

## SUMÁRIO EXECUTIVO

### BRASIL

#### MAIOR PRODUTIVIDADE DO TRABALHO COM AMPLIAÇÃO DO ESTOQUE DE CAPITAL FÍSICO?

O bom comportamento da inflação e a robustez do setor externo, puxado pelas exportações de grão, minério e petróleo, apontam para um crescimento real do PIB de até 2,5% em 2024. Do lado da demanda, esse crescimento será apoiado pelo consumo das famílias e investimento das empresas, na esteira da queda da inflação e juros. Do lado da oferta, sua realização dependerá da capacidade de o setor produtivo brasileiro responder ao crescimento de demanda. Se a indústria brasileira, em particular a de transformação, não se expandir proporcionalmente à demanda, essa terá que ser atendida primordialmente pelas importações, ou canalizada para os serviços, neste caso com algum risco inflacionário.

A resposta da indústria dependerá de investimentos, dados os baixos níveis de capacidade ociosa indicados pelas pesquisas setoriais. Os investimentos se tornarão ainda mais importantes em 2025-26, à medida em que diminuir o impulso da queda dos juros sobre o consumo, e para permitir o aumento da oferta agregada e da produtividade do trabalho. O investimento em capital físico será importante para complementar a melhora da qualificação da mão de obra brasileira ocorrida nos últimos anos, que se reflete, por exemplo, no paulatino aumento de trabalhadores com educação superior na força de trabalho empregada.

Nessa semana discutimos a evolução do estoque de capital físico e humano na economia brasileira no período recente e o que ela pode implicar para o crescimento não inflacionário nos próximos cinco anos, em um cenário em que a gestão fiscal tem sucesso em manter a dívida pública em tamanho que não deteriore a confiança dos agentes econômicos e em que outras medidas de redução das fricções econômicas avancem.

**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

**MAILLIW SERAFIM**

mailliw.serafim@safra.com.br

**GIOVANNI PAZ**

giovanni.paz@safra.com.br

**MATHEUS MAÇON**

matheus.macon@safra.com.br

**LUCAS YUKI OKUNO**

lucas.okuno@safra.com.br

**ANDRESSA LOPES**

andressa.lopes@safra.com.br

**CALENÁRIO ECONÔMICO****SAFRA INDICADORES**Leia mais sobre  
Economia e Finanças em**O ESPECIALISTA**

## **BRASIL – MAIOR PRODUTIVIDADE DO TRABALHO COM AMPLIAÇÃO DO ESTOQUE DE CAPITAL FÍSICO?**

---

O bom comportamento da inflação e a robustez do setor externo, puxado pelas exportações de grão, minério e petróleo, apontam para um crescimento real do PIB de até 2,5% em 2024. Do lado da demanda, esse crescimento será apoiado pelo consumo das famílias e investimento das empresas, na esteira da queda da inflação e juros. Do lado da oferta, sua realização dependerá da capacidade de o setor produtivo brasileiro responder ao crescimento de demanda (ver Relatório Semanal de 22-Dez-2023). Se a indústria brasileira, em particular a de transformação, não se expandir proporcionalmente à demanda, essa terá que ser atendida primordialmente pelas importações, ou canalizada para os serviços, neste caso com algum risco inflacionário.

**A resposta da indústria dependerá de investimentos, dados os baixos níveis de capacidade ociosa indicados pelas pesquisas setoriais.** Os investimentos se tornarão ainda mais importantes em 2025-26, à medida em que diminuir o impulso da queda dos juros sobre o consumo, e para permitir o aumento da oferta e da produtividade do trabalho. O investimento em capital físico será importante para complementar a melhora da qualificação da mão de obra brasileira ocorrida nos últimos anos, que se reflete por exemplo no paulatino aumento de trabalhadores com educação superior na força de trabalho empregada. As perspectivas de crescimento não inflacionário no médio prazo dependem da ampliação do capital físico e humano, e pode se beneficiar do fato de a taxa de participação da população em idade ativa no mercado de trabalho estar ainda abaixo da média pré-pandemia, o que afastaria o risco de a escassez de mão de obra no período e facilitaria a manutenção da moderação salarial observada nos últimos anos.

**Os parágrafos seguintes discutem a evolução do estoque de capital físico e humano na economia brasileira no período recente e o que ela pode implicar para o crescimento não inflacionário nos próximos cinco anos,** em um cenário em que a gestão fiscal tem sucesso em manter a dívida pública em tamanho que não deteriore a confiança dos agentes econômicos e em que outras medidas de redução das fricções econômicas avancem.

### **Evolução do Estoque de Capital**

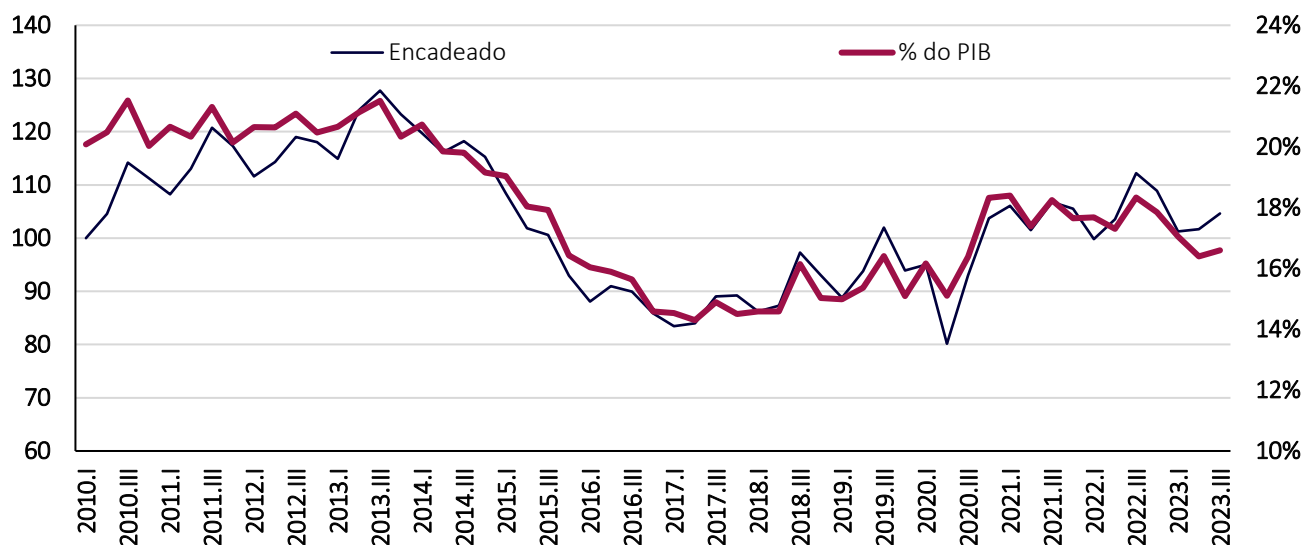
#### **a. Tendências do Investimento**

**A formação bruta de capital variou significativamente nos últimos dez anos, tanto em valores absolutos quanto em relação ao PIB (Gráfico 1).** Após uma forte retração no meado da década passada, houve alguma recuperação após a covid-19, na esteira da forte queda da taxa nominal e real dos juros em 2019-2021. A retomada do investimento deu-se principalmente na construção civil, inicialmente com o investimento residencial impulsionado pelo crédito direcionado a partir de 2019 (Gráfico 2). Mais recentemente, aumentou a contribuição da infraestrutura, impulsionada pelo setor de energia, inclusive a expansão não planejada da geração distribuída solar, e em 2022 o setor de rodovias, muito por conta do investimento público das esferas estaduais. Apesar do gradual crescimento do investimento privado em infraestrutura (Gráfico 3), o montante total (público e privado) ainda não havia recuperado o nível de 2010 até 2022 – a preços constantes. O investimento em infraestrutura em 2019-2022, correspondeu a apenas  $\frac{3}{4}$  daquele ocorrido em 2011-2014.

## Safrá Semanal – Análise Macroeconômica

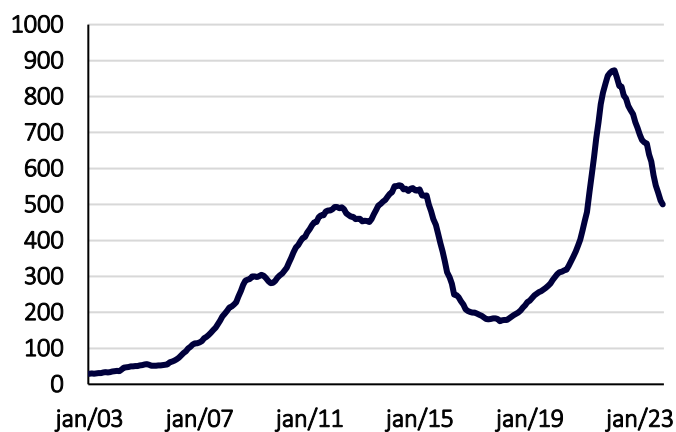
Brasil | 15 de janeiro de 2024

**Gráfico 1. Formação Bruta de Capital Fixo**  
(em nível e em% do PIB)



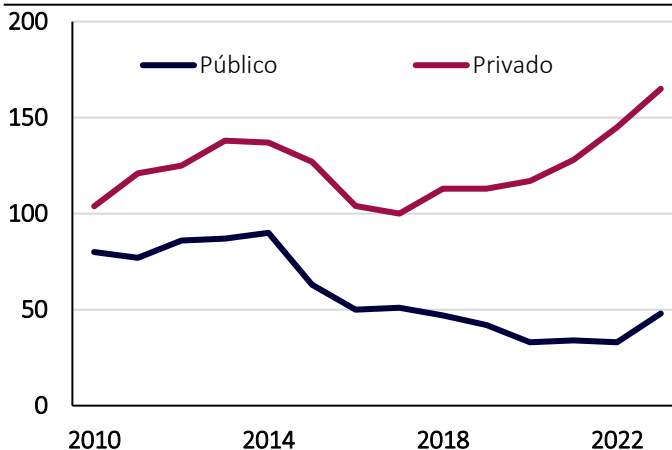
Fonte: IBGE e Banco Safrá

**Gráfico 2. Unidades residenciais financiadas pelo SFH**  
(milhares, acumulado 12 meses)



Fonte: ABECIP e Banco Safrá.

**Gráfico 3. Investimento em infraestrutura**  
(R\$ bilhões de 2023)



Fonte: ABDIB e Banco Safrá.

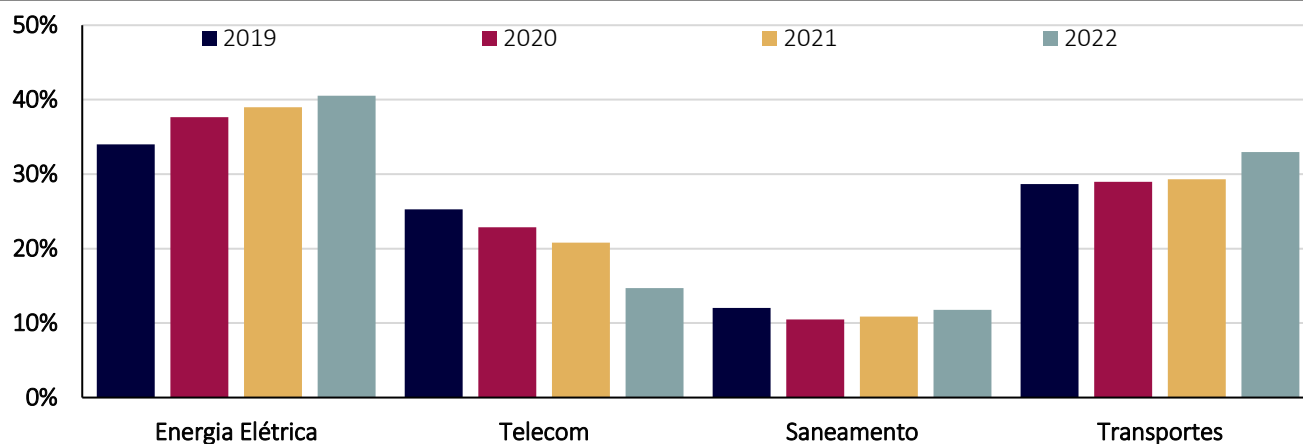
A maior parte do investimento em infraestrutura continua se dando em energia elétrica (perto de 40% em 2022) e transportes (perto de 35%), em parte devido à gradual perda de participação de telecomunicações nos anos recentes e antes do 5G, além da estabilidade no saneamento<sup>1</sup> (Gráfico 4). Nos transportes, rodovias tipicamente correspondem a quatro vezes mais do que ferrovias ou mobilidade urbana (Tabela 1), com a maior parte do investimento em rodovias sendo público, não obstante as principais rodovias serem operadas pelo setor privado (Gráfico 5).

<sup>1</sup> Carta de Infraestrutura Inter.B nº22 (2023)

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 15 de janeiro de 2024

**Gráfico 4. Investimento em infraestrutura**  
(participação % em Infraestrutura)



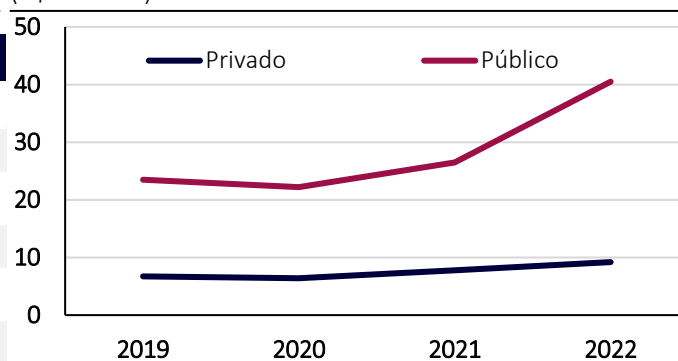
Fonte: Carta de Infraestrutura – Inter.B e Banco Safr

**Tabela 1. Investimentos em transportes**  
(R\$ bi 2022)

	2019	2020	2021	2022
Rodovias	23,5	22,2	26,5	40,5
Ferrovias	5,7	9,4	10,1	9,2
Mobilidade	6,2	3,9	4,7	5,4
Aeroportos	2,7	2,2	1,1	1,4
Portos	2,9	3,3	3,6	3,8
Hidrovias	0,5	0,8	1,1	0,4

Fonte: Inter.B e Banco Safr.

**Gráfico 5. Investimentos em rodovias**  
(R\$ bi 2022)



Fonte: Inter.B e Banco Safr.

Uma cuidadosa análise das tendências do investimento conduzida pelo IPEA<sup>2</sup> indica que a formação bruta de capital físico em máquinas e equipamentos tampouco se recuperou desde o auge do começo da década passada, estando em 2022, a preços constantes, 20% abaixo dos níveis de 2013 (Gráfico 6). As contas nacionais do IBGE<sup>3</sup> indicam que os equipamentos de transporte tipicamente respondem por perto de 35% dos investimentos em máquinas e equipamentos a preços correntes, aqueles de tecnologia da informação e telecomunicação 15% e as outras máquinas por perto de 50%, com essa composição variando bastante em função das flutuações de preços relativos dos três componentes (Gráfico 7). Equipamentos de petróleo, por exemplo, tenderam a cair de preço depois de 2015 em função da menor demanda mundial e recuperação do câmbio no Brasil. Merece menção também que, segundo o IBGE, a participação do investimento em produtos de propriedade intelectual, como bancos de dados e software, duplicou nos últimos dez anos, passando de 5% para 9% do total da formação bruta de capital fixo a preços correntes em 2021. Ainda segundo o IPEA, a queda na formação bruta de capital em anos recentes significou investimento líquido, ou seja, após depreciação, negativo para máquinas e equipamentos, estruturas (como instalações industriais e galpões) e outros (Gráfico 8), com reflexos desfavoráveis no estoque de capital disponível para a atividade econômica.

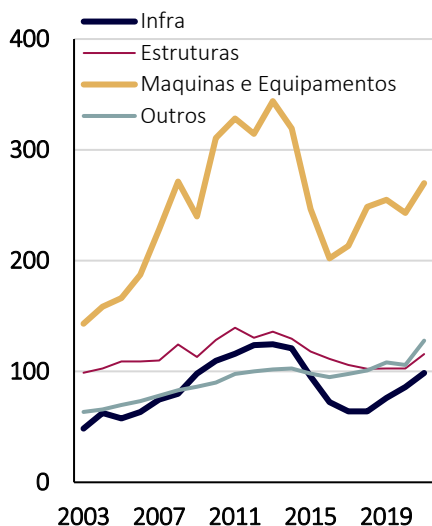
<sup>2</sup> Souza Junior, J. R. de C.; Moraes Cornelio, Felipe. Investimento líquido e estoque de capital: atualização de dados desagregados de 2021 e agregados do terceiro trimestre de 2023. “Carta de Conjuntura”. IPEA, 2023.

<sup>3</sup> <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/comercio/9052-sistema-de-contas-nacionais-brasil.html> (tabela 8)

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

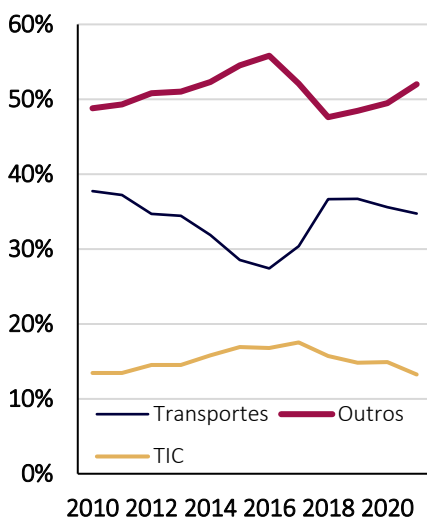
Brasil | 15 de janeiro de 2024

**Gráfico 6. Formação Bruta de Capital Fixo**  
(R\$ bi de 2010)



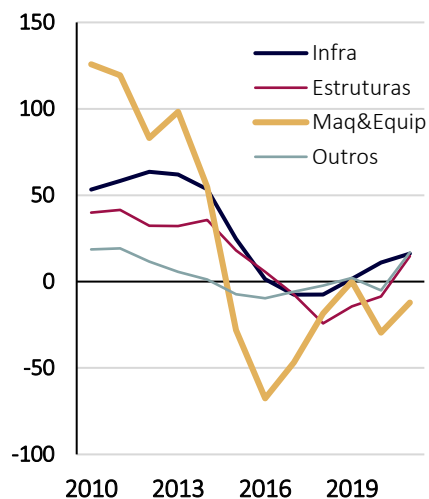
Fonte: IPEA e Banco Safr

**Gráfico 7. Composição dos Investimentos (% do gasto em Máquinas e Equipamentos)**



Fonte: IBGE e Banco Safr

**Gráfico 8. Investimento Líquido**  
(R\$ bi de 2010)

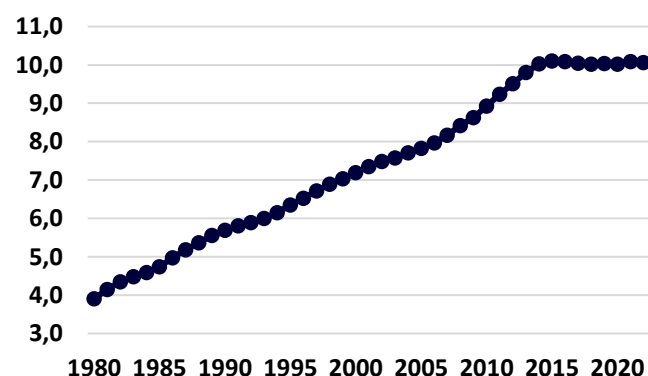


Fonte: IPEA e Banco Safr

### b. Nível do estoque de capital

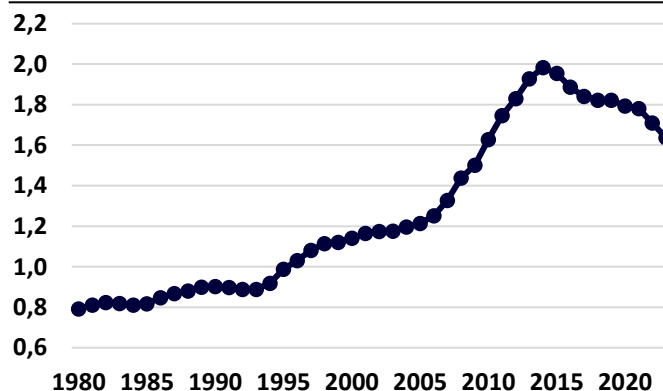
Indicadores agregados mostram que o estoque de capital total (incluindo construção civil e máquinas e equipamentos) a preços constantes parou de crescer desde 2015 (Gráfico 9). Esse desempenho é espelho da flutuação do investimento nos anos recentes, com o nível de formação bruta de capital físico até 2022 sendo muito próximo ao volume de depreciação do capital acumulado, especialmente depois do aumento desse capital até meados da década passada. No setor de máquinas e equipamentos, onde a formação bruta tem sido particularmente fraca, o aumento da demanda por colhedeiças ou equipamento de TI não supera, por exemplo, a depreciação do parque fabril ou mesmo da frota de caminhões adquirida até 2014. Por conseguinte, o estoque de capital desse segmento vem caindo de maneira persistente, estando a estimativa do IPEA para esse estoque em 2021 cerca de 10% abaixo do seu nível em 2014 (Gráfico 10). Para além das estimativas baseadas nas contas nacionais até 2021, estimamos deterioração adicional em 2022 e 2023 diante do recuo do consumo aparente de máquinas e equipamentos, mesmo em 2023.

**Gráfico 9. Estoque de Capital Total**  
(Valores constantes de 2010, R\$ tri)



Fonte: IPEA e Banco Safr.

**Gráfico 10. Estoque de Máquinas e Equipamentos**  
(Valores constantes de 2010, R\$ tri)



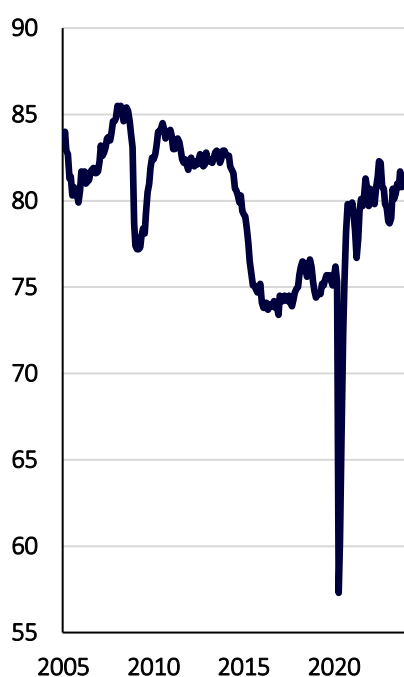
Fonte: IPEA e Banco Safr.

## Safrá Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 15 de janeiro de 2024

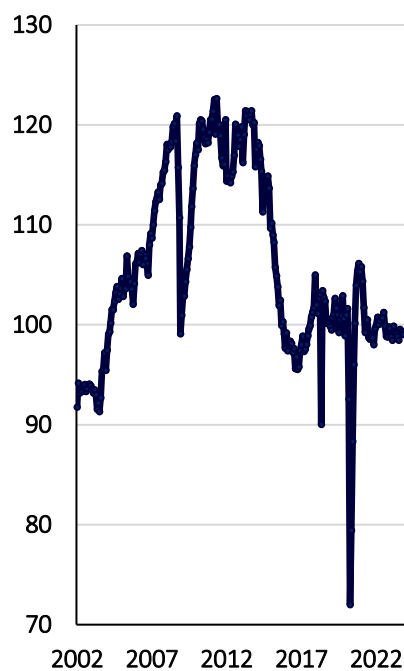
Não há um indicador específico para o estoque de capital da indústria de transformação, mas pode-se inferir a tendência de crescimento desse estoque a partir do nível de produção dessa indústria e medidas de capacidade ociosa reportadas pelas suas empresas. Ao longo dos últimos anos, a indústria de transformação apresentou aumento do nível de utilização da capacidade instalada (Gráfico 11) e estagnação da produção (Gráfico 12). Utilizando esses dois indicadores construímos um indicador para a capacidade de produção do setor que aponta significativa retração (-20%) dessa capacidade desde meados da década passada (Gráfico 13). Essa perda de capacidade pode ser ainda maior, considerando-se eventuais mudanças na demanda do consumidor e possível incompatibilidade do que a capacidade instalada pode produzir e o que o mercado deseja comprar.

**Gráfico 11. Nível de Utilização da Capacidade Instalada (mensal)**



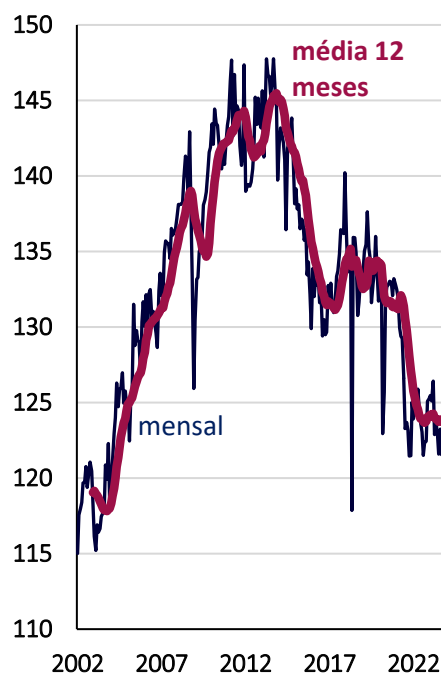
Fonte: FGV e Banco Safrá

**Gráfico 12. Produção da Indústria de transformação (índice mensal com ajuste sazonal)**



Fonte: IBGE e Banco Safrá

**Gráfico 13. Capacidade de Produção da Indústria de Transformação**



Fonte: Banco Safrá

### Evolução da Força de Trabalho

Em contraste com o estoque de capital físico, o capital humano, medido pela força de trabalho, tem crescido nos últimos dez anos, especialmente quando ajustada para a qualificação dos trabalhadores empregados. A participação dos trabalhadores ocupados com ensino superior completo passou de 15% para 23% do total de trabalhadores ocupados entre 2012 e 2023, segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD-IBGE). A participação dos com ensino médio completo passou de 38% para 45%, o que significa que os dois grupos mais educados passaram a representar, juntos, mais de 2/3 dos trabalhadores ocupados.

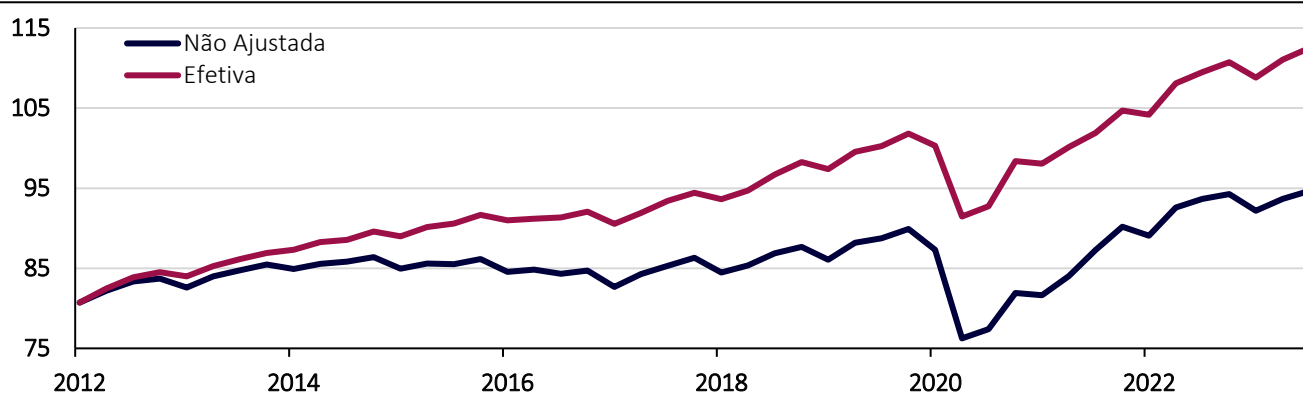
## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 15 de janeiro de 2024

O crescimento da mão de obra pode ser ajustado à qualificação dessa força de trabalho, na medida em que se considere que o nível de educação se reflita na produtividade do trabalhador. O crescimento efetivo do capital humano pode ser estimado ponderando a mão de obra por nível de educação por um indicador da sua produtividade. Chega-se ao crescimento efetivo usando-se o salário médio por nível de ensino dos três primeiros anos da amostra como indicativo da produtividade de cada grupo e, portanto, como peso para o cômputo da mão de obra efetiva. Assim, enquanto o crescimento não ajustado da mão de obra foi de 13% (de 82 milhões de pessoas na média de 2012 para 93 milhões em 2023), o crescimento efetivo foi de quase 35%, o que seria equivalente a ter uma força de trabalho de 111 milhões de pessoas com a qualificação de dez anos atrás. Ou seja, pode-se admitir que houve uma acumulação adicional de 18% no capital humano.

### Gráfico 14. Mão de obra empregada

(em milhões)



Fonte: IBGE e Banco Safr

A mudança da composição da mão de obra empregada é importante também para entender a evolução da massa salarial nos últimos anos. A principal razão pela qual o salário médio cresceu mais de 7% em termos reais nos últimos dez anos é o crescimento da participação de trabalhadores mais qualificados na força empregada, ou seja, o espelho do crescimento efetivo da mão de obra, dado que os trabalhadores mais qualificados (e produtivos) tendem a ser melhor pagos. Como o salário médio daqueles com ensino superior completo é cerca de 2,6 vezes maior do que daqueles com apenas ensino médio, a tendência é de que havendo maior participação de pessoas com ensino superior e médio completos entre os ocupados, o rendimento médio do trabalho observado suba. Esse efeito, no entanto, tem sido grandemente atenuado pelo fato de a remuneração média por faixa de educação ter crescido menos do que a inflação ao consumidor (IPCA) nos últimos onze anos, exceto para o ensino fundamental incompleto, cuja remuneração é mais afetada pelo salário-mínimo, o qual acompanha ou excede a inflação devido às políticas de seu reajuste anual.

O crescimento abaixo do IPCA é particularmente notável para os trabalhadores com ensino superior completo, cujo salário real médio cresceu 13% a menos do que a inflação desde 2012 (Tabela 2). Ainda que se considerem argumentos de que os trabalhadores com ensino superior completo tenham em média menos experiência hoje do que no passado (já que há uma maior proporção de novos trabalhadores) ou que a formação de parte das gerações recentes seja de menor qualidade que a das anteriores (o que não é tão provável), essa redução do custo unitário do trabalho mais qualificado é notável, ainda que não absolutamente única do Brasil. Assim, mantendo constante a proporção de trabalhadores por grau de instrução, o rendimento médio do trabalho teria recuado cerca de 7,4% em relação à inflação (Tabela 3).

## Safrá Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 15 de janeiro de 2024

Tabela 2. Rendimento médio real

2012 (média anual)	Peso	Salário Real	Contribuição
Fundamental Incompleto	30%	1.645	485
Fundamental Completo	18%	1.923	340
Médio Completo	38%	2.651	1.008
Superior Completo	15%	7.301	1.077
<b>TOTAL</b>			<b>2.911</b>

Tabela 3. Rendimento médio real

2012 (média anual)	Peso	Salário Real	Contribuição
Fundamental Incompleto	30%	1.645	485
Fundamental Completo	18%	1.923	340
Médio Completo	38%	2.651	1.008
Superior Completo	15%	7.301	1.077
<b>TOTAL</b>			<b>2.911</b>

3T 2023 (média anual)	Peso	Salário Real	Contribuição
Fundamental Incompleto	18%	1.690	311
Fundamental Completo	14%	1.881	260
Médio Completo	45%	2.439	1.089
Superior Completo	23%	6.356	1.466
<b>TOTAL</b>			<b>3.127</b>

3T 2023 (média anual)	Peso de 2012	Salário Real	Contribuição
Fundamental Incompleto	30%	1.690	499
Fundamental Completo	18%	1.881	333
Médio Completo	38%	2.439	928
Superior Completo	15%	6.356	937
<b>TOTAL</b>			<b>2.697</b>

**Variação** 7,4%

Fonte: IBGE e Banco Safrá.

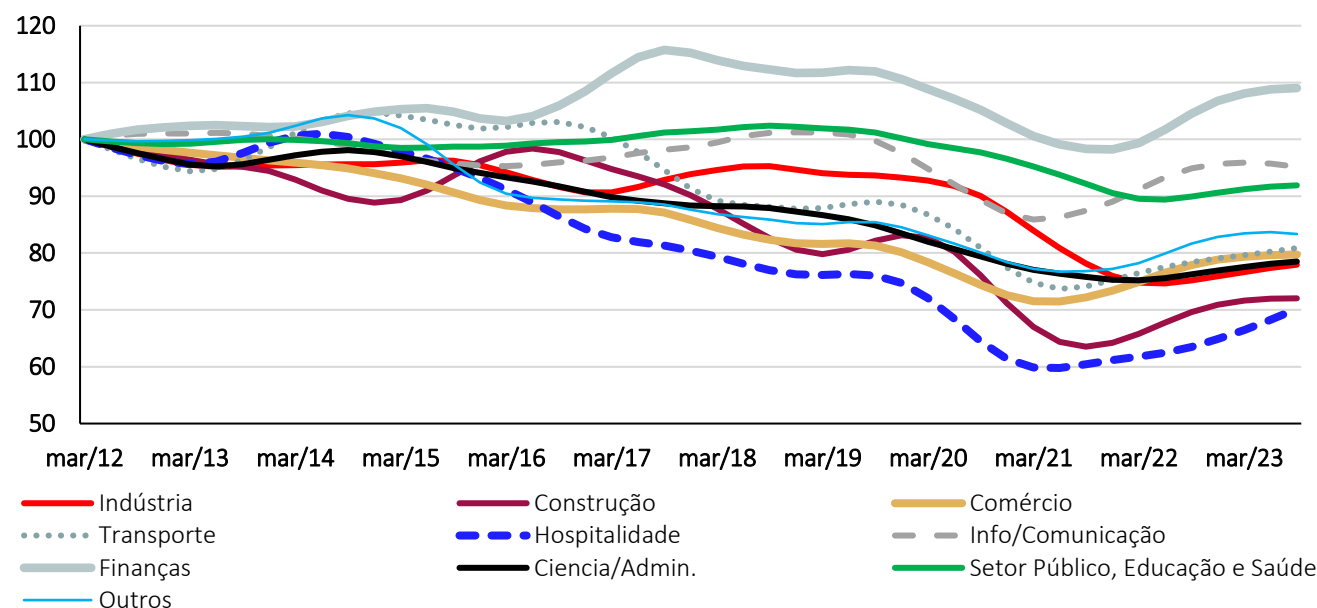
**Variação** -7,4%

Fonte: IBGE e Banco Safrá.

Além do crescimento abaixo da inflação por nível de educação, também é notável a discrepância de remuneração do trabalho com educação superior entre os setores da economia. O rendimento médio real dos trabalhadores com ensino superior no setor de hospitalidade (hotéis, restaurantes, etc.) já era baixo e recuou em torno de 30% na última década, com comportamento parecido com o do comércio, que caiu 20% (Gráfico 15). O mais surpreendente talvez seja o baixo desempenho da indústria, cujo nível era relativamente alto, mas também cresceu 20% a menos do que a inflação em anos recentes, refletindo a morosidade do setor.

Gráfico 15. Rendimento médio real da população ocupada com ensino superior completo

(Base 100 = 1T12, com filtro estatístico)



Fonte: IBGE e Banco Safrá.



## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 15 de janeiro de 2024

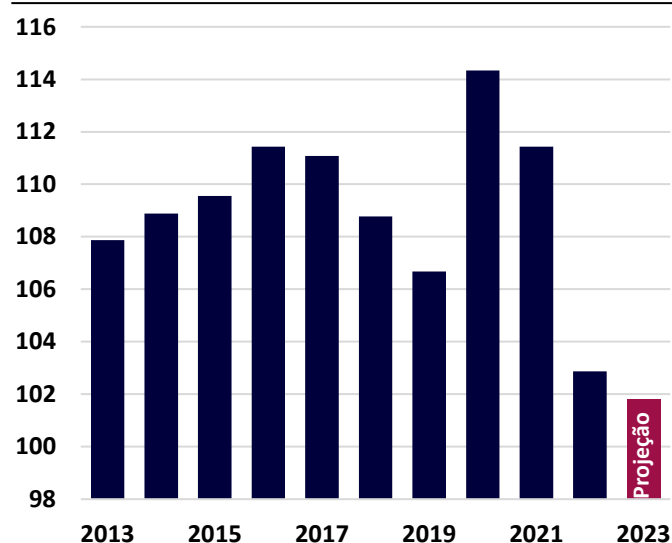
A questão que então se coloca, e que tampouco é única ao Brasil, é porque a melhora da qualificação da mão de obra não tem sido traduzida por um crescimento maior do PIB. Em outras palavras, por que a produtividade do trabalho, medida por horas trabalhadas ou número de empregados, mesmo sem ajustar à qualificação dos trabalhadores, não tem sido maior?

### Evolução da relação capital trabalho

Independentemente do nível educacional, a observação de que o estoque total de capital não tem crescido nos últimos anos, enquanto o emprego continua a crescer, aponta para o fato de que o estoque de capital por trabalhador está caindo. Essa tendência tem sido acentuada e persistente, com exceção do período da covid-19, quando o emprego caiu bem mais do que a produção do país—refletindo em grande parte o fechamento do comércio presencial e a redução das atividades informais, que normalmente têm menor produtividade do trabalho.

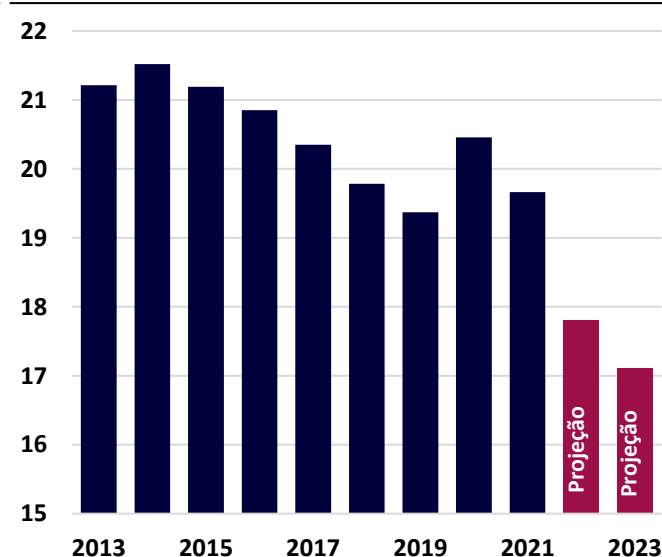
A retomada do emprego, mesmo com o aumento das transferências de renda, acentuou a queda da relação estoque de capital/trabalho (Gráfico 16). Além de valer no caso do capital total, que inclui a infraestrutura e mesmo residências, a queda também se verifica no caso da relação estoque de máquinas e equipamentos sobre emprego, que caiu cerca de 20% nos últimos 10 anos (Gráfico 17).

Gráfico 16. Estoque de Capital por Trabalhador (índice)



Fonte: IPEA, IBGE e Banco Safr.

Gráfico 17. Estoque de Máq. e Equip. por trabalhador (índice)



Fonte: IPEA, IBGE e Banco Safr.

É difícil postular qual o nível ótimo da relação capital/trabalho, mas é bem sabido que quando a proporção de um fator aumenta significativamente em relação a outro fator de produção, a produtividade marginal do fator que cresce mais tende a diminuir. De fato, a complementariedade dos fatores indica que o aumento rápido da qualificação do trabalho pode não se traduzir em grande aumento do PIB se não for acompanhado de algum aumento do investimento físico. Esse investimento tem evidentemente que se basear em expectativas de retorno que compensem os riscos do empresário e ser compatível com a demanda por produtos e serviços, para que ele ocorra e seja efetivo. Além disso, as condições institucionais e de mercado em que as empresas operam são importantes e, junto com a adoção de novas tecnologias e práticas, contribuem para o aumento da produtividade total dos fatores. Nesse sentido, é importante

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

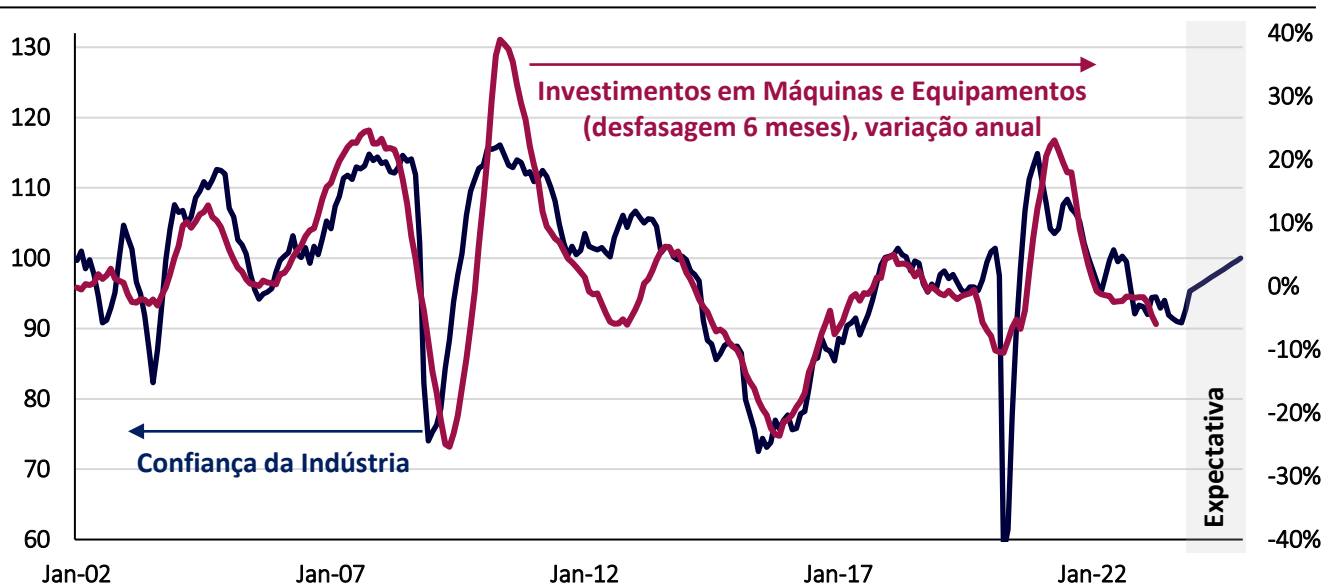
Brasil | 15 de janeiro de 2024

atentar para os sinais de preços da economia e encorajador que o investimento em equipamentos de TIC e em softwares e bancos de dados venha crescendo, ao menos como proporção do investimento total, e que se vejam tantas companhias explorando novas possibilidades de negócios, do biogás e novas técnicas agrícolas à gestão de dados e plataformas de serviços digitais, muitas vezes com parceiros internacionais.

### Perspectivas e desafios

Os ciclos de investimentos estão historicamente relacionados à confiança do empresário. A perspectiva de superávit das contas externas, melhora gradual das contas públicas e custos de produção bem-comportados devem manter a tendência de desinflação nos próximos trimestres. A autoridade monetária projeta inflação de preços livres ao redor de 3,0% nos próximos anos, o que abre espaço para a convergência da taxa de juros para seu nível neutro. Processos de redução da taxa de juros são seguidos pelo aumento de vendas e melhora na confiança dos empresários. Assim, o comportamento habitual do empresário torna possível projetar que os investimentos em máquinas e equipamentos crescerão 4,8% em 2023 (Gráfico 18). Dado um desempenho mais modesto da construção civil, é possível projetar uma expansão dos investimentos em 2,8% em comparação a 2023, com algum potencial de surpresa positiva vindo da infraestrutura, ainda que o investimento total nesse segmento seja próximo a apenas 2% do PIB.

Gráfico 18. Nível de Confiança e Investimentos em Máquinas e Equipamentos



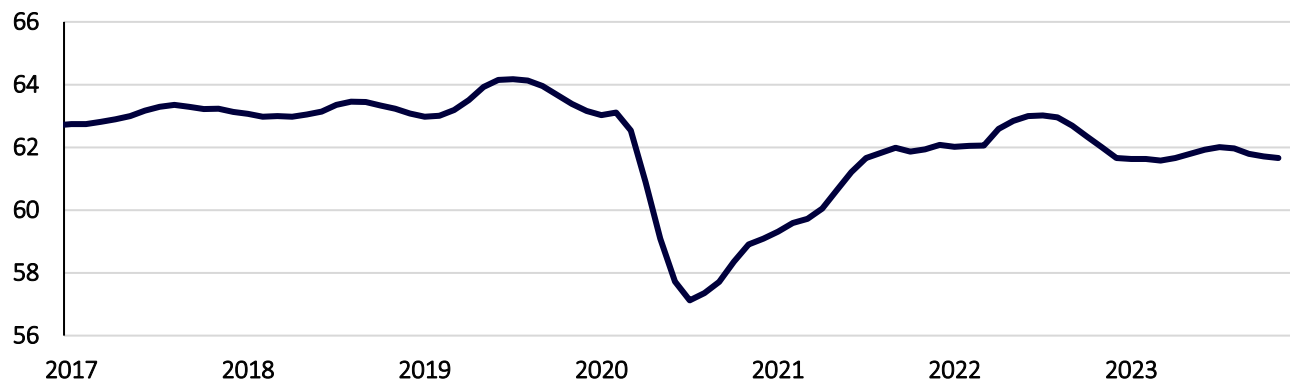
Fonte: IBGE, FGV e Banco Safr

A recuperação dos investimentos permitirá o início de um ciclo de expansão gradual do estoque de capital, que beneficiará diretamente a capacidade de produção da economia brasileira e indiretamente a produtividade do trabalho. Essa expansão poderá se beneficiar do fato de que a participação da força de trabalho como proporção da população em idade ativa apresenta certa folga, facilitando um aumento do emprego sem grande pressão inflacionária. Essa participação estava em 61,7% em novembro de 2023, contra 63,2% do final de 2019, com ajuste sazonal (Gráfico 19). Essa diferença representa cerca de 2,6 milhões de pessoas, que somadas ao aumento tendencial da população em idade ativa de 1,5 milhão ao ano, poderiam corresponder a 4 milhões a mais de trabalhadores disponíveis nos próximos doze meses, permitindo a força de trabalho crescer 3,7% e facilitando a resposta do PIB ao aumento projetado da demanda por bens e serviços.

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 15 de janeiro de 2024

Gráfico 19. Taxa de Participação da População em Idade de Trabalhar no Mercado de Trabalho (%)



Fonte: PNAD e Banco Safr

O aprimoramento dos mercados de capital, instrumentos de poupança e mecanismo de resolução de problemas empresariais também serão importantes nessa fase de recuperação da economia. Certas ações do governo, como o aumento da atratividade tributária para novas classes de investidores em debêntures para infraestrutura e dos investimentos na previdência privada, assim como a simplificação dos processos de falência empresarial, o novo marco legal das garantias e a renegociação das dívidas das pessoas físicas vão nessa direção. A renovação de mecanismos clássicos como a depreciação acelerada de investimentos em máquinas deve dar algum estímulo à indústria, enquanto o BNDES vai aprendendo a trabalhar com menor dependência de recursos subsidiados (o BNDES deve ter aprovado mais de R\$ 50 bilhões de créditos para infraestrutura em 2023, que podem alavancar perto de R\$ 120 bilhões em investimentos). Em paralelo, clarear a regulação do setor de energia, acelerar as concessões nos transportes, reforçar a expectativa de investimentos físicos no saneamento e reduzir fricções na economia facilitará a criação de um fluxo de investimento sustentável nos próximos cinco anos, inclusive no contexto da transição energética e da conversão de propriedades rurais para atividades agrícolas de maior produtividade e baixo carbono, especialmente no cerrado. A confiança na estabilidade macroeconômica, com uma gestão fiscal que evite pressões sobre a demanda agregada ou crescimento excessivo da dívida pública, tenderá ainda a estimular outros investimentos privados, inclusive em setores de maior tecnologia indispensáveis para manter o país competitivo no médio e longo prazos, podendo dar maior agilidade à indústria nacional e aos serviços de alto valor agregado, criando oportunidades para que a melhora da qualificação educacional da população brasileira se traduza em maior produtividade e renda.

**DESTAQUES DA SEMANA****BRASIL****PMS: Pesquisa Mensal de Serviços**

	<b>ANTERIOR</b>	<b>SAFRA</b>
M/M %	-0,6	0,6
A/A %	-0,4	-0,2

Na próxima terça-feira o IBGE deve divulgar os dados do setor de serviços para o mês de novembro. Após três meses consecutivos de contração o setor deve se recuperar, registrando alta de 0,6% no mês. Destaque-se o forte crescimento dos serviços prestados às famílias, que devem ser beneficiados por grandes eventos ocorridos no período. Na comparação com novembro de 2022 o setor deve acumular queda de 0,2%

**BRASIL****PMC: Pesquisa Mensal de Comércio**

	<b>ANTERIOR</b>	<b>SAFRA</b>
M/M %	-0,3	0,6
A/A %	0,2	1,5

Na próxima quarta-feira o IBGE divulga os dados do varejo para o mês de novembro. Após uma pequena retração em outubro o setor deve se recuperar, expandindo 0,6% no mês, com alta na maior parte de suas aberturas. Em relação a novembro de 2022 o varejo deve acumular crescimento de 1,5%

## Safrá Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 15 de janeiro de 2024

# CALENDÁRIO ECONÔMICO

### SEMANA DE 14 A 20 DE JANEIRO

PAÍS	HORA (BR)	EVENTO	REFERÊNCIA	UNIDADE	ANTERIOR	CONSENSO	SAFRÁ	RELEVÂNCIA
<b>DOMINGO, 14</b>								
China	22:20	Taxa de Empréstimo de Médio Prazo de 1 ano	jan/24	%	2,5	2,4	---	●
<b>SEGUNDA-FEIRA, 15</b>								
Z. do Euro	07:00	Produção industrial	nov/23	M/M %	-0,7	---	---	●
Z. do Euro	07:00	Balança comercial	nov/23	€ Bilhões	10,9	---	---	●
Brasil	08:25	BCB: Pesquisa Focus	12/jan	---	---	---	---	●
Japão	20:50	Índice de preços ao produtor (PPI)	dez/23	M/M %	0,2	-0,1	---	●
EUA	--	Feriado: Dia de Martin Luther King	--	--	--	--	---	---
<b>TERÇA-FEIRA, 16</b>								
Alemanha	04:00	Índice de Preços ao Consumidor (CPI) - Final	dez/23	M/M %	0,1	---	---	●
Z. do Euro	07:00	ZEW: Confiança econômica	jan/24	pontos	23,0	---	---	●
Alemanha	07:00	ZEW: Confiança do Investidor (Expectativas)	jan/24	pontos	12,8	---	---	●
Brasil	08:00	FGV: IPC-S	2 Sem.	M/M %	0,40	---	---	●
Brasil	09:00	IBGE: Pesquisa mensal de serviços	nov/23	M/M %	-0,6	---	<b>0,6</b>	●
				A/A %	-0,4	---	<b>-0,2</b>	●
EUA	10:30	Índice de manufatura de Nova Iorque	jan/24	pontos	-14,5	-4,3	---	●
China	23:00	Produto interno bruto (PIB)	4T23	A/A %	4,9	5,2	---	●
China	23:00	Investimento fixo	dez/23	A/A %	2,9	2,9	---	●
China	23:00	Produção Industrial	dez/23	A/A %	6,6	6,6	---	●
China	23:00	Vendas no varejo	dez/23	A/A %	10,1	8,0	---	●
<b>QUARTA-FEIRA, 17</b>								
Reino Unido	04:00	Índice de preços ao consumidor (CPI)	dez/23	M/M %	-0,2	---	---	●
Z. do Euro	07:00	Índice de Preços ao Consumidor (CPI) - Final	dez/23	A/A %	2,9	---	---	●
Z. do Euro	07:00	Núcleo CPI (excluindo alimentos e energia) - Final	dez/23	A/A %	3,4	---	---	●
Brasil	08:00	FGV: IGP-10	jan/24	M/M %	0,62	---	---	●
Brasil	09:00	IBGE: Vendas no varejo restrito	nov/23	M/M %	-0,3	---	<b>0,6</b>	●
				A/A %	0,2	---	<b>1,5</b>	●
EUA	10:30	Vendas no varejo	dez/23	M/M %	0,3	0,4	---	●
EUA	11:15	Nível de utilização da capacidade industrial	dez/23	%	78,8	78,6	---	●
EUA	11:15	Produção industrial	dez/23	M/M %	0,2	-0,1	---	●
EUA	12:00	NAHB: Mercado imobiliário residencial	jan/24	pontos	37,0	39,0	---	●
EUA	12:00	Estoques Industriais	nov/23	M/M %	-0,1	-0,1	---	●
<b>QUINTA-FEIRA, 18</b>								
Japão	01:30	Produção Industrial - Final	nov/23	M/M %	-0,9	---	---	●
Brasil	09:00	BCB: Índice de atividade econômica (IBC-Br)	nov/23	M/M %	-0,1	---	<b>0,2</b>	●
				A/A %	1,5	---	<b>2,5</b>	●
EUA	10:30	Índice de manufatura da Filadélfia	jan/24	pontos	-10,5	-5,0	---	●
EUA	10:30	Início de construção de novas residências	dez/23	M/M %	14,8	-9,8	---	●
Japão	20:30	Índice de preços ao consumidor (CPI)	dez/23	A/A %	2,8	2,5	---	●
<b>SEXTA-FEIRA, 19</b>								
Alemanha	04:00	Índice de preços ao produtor (PPI)	dez/23	M/M %	-0,5	---	---	●
EUA	12:00	Confiança do consumidor (Univ. de Michigan) - Preliminar	jan/24	pontos	69,7	68,0	---	●
EUA	12:00	Vendas de residências usadas	dez/23	M/M %	0,8	0,3	---	●

\* Fonte: Bloomberg (atualizado em 12/01/2024)

#### OBSERVAÇÕES IMPORTANTES:

- Este relatório foi desenvolvido e publicado pelo Departamento de Pesquisa Macroeconômica do Banco Safrá ("Safrá"). Este relatório não é um produto do Departamento de Análise de Ações do Banco Safrá ou da Safrá Corretora de Valores e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da Instrução CVM n.º 598, de 3 de maio de 2018.
  - 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 Safrá 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 dos desdobramentos nele abordados. O Safrá não possui qualquer obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e informar o respectivo leitor.
  - 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 Safrá, à Safrá Corretora de Valores e demais empresas do grupo econômico do Safrá.
  - 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 Safrá. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos neste relatório encontram-se disponíveis mediante solicitação. O Safrá e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza e tampouco se responsabilizará por quaisquer decisões, de investimento ou de 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 Safrá.
  - Esse material pode conter endereços e hyperlinks para websites de terceiros. O Banco Safrá 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 Safrá.
- 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.

Safr Semanal – Análise Macroeconômica  
Brasil | 15 de janeiro de 2024

## 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%	3,0%	2,5%
PIB (R\$ bilhões correntes)	6.585	7.004	7.389	7.610	9.012	10.080	10.880	11.654
PIB (US\$ bilhões correntes)	2.063	1.917	1.873	1.476	1.649	1.920	2.180	2.403
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	82	74
Exportações (US\$ bilhões)	218	240	226	211	284	341	352	349
Importações (US\$ bilhões)	161	196	199	178	248	296	269	275
Saldo em Conta Corrente (US\$ bilhões)	-22	-51	-65	-26	-28	-56	-34	-33
Conta Corrente (% do PIB)	-1,1%	-2,7%	-3,5%	-1,7%	-1,7%	-2,9%	-1,6%	-1,5%
Investimento Direto no País (IDP) (US\$ bilhões)	68,9	78,2	69	45	46	91	45	49
IDP (% do PIB)	3,3%	4,1%	3,7%	3,1%	2,9%	4,7%	2,2%	2,6%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) - Final de período	3,31	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	4,86	4,80
Variação 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	4,99	4,85
Variação Cambial	-8,3%	14,5%	8,0%	30,7%	4,6%	-4,3%	-3,3%	-3,2%
<b>III - SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% DO PIB)</b>								
Resultado Primário (R\$ bilhões)	-111	-108	-62	-703	65	126	-267	-66
Resultado Primário (% do PIB)	-1,7%	-1,5%	-0,8%	-9,4%	0,7%	1,3%	-2,5%	-0,6%
Resultado Nominal	-7,8%	-7,0%	-5,8%	-13,6%	-4,4%	-4,6%	-9,0%	-6,6%
Dívida Bruta	73,7%	75,3%	74,4%	86,9%	78,3%	72,9%	74,0%	76,0%
<b>IV - INFLAÇÃO</b>								
IPCA	2,9%	3,7%	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	4,6%	3,5%
IGP-M	-0,5%	7,5%	7,3%	23,1%	17,8%	5,5%	-3,2%	2,0%
Deflator implícito do PIB	3,7%	4,5%	4,2%	6,5%	11,4%	9,5%	4,8%	4,5%
<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%	9,79%
<b>VI - ECONOMIA INTERNACIONAL</b>								
EUA - Varição Real do PIB	2,2%	2,9%	2,3%	-2,8%	5,9%	2,1%	2,2%	1,1%
EUA - Taxa Básica de Juros (Fed funds) ***	1,4%	2,4%	1,6%	0,1%	0,1%	4,4%	5,4%	4,6%

\* Informações em vinho indicam projeções do Banco Safr

\*\* Ótica do Balanço de Pagamentos (BCB)

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

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 15 de janeiro de 2024

### 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

**MAILLIW SERAFIM**

mailliw.serafim@safra.com.br

**GIOVANNI PAZ**

giovanni.paz@safra.com.br

**MATHEUS MAÇON**

matheus.macon@safra.com.br

**LUCAS YUKI OKUNO**

Lucas.okuno@safra.com.br

**ANDRESSA LOPES**

andressa.lopes@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 NESSE RELATÓRIO E TAIS ENDEREÇOS E HYPERLINKS SÃO FORNECIDOS APENAS PARA SUA INFORMAÇÃO. O CONTEÚDO DESSOS 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.