa taxa é estimada, já que na maior parte dos países da América Latina, a taxa está perto de 1,7%, e nas economias avançadas abaixo de 1%.

**Tabela 1. Taxa de Juros real de equilíbrio (estimativa)**

% a.a		
País	Pré-Covid*	Pós-Covid
Peru	1,5	1,5
Colômbia	1,2	2,0
Chile	1,0	0,8
México	2,6	2,6
Índia	1,7	0,9
EUA	0,6	1,0
Reino Unido	0,6	0,6
Canadá	0,8	1,0
Brasil	3,0	4,5

Fonte: Bancos centrais, BCB e Banco Safr

**Em alguns países, é verdade, o banco central considera essa taxa mais como uma variável para facilitar a comunicação da política monetária do que necessariamente um indicador preciso do risco inflacionário.** Assinale-se que afora a Índia, nenhum dos países listados tem uma taxa de poupança muito alta, a razão para a taxa no Brasil destoar tão fortemente devendo ser outra. No passado, o contraste era por vezes explicado pela existência de empréstimos em taxas favorecidas, o fator parafiscal presente, por exemplo, pelos empréstimos do BNDES. Nos últimos anos o BNDES contraiu seus empréstimos, e dentre os bancos públicos apenas a Caixa Econômica teve um comportamento expansionista.

**Olhando para frente, o setor agro deve contar com um Plano Safr substancial, ainda que parte desse crédito seja ofertado a taxas menos favorecidas do que no passado.** Talvez mereça análise se a expansão de instrumentos de créditos isentos de impostos esteja vindo contribuir para o aumento da taxa de juros neutros no Brasil. De todo modo, aqui também é provável que essa taxa sirva de mecanismo de sinalização do Banco Central em relação a até onde ele considera prudente reduzir a taxa de juros nos próximos 18 meses, especialmente considerando que, até lá, o hiato do produto tenha se estreitado e o crescimento do PIB apresente tendência de aceleração, o que desaconselharia o BCB a levar os juros abaixo da taxa neutra.

**Uma outra questão que se colocará brevemente é o do tamanho do primeiro corte da Selic.** A ata recomenda parcimônia na inflexão da política, o que sugere um corte de 0,25%. Por outro lado, dado o comportamento da

## Safrá Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 30 de junho de 2023

inflação, inclusive a previsão do BCB de inflações mensais moderadas nos próximos meses, é evidente que mesmo cortes relativamente grandes ainda deixarão a Selic em “território significativamente restritivo”, isto é, com uma taxa de juros real substancialmente acima da neutra. Há, assim, ampla margem para o BCB começar o relaxamento da política monetária com um corte de 0,5%, evitando a necessidade de cortes mais abruptos (de 0,75% ou 1,00%, por exemplo) daqui uns trimestres.

**Em suma, as informações mais recentes reforçam o cenário de arrefecimento da inflação e aumentam a probabilidade da Selic cair a partir de agosto.** Dado o tanto em território restritivo em que a Selic se encontra atualmente, prevemos redução da taxa básica de juros em 50 pontos base na próxima reunião, o que facilitaria cortes de igual magnitude nas reuniões subsequentes, até que a taxa Selic atinja 8,75%, no terceiro trimestre de 2024. **Esse valor mínimo estaria ainda acima dos juros neutros, considerando uma inflação de 3,00%, mas poderia ser compatível com um hiato do produto ligeiramente positivo, a se confirmar um crescimento do PIB de 2,5% no ano que vem, um pouco acima do crescimento potencial geralmente adotado pelo BCB.**

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 30 de junho de 2023

### FISCAL – CAMINHANDO PARA DÉFICIT PRIMÁRIO PRÓXIMO A 1,0% DO PIB

O resultado fiscal do Governo Central de maio veio pior que o esperado em função de elevação de certas despesas. O resultado primário do Governo Central de maio foi de R\$ -45 bilhões, pior que o previsto pelo Safr (-R\$ 22,5 bi). A principal surpresa veio de despesas mais altas que o esperado (R\$ 189,9 bi x R\$ 171,6 bi), ainda que refletindo principalmente mudanças no calendário de pagamentos da previdência e de sentenças judiciais e precatórios, o que não altera, por enquanto, nossas projeções do resultado para o ano. A receita líquida veio no seu total próxima ao esperado, apesar de algumas diferenças na abertura, com receitas administradas vindo abaixo e não administradas acima do previsto (Tabela 2).

Tabela 2. Resultado Primário do Governo Central – Projetado x Realizado (maio, R\$ bilhões)

	Projeção R\$ bilhões	Realizado R\$ bilhões	Desvio R\$ bilhões	
<b>Receita Total</b>	193,23	186,36	-6,9	
Receitas Administradas pela RFB	118,11	106,70	-11,4	
Arrecadação Líquida para o RGPS	46,96	47,77	0,8	
Receitas Não Administradas pela RFB	28,16	31,89	3,7	
<b>Transferências por Repartição de Receita</b>	44,05	41,42	-2,6	
<b>Receita Líquida</b>	149,18	144,94	-4,2	
<b>Despesa Total</b>	171,64	189,96	18,3	
Benefícios Previdenciários	74,06	82,42	8,4	
Pessoal e Encargos Sociais	28,78	28,68	-0,1	
Outras Despesas Obrigatórias	28,61	39,55	10,9	
Obrigatórias com Controle de Fluxo	27,91	27,13	-0,8	
Despesas Discricionárias	12,28	12,17	-0,1	
<b>Resultado Primário do Governo Central</b>	-22,46	-45,01	-22,6	

Fonte: Tesouro Nacional, Banco Safr

Nos gastos com previdência, a diferença com relação à nossa projeção tem a ver com a antecipação do 13º salário. Em 2023 a antecipação foi programada para os meses de maio e junho, ao passo que em 2022 ocorreram nos meses de abril a junho, o que dificultou a previsão do montante a ser distribuído nesses meses. Assim, o desvio na projeção reflete provavelmente mudanças no calendário e não do gasto total do ano.

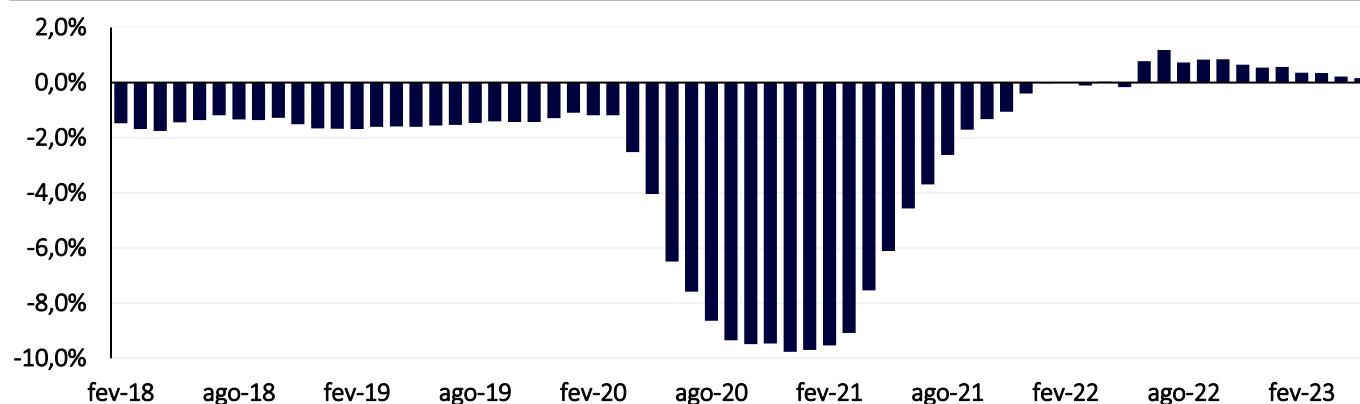
A surpresa em relação às despesas com sentenças judiciais e precatórios (subgrupo de "outras despesas obrigatórias") também refletiu diferenças no cronograma de pagamentos. Enquanto em 2022 a concentração ocorreu em junho (R\$ 7,3 bilhões) e agosto (R\$ 6,7 bilhões), em 2023 estes pagamentos foram concentrados em maio (R\$ 16,0 bilhões). Apesar da incerteza futura em relação à essa rubrica, dadas as possibilidades criadas pelas emendas constitucionais 113 e 114 de 2021, esperamos pagamentos em volumes baixos nos próximos meses. Porém, não se pode descartar o pagamento de sentenças "extra teto", permitidas por essas emendas constitucionais, com impacto negativo no resultado primário de 2023.

O fim próximo dos superávits primários sobre 12 meses. No acumulado em 12 meses até maio, o Governo Central atingiu superávit primário de aproximadamente 0,16% do PIB (conforme nossa expectativa de PIB em 12 meses), reflexo de Receita Líquida de 18,44% do PIB e Despesas de 18,28% do PIB. Como a trajetória dos resultados sobre 12 meses vem sendo na direção negativa (Gráfico 2), acreditamos que o saldo será negativo já no mês de junho.

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 30 de junho de 2023

**Gráfico 2. Resultado Primário do Governo Central (12 meses, % do PIB)**



Fonte: Tesouro Nacional e Banco Safr

O movimento de aceleração dos gastos em ritmo superior ao desempenho das receitas continua. No acumulado do ano até maio, a receita líquida apresentou crescimento real negativo de 0,2%, enquanto as despesas totais cresceram 5,1% em termos reais. Até o final do ano, projetamos receita líquida contraindo 0,2% e despesas subindo 7,9%. Com isso, projetamos *déficit* primário de R\$ 95,5 bilhões (-0,9% do PIB) para o ano. O número é melhor que aquele apontando no relatório de avaliação do 2º bimestre, cujo *déficit* primário é projetado em -1,3% do PIB. Falas recentes da equipe econômica têm sugerido que o *déficit* poderia ser menor que 1,0% do PIB esse ano, mas isso dependerá muito do desempenho da receita, inclusive como reflexo de decisões judiciais e votações no Congresso Nacional.

Nossa projeção incorpora sucesso parcial das medidas de receitas, totalizando R\$ 67 bi, inferior aos R\$ 156 bilhões previstos pelo governo (Tabela 3). Dentre as medidas relevantes e de maior incerteza, destaca-se o retorno do voto de qualidade do CARF, que não está em nossos números e que o governo estima poderia render R\$ 50 bi ainda esse ano. O projeto de lei em regime de urgência sobre o voto de minerva da Fazenda (PL 2384/2023) tranca a pauta da Câmara e por isso há a previsão de que seja apreciado e votado na próxima semana, o que poderia nos levar a rever nossas projeções, apesar de uma decisão favorável ao governo no CARF sempre poder ser recorrida na Justiça, com pequeno depósito ou garantia que significasse receita imediata para o governo. Os efeitos da recente decisão favorável do STJ com respeito à cobrança de IRPJ/CSLL sobre benefícios do ICMS também poderão incrementar as entradas do governo, visto que Receita Federal já enviou comunicação aos contribuintes dando a oportunidade para eles regularizarem antecipadamente e de forma espontânea esses recolhimentos até o final de julho. Essa antecipação às fiscalizações pode trazer alento à arrecadação no curto prazo, ainda que isto não seja visível até agora. O governo estima que a nova cobrança possa render R\$ 90 bilhões/ano, sendo metade aos cofres federais e outra para estados e municípios e parte entrando já em 2023, em função da antecipação acima mencionada. Consideramos o valor otimista, principalmente levando em conta que deve haver muita judicialização dos casos nos próximos meses. Nossas estimativas apontam efeito bruto de R\$ 55 bi, apenas em 2024, e dos quais apenas metade o valor recolhido ficaria com a União.

**Tabela 3. Efeito em 2023 de medidas de receitas anunciadas pelo governo (R\$ bilhões)**

2023	Tributos	Governo	Safr
<b>Total</b>		<b>156</b>	<b>67</b>
PIS/Cofins sobre Combustíveis	PIS;COFINS	29	25
Receita com Ativos do PIS/Pasep	PIS	23	23
PIS/Cofins sobre Receita Financeira	PIS;COFINS	4	4
Aproveitamento crédito ICMS	PIS;COFINS	30	15
Incentivo redução litigiosidade Carf (voto de qualidade)	Diversos	50	0
Incentivo à denúncia espontânea	Diversos	20	0

Fonte: Banco Safr

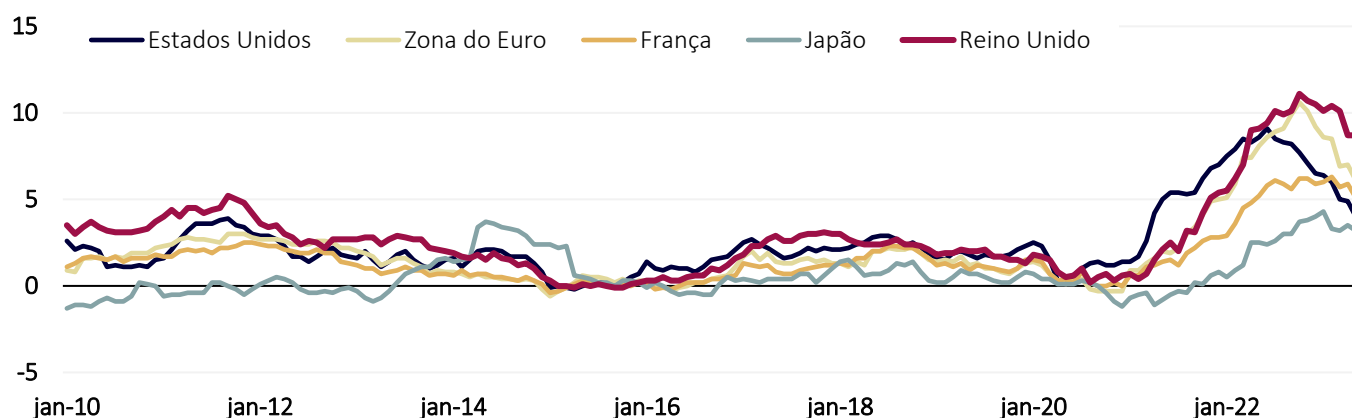
## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 30 de junho de 2023

Em resumo, o desempenho do Tesouro tem sido seguro, ainda que com algumas surpresas que dificultam a projeção do resultado para o ano, dada a dependência desse resultado de novas receitas em consequência de ações ganhas na justiça ou votação de matérias de administração tributária no Congresso. Não obstante, mantemos a projeção de resultado primário de -0,9% do PIB em 2023, menos vigoroso do que os -0,5% do PIB há um tempo acenado pelo governo, mas melhor do que os -2% do PIB temidos por alguns economistas no final do ano passado. Aliada ao crescimento sustentável do PIB no mínimo de 2,5%, a disciplina fiscal traduzida, em superávits primários na direção de ao menos 1,0% do PIB, poderá levar a estabilização da dívida nos próximos 3 ou 4 anos.

**REINO UNIDO – DESINFLAÇÃO LENTA E CUSTOSA**

As pressões de preços na economia britânica diminuíram ligeiramente nos últimos meses, mas não se equiparam à dinâmica de desinflação que vem ocorrendo em outras economias avançadas. Enquanto a inflação acumulada em doze meses até maio registrou alta de 6,1% na zona do euro e 4% nos EUA, a taxa verificada no Reino Unido permaneceu em 8,7%, valor consideravelmente acima da meta do *Bank of England (BoE)*, centrada em 2% com banda de tolerância de 1%.

**Gráfico 3. Inflação ao Consumidor (variação interanual, %)**

Fonte: Bloomberg e Banco Safr

**A inflação acumulada em 12 meses dos bens caiu para 9,7%, beneficiada pela recente queda do preço do petróleo e pela normalização de cadeias produtivas.** Esse é o menor valor desde março de 2022 e consideravelmente abaixo da máxima de 14,8% registrada em outubro do ano passado. Essa desinflação ainda está concentrada nos itens de habitação, vestuário e transportes, já que os preços dos alimentos permanecem com alta acumulada de 18,8%. Essa subida pode esmorecer com a recente queda dos preços das *commodities* agrícolas em moeda local, que deve chegar ao consumidor, retirando 1,5 pontos percentuais da inflação à frente.

**A inflação de serviços acumula variação de 7,4%, a maior dos últimos 31 anos.** Esse resultado se explica em parte pela elevação de impostos sobre saúde e o forte reajuste autorizado para serviços de telecomunicações em abril, que deram novo impulso à inflação. Em razão dessas medidas, o núcleo da inflação, que exclui alimentação, energia, álcool e tabaco, voltou a subir, alcançando 7,1%.

**O aumento da inflação se deu apesar do baixo desempenho do PIB.** O PIB aos poucos se aproxima do patamar anterior à pandemia, mas sem avanços significativos desde o início de 2022, tendo o crescimento interanual de 4,3% registrado ano passado sido devido em grande parte ao carregamento estatístico deixado pela retomada de 2021. O consumo per capita se encontra cerca de 4,1% abaixo daquele no quarto trimestre de 2019. Já o investimento e o gasto do governo aumentaram em relação ao mesmo período, embora este tenha começado a cair no primeiro trimestre de 2023. Com isso, a demanda doméstica, que chegou a superar o nível pré-pandemia em meados de 2021, voltou ao patamar do final de 2019.

**As expectativas de inflação se desancoraram no ano passado devido a uma combinação de fatores desfavoráveis.** A política monetária não estava particularmente apertada e houve uma série de episódios ao tempo da sucessão do gabinete *Jonhson* que criou incerteza no campo fiscal e exigiu que o BoE se desviasse do foco na inflação para amparar o setor financeiro. Além disso, a conclusão do processo de saída da União Europeia trouxe fricções ao comércio e à vinda de trabalhadores do continente restringindo a oferta. O desemprego tem estado em níveis históricos mínimos, o que tende a pressionar os salários, como se viu na greve dos correios e outros serviços de comunicação. O baixo desemprego se explica pela recuperação da ocupação, acompanhada pela diminuição da força de trabalho. A taxa de participação da população em idade de trabalhar no mercado de trabalho caiu de 79,8% para 79% desde o início de 2020, o que corresponde a 333 mil pessoas a menos. Esse fenômeno foi particularmente forte

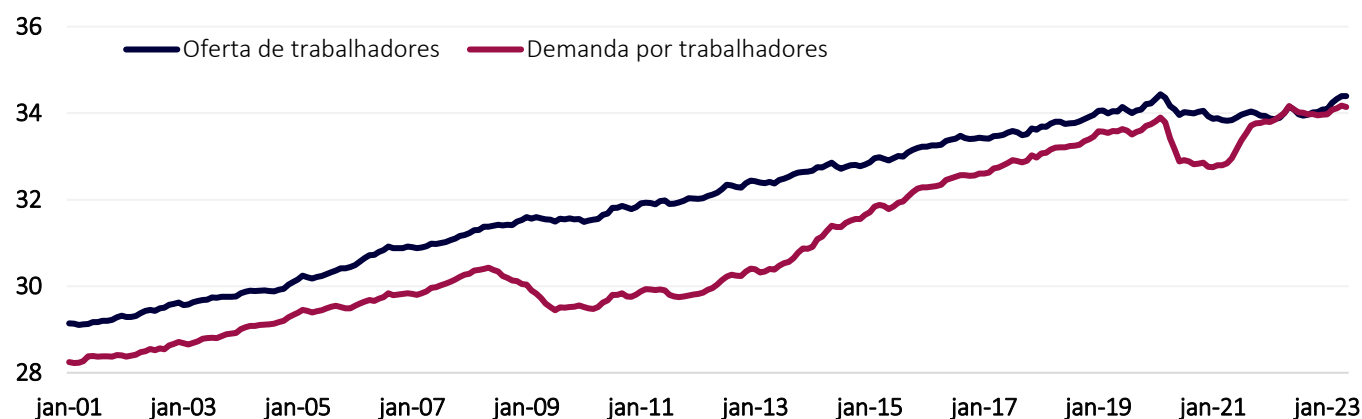


## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 30 de junho de 2023

na faixa etária entre 50 e 64 anos, sendo o principal motivo apontado para a inatividade o de “doenças crônicas”. Essa restrição na oferta, que também se observa nos EUA, não tem data para se dissipar, apesar do forte aumento da concessão de vistos para imigrantes, o que tende a compensar a queda de participação da população de origem local.

**Gráfico 4. Mercado de Trabalho** (milhões, com ajuste sazonal)



Fonte: Bloomberg e Banco Safr

**A imigração tem dado um alívio apenas parcial à escassez de mão de obra.** Apesar da retomada do fluxo de imigrantes após a covid, os números devem ser vistos à luz do efeito da saída da União Europeia. O aumento no número de vistos de trabalho emitidos, por exemplo, reflete em grande parte a necessidade de visto para os egressos da UE, que antes entravam livremente. Parte do aumento geral da imigração reflete a acolhida de quase 200 mil refugiados ucranianos, na sua maioria mulheres e crianças, ainda em processo de adaptação e com pouca penetração na força de trabalho.

**Apesar dos desafios à frente, a inflação deve diminuir, pela retração fiscal e monetária que já começou, assim como pelo auxílio que a queda do preço internacional das *commodities* pode dar às expectativas de inflação.** O impulso fiscal, isto é, o efeito da política fiscal sobre o PIB, deixou de ser expansionista na entrada de 2023. A retirada dos estímulos dados originalmente para enfrentar a pandemia e lidar com os impactos da guerra na Ucrânia, somada à elevação de tributos, diminuirão o poder de compra das famílias nos próximos meses. A demanda também deve esfriar com a continuação do aperto dos juros e das condições financeiras, a que o BoE vem se comprometendo. Na reunião de 22 de junho, o BoE surpreendeu o mercado, elevando a taxa de juros em 0,5%, ao invés dos 0,25% esperados. O posicionamento mais duro do BoE também tem contribuído para a valorização da taxa de câmbio, com efeitos favoráveis para a inflação. A libra já acumula valorização de quase 4% desde a diminuição do ímpeto do aperto monetário pelo banco central americano em dezembro. Esse fortalecimento chega a 18% na comparação com o final de setembro, auge das incertezas fiscais no país. Considerando a dinâmica adaptativa da inflação, as expectativas inflacionárias devem começar apontar para baixo, na sequência das quedas do preço ao consumidor já detectadas, assim como dos efeitos da redução da renda disponível percebida em meio ao aperto fiscal e monetário.

**Assim, a inflação no Reino Unido deve acompanhar aquela do resto do mundo ocidental, ainda que em ritmo mais lento.** Essa lentidão e o baixo desemprego deverão levar o BoE a manter uma política monetária restritiva por tempo relativamente longo, o que tenderá a desacelerar a economia, apesar do recente incremento no PIB projetado para 2023 anunciado pelo FMI ao fim da sua última inspeção da economia britânica. O reiterado compromisso do BoE de trazer a inflação para a meta tem levado o mercado a precificar um aumento de juros de 1,2% nos próximos meses. A subida dos juros nominais para até 6,2%, combinada com a queda da inflação, pode levar a taxa de juro real de curto prazo para mais de 3% ainda no primeiro semestre de 2024. Somada ao impulso fiscal negativo, ela deve se traduzir em um PIB com crescimento ao redor de 0,5% em 2023, com resultado semelhante no ano seguinte. Os agentes econômicos precisarão, portanto, manter a calma e perseverar.

**DESTAQUES DA SEMANA****BRASIL****PIM: Pesquisa Industrial Mensal**

	<b>ANTERIOR</b>	<b>SAFRA</b>
M/M %	-0,6	-0,7
A/A %	-2,7	0,3

Na terça-feira, o IBGE divulgará a PIM referente ao mês de maio. Projetamos queda de 0,7% na margem, com retração na indústria de transformação e alta na indústria extrativa. Na variação interanual, o indicador deve registrar variação de 0,3%, vindo de -0,7% em abril.

Safrá Semanal – Análise Macroeconômica  
Brasil | 30 de junho de 2023

## CALENDÁRIO ECONÔMICO

SEMANA DE 02 A 08 DE JULHO									
PAÍS	HORA (BR)	EVENTO	REFERÊNCIA	UNIDADE	ANTERIOR	CONSENSO	SAFRA	RELEVÂNCIA	
<b>DOMINGO, 02</b>									
Z. do Euro	10:00	Boletim Econômico do ECB	---	---	---	---	---		●
Japão	20:50	Tankan: Índice de atividade industrial	abr/23	pontos	1,0	3,0	---		●
Japão	21:30	PMI: Índice de manufatura - Final	jun/23	pontos	49,8	---	---		●
China	22:45	Caixin: PMI manufatura	jun/23	pontos	50,9	50,0	---		●
<b>SEGUNDA-FEIRA, 03</b>									
Z. do Euro	05:00	PMI: Índice de manufatura - Final	jun/23	pontos	43,6	43,6	---		●
Brasil	08:00	FGV: IPC-S	4 Sem.	M/M %	-0,24	---	---		●
Brasil	08:25	BCB: Pesquisa Focus	30/jun	---	---	---	---		●
EUA	11:00	ISM: Índice de atividade industrial	jun/23	pontos	46,9	47,3	---		●
EUA	11:00	Gastos em construção civil	mai/23	M/M %	1,2	0,5	---		●
Brasil	15:00	MDIC: Balança comercial mensal	jun/23	US\$ bilhões	11,4	---	---		●
EUA	---	Vendas de veículos	jun/23	milhões	15,1	15,3	---		●
<b>TERÇA-FEIRA, 04</b>									
Brasil	05:00	FIPE: IPC mensal	jun/23	M/M %	0,20	---	---		●
Brasil	09:00	IBGE: Produção industrial	mai/23	M/M % A/A %	-0,6 -2,7	---	<b>-0,7</b> <b>0,3</b>		●
Japão	21:30	PMI: Índice composto - Final	jun/23	pontos	52,3	---	---		●
China	22:45	Caixin: PMI Índice composto	jun/23	pontos	55,6	---	---		●
China	22:45	Caixin: PMI serviços	jun/23	pontos	57,1	56,2	---		●
Brasil	---	Fenabrave: Vendas de autoveículos	jun/23	mil unidades	176,5	---	---		●
Brasil	---	Sabatina de Gabriel Galípolo na CAE	---	---	---	---	---		●
EUA	---	Feriado: Dia da independencia	---	---	---	---	---		●
<b>QUARTA-FEIRA, 05</b>									
Z. do Euro	05:00	PMI: Índice composto	jun/23	pontos	50,3	50,3	---		●
Z. do Euro	06:00	Índice de preços ao produtor (PPI)	mai/23	A/A %	1,0	-1,4	---		●
EUA	11:00	Encomendas de bens duráveis - Final	jun/23	M/M %	1,7	---	---		●
EUA	11:00	Encomendas industriais - Final	mai/23	M/M %	0,4	---	---		●
EUA	15:00	Ata do FOMC	14/jun	---	---	---	---		●
<b>QUINTA-FEIRA, 06</b>									
Alemanha	03:00	Encomendas industriais	mai/23	M/M %	-0,4	1,4	---		●
Z. do Euro	06:00	Vendas no varejo	mai/23	M/M %	0,0	0,2	---		●
EUA	09:15	ADP: Variação dos postos de trabalho	jun/23	milhares	278,0	250,0	---		●
EUA	09:30	Balança comercial	mai/23	US\$ bilhões	-74,6	-68,6	---		●
EUA	11:00	JOLTS: Abertura de postos de trabalho	mai/23	milhares	10,0	10,1	---		●
EUA	11:00	ISM: Índice de atividade de serviços	jun/23	pontos	50,3	51,3	---		●
<b>SEXTA-FEIRA, 07</b>									
Alemanha	03:00	Produção industrial	mai/23	M/M %	0,3	-0,6	---		●
Brasil	08:00	FGV: IGP-DI	jun/23	M/M %	-2,33	---	---		●
EUA	09:30	Rendimento médio por hora trabalhada	jun/23	A/A %	4,3	4,2	---		●
EUA	09:30	Taxa de desemprego	jun/23	%	3,7	3,6	---		●
EUA	09:30	Variação dos postos de trabalho	jun/23	milhares	339,0	225,0	---		●
Brasil	10:00	Anfavea: Produção de veículos	jun/23	mil unidades	227,9	---	---		●
Z. do Euro	13:45	Discurso de Christine Lagarde (Presidente do ECB)	---	---	---	---	---		●

\* Fonte: Bloomberg (atualizado em 30/06/2023)

**Safr Semanal – Análise Macroeconômica**

Brasil | 30 de junho de 2023

**SAFRA INDICADORES**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
<b>I - ATIVIDADE ECONÔMICA</b>								
Varição Real do PIB	1,3%	1,8%	1,2%	-3,3%	5,0%	2,9%	2,1%	2,5%
PIB (R\$ bilhões correntes)	6.585	7.004	7.389	7.610	8.899	9.915	10.680	11.469
PIB (US\$ bilhões correntes)	2.063	1.917	1.873	1.476	1.649	1.920	2.149	2.312
Tx. De Desemprego Nacional (média no ano)	12,7%	12,3%	11,9%	13,5%	13,2%	9,3%	8,6%	9,1%
<b>II - SETOR EXTERNO</b>								
Balança Comercial (US\$ bilhões)	57,3	43,4	26,5	32,4	36	44	52	46
Exportações (US\$ bilhões)	218	240	226	211	284	341	343	339
Importações (US\$ bilhões)	161	196	199	178	248	296	291	293
Saldo em Conta Corrente (US\$ bilhões)	-22	-51	-65	-26	-28	-56	-55	-60
Conta Corrente (% do PIB)	-1,1%	-2,7%	-3,5%	-1,7%	-1,7%	-2,9%	-2,6%	-2,6%
Investimento Direto no País (IDP) (US\$ bilhões)	68,9	78,2	69	45	46	91	89	90
IDP (% do PIB)	3,3%	4,1%	3,7%	3,1%	2,9%	4,7%	4,1%	3,9%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) - Final de período	3,31	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	4,90	5,00
Varição Cambial	1,5%	17,1%	4,0%	28,9%	7,4%	-6,5%	-6,1%	2,0%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) - Média do período	3,19	3,65	3,95	5,16	5,40	5,16	4,97	4,95
Varição Cambial	-8,3%	14,5%	8,0%	30,7%	4,6%	-4,3%	-3,8%	-0,3%
<b>III - SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% DO PIB)</b>								
Resultado Primário (R\$ bilhões)	-111	-108	-62	-703	65	126	-95	-56
Resultado Primário (% do PIB)	-1,7%	-1,5%	-0,8%	-9,4%	0,7%	1,3%	-0,9%	-0,5%
Resultado Nominal	-7,8%	-7,0%	-5,8%	-13,6%	-4,4%	-4,6%	-7,4%	-7,2%
Dívida Bruta	73,7%	75,3%	74,4%	86,9%	78,3%	72,9%	77,1%	79,0%
<b>IV - INFLAÇÃO</b>								
IPCA	2,9%	3,7%	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	5,0%	3,3%
IGP-M	-0,5%	7,5%	7,3%	23,1%	17,8%	5,5%	-3,5%	2,0%
<b>V - JUROS</b>								
Taxa Selic - Meta (Final de Período)	7,00%	6,50%	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	8,75%
Taxa Selic - Média do Período	9,83%	6,56%	5,92%	2,81%	4,81%	12,63%	13,25%	9,88%
<b>VI - ECONOMIA INTERNACIONAL</b>								
EUA - Varição Real do PIB	2,2%	2,9%	2,3%	-2,8%	5,9%	2,1%	1,1%	0,7%
EUA - Taxa Básica de Juros (Fed funds) **	1,375%	2,375%	1,625%	0,125%	0,125%	4,375%	5,375%	4,875%

\* Informações em vinho indicam projeções do Banco Safr

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

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 30 de junho 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

**DANIELA FIGUEIREDO**

daniela.figueiredo@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 DESTE 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 NESSE RELATÓRIO E TAIS ENDEREÇOS E HYPERLINKS SÃO FORNECIDOS APENAS PARA SUA INFORMAÇÃO. O CONTEÚDO DESSES 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.