

## VISÃO GERAL

# Visão Geral da Conjuntura

## Sumário

O desempenho da economia brasileira vem surpreendendo os analistas de mercado em 2023. O atual cenário permite delinear um crescimento superior a 3% – ainda que o resultado do produto interno bruto (PIB) no terceiro trimestre de 2023 tenha revelado um processo de desaceleração, diminuindo no acumulado do ano de 3,8%, em junho, para 3,2%, em setembro. No ano, o dinamismo da economia foi pautado sob a ótica da demanda pelas exportações e pelo consumo das famílias e, na perspectiva da oferta, pela agricultura e pelos serviços.

O ano foi marcado por uma decaída nos preços das *commodities*. Isso, contudo, não afetou o ritmo de crescimento das exportações, na medida em que houve aumento nas quantidades vendidas, resultando em forte impulso externo para o resultado do PIB. O desempenho do setor agropecuário, consubstanciado em uma supersafra agrícola, e a expansão acima do esperado da produção de petróleo criaram as condições necessárias para o Brasil conquistar novos mercados, suprimindo a demanda que antes era atendida por outros concorrentes.

A queda das cotações internacionais de *commodities* atuou no sentido de reduzir a inflação. Os efeitos da desaceleração da inflação foram mais intensos para as classes de renda mais baixas, pois ocorreram em bens com maior proporção no orçamento de famílias de baixa renda, como os alimentos. Adicionalmente, a fragilidade financeira das famílias começou a melhorar no segundo semestre do ano, com a redução do comprometimento da renda com o pagamento do serviço da dívida. Essa conjunção de fatores alavancou os efeitos sobre o poder de compra da contínua elevação da massa de rendimentos do trabalho, ampliada por benefícios sociais (consubstanciados em programas como o Bolsa Família e nos benefícios previdenciários, elevados com a política de valorização do salário mínimo), contribuindo para explicar a elevada contribuição do consumo das famílias ao PIB.

A ampliação do poder de compra das famílias foi canalizada para serviços, o que ajuda a compreender o papel desempenhado pelo setor no crescimento do PIB em 2023. Por sua vez, a expansão do setor de serviços, tipicamente intensivo em mão de obra, ajuda a elucidar a sustentação do emprego, mesmo com os resultados negativos da indústria de transformação.

A indústria de transformação, de forma geral, apresentou quadro de contínua estagnação, com setores em queda, a despeito do cenário de crescimento econômico. A deterioração da indústria de transformação, em parte, foi compensada pelo desempenho dos serviços de utilidade pública (como água, esgoto e energia elétrica) e da

### **Julia de Medeiros Braga**

Coordenadora de Acompanhamento e Estudos da Conjuntura na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea)

[julia.braga@ipea.gov.br](mailto:julia.braga@ipea.gov.br)

### **Mônica Mora Y Araujo**

Coordenadora-Geral de Estudos e Políticas Macroeconômicas na Dimac/Ipea

[monica.mora@ipea.gov.br](mailto:monica.mora@ipea.gov.br)

### **Claudio Roberto Amitrano**

Diretor na Dimac/Ipea

[claudio.amitrano@ipea.gov.br](mailto:claudio.amitrano@ipea.gov.br)

Divulgado em 20 de dezembro de 2023, com informações disponíveis até 19 de dezembro.

indústria extrativa. Esse cenário sugere que parte da expansão da demanda por bens duráveis e semiduráveis vazou ao exterior, o que é corroborado pelos dados desagregados de importações.

A perda de dinamismo da indústria de transformação repercutiu sobre a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). Aliás, o desempenho da FBCF sofre também por uma conjugação de fatores: a queda das concessões de crédito para os investimentos residenciais, o cenário ainda difícil do mercado livre de crédito e a fragilidade financeira das empresas, além da retração dos investimentos da administração pública direta no terceiro trimestre.

O dinamismo da economia, contudo, não teve como contrapartida o aumento da arrecadação. A queda do preço das *commodities* contribuiu para reduzir os lucros das empresas exportadoras. Em ato contínuo, houve queda das receitas tributárias incidentes sobre o lucro e as rendas da exploração de recursos naturais. Além disso, a deterioração da indústria, em um crescimento liderado por serviços e agropecuária, tende a diminuir a elasticidade da receita tributária com relação ao PIB, na medida em que a incidência tributária sobre a indústria é maior. A queda da arrecadação em um cenário de aumento de gastos, em linha com a Proposta de Emenda à Constituição (PEC) de transição no 32/2022, ampliou o déficit fiscal, o que tende a ser revisto com a implementação do novo arcabouço fiscal em 2024.

Diante da revisão das séries das Contas Nacionais, ajustamos a projeção de 2023. Assim, a despeito do comportamento da FBCF em 2023, o consumo das famílias, sustentado pelo aumento consistente da massa salarial ampliada, e as exportações, ancoradas em produtos agropecuários e petróleo, são consistentes com uma expectativa de crescimento de 3,2% no ano.

Para 2024, mantivemos nosso cenário de crescimento de 2%. Essa desaceleração em relação a 2023 é justificada principalmente pela queda esperada do valor adicionado da agropecuária (-3,2%), penalizada pela adversidade climática. Porém, outras *commodities* como petróleo podem ainda mostrar desempenho positivo, dada a competitividade das áreas do pré-sal, cada vez mais intensamente exploradas, especialmente se a expectativa de manutenção do ritmo de crescimento do PIB mundial em 2024 em relação a 2023 se concretizar.

Também importante para a manutenção da nossa projeção é a expectativa que temos de que, embora o consumo das famílias não seja mais beneficiado pela deflação de alimentos, ainda assim, haverá um contexto de melhora da fragilidade financeira das famílias, com medidas como a continuidade da política de valorização do salário mínimo, o Programa Emergencial de Renegociação de Dívidas de Pessoas Físicas Inadimplentes (Desenrola Brasil) para as famílias de baixa renda e a queda da taxa Selic reverberando sobre o mercado de crédito.

Avaliamos ainda um cenário de reação dos investimentos e do setor industrial. A continuidade de atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), com elevada aprovação de financiamentos em infraestrutura, os programas do governo federal, como o Minha Casa Minha Vida, os programas de incentivo ao crédito do governo federal com sistemas de garantias, além da trajetória de queda prevista para a taxa de juros Selic e na ponta do crédito tornam o cenário para o crescimento dos investimentos mais favorável em 2024. Além disso, o ciclo político das eleições municipais pode motivar a continuidade da trajetória de crescimento dos investimentos da administração pública direta.

Assim, o melhor cenário de crédito e os investimentos públicos e privados em infraestrutura, por exemplo, as obras de saneamento básico, geração de energia por fontes renováveis e de transporte, podem dinamizar a FBCF em 2024.

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Sumário</b>   | <b>1</b>  |
| <b>1 Introdução</b>  | <b>4</b>  |
| <b>2 Desempenho do PIB</b>   | <b>4</b>  |
| <b>3 Mudança de política monetária, câmbio e inflação</b>  | <b>19</b> |
| <b>4 Finanças públicas</b>   | <b>23</b> |
| <b>BOX 1 - Valor adicionado da agropecuária em 2023 e 2024</b>   | <b>31</b> |
| <b>BOX 2 - Juros reais nos Estados Unidos</b>  | <b>32</b> |
| <b>BOX 3 - Programa Emergencial de Renegociação de Dívidas de Pessoas Físicas Inadimplentes (Desenrola Brasil)</b> | <b>34</b> |
| <b>1 O programa Desenrola Brasil</b>   | <b>36</b> |
| 1.1 Faixa 1  | 36        |
| 1.2 Faixa 2  | 36        |
| <b>2 Resultados do Desenrola Brasil</b>  | <b>37</b> |
| 2.1 Etapa de leilão das dívidas cadastradas pelos credores   | 37        |
| 2.2 Renegociações  | 38        |
| <b>BOX 4 - O novo Arcabouço Fiscal</b>   | <b>39</b> |
| <b>BOX 5 - Projeções de PIB e inflação para 2023 e 2024</b>  | <b>41</b> |
| 5.1 PIB  | 41        |
| 5.2 Inflação: projeções atualizadas  | 43        |

## 1 Introdução

Em 2023, a economia teve desempenho recorrentemente acima do esperado pelos analistas de mercado. A expansão econômica se deu com geração de empregos no setor formal, um processo de desinflação e aumento do poder de compra da renda *per capita*.

O ano foi marcado pela queda dos preços das *commodities*, o que ajudou a reduzir a inflação, contudo, reduziu os lucros das empresas exportadoras. Houve, assim, queda das receitas tributárias advindas da exploração dos recursos naturais e que incidem sobre o lucro das empresas.

A queda das cotações internacionais de *commodities* não afetou o ritmo de crescimento das exportações, que demonstram aumento nas quantidades vendidas, resultando em forte impulso externo para o resultado do produto interno bruto (PIB). Ademais, o Brasil conquistou novos mercados, suprimindo a demanda que antes era atendida por outros concorrentes e coincidindo com a supersafra agrícola e a expansão acima do esperado da produção do petróleo.

A expansão do mercado interno foi acompanhada por uma contínua elevação da massa de rendimentos do trabalho, ampliada por benefícios sociais, e pela elevada contribuição do consumo das famílias ao PIB.

A fragilidade financeira das famílias começou a melhorar no segundo semestre do ano, com a redução do comprometimento da renda com o pagamento do serviço da dívida. Além disso, a redução da inflação, especialmente de bens com maior proporção no orçamento de famílias de baixa renda, como os alimentos, também atua no sentido de aliviar e melhorar o poder de compra dos rendimentos das famílias.

Em contrapartida, parte da expansão da demanda vazou ao exterior, e setores da indústria sofreram com queda na produção, mesmo em um cenário de crescimento econômico. A indústria de transformação, de forma geral, apresentou um quadro de contínua estagnação. Os investimentos também apresentam dificuldade de retomada.

Esta *Visão Geral* do Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea) se organiza em três seções, seguidas desta introdução: a seção 2 aborda a expansão da demanda externa pelas *commodities* brasileiras, juntamente com os efeitos dos estímulos fiscais sobre as componentes da demanda interna por bens e serviços, adicionada de alguns comentários sobre o consumo de massa e o vazamento externo; a seção 3 trata do processo de desinflação da economia e da mudança de sinal da política monetária; e a quarta seção é destinada a uma descrição das finanças públicas do governo central. Em seguida, apresentam-se os boxes com os seguintes temas: i) valor adicionado da agropecuária em 2023 e 2024, ii) as taxas de juros reais na economia norte-americana; ii) o programa Desenrola; iii) o novo arcabouço fiscal; e iv) as projeções econômicas.

## 2 Desempenho do PIB

O resultado do PIB no terceiro trimestre de 2023 revelou uma relativa estabilidade em relação ao trimestre anterior, com o indicador acumulado no ano diminuindo de 3,8%, terminado em junho, para 3,2%, terminado em setembro, delineando um processo de desaceleração, embora ainda mantendo um cenário de crescimento acima de 3% (tabela 1).

No ano, sob a ótica da oferta, o dinamismo da economia foi pautado por agricultura e serviços, e sob a ótica da demanda, por exportações e consumo das famílias.

TABELA 1

**PIB e setores produtivos: evolução das taxas de crescimento**

(Em %)

|   | Trimestre/trimestre anterior<br>dessazonalizado |      |      |      | Trimestre/Igual trimestre do ano<br>anterior |      |      |      | Acumulado |                      |
|---|---|------|------|------|--|------|------|------|-----------|----------------------|
|   | 4T22  | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T22   | 1T23 | 2T23 | 3T23 | No ano    | Em quatro trimestres |
| <b>PIB a preços de mercado</b>                                | -0,1  | 1,4  | 1,0  | 0,1  | 2,7  | 4,2  | 3,5  | 2,0  | 3,2       | 3,1                  |
| Impostos sobre produtos                                       | 0,1   | 0,4  | 1,3  | 0,2  | 2,2  | 3,8  | 2,8  | 1,2  | 2,6       | 2,5                  |
| <b>Valor adicionado a preços básicos</b>                      | -0,3  | 1,7  | 0,9  | 0,2  | 2,7  | 4,3  | 3,5  | 2,1  | 3,3       | 3,1                  |
| <b>Agropecuária</b>   | 0,4   | 12,5 | 0,5  | -3,3 | -3,7   | 22,9 | 20,9 | 8,8  | 18,1      | 14,4                 |
| <b>Indústria</b>  | -0,4  | -0,2 | 0,9  | 0,6  | 4,6  | 1,5  | 1,0  | 1,0  | 1,2       | 2,0                  |
| Extrativa   | 2,7   | 3,3  | 1,3  | 0,1  | 1,5  | 8,0  | 8,6  | 7,2  | 7,9       | 6,3                  |
| Indústria de transformação                                    | -1,5  | -0,4 | 0,2  | 0,1  | 4,0  | -1,4 | -1,9 | -1,5 | -1,6      | -0,2                 |
| Eletricidade e gás, água, esgoto, ativ. de gestão de resíduos | 2,5   | 1,0  | 0,0  | 3,6  | 12,8   | 6,8  | 3,3  | 7,3  | 5,8       | 7,4                  |
| Construção  | -1,2  | -0,9 | 1,3  | -3,8 | 5,0  | 1,5  | 0,5  | -4,5 | -0,9      | 0,5                  |
| <b>Serviços</b>   | -0,1  | 0,5  | 1,0  | 0,6  | 3,6  | 3,3  | 2,7  | 1,8  | 2,6       | 2,8                  |
| Comércio  | -1,1  | 0,7  | 0,7  | 0,3  | 0,7  | 1,5  | 0,6  | 0,7  | 0,9       | 0,8                  |
| Transporte, armazenagem e correio                             | 0,6   | 0,3  | 1,6  | -0,9 | 7,8  | 4,8  | 4,3  | 1,6  | 3,5       | 4,6                  |
| Informação e comunicação                                      | 1,3   | -2,0 | 1,5  | 1,0  | 4,6  | 6,1  | 3,9  | 1,6  | 3,8       | 4,0                  |
| Atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados    | 1,6   | 2,3  | 1,6  | 1,3  | 1,3  | 6,1  | 7,8  | 7,0  | 7,0       | 5,5                  |
| Atividades Imobiliárias                                       | 0,6   | 0,3  | 0,9  | 1,3  | 2,8  | 2,7  | 2,9  | 3,6  | 3,1       | 3,0                  |
| Outras atividades de serviços                                 | -0,1  | -0,3 | 0,9  | 0,5  | 10,0   | 5,2  | 2,8  | 1,1  | 2,9       | 4,7                  |
| Adm., defesa, saúde e educação públicas e seguridade social   | -1,0  | 1,0  | 0,2  | 0,4  | -0,7   | 0,6  | 1,7  | 0,4  | 0,9       | 0,5                  |

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea).

O aumento do valor adicionado da agropecuária da ordem de 18% no acumulado do ano levou a uma contribuição de 1,1% para o PIB. A agricultura perdeu força no segundo semestre, mas, ainda assim, conseguiu escoar a soja da supersafra ao exterior e ainda cresceu 8,8% no terceiro trimestre do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior (tabelas 1 e 2). Observa-se uma dinâmica de acumulação dos estoques no primeiro trimestre e queda no segundo e especialmente no terceiro trimestres, coincidindo com o elevado patamar de quantidade de soja vendida ao exterior.

O crescimento do valor adicionado de serviços também desacelerou no terceiro trimestre, com alta de 2,6% no acumulado do ano, formando uma contribuição de 1,5 pontos percentuais (p.p.), explicando quase a metade da expansão do PIB no acumulado do ano (tabelas 1 e 2). É importante mencionar que, no ano, a expansão do setor de serviços, tipicamente intensivos em mão de obra, contribuiu com a sustentação do emprego e da renda agregada, mesmo com os resultados negativos da indústria de transformação.

TABELA 2

**PIB por setor: contribuição para a taxa real de crescimento interanual e acumulada no ano**

(Em p.p.)

|                         | 2021 | 2022 |      |     |      | 2023 |     |     |                  |
|-------------------------|------|------|------|-----|------|------|-----|-----|------------------|
|                         | T4   | T1   | T2   | T3  | T4   | T1   | T2  | T3  | Acumulado no ano |
| <b>PIB<sup>2</sup></b>  | 1,5  | 1,5  | 3,5  | 4,3 | 2,7  | 4,2  | 3,5 | 2,0 | 3,2              |
| Impostos sobre produtos | 0,1  | 0,0  | 0,5  | 0,4 | 0,3  | 0,5  | 0,4 | 0,2 | 0,4              |
| Agropecuária            | 0,2  | -0,5 | -0,1 | 0,6 | -0,2 | 1,4  | 1,2 | 0,5 | 1,1              |
| Indústria               | -0,5 | -0,6 | 0,3  | 0,6 | 0,9  | 0,4  | 0,2 | 0,2 | 0,3              |
| Serviços                | 1,6  | 2,6  | 2,8  | 2,7 | 1,8  | 2,0  | 1,6 | 1,1 | 1,5              |

Fonte: IBGE.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A indústria, por sua vez, segue em quadro de estagnação, pautado pela queda observada na indústria de transformação no terceiro trimestre (-1,5%) e no acumulado do ano (-1,6%) e em parte compensado pelo desempenho da indústria extrativa (com destaque para o setor de petróleo). Fundamental para o desempenho do trimestre foi

a expansão de serviços industriais de utilidade pública (como água, esgoto e energia elétrica), com alta de 7,3% em relação ao mesmo trimestre de 2022, coincidindo com o aumento do consumo de energia elétrica devido ao clima quente e com o aumento da temperatura e a redução da umidade relativa do ar. Vale destacar que os serviços industriais de utilidade pública apresentam dinamismo consistente no ano, acumulando alta de 5,8%.

Sob a ótica da despesa, a performance da economia brasileira esteve associada ao dinamismo do consumo das famílias, com uma contribuição ao crescimento da ordem de 2,1 pontos percentuais (p.p.) no terceiro trimestre e de 2,2 (p.p.) no acumulado do ano, escorada nas transferências do governo, consubstanciadas em programas como o Bolsa Família, nos benefícios previdenciários, elevados com a política valorização do salário mínimo, na vitalidade do mercado de trabalho e nos efeitos do programa Desenrola sobre a renda disponível (tabela 3).

TABELA 3

**PIB pela ótica da despesa: contribuição para a taxa real de crescimento trimestral e acumulada no ano**

(Em p.p.)

|   | 2021 | 2022 |      |      |      | 2023 |      |      |                  |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------------------|
|   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | Acumulado no ano |
| <b>PIB<sup>1</sup></b>                                      | 1,5  | 1,5  | 3,5  | 4,3  | 2,7  | 4,2  | 3,5  | 2,0  | 3,2              |
| Absorção interna (demanda interna final + var. de estoques) | 1,7  | -2,1 | 4,3  | 4,8  | 1,1  | 3,2  | 1,4  | -1,2 | 1,0              |
| Demanda interna final                                       | 1,7  | 0,7  | 4,1  | 4,3  | 3,4  | 2,9  | 2,0  | 1,0  | 1,9              |
| Consumo total   | 1,4  | 1,8  | 3,7  | 3,4  | 2,9  | 2,6  | 2,4  | 2,2  | 2,4              |
| Consumo das famílias  | 0,5  | 1,1  | 3,4  | 2,9  | 2,8  | 2,5  | 1,9  | 2,1  | 2,2              |
| Consumo do governo  | 0,9  | 0,7  | 0,3  | 0,5  | 0,0  | 0,1  | 0,4  | 0,1  | 0,2              |
| FBCF  | 0,3  | -1,1 | 0,4  | 0,9  | 0,6  | 0,3  | -0,3 | -1,2 | -0,5             |
| Variação de estoques  | 0,0  | -2,8 | 0,3  | 0,5  | -2,4 | 0,3  | -0,7 | -2,2 | -0,9             |
| Exportações líquidas de bens e serviços                     | -0,2 | 3,6  | -0,8 | -0,5 | 1,6  | 1,0  | 2,1  | 3,1  | 2,2              |
| Exportações   | 0,4  | 1,7  | -0,8 | 1,6  | 2,3  | 1,4  | 2,3  | 2,0  | 1,9              |
| Importações   | 0,6  | -1,9 | 0,0  | 2,0  | 0,7  | 0,4  | 0,2  | -1,2 | -0,2             |

Fonte: IBGE.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 4

**PIB e componentes de demanda: evolução das taxas de crescimento**

(Em %)

|   | Trimestre/trimestre anterior dessazonalizado |      |      |      | Trimestre/Igual trimestre do ano anterior |      |      |      | Acumulado |                      |
|---|--|------|------|------|---|------|------|------|-----------|----------------------|
|   | 4T22   | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T22                                      | 1T23 | 2T23 | 3T23 | No ano    | Em quatro trimestres |
| <b>PIB a preços de mercado</b>                              | -0,1   | 1,4  | 1,0  | 0,1  | 2,7                                       | 4,2  | 3,5  | 2,0  | 3,2       | 3,1                  |
| Absorção interna (demanda interna final + var. de estoques) | -1,3   | 1,4  | -0,2 | -0,6 | 1,3                                       | 3,2  | 1,3  | -1,2 | 1,0       | 1,1                  |
| Demanda interna final                                       | 0,1  | -0,2 | 0,7  | 0,2  | 3,5                                       | 2,9  | 2,0  | 0,9  | 1,9       | 2,3                  |
| Consumo total   | 0,3  | 0,5  | 1,1  | 0,7  | 3,6                                       | 3,2  | 2,9  | 2,7  | 2,9       | 3,1                  |
| Consumo das famílias  | 0,2  | 1,0  | 0,9  | 1,1  | 4,6                                       | 3,9  | 3,1  | 3,3  | 3,4       | 3,7                  |
| Consumo do governo  | -1,2   | 0,3  | 1,0  | 0,5  | 0,3                                       | 0,6  | 2,3  | 0,8  | 1,2       | 1,0                  |
| FBCF  | -1,2   | -2,9 | -0,3 | -2,5 | 3,2                                       | 1,4  | -1,8 | -6,8 | -2,5      | -1,1                 |
| Exportações de bens e serviços                              | 5,0  | 0,2  | 3,5  | 3,0  | 12,0                                      | 7,1  | 11,9 | 10,0 | 9,8       | 10,3                 |
| Importações de bens e serviços                              | -4,8   | -3,4 | 4,1  | -2,1 | 3,6                                       | 1,8  | 1,2  | -6,1 | -1,3      | -0,1                 |

Fonte: IBGE.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A componente da demanda que não acompanha a dinâmica das outras é a formação bruta de capital fixo (FBCF), que contribuiu negativamente para o PIB (com queda de -2,5% na margem e no acumulado do ano). Esse resultado é compatível com o indicador Ipea, que anuncia queda da FBCF. O desmembramento do indicador entre máquinas e equipamentos, construção civil e outros ativos fixos reforça o papel negativo desempenhado por máquinas e equipamentos nacionais, com quedas sucessivas de dois dígitos nas taxas interanuais

(-11,9 % no acumulado do ano até o terceiro trimestre em relação ao mesmo período de 2022). Ainda assim, os investimentos em construção, que estavam crescendo nos outros trimestres, também mostraram retração na margem, embora ainda acumulem alta de 1,0% no ano. Esse comportamento provavelmente esteve associado a uma redução do ritmo de crescimento das obras públicas, que vinham crescendo como proporção do PIB desde 2021 e atingiram a máxima no segundo trimestre de 2023, caindo no terceiro.

As exportações, por sua vez, contribuíram positivamente para o desempenho do PIB e possibilitaram o escoamento de parcela expressiva dos produtos agropecuários, inclusive os previamente estocados, como a soja, além da produção da indústria extrativa. A concentração da pauta de exportações em produtos primários também pode ser atribuída à perda de dinamismo da indústria manufatureira.

Do lado da oferta externa, houve queda das importações agregadas, que contribuíram positivamente para o resultado do PIB. Assim, pode-se levantar a hipótese de que a elevação da renda disponível das famílias, após o pagamento dos tributos e dos encargos do endividamento, foi canalizada para a demanda por serviços e para o consumo de *utilities* (serviços de utilidade pública), além de bens não duráveis, não implicando, portanto, uma pressão sobre as importações. Dados desagregados, analisados adiante neste relatório, na seção 2.3, contudo, mostram que houve forte vazamento externo no setor de bens semiduráveis, como no de vestuário, e com menos intensidade, no de bens duráveis. Esse vazamento ajuda a explicar em parte a baixa demanda doméstica por bens industriais, que fazem parte das cadeias produtivas dessa categoria de bens.

Por certo, o baixo dinamismo da indústria de transformação repercutiu sobre a demanda por máquinas e equipamentos, com efeitos negativos sobre a FBCF (que sequer foram compensados pelo dinamismo da indústria extrativa e da agropecuária). Mesmo o setor de construção civil, que até agora vinha resistindo à crise, expressou queda, associada à redução do ritmo de obras públicas no terceiro trimestre, aliada à continuidade da queda dos investimentos residenciais devido aos juros altos do crédito imobiliário.

## 2.1 Demanda externa

A demanda externa pelas *commodities* brasileiras apresentou aceleração em 2023. Após ter crescido 5,4% em 2022, o crescimento do total das quantidades exportadas já acumula alta de 8,8% até novembro, em relação ao mesmo período do ano passado. Esse crescimento apresentou alguns elementos estruturais e outros conjunturais, que podem não se repetir em 2024.

Entre os elementos estruturais está o aumento da parcela de mercado mundial das exportações da soja e do petróleo, seguindo a tendência ocorrida nos últimos anos, devido às elevadas produtividade e competitividade da área do pré-sal e no setor agropecuário, como analisado no box *Evolução da pauta de exportações do Brasil em vinte anos* da *Visão Geral* 59.<sup>1</sup> Entre os elementos conjunturais estão a reabertura da China, com o fim das políticas de restrição à mobilidade, o crescimento acelerado das economias asiáticas, em especial em setores intensivos em combustíveis, como a atividade de aviação aérea, e o crescimento acima do esperado da economia norte-americana. Houve também política de cotas para a produção de petróleo dos competidores, países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), e os fatores climáticos que, ao mesmo tempo, beneficiaram a produção agrícola brasileira e prejudicaram a de seus competidores, em especial a da Argentina.

A economia global apresentou surpreendente desempenho em 2023, registrando, de maneira geral, um crescimento acima das expectativas, mercados de trabalho robustos e queda na inflação, mesmo com o aumento das taxas de juros pelos bancos centrais. Passada a fase de reabertura econômica da China no primeiro semestre de

1. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2023/07/230705\\_cc\\_59\\_nota\\_33\\_visao\\_geral.pdf](https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2023/07/230705_cc_59_nota_33_visao_geral.pdf).

2023 e do bom desempenho da economia norte-americana no terceiro trimestre, há a possibilidade de desaceleração do ritmo de crescimento da economia mundial a partir do quarto trimestre de 2023. Para 2024, contudo, as previsões mais pessimistas de recessão (ou pouso forçado) nas economias avançadas perderam força. O World Economic Outlook do Fundo Monetário Internacional (FMI),<sup>2</sup> por exemplo, aponta um crescimento econômico de 2,9%, praticamente semelhante ao esperado para 2023 (3,0%), porém ainda abaixo da média mundial entre 2000 e 2019 (3,8%) devido aos efeitos defasados do ciclo de aperto monetário. A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) também projeta crescimento mundial em 2024 (2,7%) semelhante ao estimado para 2023 (2,9%), ainda que haja uma estagnação do comércio internacional devido ao processo de fragmentação das cadeias produtivas internacionais.<sup>3</sup>

A economia norte-americana, além de ter frustrado as expectativas de recessão ou pouso forçado, sinalizada na inversão da curva de juros, surpreendeu mesmo analistas mais otimistas com o forte crescimento do PIB no terceiro trimestre, com elevação de 5,2% em termos dessazonalizado e anualizado em relação ao segundo trimestre. O crescimento foi difundido entre as componentes de demanda e oferta, com destaque para a elevação dos investimentos privados brutos (10,5%), exportações de bens (7,7%) e os gastos do governo federal com consumo e investimentos (7%).

No quarto trimestre, é esperada uma desaceleração. A estimativa do modelo GDPNow (segundo o modelo de Nowcasting do Federal Reserve Bank – FED – de Atlanta)<sup>4</sup> para o crescimento real do PIB (taxa anual ajustada sazonalmente) no quarto trimestre de 2023 é de 2,6% em 14 de dezembro, em uma reavaliação em relação à projeção de 1,2% em 7 de dezembro. Contribuem para esse cenário de desaceleração tanto o ciclo de ajuste nos estoques como a pausa no programa de renegociação das dívidas estudantis.

Conforme avaliamos no último número da *Visão Geral*,<sup>5</sup> o desempenho da economia dos Estados Unidos tem sido explicado por uma forte atuação do Estado norte-americano com medidas fiscais aliadas a uma política ativa para estimular o processo de ampliação do parque industrial doméstico e o retorno das empresas ao seu território (*reshoring*). As medidas visam à internalização e ao fortalecimento das cadeias produtivas locais, além da valorização do trabalho, em termos de ampliação do emprego e aumento das remunerações. Assim, nesse período, os gastos públicos e os investimentos privados mostram complementaridade, não apresentando qualquer tipo de dilema ou substituíbilidade. Em dezembro, o mercado (mediana das expectativas segundo a Bloomberg) reviu sua expectativa para uma elevação de 2,4% em 2023 (em comparação a 2,0%, em setembro).

Vale lembrar que 2024 será marcado pela disputa eleitoral pela Casa Branca, motivando o atual governo norte-americano a manter sua agenda proativa de estímulos econômicos. Se, por um lado, o orçamento inicialmente aprovado para 2024, relativamente grande, permite certa manutenção da agenda, por outro, as negociações no Congresso diante do limite da dívida pública podem limitar a capacidade de atuação do governo. Isso, somado aos efeitos defasados da política monetária, leva a um provável cenário de desaceleração, mas sem recessão ou pouso forçado. O modelo de previsão de Ray Fair, da Universidade de Yale, por exemplo, indica taxas trimestrais interanuais de crescimento entre 1,7% e 2,0% em 2024.<sup>6</sup>

No caso da China, a preocupação dos analistas se mostrou exagerada. Análises como a do Peterson Institute for International Economics<sup>7</sup> estavam mais aderentes à realidade, com a correta leitura de que os indicadores

2. International Monetary Fund. *World Economic Outlook: Navigating Global Divergences*. Washington: October, 2023. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>.

3. OECD. *OECD Economic Outlook*. Paris: OECD Publishing, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/7a5f73ce-en>.

4. Disponível em: <https://www.atlantafed.org/cqer/research/gdpnow>.

5. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2023/09/231003\\_cc\\_60\\_nota\\_33\\_visao\\_geral.pdf](https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2023/09/231003_cc_60_nota_33_visao_geral.pdf).

6. Disponível em: <https://fairmodel.econ.yale.edu/memo/fm.htm>.

7. Disponível em: <https://www.piic.com/blogs/realtime-economics/how-serious-chinas-economic-slowdown>.



conjunturais não eram tão negativos. Entre setembro e dezembro, a expectativa de mercado de crescimento do PIB chinês para o ano passou de 5% para 5,2%. Ao fim e ao cabo, o cenário mais provável é que a economia do país cresça a um ritmo próximo da meta de 5% do governo, retomando uma trajetória de expansão após o crescimento de 3,0% em 2022. Para 2024, preocupações com o setor imobiliário e bancário alimentam projeções de desaceleração (4,5% na mediana das projeções da Bloomberg). Contudo, é importante considerar a definição da meta por parte do governo para 2024, que ainda não foi divulgada, e a capacidade do governo de atuar de forma proativa para alcançar seus objetivos de crescimento econômico e de geração de empregos. Ademais, o crescimento acelerado de outros países asiáticos, como a Índia, pode significar um aumento de mercado para os produtos chineses.

A Área do Euro teve o pior desempenho global em 2023, com um processo de desinflação mais gradual, devido ao preço ainda elevado da energia, o que reduziu a renda disponível das famílias. Nesse caso, vislumbra-se um cenário de recuperação econômica, conforme ocorra a descompressão dos preços da energia sobre o poder de compra das famílias e os custos das empresas. O World Economic Outlook do FMI considera uma recuperação em 2024 (1,2%) em relação ao crescimento projetado para 2023. A OCDE também vê recuperação nas economias da zona, como a alemã, com projeção de 0,6% em 2023 e de 1,2% em 2024. Já os analistas de mercado, segundo a mediana da Bloomberg, apostam em uma continuidade do baixo crescimento em 2024 (0,6%) devido aos efeitos defasados da política monetária.

Na região da América Latina, as economias do México e do Brasil tiveram bom desempenho em 2023, com projeção de 3,2% e 3,1%, respectivamente, por parte do FMI, mas com desaceleração esperada para 2024. A projeção de desaceleração é mais forte para o Brasil do que para o México (2,1% e 1,5% esperadas em 2024, respectivamente). Vale considerar, contudo, que o mesmo FMI fez a maior revisão das expectativas para a economia brasileira em 2023. Já para a Argentina, economia que enfrentou severa crise em 2023 (expectativa de fechar o ano com queda de 2,5%), espera-se recuperação, com projeção de crescimento de 1,9% por parte da OCDE. Enquanto o problema de balanço de pagamentos é estrutural, os fatores conjunturais também tiveram um papel na crise de desvalorização da moeda e consequentes hiperinflação e recessão. O fator climático que prejudicou a colheita de soja de 2023 e que adicionou pressão à crise pode não se repetir em 2024. Caso uma política de choque fiscal seja aplicada, a tendência é a continuidade da recessão, quadro que ainda pode ser agravado caso uma política monetária restritiva seja implementada.

No Brasil, as quantidades exportadas permaneceram fortes no terceiro trimestre, crescendo a um ritmo de 9,8% em relação ao mesmo trimestre de 2022. Nos dois primeiros meses do quarto trimestre, o ritmo continua alto (8,9%), como disposto na tabela 5. Assim, mesmo com a perspectiva de desaceleração do crescimento mundial, o Brasil continua exportando a um ritmo elevado, especialmente nas categorias de bens intermediários (com forte participação no total exportado) e de capital, devido aos equipamentos de transporte.

TABELA 5

**Exportações: Quantum<sup>1</sup>**

(Em %)

| Período   | Total | Bens de Capital | Bens de Consumo | Bens intermediários |
|-----------|-------|-----------------|-----------------|---------------------|
| 2023 T1   | 4,77  | 6,34            | 1,56            | -0,06               |
| 2023 T2   | 11,24 | 11,69           | 0,10            | 11,34               |
| 2023 T3   | 9,77  | -3,23           | -4,15           | 8,70                |
| 2023 T4*4 | 8,90  | 9,31            | 3,02            | 9,02                |

Fonte: Secretaria de Comércio Exterior (Secex).

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota: <sup>1</sup>Calculado com os meses de outubro e novembro.

A soja teve taxa interanual de 40% no terceiro trimestre, acelerando para impressionantes 70% na *proxy* do quarto trimestre. Interpretamos que essa venda advém dos estoques da supersafra colhida no primeiro semestre do ano, explicando boa parte da substancial queda dos estoques no terceiro trimestre, captada pelas contas nacionais (tabela 6). A mesma situação pode tornar a acontecer no quarto trimestre, já que outras culturas da agropecuária, como o milho, também mostram desempenho forte no segundo semestre do ano.

TABELA 6

**Principais produtos exportados: variação interanual da quantidade<sup>1</sup>**

(Em %)

| Período | Açúcares e melações | Farelos de soja e outros alimentos para animais | Milho não moído, exceto milho doce | Minério de ferro e seus concentrados | Óleos brutos de petróleo ou de minerais betuminosos, crus | Soja  |
|---------|---------------------|---|------------------------------------|--------------------------------------|---|-------|
| 2023 T1 | 10,77               | 1,48  | 178,24                             | 4,13                                 | 22,40   | -8,68 |
| 2023 T2 | 20,42               | 19,46   | 22,19                              | 10,71                                | 60,93   | 25,83 |
| 2023 T3 | 10,32               | 8,82  | 24,20                              | 3,48                                 | 39,25   | 40,26 |
| 2023 T4 | 0,73                | 14,19   | 25,09                              | 15,34                                | 14,20   | 70,41 |

Fonte: Secex.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota: <sup>1</sup>Calculado com os meses de outubro e novembro.

As exportações de barris de óleos brutos de petróleo, que tiveram destaque nas exportações computadas pelas contas nacionais no terceiro trimestre, avançaram 39,2% no terceiro trimestre analisado pela Secex. A *proxy* do quarto trimestre indica desaceleração, embora ainda em ritmo historicamente elevado (14,2%).

A International Energy Agency aponta o Brasil e os Estados Unidos como os produtores que tiveram desempenho acima das expectativas e contribuíram para alargar a oferta de petróleo em 2023.<sup>8</sup> A competitividade do petróleo extraído na área do pré-sal permite a ocupação de mercados globais antes atendidos pelos países-membros da Opep, que estipulam cotas para a extração de barris de petróleo.

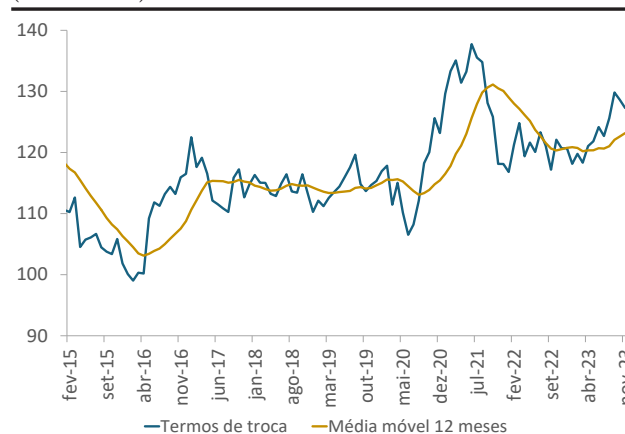
Por sua vez, o minério de ferro, que teve crescimento fraco no terceiro trimestre, mostra recuperação na *proxy* do quarto trimestre do ano (15,3%).

Outros destaques no desempenho de expansão nas quantidades vendidas ao exterior no acumulado do ano até novembro são: aeronaves e outros equipamentos (27,2%), outros minérios e concentrados de metais de base (29,8%) e minério de alumínio (18%).

Na direção oposta a todos esses itens está a venda de veículos de passageiros ao exterior, com queda de 16,3% no acumulado do ano até agosto, após ter experimentado aumentos significativos nos últimos dois anos, sendo um vetor de retenção à recuperação da indústria automobilística brasileira em 2023, mesmo diante das medidas de estímulo às vendas internas.

Vale observar que, mesmo com a retração dos preços internacionais das *commodities*, os termos de troca continuam em um patamar acima da média dos anos 2000 e da segunda metade dos anos 2010. Assim, o potencial de rentabilidade das exportações brasileiras continua em patamar favorável.

GRÁFICO 1  
Termos de troca: índice e média móvel de doze meses (2006 = 100)



Fonte: Secex.

Elaboração: Grupo de conjuntura da Dimac/Ipea.

8. Disponível em: <https://www.ica.org/reports/oil-market-report-november-2023>.

Nesse sentido, vale considerar o balanço de riscos para 2024. Entre fatores negativos estão o clima adverso, que compromete a safra de grãos, eventuais conflitos geopolíticos e a incerteza quanto ao crescimento econômico mundial. A avaliação do Ipea é de uma queda de 3,2% no valor adicionado da agropecuária em 2024, como detalhado no box intitulado *Valor adicionado da agropecuária em 2023 e 2024*.

Outro elemento a se observar em 2024 é a intenção do Brasil de aderir à Opep, com possível necessidade de adesão à política de quotas de produção do grupo, o que poderia restringir o crescimento das quantidades exportadas do país.

Entre os elementos positivos estão os termos de troca ainda favoráveis e a competitividade do pré-sal, área projetada para aumentar participação como fonte de extração nos próximos anos, conforme os investimentos vão se maturando. Esses são fatores que contribuem para um cenário de taxas positivas de crescimento das exportações de outros bens, que não os grãos, especialmente se as projeções de manutenção do crescimento global em 2024 no mesmo patamar de 2023 se materializarem.

## 2.2 Demanda interna

A elevação da demanda interna tem sido explicada em todo ano pela expansão de um consumo de massa, aquele financiado pela elevação da massa de rendimento das famílias, incluindo não somente a renda do trabalho como também dos benefícios sociais, inclusive a previdência social. Essa expansão dinamiza o setor de serviços, abrangendo os de utilidade pública (classificados como pertencentes ao setor industrial), e o setor de bens não duráveis. Contudo, parte dessa expansão do consumo não se transforma em demanda à indústria manufatureira porque é dinamizada para as compras de importações, como é o caso de bens semiduráveis. Veremos também os fatores que prejudicam a retomada dos investimentos em 2023 e conjecturas a respeito de 2024.

### 2.2.1 O consumo das famílias

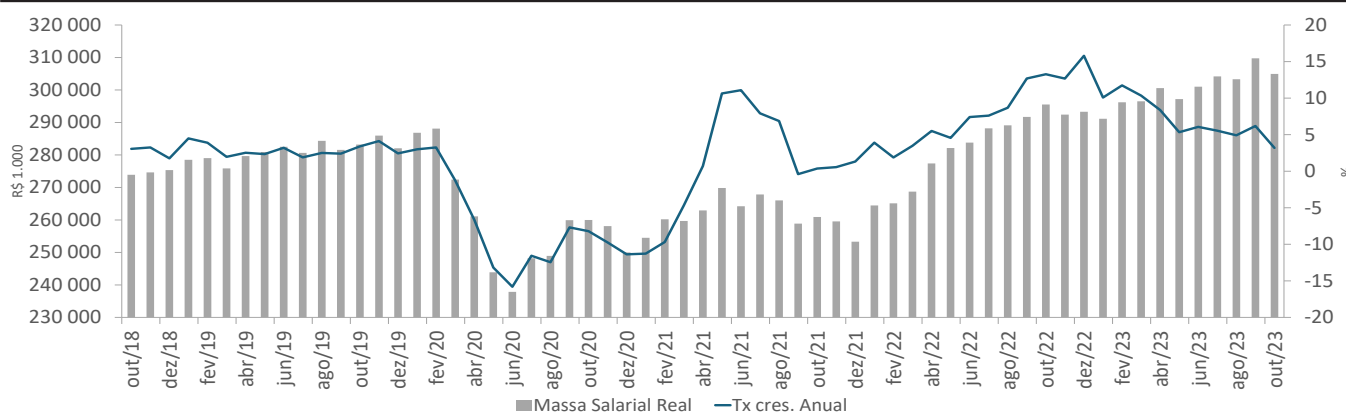
O elemento mais dinâmico da demanda interna em 2023 é o consumo das famílias. Grande parte desse consumo é induzido pelo crescimento da renda disponível das famílias (a renda recebida depois de pagos os impostos diretos, como por exemplo, o imposto de renda). Contribui para isso a expansão da massa de rendimentos do trabalho e ampliada por benefícios sociais, que cresceu 7,6% no acumulado do ano até setembro, já descontando a inflação ao consumidor no período.

No mercado de trabalho, apesar de haver uma desaceleração do ritmo de crescimento da população ocupada, a criação de empregos com carteira assinada vem apresentando bom desempenho. Segundo os dados do novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), no acumulado do ano, até outubro, a economia brasileira gerou 1,78 milhão de empregos formais, com destaque para os setores da construção civil (253,9 mil), de serviços administrativos (251,8 mil) e de indústria de transformação (225,1 mil). Por certo, de janeiro de 2022 a outubro de 2023, o nível médio de formalização do mercado de trabalho chegou a 57,7% segundo dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), já ultrapassando o período pré-pandemia, em que a taxa média era de 57,1%.

Não obstante ao crescimento mais moderado da população ocupada, o aumento dos rendimentos reais vem possibilitando uma significativa expansão da massa salarial real. De acordo com a PNAD Contínua, em outubro, na comparação interanual, os rendimentos reais habitualmente recebidos avançaram 2,4%, enquanto a alta dos rendimentos efetivos foi de 2,0%. Assim, enquanto no primeiro semestre a elevação da população ocupada também teve papel na ampliação da massa de rendimentos, no segundo semestre a elevação dos rendimentos do trabalho é o fator dinâmico a impulsionar a massa de rendimentos do trabalho, já descontada a inflação.

GRÁFICO 2

Massa salarial efetiva real – valor absoluto e variação interanual



Fonte: IBGE.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Adicionalmente, a renda das famílias foi impulsionada por medidas de política econômica, tais como as políticas de transferência de renda (como a ampliação do benefício e do escopo do Bolsa Família); de valorização real do salário mínimo (com efeitos sobre os benefícios previdenciários e associados à Lei Orgânica da Assistência Social – Loas), assim como o seguro-desemprego, e a recomposição do salário do funcionalismo público federal.

Assim, essa massa ampliada real cresceu a um ritmo perto de 7,0% na comparação interanual, no primeiro e segundo trimestres. Como consta na Visão Geral da Conjuntura do 3º trimestre, nossa expectativa era de continuidade do ritmo elevado de crescimento no terceiro trimestre do ano, em parte devido ao calendário de distribuição do 13º do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e do abono salarial, que ficaram concentrados no primeiro semestre do ano em 2022, enquanto em 2023 tiveram um calendário diferenciado, estendido até julho. Essa expectativa se concretizou, e o ritmo de crescimento se elevou para 8,5%, na taxa interanual no terceiro trimestre.

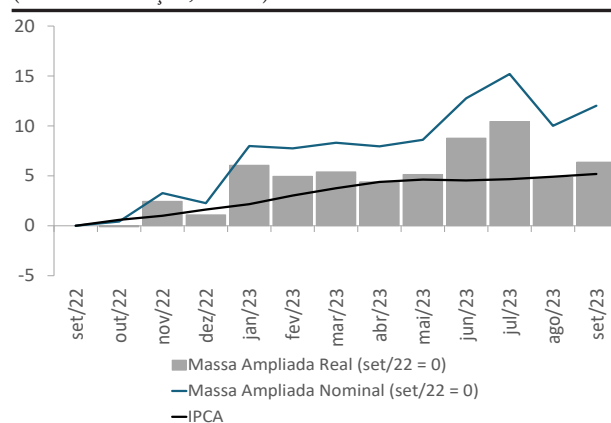
A tabela 7 traz as taxas de crescimento interanual da massa de rendimentos. Vemos que enquanto no primeiro trimestre de 2022 veio do mercado de trabalho o maior impulso para a massa de rendimentos, no segundo e terceiro trimestres são os benefícios sociais os que mais dinamizam o rendimento das famílias, crescendo em um ritmo ainda mais elevado. Avaliamos que esse foi um fator decisivo para o aumento do consumo das famílias registrado nas contas nacionais no terceiro trimestre.

No acumulado do ano, até setembro, é possível notar que em 2023 como um todo a massa ampliada cresce levemente acima da massa de rendimentos do trabalho, diferentemente do que aconteceu em anos anteriores, com exceção do atípico ano de 2020 (tabela 8).

GRÁFICO 3

Massa de rendimentos efetiva real ampliada por benefícios sociais

(Taxa de variação, em %)



Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: 1 Setembro de 2022 = 0.

2 Gráfico elaborado com dados dessazonalizados.

TABELA 7

**Taxa trimestral interanual**

(Em %)

|         | Taxa trimestral interanual (%) |  |
|---------|--------------------------------|--|
|         | Massa de Rendimentos           | Massa de Rendimentos Ampliada por Benefícios Sociais |
| 2022 T3 | 11,5                           | 4,6  |
| 2022 T4 | 12,8                           | 9,6  |
| 2023 T1 | 10,1                           | 7,3  |
| 2023 T2 | 5,7                            | 7,1  |
| 2023 T3 | 4,8                            | 8,5  |

Fonte: IBGE.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 8

**Taxa acumulada no ano<sup>1,2</sup>**

(Em %)

|      | Taxa acumulada no ano (%)* |  |
|------|----------------------------|--|
|      | Massa de Rendimentos       | Massa de Rendimentos Ampliada por Benefícios Sociais |
| 2019 | 2,7                        | 2,2  |
| 2020 | -8,2                       | 6,8  |
| 2021 | 2,2                        | -8,0   |
| 2022 | 7,2                        | 4,3  |
| 2023 | 6,8                        | 7,6  |

Fonte: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea com base nos dados do IBGE e Tesouro Nacional.

Notas: <sup>1</sup> Até setembro.<sup>2</sup> Massa com rendimentos efetivamente recebidos (no próprio mês).

Outro importante fator que explica a elevação do poder de compra da renda disponível das famílias foi o processo de desinflação. A inflação no ano foi tão menor quanto menor a faixa de renda das famílias. O aumento do poder de compra advindo da deflação de alimentos é sentido de forma mais intensa em famílias de baixa renda, devido ao peso no orçamento familiar. Esse é um elemento de redistribuição de renda que, dada a maior propensão de consumo das famílias de baixa renda, também ajuda a explicar o crescimento do consumo das famílias.

Além dos alimentos, os preços médios da gasolina e do *diesel* ao consumidor ficaram cerca de 12,9% e 11,0% mais baixos em 2023 (até a primeira semana de dezembro, em relação ao mesmo período de 2022).

A seção 2.3 traz uma tabela de indicadores que podem ser associados a um consumo dinamizado pela massa de rendimento das famílias, o conhecido consumo de massa.

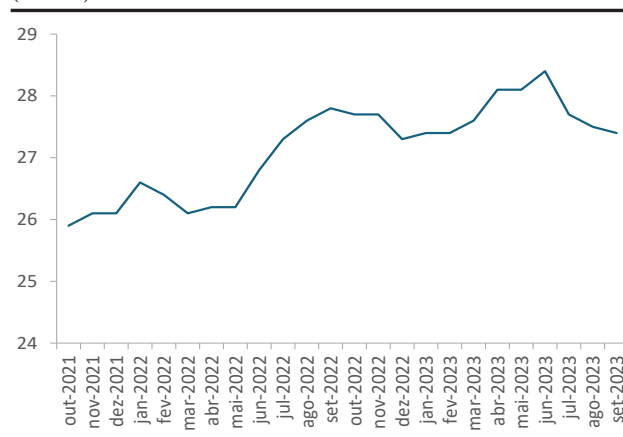
O comprometimento da renda das famílias com o pagamento de juros ainda está em patamar alto, mas já apresenta a terceira queda consecutiva. Assim, o crédito teve um papel mais benigno no segundo semestre de 2023 que no primeiro. A redução da taxa básica de juros Selic, aliada ao programa de renegociação das dívidas das famílias de baixa renda, o Desenrola Brasil, atua no sentido de aliviar a fragilidade financeira das famílias. O box 2 traz um detalhamento do programa e os montantes renegociados até o momento.

O endividamento das famílias continuou em setembro a sua trajetória de queda, atingindo 48,0%. Essa trajetória,

GRÁFICO 4

**Comprometimento do rendimento das famílias com o serviço da dívida**

(Em %)



Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

que se iniciou em julho de 2022 em 50,1%, atinge agora seu menor patamar desde setembro de 2021. Já o comprometimento da renda das famílias com o pagamento de juros, que persistiu por mais tempo em trajetória de crescimento, tendo atingido 28,4% em junho de 2023, obteve em setembro a sua terceira redução consecutiva, chegando a 27,4% (gráfico 4).

Além disso, há discreto aumento das concessões de crédito para a aquisição de bens, de veículos e consignado, mostrando retomada das concessões dessas linhas no terceiro trimestre do ano.

Para 2024 avaliamos que, embora o consumo das famílias não seja mais beneficiado pela deflação de alimentos e o processo de desinflação em geral, ainda assim, haverá um contexto de melhora da fragilidade financeira das famílias, com medidas como a continuidade da política de valorização do salário mínimo, o programa de renegociação das dívidas das famílias de baixa renda (Desenrola Brasil) e queda da taxa Selic reverberando sobre o mercado de crédito.

## 2.2.2 FBCF

O Indicador Ipea de FBCF acumulou queda de 2,5% no ano até setembro, explicada pela retração de 3,8% na demanda interna por máquinas e equipamentos, mais que compensando o resultado positivo observado na construção civil. Na margem, a FBCF da construção civil também apresenta declínio, com queda de 2,0% no terceiro trimestre de 2023, em termos dessazonalizados, frente ao segundo (tabela 9).

TABELA 9

### Taxas de crescimento do indicador Ipea mensal de FBCF

(Em %)

|                                | Contra período anterior dessazonalizado <sup>1</sup> |         |         |       | Contra igual período do ano anterior |         |         |       | Acumulado |               |
|--------------------------------|--|---------|---------|-------|--------------------------------------|---------|---------|-------|-----------|---------------|
|                                | Jul./23  | Ago./23 | Set./23 | TRIM2 | Jul./23                              | Ago./23 | Set./23 | TRIM  | No ano    | Em doze Meses |
| <b>FBCF</b>                    | -1,7   | -0,4    | -1,4    | -2,5  | -5,5                                 | -5,6    | -9,1    | -6,8  | -2,5      | -1,1          |
| <b>Máquinas e equipamentos</b> | -2,2   | -2,4    | -0,3    | -1,7  | -11,0                                | -11,8   | -17,0   | -13,4 | -8,5      | -3,8          |
| Nacionais                      | -7,0   | 2,2     | 4,9     | -0,3  | -17,2                                | -14,3   | -1,1    | -11,2 | -11,9     | -7,5          |
| Importados                     | -4,6   | -7,1    | -9,7    | -11,3 | 4,7                                  | -6,4    | -40,8   | -19,3 | -1,5      | 3,5           |
| <b>Construção civil</b>        | 0,0  | 0,2     | -0,9    | -2,0  | -0,3                                 | 0,5     | -0,8    | -0,2  | 1,0       | 2,1           |
| <b>Outros ativos fixos</b>     | -2,7   | -1,3    | -2,8    | -8,1  | -4,6                                 | -5,7    | -9,3    | -6,6  | 4,7       | 7,4           |

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Notas: <sup>1</sup> Sazonalmente ajustado pelo Ipea (modelo X-13).

<sup>2</sup> Trimestre terminado no mês de referência da divulgação.

Apesar da falta de dados desagregados, é possível inferir em primeiro lugar que os investimentos residenciais têm tido desempenho negativo no ano, a contar pela queda das concessões de crédito imobiliário para pessoa física de 24,5% no acumulado do ano até outubro, já deflacionadas, linhas que ainda sofrem pelo patamar relativamente elevado de taxa de juros associada.

Interessante notar, contudo, que as concessões para pessoas jurídicas aumentaram em 21,2% no acumulado do ano até outubro, mas demonstraram queda na margem. Essa demanda por crédito pode vir de empresas que atuam no setor de serviços, não estando restritos à indústria.

Dados de desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para financiamento de infraestrutura tiveram elevação de 2,6% no acumulado do ano até setembro, já descontada a inflação, com foco em ferrovias (326,5%) e serviços de utilidade pública (176,2%).<sup>9</sup> O financiamento em linhas já apro-

9. Dados retirados do BNDES Data.

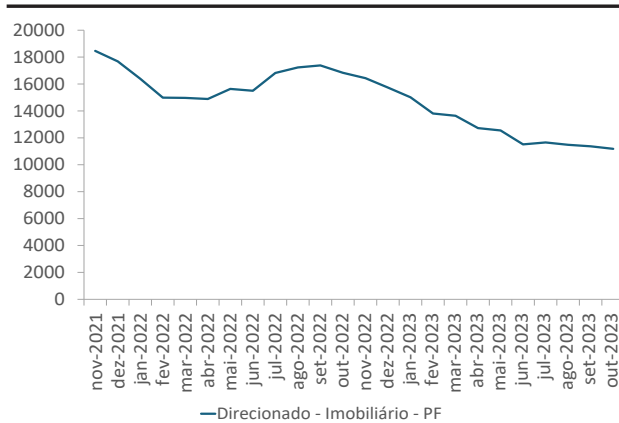
vadas e ainda não desembolsadas é substancialmente mais elevado, de 38,6%, já em termos reais, em especial em projetos de serviço de utilidade pública (899,7%) e construção (898,5%). Dessa forma, o impacto dessa elevação do financiamento tende a ser sentido em 2024.

A atuação direta em investimentos, especialmente de municípios, pode ser captada nos dados computados pelo Ipea, que mostram a FBCF da administração pública direta. Esse indicador atingiu o máximo da série histórica recente (2,19% do PIB)<sup>10</sup> no segundo trimestre de 2023, continuando a trajetória de alta iniciada em 2021. Porém, no terceiro trimestre, houve queda para 2,07% do PIB. Vale notar que, tipicamente, o peso maior desses investimentos vem dos aportes de estados e municípios e ficam mais concentrados no setor de construção civil.

Nesse sentido, essa diminuição do ritmo de obras públicas no trimestre é um dos fatores que explica a retração da FBCF da construção. Assim como é também o aumento dessas obras públicas, que vinha ocorrendo até o segundo trimestre, o elemento que ajudava a explicar a resiliência dos investimentos em construção (segundo o Indicador de Consumo Aparente do Ipea), que crescia mesmo durante a alta dos juros no crédito imobiliário das famílias.

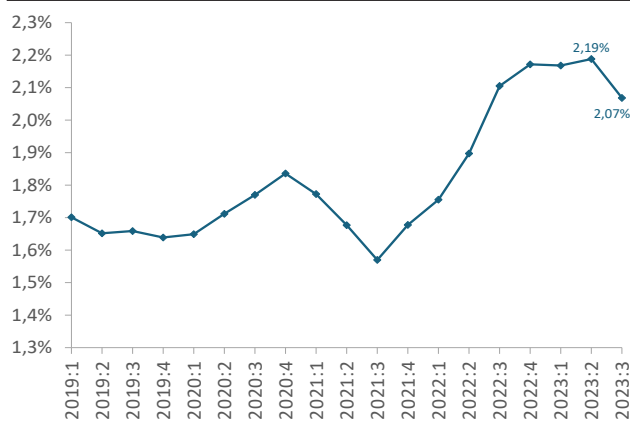
Em contrapartida, a FBCF das empresas estatais teve leve elevação (de 0,94% para 0,95% do PIB), mas manteve patamar baixo (inferior ao vigente antes da pandemia, 1,10% do PIB).

GRÁFICO 5  
Concessões de financiamento imobiliário à pessoa física: média móvel dos últimos três meses (Em R\$ bilhões)



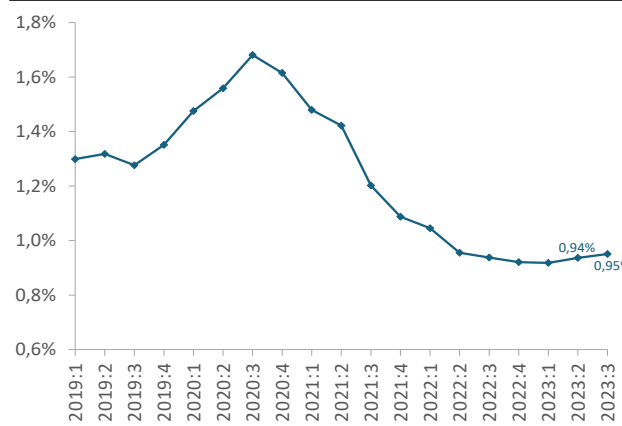
Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Estatísticas monetárias e de crédito deflacionadas pelo IPCA.

GRÁFICO 6  
FBCF da administração pública (Em % do PIB, acumulado em quatro trimestres)



Fonte: Ipea.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 7  
FBCF das estatais (Em % do PIB, acumulado em quatro trimestres)



Fonte: Ipea.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

No acumulado do ano até setembro, a Petrobras investiu 30,7% a mais que no mesmo período de 2022, em dólares, em termos nominais, sem descontar a elevação dos preços de bens de capital.<sup>11</sup> O Plano Estratégico da Petrobras de 2024 a 2028, por sua vez, prevê uma elevação em 30,0% do *capital expenditure* (Capex). Contudo,

10. Note que com a revisão do PIB divulgada na conta trimestral do terceiro trimestre do IBGE, houve redução dos investimentos públicos da administração pública direta como proporção do PIB (no cômputo anterior era 2,41%).

11. Disponível em: <https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/central-de-resultados/>.

é preciso considerar que 10,0% de aumento no plano refere-se ao encarecimento do equipamento no horizonte projetado (aumento dos preços em dólares projetado para o período), e 14,0% do aumento refere-se a projetos em avaliação, com incerteza quanto à viabilidade e fonte de financiamento (*slide 23* do plano).

O cenário do crédito para empresas melhorou no segundo semestre de 2023, devido ao forte crescimento do crédito direcionado, especialmente pelo BNDES e por programas do governo federal, com crédito para micro e pequenas empresas. No acumulado do ano até outubro, há contração das concessões de crédito com recursos livres (-7,2%) para as empresas e aumento do crédito direcionado em 15,5%.

No acumulado do ano até outubro, há queda pronunciada em modalidades com recursos livres, com alto volume de concessões para financiamento de curto prazo necessárias à operação das empresas, como o desconto de duplicatas e recebíveis (-14,8%) e de capital de giro (-17,2%), linhas cujas taxas de juros operam acima dos 20,0%. Há também um aumento da inadimplência, especialmente nessas categorias. Em outubro de 2023, a taxa de inadimplência para desconto de duplicatas e recebíveis atingiu 4,8% contra 0,6% em outubro de 2022. Já para capital de giro com menos de 365 dias a taxa passou de 1,9% para 4,8%, nesse mesmo período.

Diante desse quadro de fragilidade financeira das empresas, não é surpreendente que os investimentos produtivos tenham crescido muito abaixo do PIB no primeiro semestre, na comparação interanual.

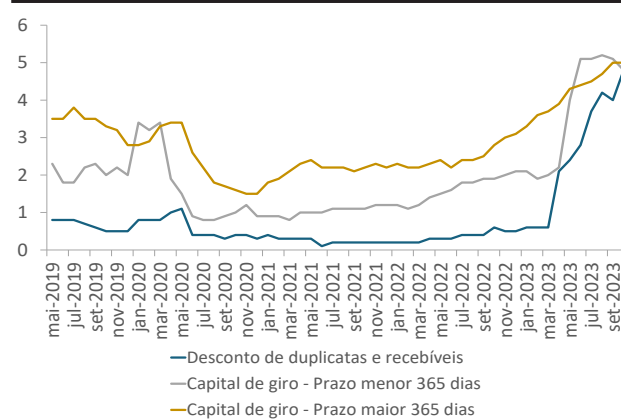
Assim, a FBCF sofre por uma conjugação de fatores: a queda das concessões de crédito para os investimentos residenciais, a retração no terceiro trimestre dos investimentos da administração pública direta, o cenário ainda difícil do mercado livre de crédito e a fragilidade financeira das empresas.

A continuidade de atuação por parte do BNDES, com elevada aprovação de financiamentos em infraestrutura que serão desembolsados nos próximos meses, os programas do governo federal, como o programa Minha Casa Minha Vida, os programas de incentivo ao crédito com sistema de garantias, além da trajetória de queda prevista para a taxa de juros Selic e na ponta do crédito, tornam o cenário para o crescimento dos investimentos mais favorável em 2024. Além disso, o ciclo político das eleições municipais pode motivar a continuidade da trajetória de crescimento dos investimentos da administração pública direta. Assim, o melhor cenário do crédito e os investimentos públicos e privados em infraestrutura, com obras de saneamento básico, geração de energia por fontes renováveis, entre outros, podem dinamizar a FBCF em 2024.

### 2.3 Consumo de massa e efeito vazamento

Vimos que a atividade econômica em 2023 foi dinamizada pelas exportações e pelo consumo das famílias. Nesta seção, fazemos um detalhamento do que podemos considerar ser os itens e subitens da atividade econômica associados a um consumo financiado ou viabilizado pelo fluxo de rendimento das famílias, o chamado consumo de massa. Mesmo que os itens sejam adquiridos por cartão de crédito, em última instância a recorrência desse consumo só é viável a partir do fluxo de rendimentos familiares mensais mais elevado que a inflação.

GRÁFICO 8  
Inadimplência do crédito livre para pessoa jurídica  
(Em %, taxa)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



Em primeiro lugar, dados da Empresa Brasileira de Energia mostram que houve crescimento do consumo de energia elétrica residencial (6,4% no acumulado até outubro), que se intensificou nos últimos meses (6,9% no trimestre móvel terminado em setembro e 10% no terminado em outubro), devido a efeitos climáticos, com a elevação das altas temperaturas e o clima mais seco. Na seção 2, vimos que os serviços de utilidade pública, que incluem a produção e distribuição de energia elétrica, tiveram forte influência positiva no PIB do terceiro trimestre (tabela 10).

TABELA 10

**Indicadores do consumo de massa**

(Em %)

| Indicadores do consumo de massa   |   |   |  |
|---|---|---|--|
|   | Variação acumulada no ano (até outubro) | Variação no trimestre móvel terminado em setembro | Variação no trimestre móvel terminado em outubro |
| Produção de bens de consumo semi e não duráveis (PIM-PF)                      | 2,0                                     | 2,0   | 3,5  |
| Fabricação de produtos alimentícios (PIM-PF)                                  | 3,8                                     | 5,7   | 6,0  |
| Fabricação de bebidas (PIM-PF)  | 0,1                                     | -2,1  | 2,4  |
| Fabricação de produtos do fumo (PIM-PF)                                       | 3,5                                     | 4,7   | 5,6  |
| Confeção de artigos do vestuário e acessórios (PIM-PF)                        | -8,3                                    | -8,8  | -7,1   |
| Fabricação de produtos farmacêuticos e farmacêuticos (PIM-PF)                 | 5,4                                     | -0,6  | 0,4  |
|   | Variação acumulada no ano (até outubro) | Variação no trimestre móvel terminado em setembro | Variação no trimestre móvel terminado em outubro |
| Vendas de combustíveis e lubrificantes (PMC)                                  | 4,9                                     | -4,8  | -7,2   |
| Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo (PMC)     | 3,3                                     | 5,3   | 4,9  |
| Tecidos, vestuário e calçados (PMC)   | -6,7                                    | -2,8  | -4,4   |
| Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos (PMC) | 4,3                                     | 6,5   | 7,4  |
| Outros artigos de uso pessoal e doméstico (PMC)                               | -11,3                                   | -7,3  | -8,5   |
|   | Variação acumulada no ano (até outubro) | Variação no trimestre móvel terminado em setembro | Variação no trimestre móvel terminado em outubro |
| Serviços de alojamento e alimentação (PMS)                                    | 4,2                                     | 1,8   | 0,0  |
| Outros serviços prestados às famílias (PMS)                                   | 4,4                                     | 5,8   | 4,0  |
| Rodoviário de passageiros (PMS)   | -0,1                                    | -10,4   | -8,9   |
| Consumo de energia residencial (EPE)  | 6,4                                     | 6,9   | 10,0   |
| Índice de vendas (ABRAS)  | 3,1                                     | 2,8   | 1,9  |

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: PIM-PF – Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física; PMC – Pesquisa Mensal de Comércio; PMS – Pesquisa Mensal de Serviços; Abras – Associação Brasileira de Supermercados.

Já os serviços de alojamento e alimentação, computados pela PMS, acumularam alta de 4,2% na variação anual até outubro, mas perderam força nos últimos meses. Outros serviços prestados às famílias da PMS tiveram alta de 4,4% no acumulado até outubro e trajetória consistente ao longo do ano. Segundo o Monitor do PIB, da Fundação Getulio Vargas (FGV), o consumo de serviços nacionais pelas famílias teve elevação de 3,6% no acumulado do ano.

Já o serviço de transporte rodoviário de passageiros da PMS que teve desempenho positivo no primeiro semestre do ano, mostrou retração nos últimos meses, levando o item a ficar próximo da estabilidade no acumulado do ano. As vendas de combustíveis, segundo a PMC, mostram dinâmica parecida, apresentando queda no trimestre móvel terminado em outubro (-7,2%), mas ainda assim acumulando alta de 4,9% no ano até outubro. Nesse caso, a dinâmica de queda dos preços dos combustíveis ao consumidor, no primeiro semestre, e o reajuste parcial, no segundo – incluindo tanto as reonerações tributárias como a elevação por parte da Petrobrás –, podem ser fatores explicativos do comportamento ao longo do ano de ambos os indicadores.

Em relação às vendas em hipermercados e supermercados de produtos alimentícios, bebidas e fumo, segundo a PMC, elas acumulam alta de 3,3% até outubro, com aceleração nos últimos meses – 4,9% no trimestre móvel terminado em outubro. O indicador de vendas da Abras também indica alta de 3,1% no acumulado do ano até

outubro. Outro item dinâmico é o de vendas de artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria e cosméticos, com elevação de 4,3% no acumulado até outubro e aceleração na margem. É também alta a produção industrial de bens alimentícios (3,8%) no acumulado do ano até outubro, com aceleração nos últimos meses, segundo a PIM-PF. Padrão similar acontece com a fabricação de fumos.

Em contrapartida, alguns bens semiduráveis, como de vestuário, apresentaram quadro negativo, com queda no acumulado do ano até outubro nas vendas de tecidos, vestuário e calçados (-6,7%), e na confecção de artigos do vestuário e acessórios (-8,3%), segundo a PMC e a PIM-PF, respectivamente.

Nesse caso, vale observar os dados de consumo do Monitor do PIB, com abertura por bens nacionais e importados. Ocorre que há queda no ano (até setembro) do consumo de bens semiduráveis nacionais (-7,2%), porém elevação dos importados (21,9%) dessa mesma categoria (tabela 11).

TABELA 11

**Indicadores do consumo das famílias provida por oferta nacional e importada**

Em %)

| Indicadores do consumo das famílias provida por oferta nacional e importada |   |  |
|---|---|--|
| Monitor do PIB  | Varição acumulada no ano (até setembro) | Varição no trimestre móvel terminado em setembro |
| Consumo das famílias - bens não duráveis - nacionais                        | 4,2                                     | 3,9  |
| Consumo das famílias - bens não duráveis - importados                       | 3,6                                     | 1,0  |
| Consumo das famílias - bens semiduráveis - nacionais                        | -7,2                                    | -4,7   |
| Consumo das famílias - bens semiduráveis - importados                       | 21,9                                    | 12,7   |
| Consumo das famílias - serviços - nacionais                                 | 3,6                                     | 3,2  |
| Consumo das famílias - serviços - importados                                | 3,4                                     | -1,1   |
| Consumo das famílias - bens duráveis - nacionais                            | 1,9                                     | 4,6  |
| Consumo das famílias - bens duráveis - importados                           | 12,4                                    | 6,4  |

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea com base no Monitor do PIB da FGV.

Nesse caso, pode-se conjecturar que a elevação do consumo de massa para esses itens sofreu forte vazamento ao exterior, sendo provida por itens importados, deixando de dinamizar a indústria sediada em território nacional e os empregos no setor. Nesse sentido, as medidas de taxaço de compras digitais de baixo valor unitário podem surtir efeito de melhora nesse quadro.

Vale ponderar que, apesar de no agregado, segundo as Contas Nacionais, as importações terem apresentado queda no terceiro trimestre do ano, em alguns setores, como o de vestuário, ocorreu forte vazamento ao exterior da demanda interna alavancada pela elevação da massa de rendimentos.

Embora não possa ser classificado como um consumo de massa, também interessa investigar o caso dos bens duráveis. Nesse caso, observa-se um crescimento no acumulado do ano substancialmente mais forte de bens importados (12,4%) em relação aos nacionais (1,9%). Assim, é possível identificar também um efeito vazamento para os bens de consumo duráveis, tipicamente financiados por crédito. Registra-se que esse vazamento foi mais forte no primeiro semestre do ano, perdendo um pouco de força no terceiro trimestre. Ainda assim, é preocupante que a expansão da demanda das famílias por bens semiduráveis e duráveis seja provida por importações, deixando, portanto, de exercer o efeito direto e indireto de encadeamento para trás sobre a indústria manufatureira doméstica.

Dados do *quantum* importado confirmam a elevação das importações de bens de consumo, que apresentam taxas interanuais de crescimento acima de 5% no segundo, terceiro e na *proxy* do quarto trimestre do ano. Por certo, a queda do agregado foi bastante puxada pela dinâmica de bens intermediários e de capital (tabela 12).

TABELA 12

**Varição interanual: índice de quantidade de importação total e Classificação por Grandes Categorias Econômicas**  
(Em %)

| Período  | Total | Bens Intermediários (BI) | Bens de Capital (BK) | Bens de Consumo (BC) | Combustíveis e Lubrificantes |
|----------|-------|--------------------------|----------------------|----------------------|------------------------------|
| 2023_T1  | -1,14 | -0,39                    | 10,17                | -1,88                | 2,77                         |
| 2023_T2  | 0,95  | -4,60                    | 15,02                | 7,06                 | 32,26                        |
| 2023_T3  | -6,64 | -12,31                   | -0,11                | 5,12                 | 35,43                        |
| 2023_T4* | -3,53 | -6,03                    | -14,55               | 6,83                 | 23,07                        |

Fonte: Secex.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota: <sup>1</sup> Calculado com os meses de outubro e novembro.

Obs.: Série sem ajuste sazonal.

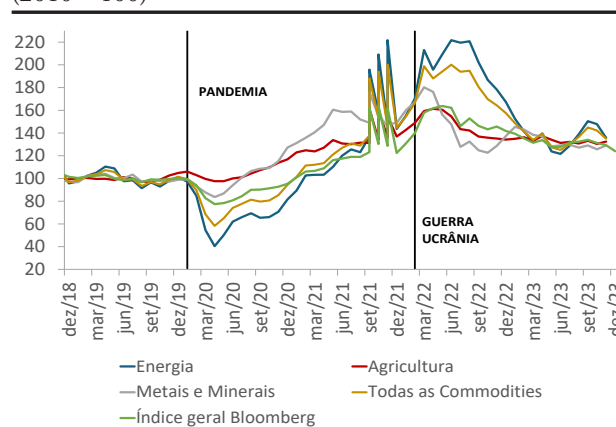
### 3 Mudança de política monetária, câmbio e inflação

Em 2023, houve no mundo todo um ciclo de desinflação e contração monetária. Se não é possível assegurar que os ciclos de aperto monetário já terminaram, ao menos pode-se afirmar que já passaram pela pior fase, e a elevação das taxas de juros parece estar próxima do fim. Dessa vez, o aperto monetário não elevou a taxa de desemprego nas economias avançadas, pelo contrário. Assim, o canal da política monetária principal não foi o da demanda, mas sim o “canal das *commodities*”.<sup>12</sup> Os efeitos do aperto monetário liderado pelo Federal Reserve (FED), com os devidos *spillovers* sobre a política dos outros bancos centrais, elevaram a atratividade dos títulos públicos de curto prazo, provocando uma queda nas cotações de ativos de risco e, conseqüentemente, nos preços das *commodities*, movimento que se transmitiu aos preços ao consumidor.

Nos primeiros meses do segundo semestre, o preço do barril de petróleo mostrou recuperação, passando de US\$ 74,00 o barril do Brent, no final de junho, para US\$ 96,80, em 19 de setembro, uma alta aproximada de 30%. Contribuíram para esse movimento as cotas de produção estabelecidas pelos países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opec), em particular, Arábia Saudita e Rússia, e uma percepção melhor sobre a conjuntura na China, conforme vimos na primeira seção. Contudo, as projeções do Departamento de Energia dos Estados Unidos (U.S. Department of Energy) de preço médio próximo a US\$ 90,00 no quarto trimestre de 2023 não se concretizaram. O preço do Brent voltou a cair ao longo do quarto trimestre, voltando para os US\$ 74,00 no início de dezembro. Segundo a International Energy Agency, embora a demanda continue surpreendendo para cima em 2023, a oferta trilha o mesmo caminho, sendo os Estados Unidos e o Brasil os destaques de produtores com recorde de produção.<sup>13</sup> O novo anúncio de corte da produção por parte da Opec+ não foi decisão unânime entre os países-membros, e atua mais no sentido de colocar um piso ao preço do barril do que de pressionar os preços para cima.

Os preços internacionais das *commodities*, medidos pelos índices mensais de preço do Banco Mundial, que vinham caindo desde o pico em junho de 2022, também mostraram recuperação entre o final de junho e setembro

GRÁFICO 9  
Índices de preços de *commodities*  
(2010 = 100)<sup>1</sup>



Fonte: Banco Mundial.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota: <sup>1</sup> Índices mensais baseados em dólares nominais.

<sup>2</sup> 2019 = 100.

12. Ver o *box* “Commodity prices and monetary policy: high frequency analysis”, da publicação *World Economic Outlook*, de outubro de 2023, do International Monetary Fund. Disponível em: <file:///C:/Users/E17288289702/Downloads/ch1onlineannex.pdf>.

13. *Oil Market Report* (Nov. 2023), disponível em: <https://www.ica.org/reports/oil-market-report-november-2023>.

de 2023, com elevação das *commodities* energéticas, mas com estabilidade nos preços das não energéticas. Assim, a flutuação passageira do preço do petróleo não se transmitiu aos demais preços.

Esse recuo dos preços das *commodities* energéticas desde setembro auxilia no processo de desinflação, mas os conflitos entre as grandes áreas produtoras de petróleo e os recursos naturais, em geral, podem resultar em novas ameaças de aumento de preço. Há, contudo, a preocupação por parte de dirigentes de bancos centrais ao redor do mundo com a dificuldade em se obter nova rodada de desinflação, diante dos preços de serviços ainda mais altos. Em novembro, o presidente do FED expressou a possibilidade de um cenário de manutenção das taxas em níveis mais altos por um período mais prolongado.<sup>14</sup> Já em dezembro, o discurso do dia 12 mudou o cenário-base, considerando a possibilidade de uma desinflação mais rápida, o que sinaliza que o processo de contração monetária teria de fato chegado ao fim e abre a possibilidade de um afrouxamento já em 2024. De qualquer forma, o FED deve continuar administrando a política para que a inflação vá na direção da meta de longo prazo, atualmente em 2%, observando cada novo indicador.

O FED também anuncia a intenção de perseguir a política de normalização monetária, com redução do balanço do Banco Central, ainda substancialmente elevado, condicionada a possíveis novos problemas de liquidez no sistema bancário.

A curva nominal de juros ainda tem inclinação negativa, considerada uma anomalia, pois, teoricamente, títulos de mais longo prazo deveriam embutir um prêmio para o investidor carregar por mais tempo em sua carteira, na forma de taxas de juros mais altas. Contudo, já houve redução dessa inclinação e um movimento de horizontalização da curva, conforme analisado no box *Taxa de Juros Real dos Estados Unidos*.

Indicadores de probabilidade de recessão são baseados na inclinação da curva de juros. A dinâmica dessa relação, isto é, entre a inclinação da curva de juros e os períodos de recessão, é que, nas últimas décadas, a recessão ocorreu depois de alguns meses em relação ao ponto em que a curva já tinha se tornado positiva, como ilustra o gráfico 6 do *box*. Vale ponderar que essa regularidade histórica é puramente empírica e descritiva, não havendo uma explicação teórica sólida que fundamente essa relação, a não ser pelo argumento dos efeitos defasados da política monetária. Como existe nova diretriz de política econômica, que privilegia uma atuação mais forte do Estado norte-americano, com políticas fiscal e industrial pró-ativas, é possível que dessa vez seja diferente.

É interessante notar, conforme ilustra o gráfico 2 do *box*, que o movimento de horizontalização ocorreu com mais intensidade na curva das taxas de juros reais. Descontada a inflação esperada, a curva já tem uma inclinação positiva. Ou seja, pelo menos aos olhos dos investidores, a curva real já deflacionada passou por um processo de normalização.

A taxa de juros real *ex post* está em patamar alto, tendo alcançando 1,5% no final de novembro, mas com precedente histórico (já em 2020, havia atingido 1,2%). Dessa forma, o nível real da taxa de juros é alto, porém, não fora dos padrões históricos. O que pode ser classificado como atípico foi o período entre meados de 2020 até meados de 2023, em que a taxa se tornou fortemente negativa. Por esses indicadores também, a política monetária já passou por certo processo de normalização. Esse patamar positivo da taxa de juros, longe do *zero bound*, significa que o FED resgatou sua capacidade de atuação de política monetária por meio do seu instrumento principal, e pode diminuir a taxa de juros em caso de uma desaceleração mais forte da economia.

A taxa de câmbio no ano refletiu a melhora nas condições da liquidez internacional e passou por um processo de valorização. O valor máximo da cotação da moeda, desde o início do ano, ocorreu em 4 de janeiro, chegando a

14. *Monetary Policy Challenges in a Global Economy*, disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/powell20231109a.pdf>.

R\$ 5,44/US\$; já o valor mínimo foi de R\$ 4,72/US\$, em 27 de julho. Esse processo de valorização cessou a partir do início de agosto, quando o diferencial de juros interno e externo se reduziu, mas, desde então, a taxa oscila em torno do patamar de R\$ 5,00/US\$.

Além da melhora na liquidez internacional, os fluxos comerciais favoráveis também atuam no sentido de maior oferta de dólares na economia brasileira. As fortes exportações brasileiras de bens, junto a uma redução das importações, provocaram um aumento do superávit comercial e uma queda do déficit em transações correntes. Esse déficit teve uma queda consistente ao longo do ano, somando US\$ 34,0 bilhões no acumulado em doze meses terminados em outubro de 2023, depois de ter alcançado US\$ 53,6 bilhões em 2022, uma diferença de quase US\$ 20,0 bilhões.

Na parte financeira, a queda do fluxo de investimentos diretos líquidos no país no ano foi compensada pelo aumento dos investimentos em carteira. No acumulado em doze meses até outubro, o saldo da conta de investimentos diretos no país (IDPs) foi de US\$ 57,5 bilhões, refletindo uma redução em relação aos US\$ 87,2 bilhões alcançados em 2022, mas ainda assim em patamar superior ao período pré-pandemia. Já os investimentos em carteira somaram ingressos líquidos de US\$ 14,7 bilhões no acumulado em doze meses terminados em outubro de 2023, ante US\$ 6,4 bilhões em 2022.

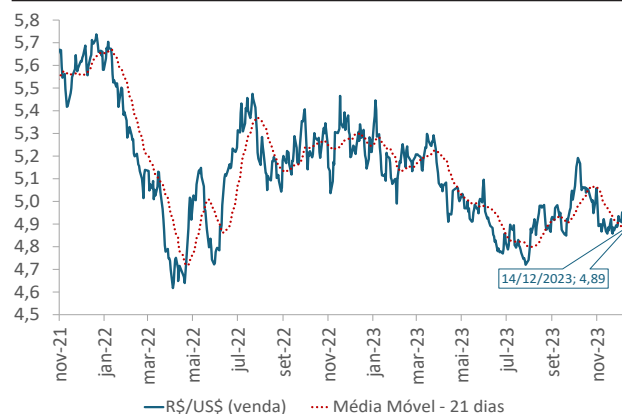
Esses investimentos em carteira dependem do diferencial de juros interno em relação ao externo. Esse diferencial começou a se reduzir a partir do início de agosto, com a decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) de reduzir a taxa Selic em 0,50 pontos-base, associada ao anúncio de mais reduções nesse ritmo, alcançando 11,75% ao final de 2023. Assim, o diferencial ainda é alto, o que gera certo grau de liberdade para o Copom seguir sinalizando novas rodadas de queda na intensidade de 0,50 pontos-base na Selic sem pressionar a taxa de câmbio, mas sempre atento aos movimentos de liquidez internacional e aos fluxos cambiais no país.

Neste ano, o processo de queda das cotações internacionais das *commodities* e a valorização cambial, juntos, constituíram uma forte pressão deflacionária, que foi inicialmente captada nos preços do setor atacadista e nos preços ao produtor em uma forte descompressão de custos, posteriormente se transmitindo aos preços aos consumidores.

Os dados mais recentes mostram que o processo de desinflação da economia brasileira segue em curso, beneficiado pela melhora no comportamento dos bens livres, sobretudo, dos alimentos e dos bens de consumo duráveis. Por certo, mesmo diante de uma aceleração da taxa acumulada em doze meses, entre julho e setembro, por conta do expurgo das deflações registradas neste mesmo trimestre em 2022, a inflação brasileira, medida pelo IPCA, voltou a recuar, de modo que, em novembro, a alta apurada de 4,7%, é 1,2 p.p. inferior à observada no mesmo período do ano anterior. Assim como vem ocorrendo com o índice cheio, as principais medidas de núcleo de inflação também mostram uma trajetória mais favorável, evidenciada por uma curva de variação em doze meses em contínua desaceleração, que também já se encontra abaixo do limite superior da banda de tolerância (gráfico 11).

Os dados desagregados mostram que o recuo da inflação brasileira poderia ter sido ainda mais intenso, caso não se verificasse forte alta dos preços administrados ao longo do ano (gráfico 12). Com efeito, em que pese uma desaceleração, na margem, os preços administrados registram alta de 9,1%, impactados, sobretudo, pelos reajustes da energia elétrica (9,1%), da gasolina (11,3%) e dos planos de saúde (12%). Em contrapartida, os desempenhos

GRÁFICO 10  
Taxa de câmbio  
(Em R\$/US\$)

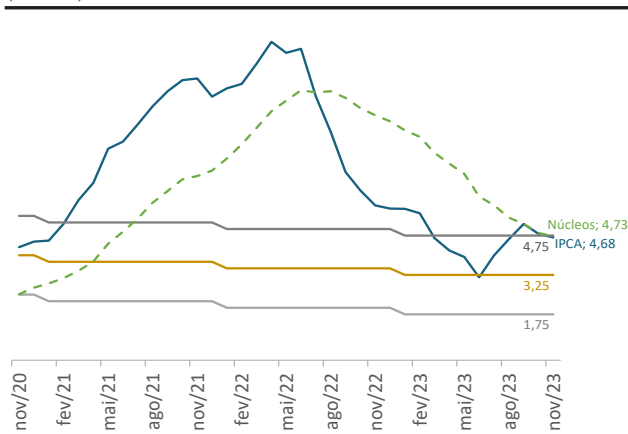


Fonte: Banco Central do Brasil.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

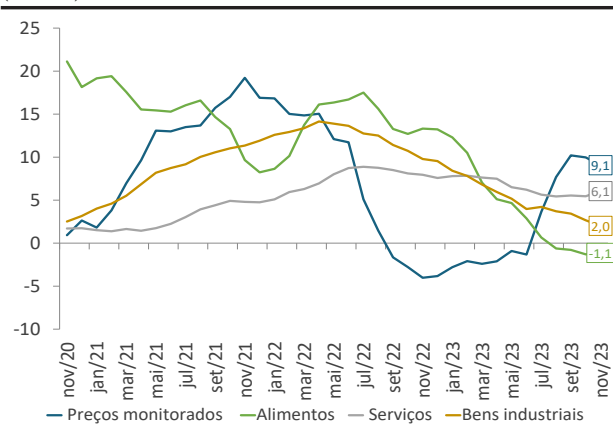
dos bens industriais (2,0%) e dos alimentos (-1,1%) vêm surpreendendo favoravelmente, beneficiados pela melhora no comportamento das *commodities* industriais e agrícolas, aliada à supersafra brasileira e à apreciação cambial de 7,0% nos últimos doze meses. Por fim, mesmo diante de certa resiliência, a inflação dos serviços livres também mostra uma trajetória mais benevolente, tendo em vista que, no acumulado em doze meses, a taxa de variação de preços nesse segmento recuou de 8,0%, em novembro de 2022, para 6,1%, em novembro de 2023.

**GRÁFICO 11**  
**IPCA: variação acumulada em doze meses**  
 (Em %)



Fonte: IBGE.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 12**  
**IPCA por categorias: variação acumulada em doze meses**  
 (Em %)

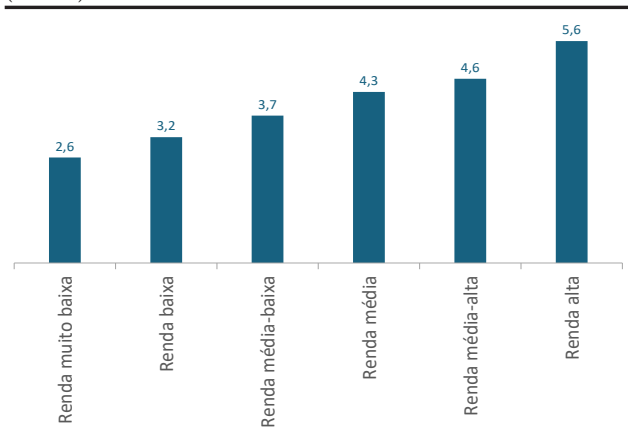


Fonte: IBGE.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Deve-se registrar, ainda, que essa desaceleração da inflação em 2023, possibilitada, sobretudo, pela queda dos preços dos alimentos, vem sendo ainda mais significativa nas classes de renda baixa, tendo em vista o peso desse grupo de itens no orçamento das famílias de menor poder aquisitivo. Dessa forma, no acumulado do ano, enquanto a inflação apurada no segmento de renda muito baixa é de 2,6%, a taxa registrada no estrato de renda alta é de 5,6%.

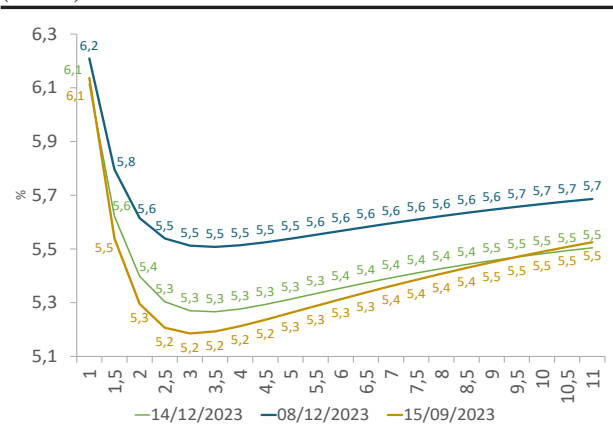
No primeiro semestre, a desinflação esperada pelos agentes econômicos que negociam títulos provocou queda na curva de juros, influenciada pela redução da Selic, com a perspectiva de novos cortes nas próximas reuniões, em um ritmo de 0,50 pontos-base. Já no segundo semestre, os juros longos sofreram leve aumento. O gráfico 14 ilustra esse movimento, com os juros reais dos títulos públicos.

**GRÁFICO 13**  
**Inflação por faixa de renda: variação acumulada em doze meses**  
 (Em %)



Fonte e elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

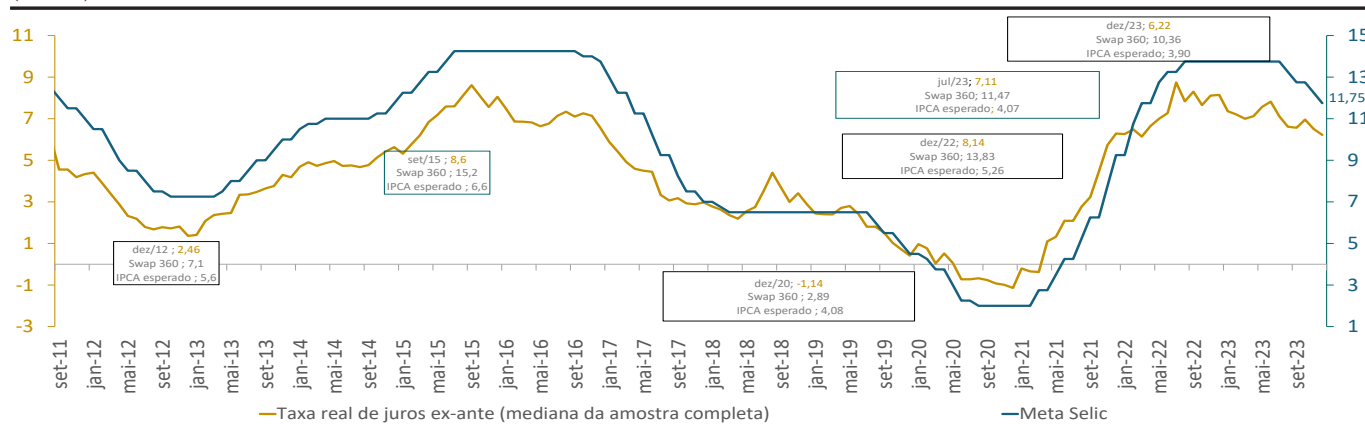
**GRÁFICO 14**  
**Estrutura a termo da taxa de juros (ETT): juros reais acima do IPCA**  
 (Em %)



Fonte e elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O mercado futuro de juros mostra que a expectativa das taxas para um ano a frente está abaixo da meta da Selic, como ilustra o gráfico 15, o que é coerente com a visão de novas rodadas de afrouxamento monetário em 2024.

GRÁFICO 15  
Título Taxa de Juros Real Ex-Ante e Meta Selic  
(Em %)



Fonte: IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

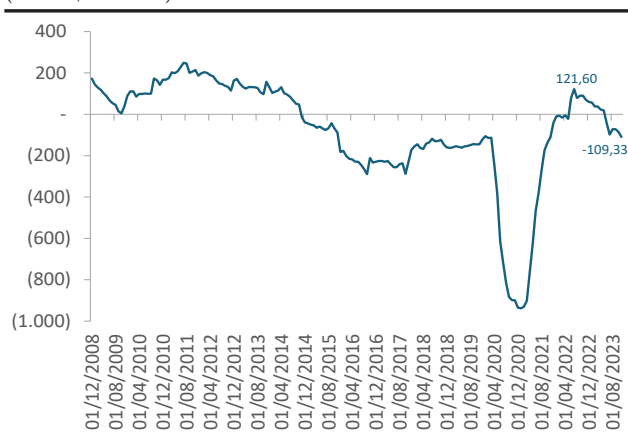
## 4 Finanças públicas<sup>15</sup>

### 4.1 Resultado primário do governo central

Os dados observados de janeiro a novembro de 2023, conforme projeção de resultado primário para novembro contida na *Nota de Conjuntura* nº 20, do quarto trimestre de 2023, elaborada com base na execução orçamentária, mostram significativa redução do resultado primário do governo central, relativamente ao ano anterior. No acumulado até novembro, em valores deste mês, o resultado primário foi deficitário em R\$ 114 bilhões, contra um superávit de R\$ 54,8 bilhões no mesmo período de 2022, totalizando um impacto fiscal negativo de R\$ 168,7 bilhões. Esse resultado ocorreu em função da combinação de queda real da receita líquida de R\$ 51,1 bilhões (-2,9%) com o aumento real da despesa de R\$ 117,7 bilhões (6,8%), comparativamente ao mesmo período de 2022.

No acumulado em doze meses, o déficit primário atingiu R\$ 109,3 bilhões em novembro, em valores deste mês, prosseguindo na tendência de queda iniciada a partir do segundo semestre de 2022 (gráfico 16). De acordo com o último relatório de avaliação das receitas e despesas do governo central, a receita líquida de transferências por repartição de receitas deverá terminar o ano em R\$ 1.900,5 bilhões e a despesa deverá ficar em R\$ 2.077,9 bilhões, projetando um déficit primário de R\$ 177,4 bilhões, isto é, 1,66% do PIB.

GRÁFICO 16  
Resultado primário acumulado em doze meses em valores de novembro de 2023  
(Em R\$ bilhões)



Fonte: Resultado do Tesouro Nacional da Secretaria do Tesouro Nacional (RTN/STN) e SIAFI.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

15. Esta seção foi escrita por Marco A. F. H. Cavalcanti, técnico de planejamento e pesquisa na Dimac/Ipea, Sérgio Fonseca Ferreira, analista de planejamento e orçamento na Dimac/Ipea, Felipe dos Santos Martins e Wellington Charles Lacerda Nobrega, bolsistas do Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Dimac/Ipea.

No acumulado de janeiro a novembro, a receita total registrou uma variação real negativa de 3,5%, somando uma queda real de R\$ 77,9 bilhões, com destaque para as receitas não administradas pela Receita Federal do Brasil (RFB), que tiveram um decréscimo de 21,1%, redução real de R\$ 80,1 bilhões, e para as receitas administradas pela RFB, com queda de 1,9%, na mesma base de comparação, equivalente a R\$ 25,9 bilhões. A arrecadação líquida do Regime Geral de Previdência Social (RGPS), por sua vez, continua apresentando uma tendência de crescimento real, acumulando neste ano uma alta de 5,7%, no montante de R\$ 28,1 bilhões.

Com relação à despesa total, no acumulado do ano até novembro, houve um crescimento de R\$ 117,7 bilhões (6,8%) em relação ao mesmo período do ano passado, com destaque para o aumento de despesas sujeitas à programação financeira, no valor de R\$ 99,7 bilhões (28,9%), justificado, principalmente, pela ampliação dos benefícios do Bolsa Família (tabela 13).

TABELA 13  
**Governo central: resultado primário a preços constantes**

| Período   | Mensal (preços constantes, R\$ milhões de nov./2023) |                | Taxa de variação (%) | Janeiro-novembro (preços constantes, R\$ milhões de nov./2023) |                  | Taxa de variação (%) | Acumulado em doze meses (preços constantes, R\$ milhões de nov./2023) |                  | Taxa de variação (%) |
|---|--|----------------|----------------------|--|------------------|----------------------|---|------------------|----------------------|
|   | nov./2022  | nov./2023      |                      | 2022   | 2023             |                      | Até nov./2022   | Até nov./2023    |                      |
| <b>1-Receita Total</b>  | <b>176.346</b>                                       | <b>179.349</b> | <b>1,7</b>           | <b>2.221.013</b>   | <b>2.143.082</b> | <b>-3,5</b>          | <b>2.453.847</b>  | <b>2.369.332</b> | <b>-3,4</b>          |
| 1.1 - Receita Administrada pela RFB                                   | 113.579  | 109.080        | -4,0                 | 1.347.579  | 1.321.651        | -1,9                 | 1.474.040   | 1.445.858        | -1,9                 |
| 1.2 - Incentivos Fiscais  | 0  | 0              | 0,0                  | -55  | -61              | 9,8                  | -137  | -64              | 53,0                 |
| 1.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS                                 | 44.424   | 48.272         | 8,7                  | 493.735  | 521.797          | 5,7                  | 563.708   | 594.119          | 5,4                  |
| 1.4 - Receitas Não Administradas pela RFB                             | 18.343   | 21.996         | 19,9                 | 379.754  | 299.695          | -21,1                | 416.236   | 329.419          | -20,9                |
| <b>2. Transf. Por Repartição de Receita</b>                           | <b>44.888</b>  | <b>43.818</b>  | <b>-2,4</b>          | <b>436.429</b>   | <b>409.557</b>   | <b>-6,2</b>          | <b>478.494</b>  | <b>456.629</b>   | <b>-4,6</b>          |
| <b>3. Receita Líquida (1-2)</b>                                       | <b>131.457</b>                                       | <b>135.531</b> | <b>3,1</b>           | <b>1.784.584</b>   | <b>1.733.525</b> | <b>-2,9</b>          | <b>1.975.353</b>  | <b>1.912.702</b> | <b>-3,2</b>          |
| <b>4. Despesa Total</b>   | <b>146.904</b>                                       | <b>174.722</b> | <b>18,9</b>          | <b>1.729.806</b>   | <b>1.847.482</b> | <b>6,8</b>           | <b>1.905.356</b>  | <b>2.022.035</b> | <b>6,1</b>           |
| 4.1 Benefícios Previdenciários  | 64.575   | 68.213         | 5,6                  | 776.792  | 812.696          | 4,6                  | 837.929   | 878.101          | 4,8                  |
| 4.2 Pessoal e Encargos Sociais  | 31.164   | 29.911         | -4,0                 | 319.451  | 314.475          | -1,6                 | 358.248   | 352.273          | -1,7                 |
| 4.3 Outras Despesas Obrigatórias                                      | 24.091   | 29.992         | 24,5                 | 287.520  | 274.410          | -4,6                 | 311.289   | 299.970          | -3,6                 |
| 4.4 Despesas do Poder Executivo Sujeitas à Programação Financeira     | 27.075   | 46.607         | 72,1                 | 346.044  | 445.901          | 28,9                 | 397.889   | 491.691          | 23,6                 |
| <b>5. Resultado Primário Governo Central - Acima da linha (3 - 4)</b> | <b>-15.447</b>                                       | <b>-39.191</b> | <b>-153,7</b>        | <b>54.778</b>  | <b>-113.957</b>  | <b>-308,0</b>        | <b>69.998</b>   | <b>-109.332</b>  | <b>-256,2</b>        |

Fonte: STN e Siafi.

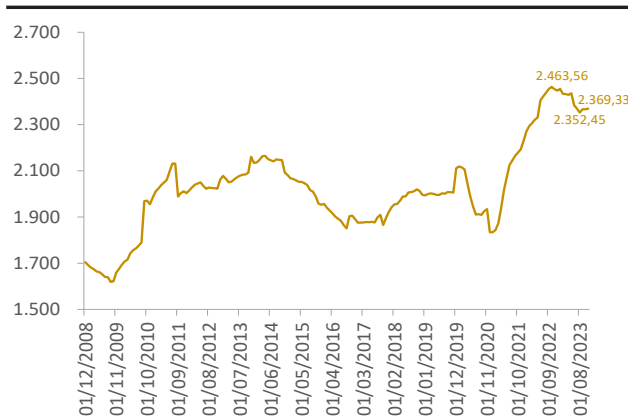
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O desempenho da arrecadação durante o ano tem contribuído fortemente na trajetória de redução do resultado primário. Após ter atingido, no acumulado em doze meses, o valor máximo de R\$ 2.464 bilhões em outubro de 2022, a arrecadação caiu até agosto de 2023, apresentando, nos últimos meses, relativa estabilidade.

A queda de arrecadação observada no ano atingiu tanto as receitas administradas como as não administradas pela RFB, com as receitas previdenciárias sendo o único item a apresentar uma tendência contínua de crescimento durante o ano (gráficos 18 e 19).

Analisando mais detalhadamente o comportamento das receitas administradas pela RFB e separando-as em quatro grupos, conforme tabela 14 e gráfico 20, pode-se observar que o principal grupo responsável pela tendência

GRÁFICO 17  
**Arrecadação acumulada em doze meses – valores constantes de novembro de 2023**  
 (Em R\$ bilhões)



Fonte: STN e Siafi.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

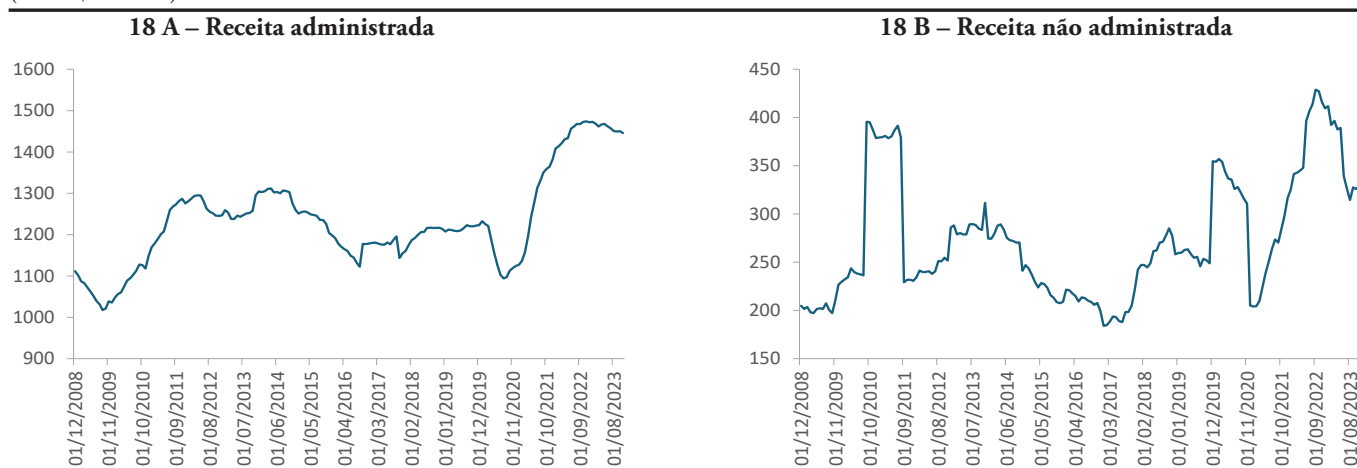


de queda da arrecadação em 2023 foi o grupo B, de tributos sobre renda corporativa, com queda real de arrecadação no acumulado do ano até novembro no Imposto sobre a Renda da Pessoa Jurídica e na Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) de R\$ 51,4 bilhões (-11,4%).

GRÁFICO 18

**Arrecadação acumulada em doze meses: valores constantes de novembro de 2023**

(Em R\$ bilhões)



Fonte: STN e Siafi.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Com relação aos tributos sobre consumo (grupo A), vale destacar que após a forte queda de arrecadação em 2022, impactada pelas desonerações tributárias ocorridas naquele ano, o referido grupo de receitas vem apresentando tendência de estabilidade nos últimos meses, tendo registrado no acumulado do ano até novembro uma queda real de R\$ 11,5 bilhões (-2,5%), em comparação com o mesmo período do ano passado.

Os outros dois grupos de receita, por sua vez, apresentaram um aumento real de arrecadação no acumulado do ano, de R\$ 27,3 bilhões (7,8%) para o grupo C (Imposto sobre a Renda da Pessoa Física e retido na fonte) e de R\$ 9,6 bilhões (11,4%) para o grupo D (Imposto sobre Operações Financeiras – IOF e outras receitas).

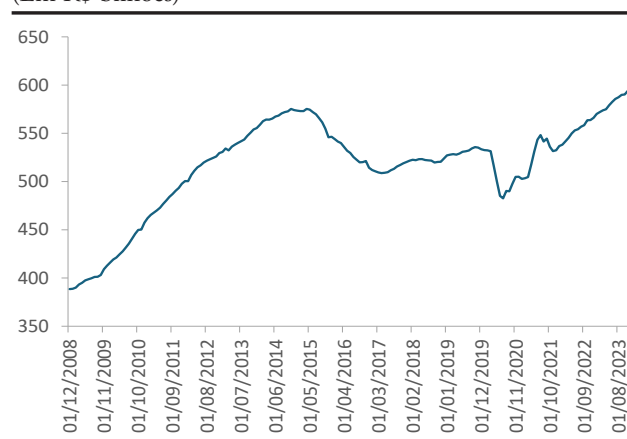
No tocante aos itens das receitas não administradas, as maiores quedas de arrecadação ocorreram nas concessões e permissões, que tiveram queda de R\$ 38,8 bilhões (-85,4%), seguidas pela retração de R\$ 38,8 bilhões (-45,9%) em dividendos e de R\$ 25,6 bilhões (-19,1%) na exploração de recursos naturais.

Com relação às despesas (tabela 13), no acumulado do ano até novembro, houve um crescimento real de R\$ 117,7 bilhões (6,8%), quando comparadas com o mesmo período do ano passado, com destaque para as despesas com benefícios previdenciários, que tiveram crescimento de R\$ 35,9 bilhões (4,6%), para as despesas com

GRÁFICO 19

**Arrecadação acumulada em doze meses: valores constantes de novembro de 2023 – Receita do RGPS**

(Em R\$ bilhões)



Fonte: STN e Siafi.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

o pagamento do benefício Bolsa Família, com alta de R\$ 47,8 bilhões (45,1%), as transferências temporárias para estados e municípios para a compensação pelos efeitos da LC nº 194/2022, nos termos da LC nº 201/2023, no montante de R\$ 10,5 bilhões, e para as despesas discricionárias do Poder Executivo, com crescimento de R\$ 9,5 bilhões (6,9%).

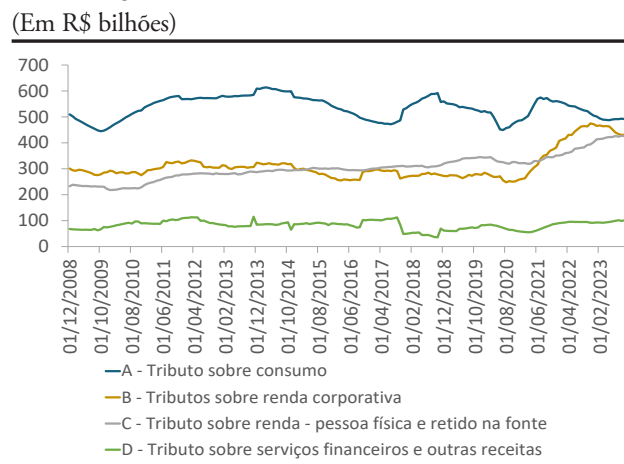
Essa tendência de aumento da despesa no acumulado do ano foi impactada, entre outros fatores, pelo forte crescimento das dotações orçamentárias das despesas primárias, viabilizado pela Emenda Constitucional nº 126 – que, entre outras medidas, aumentou o teto de gastos da União em R\$ 145 bilhões em 2023 e definiu novas categorias de despesas não sujeitas ao teto. A mudança no teto de gastos trazida pela referida emenda permitiu o reajuste do Bolsa Família e a expansão das despesas discricionárias (tabela 14).

TABELA 14  
**Receitas administradas pela RFB em nov./2023 a preços constantes**  
 (Em R\$ bilhões)

| Discriminação  | Valores acumulados no Ano |                |              |               |
|--|---------------------------|----------------|--------------|---------------|
|  | 2023 (a)                  | 2022 (b)       | (a) - (b)    | (a/b)-1       |
| <b>1.1 - Receita Administrada pela RFB</b>                       | <b>1.321,7</b>            | <b>1.347,6</b> | <b>-25,9</b> | <b>-1,9%</b>  |
| <b>A - Tributo sobre consumo</b>                                 | <b>451,4</b>              | <b>462,9</b>   | <b>-11,5</b> | <b>-2,5%</b>  |
| 1.1.01 Imposto de Importação                                     | 50,4                      | 57,7           | -7,2         | -12,6%        |
| 1.1.02.1 IPI - Fumo  | 3,4                       | 6,6            | -3,2         | -48,2%        |
| 1.1.02.2 IPI - Bebidas   | 2,7                       | 2,4            | 0,3          | 10,8%         |
| 1.1.02.3 IPI - Automóveis  | 6,2                       | 4,0            | 2,2          | 55,7%         |
| 1.1.02.4 IPI - Vinculado a importação                            | 20,9                      | 23,9           | -3,0         | -12,7%        |
| 1.1.02.5 IPI - Outros  | 20,6                      | 21,5           | -0,9         | -4,2%         |
| 1.1.05 Cofins  | 268,6                     | 267,5          | 1,1          | 0,4%          |
| 1.1.06 PIS/Pasep   | 77,7                      | 77,6           | 0,1          | 0,2%          |
| 1.1.09 CIDE Combustíveis   | 0,9                       | 1,8            | -0,9         | -49,2%        |
| <b>B - Tributos sobre renda corporativa</b>                      | <b>397,9</b>              | <b>449,3</b>   | <b>-51,4</b> | <b>-11,4%</b> |
| 1.1.03.2 I.R. - Pessoa Jurídica                                  | 254,2                     | 289,6          | -35,4        | -12,2%        |
| 1.1.07 CSLL  | 143,7                     | 159,7          | -16,0        | -10,0%        |
| <b>C - Tributo sobre renda - pessoa física e retido na fonte</b> | <b>378,5</b>              | <b>351,1</b>   | <b>27,3</b>  | <b>7,8%</b>   |
| 1.1.03.1 I.R. - Pessoa Física                                    | 55,3                      | 57,4           | -2,0         | -3,6%         |
| 1.1.03.3.1 IRRF - Rendimentos do Trabalho                        | 150,1                     | 147,1          | 3,0          | 2,0%          |
| 1.1.03.3.2 IRRF - Rendimentos do Capital                         | 99,2                      | 81,9           | 17,3         | 21,1%         |
| 1.1.03.3.3 IRRF - Remessas ao Exterior                           | 55,9                      | 48,4           | 7,4          | 15,3%         |
| 1.1.03.3.4 IRRF - Outros Rendimentos                             | 18,0                      | 16,3           | 1,7          | 10,5%         |
| <b>D - Tributo sobre serviços financeiros e outras receitas</b>  | <b>93,9</b>               | <b>84,3</b>    | <b>9,6</b>   | <b>11,4%</b>  |
| 1.1.04 IOF   | 57,0                      | 57,0           | -0,1         | -0,1%         |
| 1.1.10 Outras Receitas Administradas pela RFB                    | 36,9                      | 27,2           | 9,7          | 35,5%         |

Fonte: STN e Siafi.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 20  
**Receitas administradas pela RFB por grupos de receitas: valores acumulados em doze meses – preços constantes de novembro de 2023**  
 (Em R\$ bilhões)



Fonte: STN e Siafi.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 15

Principais componentes da receita do governo central a preços constantes

| Período   | Mensal (preços constantes, R\$ milhões de nov./2023) |                | Taxa de variação (%) | Janeiro-novembro (preços constantes, R\$ milhões de nov./2023) |                  | Taxa de variação (%) | Acumulado em doze meses (preços constantes, R\$ milhões de nov./2023) |                  | Taxa de variação (%) |
|---|--|----------------|----------------------|--|------------------|----------------------|---|------------------|----------------------|
|   | nov./2022  | nov./2023      |                      | 2022   | 2023             |                      | Até nov./2022   | Até nov./2023    |                      |
| <b>1-Receita Total</b>                              | <b>176.346</b>                                       | <b>179.349</b> | <b>1,7</b>           | <b>2.221.013</b>   | <b>2.143.082</b> | <b>-3,5</b>          | <b>2.453.847</b>  | <b>2.369.332</b> | <b>-3,4</b>          |
| <b>1.1 - Receita Administrada pela RFB</b>          | <b>113.579</b>                                       | <b>109.080</b> | <b>-4,0</b>          | <b>1.347.579</b>   | <b>1.321.651</b> | <b>-1,9</b>          | <b>1.474.040</b>  | <b>1.445.858</b> | <b>-1,9</b>          |
| 1.1.01 Imposto de Importação                        | 5.366  | 4.428          | -17,5                | 57.652   | 50.404           | -12,6                | 63.574  | 55.267           | -13,1                |
| 1.1.02 IPI  | 4.483  | 4.997          | 11,5                 | 58.420   | 53.778           | -7,9                 | 64.988  | 58.810           | -9,5                 |
| 1.1.03 Imposto de Renda                             | 55.317   | 51.645         | -6,6                 | 640.692  | 632.649          | -1,3                 | 700.094   | 698.306          | -0,3                 |
| 1.1.04 IOF  | 5.089  | 5.073          | -0,3                 | 57.050   | 56.964           | -0,1                 | 63.315  | 62.393           | -1,5                 |
| 1.1.05 Cofins                                       | 22.566   | 24.071         | 6,7                  | 267.483  | 268.631          | 0,4                  | 296.863   | 293.910          | -1,0                 |
| 1.1.06 PIS/Pasep                                    | 6.369  | 6.907          | 8,5                  | 77.572   | 77.705           | 0,2                  | 85.642  | 84.795           | -1,0                 |
| 1.1.07 CSLL   | 12.892   | 10.141         | -21,3                | 159.715  | 143.728          | -10,0                | 168.973   | 152.370          | -9,8                 |
| 1.1.09 CIDE Combustíveis                            | 1  | 184            | 13.429,6             | 1.768  | 899              | -49,2                | 2.072   | 912              | -56,0                |
| 1.1.10 Outras Receitas Administradas pela RFB       | 1.496  | 1.635          | 9,3                  | 27.228   | 36.893           | 35,5                 | 28.518  | 39.096           | 37,1                 |
| <b>1.2 - Incentivos Fiscais</b>                     | <b>0</b>   | <b>0</b>       | <b>0,0</b>           | <b>-55</b>   | <b>-61</b>       | <b>9,8</b>           | <b>-137</b>   | <b>-64</b>       | <b>53,0</b>          |
| <b>1.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS</b>        | <b>44.424</b>  | <b>48.272</b>  | <b>8,7</b>           | <b>493.735</b>   | <b>521.797</b>   | <b>5,7</b>           | <b>563.708</b>  | <b>594.119</b>   | <b>5,4</b>           |
| <b>1.4 - Receitas Não Administradas pela RFB</b>    | <b>18.343</b>  | <b>21.996</b>  | <b>19,9</b>          | <b>379.754</b>   | <b>299.695</b>   | <b>-21,1</b>         | <b>416.236</b>  | <b>329.419</b>   | <b>-20,9</b>         |
| 1.4.1 Concessões e Permissões                       | 194  | 38             | -80,2                | 45.467   | 6.620            | -85,4                | 48.768  | 10.558           | -78,4                |
| 1.4.2 Dividendos e Participações                    | 1.207  | 3.279          | 171,7                | 84.428   | 45.647           | -45,9                | 98.089  | 52.644           | -46,3                |
| 1.4.3 Contr. Plano de Seguridade Social do Servidor | 2.466  | 2.481          | 0,6                  | 16.637   | 15.948           | -4,1                 | 18.490  | 17.579           | -4,9                 |
| 1.4.4 Receitas de Exploração de Recursos Naturais   | 6.279  | 6.423          | 2,3                  | 133.620  | 108.060          | -19,1                | 139.447   | 114.753          | -17,7                |
| 1.4.5 Receitas Próprias (fontes 50, 81 e 82)        | 1.934  | 611            | -68,4                | 20.426   | 18.482           | -9,5                 | 22.199  | 20.355           | -8,3                 |
| 1.4.6 Contribuição do Salário Educação              | 2.200  | 2.448          | 11,3                 | 24.888   | 26.810           | 7,7                  | 28.628  | 30.759           | 7,4                  |
| 1.4.7 Complemento para o FGTS (LC nº 110/01)        | 0  | 0              | 0,0                  | 0  | 0                | 0,0                  | 8   | 91               | 981,1                |
| 1.4.8 Demais Receitas Não Administradas pela RFB    | 4.063  | 6.716          | 65,3                 | 54.288   | 78.127           | 43,9                 | 60.607  | 82.680           | 36,4                 |
| <b>2. Transf. Por Repartição de Receita</b>         | <b>44.888</b>  | <b>43.818</b>  | <b>-2,4</b>          | <b>436.429</b>   | <b>409.557</b>   | <b>-6,2</b>          | <b>478.494</b>  | <b>456.629</b>   | <b>-4,6</b>          |
| <b>3. Receita Líquida (1-2)</b>                     | <b>131.457</b>                                       | <b>135.531</b> | <b>3,1</b>           | <b>1.784.584</b>   | <b>1.733.525</b> | <b>-2,9</b>          | <b>1.975.353</b>  | <b>1.912.702</b> | <b>-3,2</b>          |

Fonte: STN e Siafi.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: IOF – Imposto sobre Operações Financeiras; Cofins – Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social; PIS/Pasep – Programa de Integração Social/ Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público; Cide – Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico; FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço; e LC – lei complementar.

TABELA 16

Principais itens que impactaram a despesa a preços constantes

| Discriminação   | Valores acumulados no Ano - R\$ bilhões |                |              |              |
|---|---|----------------|--------------|--------------|
|   | 2022 (a)                                | 2023 (b)       | (b) - (a)    | (b/a)-1      |
| <b>Benefícios Previdenciários</b>                           | <b>776,8</b>                            | <b>812,7</b>   | <b>35,9</b>  | <b>4,6%</b>  |
| <b>Transferências temporárias para Estados e Municípios</b> | <b>0,0</b>                              | <b>10,5</b>    | <b>10,5</b>  |              |
| <b>Bolsa Família</b>  | <b>105,9</b>                            | <b>153,7</b>   | <b>47,8</b>  | <b>45,1%</b> |
| Bolsa Família (Créd Extraord)                               | 21,6                                    | 0,0            | -21,6        | -100,0%      |
| Bolsa Família   | 84,3                                    | 153,7          | 69,4         | 82,3%        |
| <b>Despesas Discricionárias</b>                             | <b>137,5</b>                            | <b>147,0</b>   | <b>9,5</b>   | <b>6,9%</b>  |
| <b>Total Geral</b>  | <b>1.020,2</b>                          | <b>1.123,9</b> | <b>103,7</b> | <b>10,2%</b> |

Fonte: Ministério do Planejamento e Orçamento.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 17

## Principais componentes da despesa do governo central a preços constantes

| Período  | Mensal (preços constantes, R\$ milhões de nov./2023) |                | Taxa de variação (%) | Janeiro-novembro (preços constantes, R\$ milhões de nov./2023) |                  | Taxa de variação (%) | Acumulado em doze meses (preços constantes, R\$ milhões de nov./2023) |                  | Taxa de variação (%) |
|--|--|----------------|----------------------|--|------------------|----------------------|---|------------------|----------------------|
|  | nov./2022  | nov./2023      |                      | 2022   | 2023             |                      | Até nov./2022   | Até nov./2023    |                      |
| <b>4. Despesa total</b>  | <b>146.904</b>                                       | <b>174.722</b> | <b>18,9</b>          | <b>1.729.806</b>   | <b>1.847.482</b> | <b>6,8</b>           | <b>1.905.356</b>  | <b>2.022.035</b> | <b>6,1</b>           |
| 4.1 Benefícios Previdenciários   | 64.575   | 68.213         | 5,6                  | 776.792  | 812.696          | 4,6                  | 837.929   | 878.101          | 4,8                  |
| 4.2 Pessoal e Encargos Sociais   | 31.164   | 29.911         | -4,0                 | 319.451  | 314.475          | -1,6                 | 358.248   | 352.273          | -1,7                 |
| 4.3 Outras Despesas Obrigatórias   | 24.091   | 29.992         | 24,5                 | 287.520  | 274.410          | -4,6                 | 311.289   | 299.970          | -3,6                 |
| 4.3.01 Abono e Seguro-Desemprego   | 3.423  | 3.524          | 2,9                  | 65.176   | 69.522           | 6,7                  | 68.711  | 72.718           | 5,8                  |
| 4.3.02 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV                    | 6.737  | 8.091          | 20,1                 | 76.340   | 85.076           | 11,4                 | 82.572  | 92.081           | 11,5                 |
| 4.3.03 Créditos Extraordinários (exceto PAC)                             | 7.010  | 444            | -93,7                | 43.714   | 2.127            | -95,1                | 49.200  | 8.075            | -83,6                |
| 4.3.04 Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha                   | 0  | 0              | -                    | 3.309  | 0                | -100,0               | 3.833   | 0                | -100,0               |
| 4.3.05 FUNDEB (Complem. União)   | 2.942  | 3.075          | 4,5                  | 31.910   | 34.920           | 9,4                  | 34.742  | 37.844           | 8,9                  |
| 4.3.06 Legislativo/Judiciário/MPU/DPU (Custeio e Capital)                | 1.312  | 1.575          | 20,1                 | 13.166   | 14.574           | 10,7                 | 15.240  | 17.221           | 13,0                 |
| 4.3.07 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00) e LC nº 176 de 2020             | 348  | 332            | -4,5                 | 3.873  | 3.701            | -4,4                 | 4.239   | 4.047            | -4,5                 |
| 4.3.08 Sentenças Judiciais e Precatórios (Custeio e Capital)             | 391  | 424            | 8,6                  | 17.805   | 19.890           | 11,7                 | 18.078  | 20.298           | 12,3                 |
| 4.3.09 Subsídios, Subvenções e Proagro                                   | 374  | 1.266          | 238,4                | 15.026   | 17.810           | 18,5                 | 16.271  | 19.054           | 17,1                 |
| 4.3.10 Impacto Primário do FIES  | 218  | 0              | -100,0               | 618  | 1.593            | 157,7                | 1.108   | 1.753            | 58,2                 |
| 4.3.11 Demais Despesas Obrigatórias                                      | 1.336  | 11.260         | 742,7                | 16.583   | 25.196           | 51,9                 | 17.297  | 26.880           | 55,4                 |
| <b>4.4 Despesas do Poder Executivo Sujeitas à Programação Financeira</b> | <b>27.075</b>  | <b>46.607</b>  | <b>72,1</b>          | <b>346.044</b>   | <b>445.901</b>   | <b>28,9</b>          | <b>397.889</b>  | <b>491.691</b>   | <b>23,6</b>          |
| 4.4.1 Obrigatórias com Controle de Fluxo                                 | 19.240   | 29.163         | 51,6                 | 208.535  | 298.921          | 43,3                 | 229.692   | 322.050          | 40,2                 |
| 4.4.2 Despesas Discricionárias   | 7.835  | 17.444         | 122,6                | 137.508  | 146.980          | 6,9                  | 168.198   | 169.641          | 0,9                  |

Fonte: STN e Siafi.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: Fundeb – Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação; MPU – Ministério Público da União; DPU – Defensoria Pública da União; Proagro – Programa de Garantia da Atividade Agropecuária; e Fies – Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior.

## 4.2 Expectativas oficiais para o resultado primário do governo central

De acordo com o *Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias* do quinto bimestre de 2023, divulgado pela Secretaria de Orçamento Federal do Ministério do Planejamento e Orçamento, a receita líquida de transferências por repartição de receitas deve terminar o ano em R\$ 1.907,9 bilhões, e a despesa deve ficar em R\$ 2.072,8 bilhões, projetando um déficit primário de R\$ 177,4 bilhões.

Essa previsão significa um aumento do déficit previsto para o ano da ordem de R\$ 35,9 bilhões em relação ao relatório do bimestre anterior, mas uma queda de R\$ 50,8 bilhões em relação à Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2023. No que diz respeito à avaliação do quarto bimestre, cabe destacar que a receita foi revista para baixo, ao passo que a despesa total foi atualizada para cima, o que explica a queda no déficit projetado, como resume a tabela 18. A revisão da receita total foi de R\$ 13,0 bilhões, concentrada especialmente na receita administrada, cuja previsão retraiu em cerca de R\$ 21 bilhões em relação à avaliação anterior – em função, principalmente, do Imposto de Importação, do Imposto sobre a Renda, da Cofins, da CSLL e outras administradas pela RFB. No caso das receitas não administradas pela RFB e pelo RGPS, a revisão foi de R\$ 7,9 bilhões para cima, com destaque para o aumento na arrecadação prevista com a exploração de recursos naturais em R\$ 5,9 bilhões. Houve revisão para baixo também das transferências legais e constitucionais em R\$ 6,3 bilhões, resultando em uma projeção da receita líquida de transferências R\$ 6,7 bilhões abaixo do previsto na avaliação anterior.

No que se refere às despesas primárias, a projeção para o ano aumentou em R\$ 16,8 bilhões em relação à avaliação do quarto bimestre, passando de R\$ 2.056,0 bilhões para cerca de R\$ 2.072,8 bilhões. Esse acréscimo deveu-se, especialmente, à ampliação das despesas com benefícios previdenciários e com outras despesas obrigatórias.

TABELA 18  
Evolução das receitas e despesas primárias previstas para 2023  
(Em R\$ milhões)

| Itens   | LOA 2023  | Avaliação de receitas e despesas primárias do primeiro bimestre | Avaliação de receitas e despesas primárias do segundo bimestre | Avaliação de receitas e despesas primárias do terceiro bimestre | Avaliação de receitas e despesas primárias do quarto bimestre | Avaliação de receitas e despesas primárias do quinto bimestre |
|---|-----------|---|--|---|---|---|
| <b>1. Receita total</b>   | 2.258.607 | 2.375.647   | 2.367.177  | 2.366.344   | 2.372.902   | 2.359.867   |
| Receitas com impostos e contribuições, líquidas de incentivos fiscais | 1.973.618 | 2.071.799   | 2.058.431  | 2.058.604   | 2.059.200   | 2.038.219   |
| Arrecadação do RGPS   | 595.073   | 597.454   | 593.391  | 584.111   | 589.468   | 590.678   |
| Receitas não administradas  | 285.119   | 303.873   | 308.811  | 307.805   | 313.768   | 321.678   |
| Concessões  | 5.694     | 6.482   | 7.594  | 9.249   | 9.110   | 9.103   |
| Dividendos  | 41.355    | 47.579  | 52.595   | 49.533  | 49.856  | 49.836  |
| Exploração de recursos naturais                                       | 125.288   | 108.982   | 103.389  | 102.151   | 107.358   | 113.271   |
| <b>2. Transferências legais e constitucionais</b>                     | 452.887   | 459.977   | 455.878  | 457.065   | 458.368   | 451.985   |
| <b>3. Receita líquida</b>   | 1.805.720 | 1.915.670   | 1.911.299  | 1.909.279   | 1.914.535   | 1.907.882   |
| <b>4. Despesa total</b>   | 2.033.845 | 2.023.232   | 2.047.457  | 2.054.636   | 2.055.978   | 2.072.752   |
| Pessoal e encargos sociais  | 367.810   | 364.974   | 363.992  | 362.094   | 358.836   | 360.302   |
| Benefício previdenciário  | 864.635   | 858.810   | 864.772  | 867.215   | 869.747   | 879.570   |
| Outras despesas obrigatórias  | 277.574   | 282.669   | 294.414  | 301.026   | 303.665   | 305.708   |
| Despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira         | 523.827   | 516.779   | 524.279  | 524.300   | 523.730   | 527.172   |
| Obrigatórias com controle de fluxo                                    | 329.043   | 322.904   | 330.427  | 330.400   | 329.169   | 330.031   |
| Discricionárias   | 194.784   | 193.875   | 193.851  | 193.900   | 194.561   | 197.141   |
| <b>5. Resultado primário</b>  | -228.125  | -107.562  | -136.158   | -145.356  | -141.443  | -177.375  |

Fonte: Ministério do Planejamento e Orçamento.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 19  
Parâmetros macroeconômicos: Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias

| Parâmetros                            | LOA2022 | Avaliação de receitas e despesas primárias do primeiro bimestre | Avaliação de receitas e despesas primárias do segundo bimestre | Avaliação de receitas e despesas primárias do terceiro bimestre | Avaliação de receitas e despesas primárias do quarto bimestre | Avaliação de receitas e despesas primárias do quinto bimestre |
|---------------------------------------|---------|---|--|---|---|---|
| PIB real (%)                          | 2,5     | 1,6   | 1,91   | 2,5   | 3,2   | 3,04  |
| PIB Nominal (R\$ bilhões)             | 10628,7 | 10711,6   | 10.747,20  | 10.715,20   | 10.725,00   | 10.711,48   |
| IPCA acumulado (%)                    | 4,5     | 5,3   | 5,58   | 4,8   | 4,9   | 4,66  |
| INPC acumulado (%)                    | 4,9     | 5,2   | 5,34   | 4,5   | 4,4   | 4,04  |
| IGP-DI acumulado (%)                  | 4,6     | 3,9   | 2,06   | -2,2  | -3  | -3,3  |
| Taxa Over - Selic - acumulada (%)     | 12,5    | 13,5  | 13,24  | 13,1  | 13,1  | 13,19   |
| Taxa de Câmbio média (R\$/US\$)       | 5,1     | 5,2   | 5,11   | 5,01  | 5   | 5,01  |
| Preço médio do Petróleo (US\$/Barril) | 93,9    | 83,1  | 77,64  | 78,17   | 83,8  | 83,15   |
| Valor do Salário Mínimo (R\$)         | 1302,0  | 1032,0  | 1.320,00   | 1.320,00  | 1.320,00  | 1.320,00  |
| Massa Salarial Nominal (%)            | 10,3    | 12,0  | 11,8   | 9,4   | 10,6  | 11  |

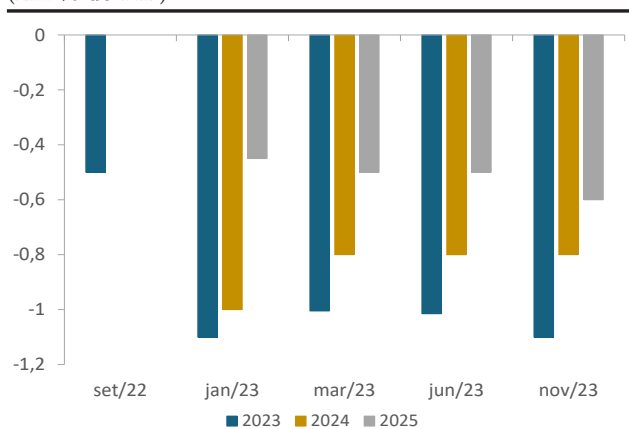
Fonte: Ministério do Planejamento e Orçamento.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo; INPC – Índice Nacional de Preços ao Consumidor; e IGP-DI – Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna.

### 4.3 Expectativas de mercado: Focus e Prisma Fiscal

Os gráficos 20 e 21 apresentam a evolução das previsões medianas de mercado, realizadas desde setembro de 2022, para o resultado primário do governo central em 2023, 2024 e 2025, conforme os relatórios *Focus*, do BCB, e *Prisma Fiscal*, da Secretaria de Política Econômica (SPE). Na pesquisa do boletim *Focus*, nota-se que a previsão de déficit para 2023, que vinha girando em torno de 1% do PIB desde janeiro, estava em 1,1% do PIB

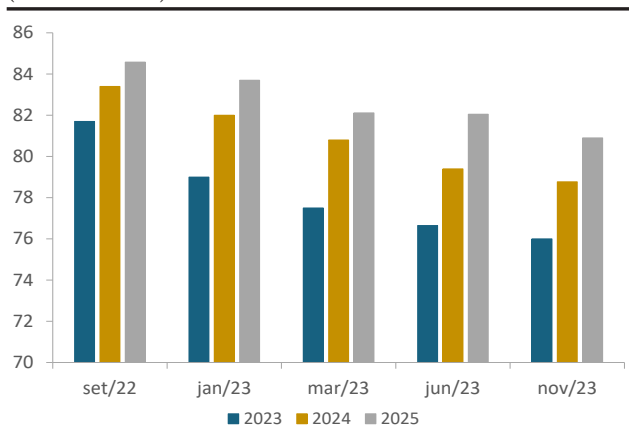
no final de novembro. Para 2024 e 2025, por sua vez, as previsões têm oscilado em torno de 0,8% e 0,5% do PIB, respectivamente. As projeções do relatório *Prisma Fiscal* para o resultado primário no triênio 2023-2025 apresentam resultados qualitativamente semelhantes. Apesar de essas previsões apontarem para um resultado primário melhorando gradualmente no tempo, os valores em questão se encontram bastante distantes das metas definidas na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para esses anos, já no contexto do novo arcabouço fiscal estabelecido no país pela LC 200/2023, o que reflete os desafios desse novo conjunto de regras fiscais e pode representar fonte de incerteza para a condução da política fiscal no futuro (box *O novo arcabouço fiscal*).

**GRÁFICO 21**  
Expectativa mediana de mercado para o resultado primário do governo central: *Focus*  
(Em % do PIB)



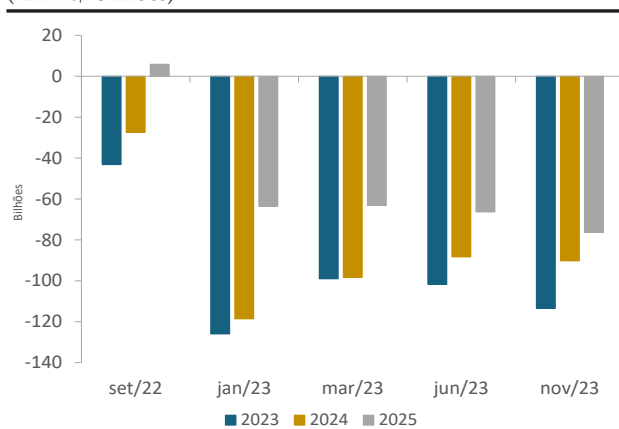
Fonte: *Focus*.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: A informação de cada mês se refere ao último dia útil.

**GRÁFICO 23**  
Expectativa de mercado para a DBGG: *Focus*  
(Em % do PIB)



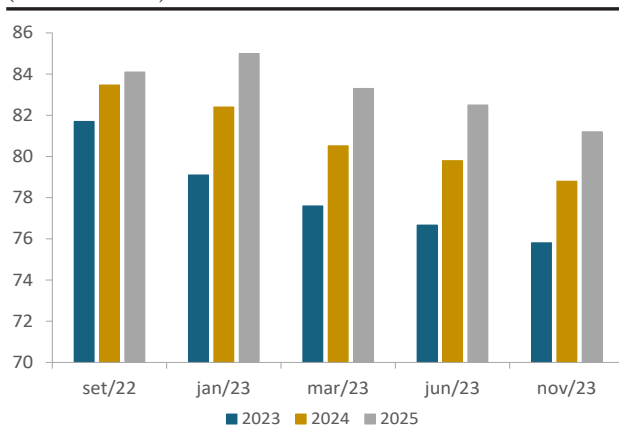
Fonte: *Focus*.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: A informação de cada mês se refere ao último dia útil.

**GRÁFICO 22**  
Expectativa mediana de mercado para o resultado primário do governo central: *Prisma Fiscal*  
(Em R\$ bilhões)



Fonte: *Prisma Fiscal*.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: O relatório de cada mês costuma ser divulgado na segunda semana, com base em informações até os primeiros dias do mês.

**GRÁFICO 24**  
Expectativa de mercado para a DBGG: *Prisma Fiscal*  
(Em % do PIB)



Fonte: *Prisma Fiscal*.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Os gráficos 22 e 23 apresentam as expectativas de mercado para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), em porcentagem do PIB, no período de 2023 a 2025, constantes do boletim *Focus* e do *Prisma Fiscal*, respectivamente. Em ambos os relatórios, observa-se que o mercado espera elevação da razão dívida/PIB nos próximos

anos – ainda que, nos meses recentes, tenha havido um deslocamento para baixo de toda a trajetória esperada da dívida. No final de novembro, o boletim *Focus* projetava uma razão DBGG/PIB de 76,0% em 2023, 78,78% em 2024 e 80,9% em 2025. O *Prisma Fiscal* de novembro apontava para expectativas muito semelhantes: 75,8% em 2023, 78,8% em 2024 e 81,2% em 2025. Devido à revisão do valor nominal do PIB realizada recentemente pelo IBGE, deve ocorrer novo deslocamento para baixo de toda a trajetória esperada da dívida, mas a tendência de crescimento nos próximos anos deve permanecer.

## BOX 1<sup>16</sup>

### Valor adicionado da agropecuária em 2023 e 2024

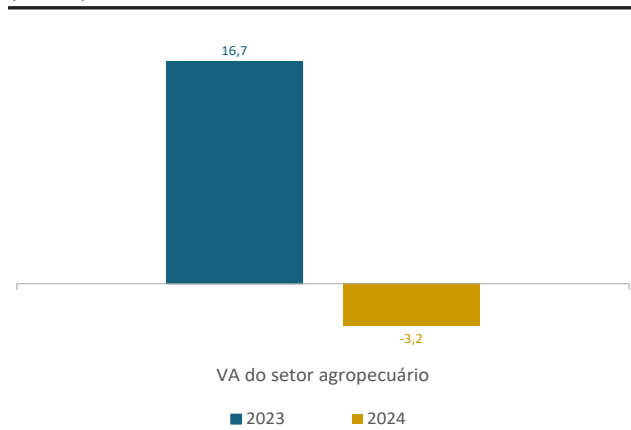
O valor adicionado (VA) da agropecuária tem sido o principal destaque em 2023, apresentando alta de 18,1% no resultado acumulado até setembro em comparação ao mesmo período do ano anterior. Os três principais produtos da lavoura – soja, milho e cana-de-açúcar – contam com estimativa de crescimento elevada pelo Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA). As produções de soja, milho e cana-de-açúcar têm estimativas de alta na produção de 9,5%, 5,4% e 4,4%, respectivamente. No que se refere à pecuária, seu principal produto, a produção de bovinos, também tem apresentado um resultado significativamente positivo. A produção de bovinos cresceu 10,0% no acumulado do ano até setembro e estimamos que o crescimento no ano deve ser de 10,3%.

Em relação ao quarto trimestre de 2023, esperamos que a produção de bovinos continue contribuindo positivamente com crescimento de 14,4% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. No entanto, o principal destaque deve ser a produção de cana-de-açúcar. Segundo informações da União da Indústria de Cana-de-Açúcar e Bioenergia (Unica), a produção de cana na região Centro-Sul no período de outubro a novembro está 26% maior do que na safra passada, quando comparada com o mesmo período do ano anterior. Com essas contribuições positivas, nossa estimativa é de que o setor agropecuário cresça 9,7% no quarto trimestre de 2023 (na comparação interanual), fechando o ano com alta de 16,7%.

Para 2024, nossa estimativa é de uma queda de 3,2% do VA agropecuário após o crescimento expressivo de 2023 (gráfico 1). O resultado negativo esperado para o ano é justificado por estimativas de queda em culturas importantes da lavoura, como milho, cana-de-açúcar e algodão, e por uma estimativa de crescimento diminuto da soja (gráfico 2). Entre os produtos que devem contribuir negativamente, o milho é destaque, com estimativa de queda de 9,5% em sua produção, principalmente por conta de diminuição de 12,8% na quantidade produzida em sua segunda safra. Segundo a Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), o plantio da soja está em atraso devido às irregularidades climáticas provocadas pelo fenômeno El Niño. O atraso no ciclo da soja é um dos motivos que podem justificar estimativas piores para culturas que são plantadas em sequência, como o milho e o algodão. Além disso, a ocorrência do El Niño tende a provocar um clima mais seco na região Norte do país e maior ocorrência de chuvas na região Sul. Com isso, a região Sul tenderia a ser beneficiada, dependendo da intensidade, regularidade e período de ocorrência das chuvas. Na contramão dos produtos da lavoura, a pecuária deve contribuir positivamente, com todos os segmentos apresentando alta. No caso desse grupo, o destaque deve ser novamente a produção de bovinos, para a qual esperamos uma alta de 3,1% caso o ritmo de abates elevado observado no final de 2023 se mantenha por um período significativo de 2024.

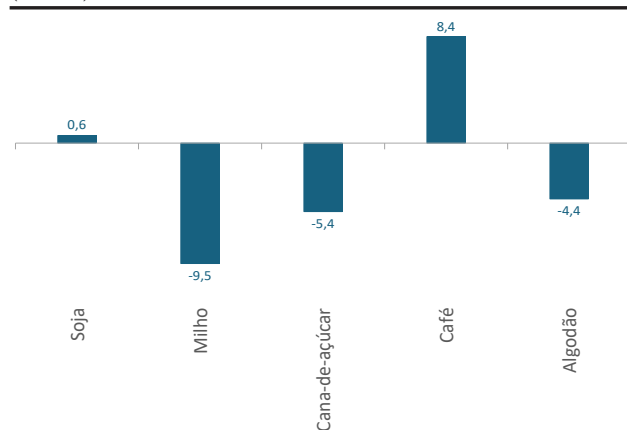
16. Elaboração: José Ronaldo de C. Souza Jr. – técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea); Pedro Mendes Garcia – doutorando em economia na Universidade Federal Fluminense.

**GRÁFICO B.1**  
Previsão de variação do VA do setor agropecuário para 2023 e 2024 (Em %)



Elaboração: Coordenação de Crescimento e Desenvolvimento Econômico da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea).

**GRÁFICO B.2**  
Estimativas de variação na produção das principais culturas da lavoura em 2024, segundo o LSPA (Em %)



Elaboração: Coordenação de Crescimento e Desenvolvimento Econômico da Dimac/Ipea.

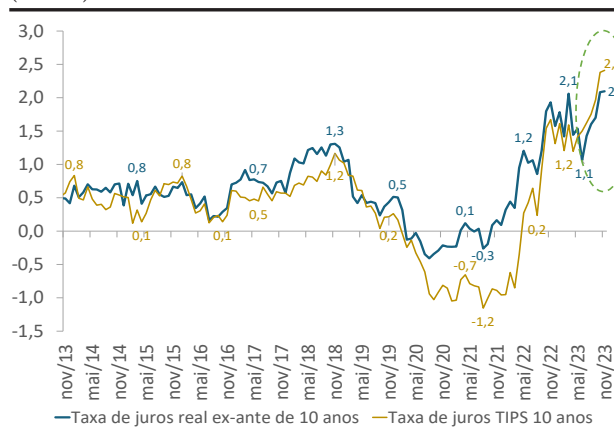
## BOX 2<sup>17</sup>

### Juros reais nos Estados Unidos

O Federal Reserve (FED) começou a subir sua taxa básica de juros em março de 2022. Saindo de um nível próximo de zero, chegou ao intervalo 5,25%-5,50% em julho de 2023 e permanece assim desde então. Mas foi também a partir de julho, aproximadamente, que um fenômeno começou a chamar a atenção. Entre setembro de 2022 e julho de 2023, embora a taxa dos FED Funds tenha continuado a subir, passando de 2,33% para 5,33% (taxa efetiva), as taxas mais longas, tipicamente o rendimento dos títulos de dez anos do Tesouro norte-americano, ficaram mais ou menos estáveis. Mas, justamente depois que o FED parou de subir a taxa básica, a taxa de dez anos voltou a se elevar. Além disso, essa alta se deu praticamente toda nos juros reais. A inflação implícita nesse prazo de dez anos continuou estável.

O gráfico 1 mostra a evolução da taxa de juros reais de dez anos nos Estados Unidos na última década. O gráfico 2 mostra outros prazos, ilustrando que, embora o de dez anos seja o mais comentado, a elevação das taxas reais de longo prazo ocorreu para todos os vencimentos, nos

**GRÁFICO B.1**  
Estados Unidos: taxa de juros reais de dez anos (Em %)



Fonte: FED de Cleveland.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: <sup>1</sup> A taxa de juros real *ex-ante* de dez anos é calculada pelo FED de Cleveland com modelo que usa rendimentos de títulos do Tesouro, dados de inflação, *swaps* de inflação e expectativas de inflação baseadas em pesquisas.

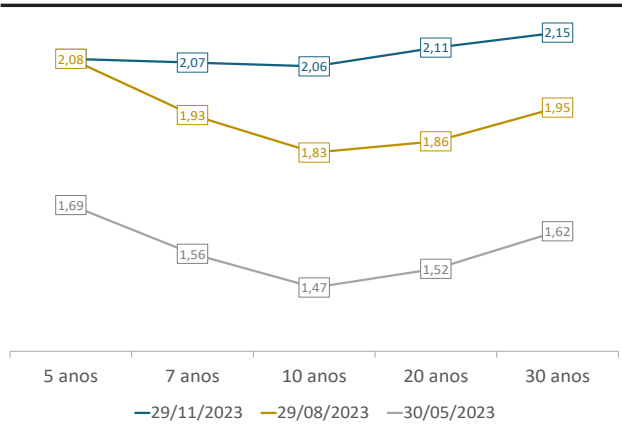
<sup>2</sup> Treasury Inflation Protected Securities (TIPS) são títulos do Tesouro norte-americano indexados à inflação que pagam juros, portanto, acima da inflação, semelhantes às Notas do Tesouro Nacional Série B (NTN-B) do Tesouro Nacional brasileiro.

17. Elaboração: Estêvão Kopschitz Xavier Bastos – técnico de planejamento e pesquisa na Dimac/Ipea; Andreza Palma – bolsista Pesquisadora Visitante do Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Dimac/Ipea; e Caio Rodrigues Gomes Leite – bolsista Assistente de Pesquisa do PNPD na Dimac/Ipea.



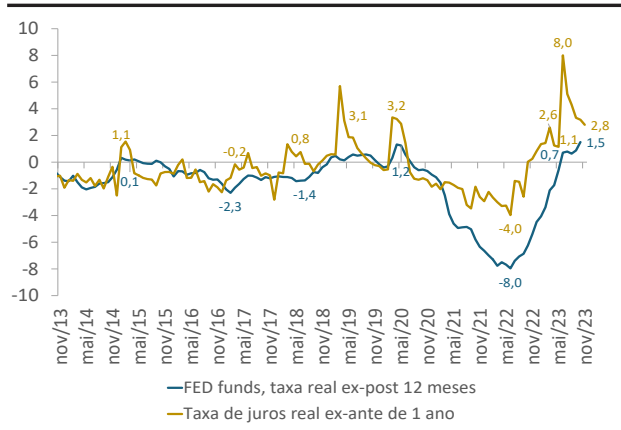
últimos seis meses. Por fim, o gráfico 3 mostra duas medidas de taxa de juros real de um ano: uma ex-post, isto é, observada nos últimos doze meses a cada mês, e outra ex-ante, quer dizer, tomando-se a taxa nominal prefixada de doze meses à frente e deflacionando-a pela inflação esperada para o mesmo período. Podem-se observar valores muito negativos em meados de 2022, quando a inflação acumulada em doze meses estava no pico, entre 7% e 9%, e os juros básicos, ainda a meio caminho da elevação. A taxa ex-ante se tornou positiva ainda no fim de 2022, e a ex-post, em meados de 2023.

**GRÁFICO B.2**  
Estados Unidos: curva de juros reais de títulos do Tesouro (Em %)



Fonte: United States Department of the Treasury.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

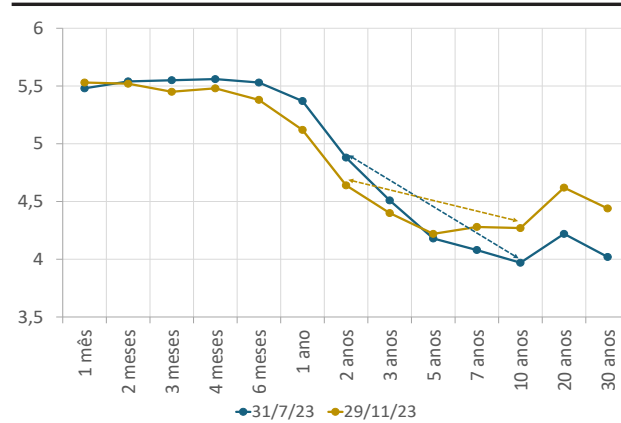
**GRÁFICO B.3**  
Estados Unidos: taxas de juros reais de um ano (Em %)



Fonte: United States Department of the Treasury.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Se o mercado está praticando maiores taxas de juros reais sem aumento da inflação, pode significar que espera o nível de atividade aquecido. De fato, os dados observados de crescimento têm sido melhores que o esperado pelo mercado ao longo de 2023, e isso se acentuou no segundo semestre, de acordo com o índice de surpresa de crescimento. O índice de surpresa inflacionária, ao contrário, tem mostrado que o mercado, ao longo de 2023, não vem errando muito.<sup>18</sup> Mas a verdade é que não há uma conclusão sobre o que estaria causando essa alta dos juros reais. Seja qual for a causa, entretanto, uma das consequências é o dólar mais forte – por exemplo, uma taxa de câmbio efetiva construída com pesos de comércio exterior pelo FED mostra valorização de 4,8% do dólar desde o fim de julho. Consequências sobre as decisões de investimento e consumo dos agentes econômicos também devem ser esperadas.

**GRÁFICO B.4**  
Estados Unidos: estrutura a termo da taxa de juros nominal – julho e novembro de 2023 (Em %)



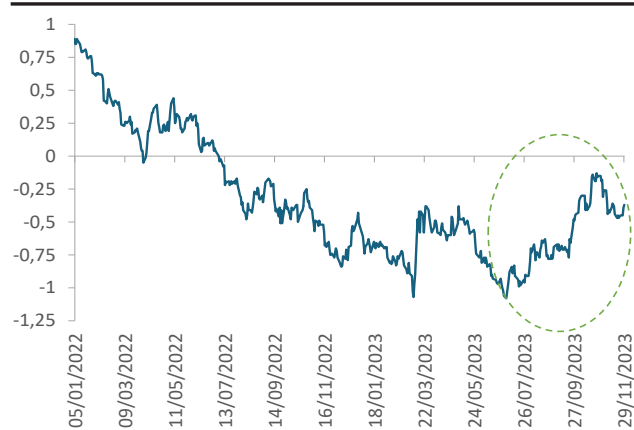
Fonte: United States Department of the Treasury.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Como se sabe, a inclinação negativa da curva de juros pode ser indicadora de recessão à frente. A elevação das taxas de dez anos fez com que a curva ficasse menos inclinada negativamente, embora continue com inclinação

18. Índices calculado pelo Citibank. Ver a seção sobre os Estados Unidos no Panorama da Economia Mundial, disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2023/11/panorama-da-economia-mundial-4/>.

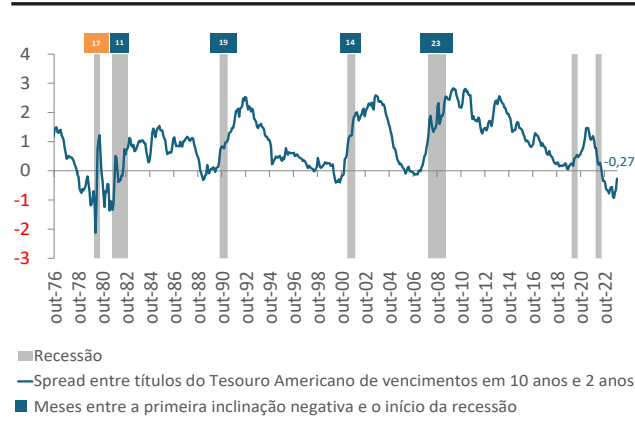
negativa (gráfico 4). As comparações mais comuns são entre as taxas de dez anos e as de dois anos, ou entre as de dez anos e as de três anos. O gráfico 5 mostra a evolução da diferença entre os vértices de dez e dois anos. Com esse movimento de redução da inclinação negativa, a probabilidade de recessão nos próximos doze meses caiu de 71% em maio para 46% em outubro. No entanto, como ilustra o gráfico 6, entre o primeiro mês em que a inclinação se torna negativa e o início da recessão, pode haver um número considerável de meses – desde a década de 1970, esse intervalo variou entre onze meses, em 1981, e 23 meses, em 2008. A primeira inclinação negativa no período atual ocorreu em julho de 2022, de modo que o intervalo de onze meses se deu em junho de 2023 (e a recessão não começou) e o de 23 termina em junho de 2024. O gráfico 6 mostra, ainda, que a recessão pode começar quando a inclinação já tiver voltado a ser positiva, como aconteceu em 1990, 2001 e 2008.

**GRÁFICO B.5**  
**Estados Unidos: estrutura a termo da taxa de juros nominal – evolução diária da diferença entre dez e dois anos**  
 (Em %)



Fonte: United States Department of the Treasury.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO B.6**  
**Estados Unidos: diferença de rendimentos entre títulos do Tesouro norte-americano de vencimentos em dez anos e dois anos (inclinação da curva de juros) e recessões**  
 (Em %)



Fonte: FED de St. Louis.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

### BOX 3<sup>19</sup>

#### Programa Emergencial de Renegociação de Dívidas de Pessoas Físicas Inadimplentes (Desenrola Brasil)

Em 6 de junho de 2023, foi instituído, por meio da Medida Provisória nº 1.176/2023, o Programa Emergencial de Renegociação de Dívidas de Pessoas Físicas Inadimplentes (Desenrola Brasil), com o objetivo oficial de incentivar a renegociação de dívidas de natureza privada de pessoas físicas inscritas em cadastros de inadimplentes, para reduzir seu endividamento e facilitar a retomada do acesso ao mercado de crédito. O alvo do programa são as dívidas negativadas, isto é, aquelas não pagas, em que a empresa credora pede sua inscrição, bem como a inclusão do nome do devedor como inadimplente, em birôs de crédito como Serasa e Serviço de Proteção ao Crédito (SPC).

19. Elaboração: Debora Mesquita Pimentel: Pesquisadora visitante na Dimac/Ipea.

De acordo com a pesquisa mensal Mapa da inadimplência e renegociação de dívidas no Brasil,<sup>20</sup> do Serasa, o Brasil possuía, em junho de 2023, 71,45 milhões de inadimplentes, com um valor total das dívidas de R\$ 346,3 bilhões, resultando em um valor médio, por pessoa, de R\$ 4.846,15.

Destaca-se, entretanto, que em junho de 2023 apenas 46,4% da inadimplência é com o setor financeiro, ao passo que a maior parte das dívidas negativadas são relativas aos setores não financeiros, tais como os de abastecimento de água, luz e gás, e os de telefonia, serviços e varejo.

**GRÁFICO B.2**  
**Valor total das dívidas negativadas**  
(Em R\$ bilhões)<sup>1</sup>



Fonte: Mapa de inadimplência e renegociação de dívidas no Brasil do Serasa. Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota: <sup>1</sup> Em valores correntes, deflacionados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

**TABELA B.1**  
**Participação dos setores na inadimplência total**  
(Em %)

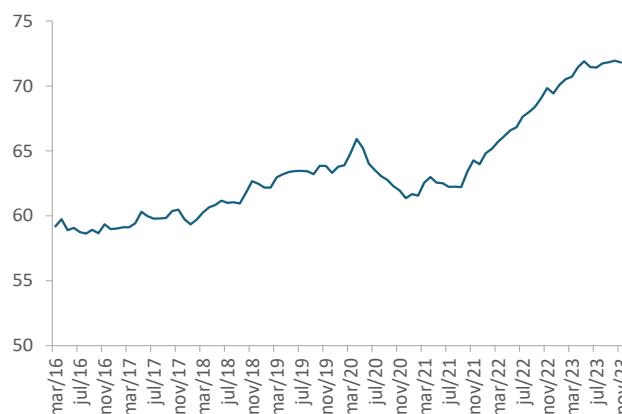
|      | Bancos / Cartões (A) | Utilities (B) | Telefonia (C) | Varejo (D) | Serviços (E) | Financeiras (F) | Securitizadoras (G) | Outros (H) | Total Financeiro (A) + (F) | Total não Financeiro (B) + (C) + (D) + (E) + (G) + (H) |
|------|----------------------|---------------|---------------|------------|--------------|-----------------|---------------------|------------|----------------------------|--|
| 2018 | 27,9                 | 19,3          | 12,0          | 12,9       | 10,4         | 9,0             | 4,0                 | 4,5        | 36,9                       | 63,1   |
| 2019 | 28,3                 | 20,2          | 11,5          | 12,3       | 10,6         | 9,4             | 3,2                 | 4,6        | 37,7                       | 62,3   |
| 2020 | 27,7                 | 21,9          | 10,7          | 13,0       | 10,8         | 9,4             | 2,1                 | 4,4        | 37,1                       | 62,9   |
| 2021 | 28,7                 | 23,1          | 9,3           | 12,9       | 10,4         | 9,9             | 1,3                 | 4,3        | 38,7                       | 61,3   |
| 2022 | 28,5                 | 22,6          | 6,9           | 12,3       | 10,3         | 13,4            | 2,1                 | 3,9        | 42,0                       | 58,0   |
| 2023 | 30,5                 | 22,5          | 5,2           | 11,2       | 10,4         | 15,3            | 1,8                 | 3,1        | 45,8                       | 54,2   |

Fonte: Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

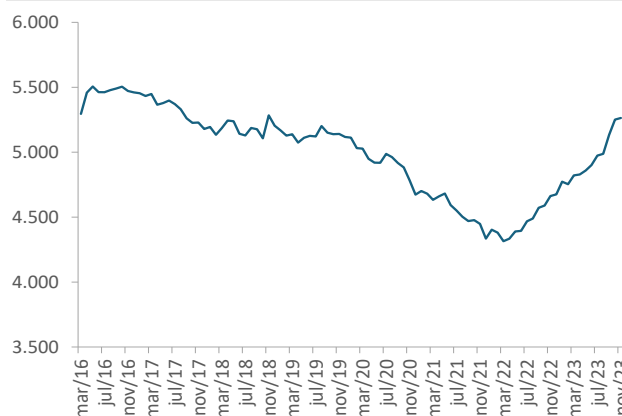
Obs: Por *utilities*, entende-se contas básicas como água, luz e gás.

**GRÁFICO B.1**  
**Total de inadimplentes**  
(Em milhões)



Fonte: Mapa de inadimplência e renegociação de dívidas no Brasil do Serasa. Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO B.3**  
**Dívida média: valor médio por pessoa**  
(Em R\$)<sup>1</sup>



Fonte: Mapa de inadimplência e renegociação de dívidas no Brasil do Serasa. Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota: <sup>1</sup> Em valores correntes, deflacionados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

20. Disponível em: <https://www.serasa.com.br/limpa-nome-online/blog/mapa-da-inadimplencia-e-renegociao-de-dividas-no-brasil/>.

## 1 O programa Desenrola Brasil

O programa é composto de três categorias de participantes: i) devedores: pessoas físicas inscritas em cadastros de inadimplentes; ii) credores: pessoas jurídicas responsáveis pela inscrição de devedores em cadastros de inadimplentes; e iii) agentes financeiros: instituições financeiras que detenham autorização do Banco Central do Brasil (BCB) para realizar operações de crédito.

A fase 1 do Desenrola Brasil começou em julho de 2023, com a retirada automática de registros das dívidas de até R\$ 100,00 dos cadastros de inadimplentes. A retirada foi realizada pelos bancos habilitados diretamente nos birôs de crédito, sob a supervisão do Ministério da Fazenda. Iniciaram-se também as negociações feitas diretamente por bancos credores da faixa 2 do programa.

A fase 2 do programa teve início em outubro de 2023, com as renegociações da faixa 1, após o leilão de dívidas cadastradas pelos credores na plataforma digital do programa.

### 1.1 Faixa 1

A faixa 1 é voltada para pessoas negativadas com renda de até dois salários mínimos, ou que estejam inscritas no Cadastro Único para Programas Sociais (CadÚnico). Podem participar como credores apenas aqueles que tenham anotado a negativação entre 1º de janeiro de 2019 e 31 de dezembro de 2022, desde que a anotação seja igual ou inferior a R\$ 5.000,00. O valor do financiamento nessa faixa é de, no máximo, R\$ 5.000,00 por devedor, considerando o somatório das dívidas financiadas.

Essa faixa não abrange, no entanto, os seguintes casos: i) dívidas com garantia real; ii) dívidas de crédito rural; iii) dívidas de financiamento imobiliário; e iv) operações com *funding* ou risco de terceiros.

Na faixa 1, os agentes financeiros habilitados podem solicitar garantia de 100% do capital, com atualização pela Selic, por meio do Fundo de Garantia de Operações (FGO Desenrola Brasil), criado para operacionalização do programa. A partir do 61º até o 200º dia de atraso da operação, o agente financeiro poderá solicitar a honra conforme fluxo definido no Manual de Procedimentos Operacionais do fundo. As operações contratadas são, ainda, isentas de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF).

Inicialmente, os credores se habilitam na plataforma digital do programa e cadastram as dívidas. A partir disso, é realizado um processo competitivo, por meio de leilão, em que os credores são chamados a ofertar descontos para cada um dos contratos incluídos nos lotes, definidos de acordo com perfis de dívida semelhantes. São vencedores do leilão, ou seja, aptos à renegociação com garantia do FGO, os contratos que receberem os maiores descontos.

O devedor, então, poderá escolher uma instituição financeira inscrita no programa para fazer a renegociação e selecionar se o pagamento será feito à vista ou parcelado, seguindo esta modalidade algumas regras: i) taxa de juros máxima de 1,99%; ii) parcela mínima de R\$ 50,00; iii) pagamento em até sessenta parcelas; iv) primeira parcela com vencimento após trinta dias; e v) prazo de carência mínimo de 30 dias e máximo de 59 dias.

### 1.2 Faixa 2

A faixa 2 do programa foca em devedores com renda de até R\$ 20 mil e dívidas financeiras negativadas até 31 de dezembro de 2022.

Ela não abrange os seguintes casos: i) dívidas de crédito rural; ii) débitos com garantia da União ou de entidade pública; iii) dívidas que não tenham o risco de crédito integralmente assumido pelos agentes financeiros; iv)

dívidas com qualquer tipo de previsão de aporte de recursos públicos; e v) débitos com qualquer equalização de taxa de juros por parte da União.

As instituições financeiras que detenham autorização para realizar operações de crédito estão habilitadas para oferecer renegociação de dívidas na faixa 2 diretamente aos seus clientes pessoas físicas, por meio de canais próprios, sem a necessidade de consolidação de diferentes credores (como na faixa 1).

Na faixa 2, o governo não oferece garantia, entretanto, as renegociações realizadas nesse âmbito poderão gerar crédito presumido, a exemplo do que ocorre no Programa de Estímulo ao Crédito (PEC).

## 2 Resultados do Desenrola Brasil

### 2.1 Etapa de leilão das dívidas cadastradas pelos credores

Ao final de setembro, foi encerrada a etapa de leilão com as dívidas cadastradas pelos credores com 60 milhões de contratos, com lances envolvendo 32,3 milhões de CPFs e 654 credores.

O valor total das dívidas elegíveis ao leilão foi de R\$ 151 bilhões, com descontos de R\$ 126 bilhões oferecidos pelos credores, resultando em um desconto médio de 83%. Do valor de R\$ 25 bilhões das dívidas resultantes após os descontos, R\$ 13 bilhões se enquadravam no critério de dívidas menores que R\$ 5 mil, das quais R\$ 8 bilhões eram passíveis de garantia pelo FGO.

TABELA B.2

#### Resultados do leilão

(Em R\$ bilhões)

| Valor atualizado bruto dívidas elegíveis ao Leilão (< 20k) (pré-descontos) (A)            | Valor contratos sem lance (B) | Valor dos contratos removidos pelos Credores (C) | Valor atualizado bruto dívidas elegíveis ao Leilão (D = A - B - C) | Descontos oferecidos (E) | Valor das dívidas líquidas (pós-descontos) (F = D - E) |
|---|-------------------------------|--|--|--------------------------|--|
| Dívidas cujo valor atualizado bruto (pré-desconto) eram menores que R\$ 5k                |                               |  |  |                          |  |
| 79  | 2                             | 5  | 72   | 59                       | 13   |
| Dívidas cujo valor atualizado bruto (pré-desconto) eram entre R\$ 5k e R\$ 20k            |                               |  |  |                          |  |
| 84  | 2                             | 2  | 79   | 67                       | 12   |
| <b>Total: Dívidas cujo valor atualizado bruto (pré-desconto) eram menores que R\$ 20k</b> |                               |  |  |                          |  |
| <b>163</b>  | <b>4</b>                      | <b>7</b>   | <b>151</b>   | <b>126</b>               | <b>25</b>  |

Fonte: Ministério da Fazenda.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA B.3

#### Resultados do leilão: desconto médio em dívidas menores que R\$ 5 mil

(Em %)

| Dívidas < R\$ 5k     | Desconto Médio (%) |
|----------------------|--------------------|
| Serviços Financeiros | 84                 |
| Securitizadoras      | 85                 |
| Comércio Varejista   | 76                 |
| Eletricidade         | 49                 |
| Demais Setores       | 77                 |
| Telecomunicações     | 76                 |
| Educação             | 83                 |
| Saneamento           | 55                 |
| MPE                  | 46                 |
| <b>Total</b>         | <b>81</b>          |

Fonte: Ministério da Fazenda.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A partir de outubro, a população passou a ter acesso à plataforma digital em que os devedores podem escolher uma instituição financeira inscrita no programa para fazer a renegociação.

## 2.2 Renegociações

O Censo do Desenrola, divulgado pelo Ministério da Fazenda, em 6 de dezembro, mostra os resultados do programa compilados até então. Foram atendidas, até a divulgação, um total de 10,7 milhões de pessoas e renegociadas dívidas no valor de R\$ 29 bilhões no programa Desenrola.

No âmbito da fase 2 do programa, 47% dos contratos foram renegociados para pagamento à vista e 53% para pagamento parcelado. Já dos valores totais, 21% foram renegociados para pagamento à vista e 79% parcelado. A média da taxa de juros foi de 1,8% ao mês e o número médio de parcelas foi onze.

TABELA B.4

### Censo Nacional do Desenrola (até dez./2023)

|                                      | Pessoas Atendidas (milhões) | Dívidas Renegociadas (bilhões) |
|--------------------------------------|-----------------------------|--------------------------------|
| <b>Fase 1</b>                        |                             |                                |
| Desnegativação de dívidas até R\$100 | 7                           |                                |
| Renegociação direta na rede bancária | 2,7                         |                                |
| <b>Fase 2</b>                        |                             |                                |
| Via plataforma digital               | 1                           | 5                              |
| <b>Total Fases 1 e 2</b>             | <b>10,7</b>                 | <b>29</b>                      |

Fonte: Ministério da Fazenda.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA B.5

### Valores renegociados na fase 2, por setor

(Em R\$ bilhões)

|  | Valores renegociados (milhões) |
|--|--------------------------------|
| Serviços Financeiros   | 3300                           |
| Securitizadoras  | 513                            |
| Comércio   | 213                            |
| Conta de Luz   | 143                            |
| Educação   | 53                             |
| Demais Setores (Construtoras, Locadoras de Vículos Cooperativas) | 43                             |
| Conta de Telefone / Internet                                     | 28                             |
| Conta de Água  | 8                              |
| Empresa de Pequeno Porte/Microempresa                            | 4                              |

Fonte: Ministério da Fazenda.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Em dezembro, o prazo para a faixa 1 do programa foi prorrogado até 31 de março de 2024. Já a faixa 2 segue sendo válida apenas até 31 de dezembro de 2023.

**BOX 4<sup>21</sup>****O novo Arcabouço Fiscal<sup>22</sup>**

Em 30 de agosto de 2023, foi promulgada a Lei Complementar (LC) 200, que instituiu um novo arcabouço de regras fiscais no âmbito do governo federal do Brasil. O novo arcabouço possui quatro elementos centrais, conforme descrito a seguir.

- 1) Definição de metas de resultado primário do governo central na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), para o exercício a que se refere a lei e para os três exercícios seguintes, com intervalos de tolerância de 0,25 ponto percentual (p.p.) do produto interno bruto (PIB) para mais e para menos.
- 2) Limites ao crescimento das despesas primárias do governo central.
- 3) Mecanismos de correção de desvios em relação às metas fiscais.
- 4) Piso e estímulo ao investimento público.

No que se refere ao primeiro ponto, a lei estabeleceu que as metas de resultado primário definidas pela LDO devem ser “compatíveis com a trajetória sustentável da dívida pública”. Esse é um avanço em relação à legislação anterior, que não exigia a explicitação da compatibilidade entre as metas de resultado primário e alguma noção de sustentabilidade da dívida, e atende ao disposto na Emenda Constitucional (EC) 109/2021 sobre o tema. Outra inovação foi a definição de um intervalo de tolerância em torno das metas (até 2023, havia apenas metas pontuais), conferindo maior flexibilidade à execução orçamentária.

TABELA B.1

**Metas de resultado primário do Governo Central no PLDO**

(Em % do PIB)

| Ano  | Limite inferior | Meta de primário | Limite superior |
|------|-----------------|------------------|-----------------|
| 2024 | -0,25           | 0,00             | 0,25            |
| 2025 | 0,25            | 0,50             | 0,75            |
| 2026 | 0,75            | 1,00             | 1,25            |

Fonte: PLDO 2024.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA B.2

**Cálculo dos limites das despesas primárias do Governo Central em 2024**

| Órgão                   | Limite 2023 (R\$ bilhões) | Acréscimo pela variação do IPCA jun/22-jun/23 (3,16%) | Acréscimo pela variação real da receita jun/22-jun/23 (0,7 x 2,43%) | Limite 2024 (R\$ bilhões) |
|-------------------------|---------------------------|---|---|---------------------------|
| Poder Executivo         | 1.886,2                   | 59,6  | 33,1  | 1.978,9                   |
| Demais poderes e órgãos | 77,9                      | 2,5   | 1,4   | 81,7                      |
| Total                   | 1.964,1                   | 62,1  | 34,4  | 2.060,6                   |

Fonte: CONOF (CD) e CONORF (SF), Nota Técnica Conjunta N.3/2023.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

21. Elaboração: Marco A. F. H. Cavalcanti, técnico de planejamento e pesquisa na Dimac/Ipea, Sergio Fonseca Ferreira, analista de planejamento e orçamento na Dimac/Ipea, e Felipe dos Santos Martins e Wellington Charles Lacerda Nobrega, pesquisadores do Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Dimac/Ipea.

22. Este box apresenta uma breve descrição do novo arcabouço fiscal estabelecido pela LC 200/2023. Uma análise mais detalhada será apresentada em texto para discussão a ser divulgado futuramente.

O Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) 2024, enviado ao Congresso antes da aprovação da LC 200/2023, estabeleceu metas de resultado primário para 2024 e para os dois exercícios seguintes, conforme a tabela 1.

No que tange ao segundo ponto, a LC 200/2023 estabeleceu, de forma similar ao Teto de Gastos da União da EC 95/2016, limites individualizados para o montante global das dotações orçamentárias relativas às despesas primárias para cada poder ou órgão da União, a serem respeitados na elaboração dos projetos da LDO e da Lei Orçamentária Anual (LOA). A principal diferença em relação ao antigo teto é que o novo limite de despesas crescerá em termos reais no intervalo entre 0,6% e 2,5% ao ano (a.a.) – ao passo que, no antigo teto, o crescimento real era zero. Dentro desse intervalo, a taxa de crescimento real dos limites poderá ser igual a 70% ou a 50% do crescimento real da receita primária apurada nos termos da lei, dependendo de a meta de resultado primário no exercício anterior ter (ou não) sido cumprida. Com base nessas regras, os limites para as despesas primárias da União em 2024 são apresentados na tabela 2.

No que diz respeito ao terceiro elemento central do novo arcabouço fiscal, são previstos mecanismos de correção de desvios em relação às metas fiscais que podem atuar tanto durante a execução do orçamento como após a apuração dos resultados fiscais do exercício. Durante a execução do orçamento, continua valendo o disposto no art. 9º da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que define a necessidade de contingenciamento de despesas discricionárias quando houver perspectiva de descumprimento da meta de resultado primário.

Após a apuração, em certo exercício, de um resultado primário abaixo do limite inferior da banda de tolerância, entram em ação dois dispositivos básicos: i) a redução do fator de crescimento real do limite da despesa primária para o exercício seguinte – que, conforme citado, passa a ser de 50% do crescimento real da receita, em vez de 70%; e ii) a aplicação de vedações ao crescimento de despesas obrigatórias, ficando proibidas medidas como a criação de cargo, emprego ou função que implique aumento de despesa, a alteração de estrutura de carreira que implique aumento de despesa criação ou majoração de auxílios, vantagens, bônus, abonos etc., a criação de despesa obrigatória, a adoção de medida que implique reajuste de despesa obrigatória acima da variação da inflação, entre outras medidas.

Finalmente, o quarto e último elemento central do novo arcabouço fiscal diz respeito à definição de um piso e de dispositivos de estímulo ao investimento público. De acordo com a LC 200/2023:

- 1) A programação destinada a investimentos constante do Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) e da LOA não poderá ser inferior a 0,6% do PIB estimado no respectivo projeto.
- 2) Se o resultado primário apurado em certo exercício se situar acima do limite superior da banda, até 70% do excedente (e no máximo 0,25 p.p. do PIB), poderá ser usado para ampliar as dotações orçamentárias para investimentos do exercício seguinte. Essas despesas adicionais não serão computadas para o piso de 0,6% do PIB.
- 3) Na hipótese de contingenciamento, as despesas discricionárias não poderão cair abaixo de 75% do valor autorizado na lei orçamentária (nível considerado mínimo para o funcionamento regular da administração pública).

O novo arcabouço fiscal possui elementos positivos relevantes, alinhados com resultados e recomendações da literatura, entre os quais pode-se destacar: i) a definição de metas fiscais voltadas explicitamente para a sustentabilidade da dívida; ii) a adoção de regras fiscais com alguma flexibilidade, tanto no que diz respeito aos limites de despesas como no que tange às metas de resultado primário; iii) a priorização e o incentivo ao investimento público; e iv) mecanismos de correção de desvios visando a direcionar os indicadores fiscais rumo à sustentabilidade.



Entretanto, o arcabouço também apresenta limitações importantes. Um de seus principais problemas está associado à sua dependência de um elevado crescimento da receita para gerar melhoras significativas nos indicadores fiscais, tendo em vista que o governo tem menos controle sobre a receita do que sobre a despesa. Esse problema já se manifesta no curto prazo, havendo grande incerteza sobre a capacidade do governo de gerar o aumento de arrecadação requerido para cumprir as metas de primário nos próximos anos e, mais importante, para estabilizar a trajetória da relação dívida-PIB.

Outro importante problema diz respeito à aparente incompatibilidade entre os limites de despesas primárias e o ritmo de crescimento de despesas que compõem uma parcela significativa do orçamento. Na medida em que despesas importantes, como os gastos mínimos com saúde e educação e os gastos vinculados ao salário mínimo, cresçam a taxas iguais ou semelhantes ao crescimento da receita – e, portanto, em ritmo mais acelerado do que o limite de despesas –, o espaço para outros gastos dentro do limite tende a diminuir progressivamente, colocando em risco a sustentação da regra.

Cabe destacar, ainda, que a eficácia dos mecanismos de correção de desvios se encontra restrita pelo fato de que algumas das vedações ao crescimento das despesas obrigatórias, ao serem aplicadas após o descumprimento de uma meta de primário, não se aplicam aos reajustes do salário mínimo – que impactam parcela significativa do orçamento federal.

## BOX 5

### Projeções de PIB e inflação para 2023 e 2024<sup>23</sup>

#### 5.1 PIB

Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o produto interno bruto (PIB) avançou 0,1% no terceiro trimestre de 2023, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, já livre de efeitos sazonais, resultado que sucedeu alta de 1,0% observada no período anterior. Na comparação interanual, o resultado também foi positivo, com crescimento de 2,0% sobre o terceiro trimestre de 2022.

Os resultados vieram abaixo da nossa previsão, divulgada na nota *Visão Geral da Conjuntura* nº 33,<sup>24</sup> ao final de setembro deste ano, quando prevíamos 2,6% na comparação interanual, com avanço de 0,3% na margem. Com isso, o carregamento estatístico (*carry-over*), que era de 3,2% após o resultado do segundo trimestre, diminuiu para 3,0%, ou seja, caso apresente uma trajetória de estagnação no último trimestre do ano, o PIB encerrará 2023 com crescimento acumulado de 3,0%. Vale também observar que a série histórica do PIB sofreu alterações devido à atualização das Contas Anuais pelo IBGE, o que acaba suscitando revisões nas séries trimestrais, em termos de composição da oferta e demanda. Nesse contexto, estamos ajustando nossa previsão de PIB de 3,3% para 3,2% em 2023, e mantendo a previsão de 2,0% para o resultado de 2024.

Em linhas gerais, além do efeito de *carry-over*, nosso cenário subjacente não sofreu alterações substanciais em relação ao esperado em setembro. Mesmo que num ritmo menos acelerado, a manutenção do bom desempenho dos indicadores de mercado de trabalho, refletidos em aumentos, tanto na população ocupada quanto na massa

23. Elaboração de Leonardo Mello de Carvalho, Marco A. F. H. Cavalcanti e Maria Andreia P. Lameiras, técnicos de planejamento e pesquisa na Dimac/Ipea, Sidney Caetano, pesquisador visitante na Dimac/Ipea, Marcelo L. de Moraes, Pedro M. Garcia e Izabel Nolau de Souza, bolsistas do Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Dimac/Ipea  
24. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2023/09/231003\\_cc\\_60\\_nota\\_33\\_visao\\_geral.pdf](https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2023/09/231003_cc_60_nota_33_visao_geral.pdf).

salarial real, segue estimulando a demanda por bens e serviços. Além disso, o orçamento familiar, embora ainda pressionado pelos níveis de endividamento, tem tido algum alívio proveniente da descompressão das taxas de inflação e de medidas como o programa Desenrola. Em relação à previsão para o quarto trimestre de 2023, esperamos que o PIB apresente crescimento de 0,5% na comparação com ajuste sazonal, com alta de 3,0% sobre o mesmo período do ano passado.

Pelo lado da oferta, projetamos uma alta de 0,6% para o setor de serviços na comparação dessazonalizada, com crescimento de 2,6% interanual, resultado que deve se refletir na manutenção do dinamismo do consumo das famílias no mesmo período. Ao longo do restante do horizonte de previsão, esperamos que o setor siga como um dos principais *drivers* para o resultado do PIB, acumulando altas de 2,6% e 2,1% em 2023 e 2024, respectivamente. A queda em 2024 em relação ao ritmo de 2023 ocorre principalmente no ramo de serviços de transporte de carga, por conta da redução da atividade relacionada ao transporte da safra, em consonância com a projeção do Ipea para o valor adicionado da agropecuária.

Em relação à indústria, embora alguns segmentos sigam negativamente influenciados pelo aperto monetário, esperamos avanços de 0,7% na margem e de 2,2% em relação ao quarto trimestre do ano passado. Além do bom desempenho das indústrias extrativas, do setor de *utilities* e das atividades ligadas à exportação, esperamos alguma recuperação do segmento da manufatura. Enquanto o crescimento em 2023 ficaria em 1,4%, o setor registraria uma trajetória mais pujante em 2024, com alta de 2,5%.

Após o desempenho aquém do esperado do setor agropecuário no terceiro trimestre, prevemos nova acomodação na margem no quarto trimestre (-0,8%), com alta de 9,7% em termos interanuais, encerrando o ano com aumento de 16,7%. Já para 2024 projetamos uma retração de 3,2%, resultado explicado pela expectativa de queda na produção de diversas culturas para a lavoura.<sup>25</sup>

Do lado da demanda, prevemos um avanço de 0,8% para a formação bruta de capital fixo (FBCF) no quarto trimestre de 2023, na série dessazonalizada, resultado compatível com nova queda na comparação interanual (-5,5%). Com isso, a demanda por bens de capital deve encerrar 2023 acumulando uma perda de 3,3%. Para 2024, estimulado pela flexibilização da política monetária, pelos projetos de infraestrutura e pela expectativa de investimentos da Petrobras, projetamos um crescimento de 2,6%.

Já o consumo de bens e serviços deve continuar crescendo, com alguma folga no orçamento das famílias, explicada pela manutenção dos ganhos de renda real, pela queda da taxa de juros do crédito seguindo a queda da taxa Selic, e pelas medidas do governo visando reduzir os níveis de endividamento, com consequente redução do comprometimento da renda com o serviço da dívida. Sendo assim, prevemos avanço de 0,8% na comparação com ajuste sazonal e 3,7% sobre o mesmo trimestre de 2022. Com essa trajetória, encerraria o ano com alta de 3,5%. A manutenção deste quadro, embora num ritmo mais moderado, explica nossa previsão de 2,5% para 2024. Já o consumo do governo deve avançar 0,2% na margem, com alta de 2,0% em termos interanuais. No acumulado do ano, prevemos aumentos de 1,4% e 1,3% para 2023 e 2024, respectivamente.

Por fim, esperamos nova contribuição positiva das exportações líquidas na margem, com alta de 1,4% para as exportações e queda de 2,5% para as importações. Na comparação em termos anuais esse efeito deve ser ainda maior, com as exportações crescendo 9,6%, contra uma queda de 4,1% das importações. No acumulado do ano em 2023 e 2024, as exportações cresceriam a taxas de 9,7% e 4,6%, respectivamente, enquanto as importações registrariam queda de 2,0% em 2023 e expansão de 3,1% em 2024.

25. Ver o Box “Valor Adicionado da Agropecuária em 2023 e 2024” para mais detalhes.

TABELA B.1

**Projeções: taxas de crescimento do PIB e de seus componentes**

(Em %)

|                                | Observado  |            |                    |                    | Previsto           |                                |            |            |
|--------------------------------|------------|------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------------------|------------|------------|
|                                | 2021       | 2022       | 2023-T2            | 2023-T3            | 2023-T4            |                                | 2023       | 2024       |
|                                |            |            | Trim. Ano anterior | Trim. Ano anterior | Trim. Ano anterior | Trim. Anterior dessazonalizado |            |            |
| <b>PIB</b>                     | <b>4,8</b> | <b>3,0</b> | <b>3,5</b>         | <b>2,0</b>         | <b>3,0</b>         | <b>0,5</b>                     | <b>3,2</b> | <b>2,0</b> |
| Agropecuária                   | 0,0        | -1,1       | 20,9               | 8,8                | 9,7                | -0,8                           | 16,7       | -3,2       |
| Indústria                      | 5,0        | 1,5        | 1,0                | 1,0                | 2,2                | 0,7                            | 1,4        | 2,5        |
| Serviços                       | 4,8        | 4,3        | 2,7                | 1,8                | 2,6                | 0,6                            | 2,6        | 2,1        |
| Consumo das famílias           | 3,0        | 4,1        | 3,1                | 3,3                | 3,7                | 0,8                            | 3,5        | 2,5        |
| Consumo do governo             | 4,2        | 2,1        | 2,3                | 0,8                | 2,0                | 0,2                            | 1,4        | 1,3        |
| FBCF                           | 12,9       | 1,1        | -1,8               | -6,8               | -5,5               | 0,8                            | -3,3       | 2,6        |
| Exportações de bens e serviços | 4,4        | 5,7        | 11,9               | 10,0               | 9,6                | 1,4                            | 9,7        | 4,6        |
| Importações de bens e serviços | 13,8       | 1,0        | 1,2                | -6,1               | -4,1               | -2,5                           | -2,0       | 3,1        |

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA B.2

**Cenários para juros e câmbio: final de ano**

|  | Observado |       | Previsto |
|--|-----------|-------|----------|
|  | 2022      | 2023  | 2024     |
| Taxa de juros Selic (% a.a. no final do período) | 13,75     | 11,75 | 9,00     |
| Taxa de câmbio R\$/US\$ (no final do período)    | 5,24      | 5,00  | 5,00     |

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

As previsões apresentadas estão condicionadas a cenários para algumas variáveis-chave, notadamente para a evolução esperada das políticas monetária e fiscal. No que se refere à política monetária, supõe-se que o ciclo de flexibilização iniciado em agosto de 2023 continue até levar a meta da taxa Selic para 9,0% ao ano (a.a.) ao final de 2024 (tabela 2). No *front* fiscal, a hipótese é de que, apesar da dificuldade para o cumprimento das metas fiscais do governo central em 2024, a política fiscal seja conduzida com o compromisso de melhorar gradualmente o resultado primário, permitindo manter sob controle o grau de incerteza associado à evolução futura das contas públicas, pelo menos no curto prazo. Aliado a certa estabilidade do ambiente externo e dos preços de *commodities*, nosso cenário pressupõe também uma taxa de câmbio relativamente estável no horizonte de projeção.

**5.2 Inflação: projeções atualizadas<sup>26</sup>**

Os dados do último trimestre mostram que o processo de desinflação da economia brasileira vem se consolidando, repercutindo uma melhora no comportamento dos preços dos alimentos no domicílio e dos bens industriais, além de uma alta menos acentuada dos preços administrados. Segundo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), no acumulado do ano, até novembro, a inflação registra alta de 4,0%, mantendo-se em patamar mais favorável que o estimado anteriormente, mesmo diante de uma desaceleração menos intensa dos preços dos serviços livres.

Dentro desse contexto, e levando-se em consideração a melhora nas trajetórias das *commodities* energéticas e da taxa de câmbio, as previsões de alta para o IPCA, em 2023, foram revistas para baixo. De acordo com as novas

26. Esta subseção resume a análise disponível em: [https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2023/06/230629\\_nota\\_31.pdf](https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2023/06/230629_nota_31.pdf).

projeções do Grupo de Conjuntura, a inflação esperada para o ano, medida pelo IPCA, recuou de 4,8%, em setembro, para 4,6%, em dezembro, refletindo uma deflação ainda mais forte dos alimentos no domicílio – cuja taxa prevista passou de -0,7% para -1,0% –, além de uma queda da inflação projetada para os bens livres, que recuou de 2,2% para 1,3%. Adicionalmente, diante das deflações da gasolina, em outubro e novembro, a estimativa de alta para os preços administrados, este ano, recuou de 10,0% para 9,2%. Em contrapartida, a desaceleração menos intensa dos preços dos serviços, no último trimestre, fez com que a inflação projetada para este segmento avançasse de 5,1% para 5,9%.

Em linha com o IPCA, a projeção do Grupo de Conjuntura para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) em 2023 também foi revista, recuando de 4,5% para 4,2%. Neste caso, a inflação projetada para os alimentos no domicílio e para os bens industriais recuou de -0,8% e 2,6% para -1,1% e 1,6%, respectivamente. No mesmo sentido, a taxa estimada para os preços administrados retroagiu de 9,7% para 9,1%. Já a inflação dos serviços livres deve apresentar uma desaceleração menos intensa em 2023, de modo que a alta estimada passou de 5,3% para 5,7%.

Para 2024, a expectativa é de que este cenário de descompressão de preços se mantenha, tendo em vista que as estimativas de alta, tanto para o IPCA (4,0%) quanto para o INPC (3,8%), se encontram em patamares abaixo dos projetados para 2023. Segundo os modelos de projeção utilizados, o alívio inflacionário, no próximo ano, virá das desacelerações dos preços administrados e, em menor intensidade, dos serviços livres. No primeiro caso, as taxas previstas de 4,4%, no IPCA, e de 4,2%, no INPC, refletem, em grande parte, uma melhora no comportamento dos combustíveis. No segundo caso, as altas projetadas de 5,0% e 4,6%, no IPCA e no INPC, refletem uma descompressão defasada dos custos que também incidem sobre serviços, mas com manutenção de um cenário de mercado de trabalho relativamente robusto.

Em contrapartida, os alimentos e os bens industriais devem apresentar taxas de inflação mais altas no ano que vem, mesmo diante de um cenário de estabilidade de *commodities* e câmbio. Em relação aos alimentos no domicílio, além da projeção de uma safra 2,8% menor que a registrada em 2023, os efeitos climáticos causados pelo El Niño também devem impactar parte da produção dos alimentos *in natura* nos primeiros meses do ano. Por conseguinte, as altas projetadas para os alimentos, em 2024, são de 3,9%, no IPCA, e de 4,1%, no INPC. Por fim, as estimativas de uma inflação maior para os bens industriais, com taxas previstas de 2,1%, no IPCA, e de 1,9%, no INPC, decorrem, em grande parte, de uma recuperação dos preços dos bens de consumo duráveis, refletindo a melhora nas condições de crédito e do nível de endividamento das famílias.

TABELA B.3

**Projeção para o IPCA (2023)**

(Em %)

|                                | Peso  | Projeção anterior - Setembro/2023 |                               | Projeção atual -Dezembro/2023 |                               |
|--------------------------------|-------|-----------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
|                                |       | Previsão da taxa de variação      | Contribuição para o IPCA 2023 | Previsão da taxa de variação  | Contribuição para o IPCA 2023 |
| Alimentos no domicílio         | 16,0  | -0,7%                             | -0,1 p.p.                     | -1,0%                         | -0,2 p.p.                     |
| Bens Livres - exceto alimentos | 23,5  | 2,2%                              | 0,5 p.p.                      | 1,3%                          | 0,3 p.p.                      |
| Serviços - totais              | 34,6  | 5,1%                              | 1,8 p.p.                      | 5,9%                          | 2,0 p.p.                      |
| Serviços - exceto educação     | 29,7  | 4,6%                              | 1,4 p.p.                      | 5,5%                          | 1,6 p.p.                      |
| Educação                       | 5,0   | 8,3%                              | 0,4 p.p.                      | 8,3%                          | 0,4 p.p.                      |
| Administrados                  | 25,9  | 10,0%                             | 2,6 p.p.                      | 9,2%                          | 2,4 p.p.                      |
| IPCA                           | 100,0 | 4,8%                              |                               | 4,6%                          |                               |

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Deve-se destacar, no entanto, que não estão descartados riscos inflacionários adicionais, que podem limitar esse processo de desinflação em 2024. Com efeito, além da ocorrência de efeitos climáticos ainda mais intensos, reversões nas trajetórias das commodities, especialmente as energéticas e do câmbio, podem resultar em taxas de variações de preços mais elevadas.

TABELA B.4

**Projeção para o INPC (2023)**

(Em %)

|                                | Peso  | Projeção anterior - Setembro/2023 |                               | Projeção atual -Dezembro/2023 |                               |
|--------------------------------|-------|-----------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
|                                |       | Previsão da taxa de variação      | Contribuição para o INPC 2023 | Previsão da taxa de variação  | Contribuição para o INPC 2023 |
| Alimentos no domicílio         | 19,5  | -0,8%                             | -0,2 p.p.                     | -1,1%                         | -0,2 p.p.                     |
| Bens Livres - exceto alimentos | 26,7  | 2,6%                              | 0,7 p.p.                      | 1,6%                          | 0,4 p.p.                      |
| Serviços - totais              | 28,5  | 5,3%                              | 1,5 p.p.                      | 5,7%                          | 1,6 p.p.                      |
| Serviços - exceto educação     | 25,0  | 4,9%                              | 1,2 p.p.                      | 5,4%                          | 1,4 p.p.                      |
| Educação                       | 3,5   | 8,2%                              | 0,3 p.p.                      | 8,2%                          | 0,3 p.p.                      |
| Administrados                  | 25,3  | 9,7%                              | 2,5 p.p.                      | 9,1%                          | 2,3 p.p.                      |
| INPC                           | 100,0 | 4,5%                              |                               | 4,2%                          |                               |

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):**

Claudio Roberto Amitrano (Diretor)

Mônica Mora y Araujo (Coordenadora-Geral de Estudos e Políticas Macroeconômicas)

**Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:**

Julia de Medeiros Braga (Editora)

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

José Ronaldo de Castro Souza Júnior

Leonardo Mello de Carvalho

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti

Maria Andréia Parente Lameiras

Mônica Mora y Araujo

Sandro Sacchet de Carvalho

Sergio Fonseca Ferreira

**Pesquisadores Visitantes:**

Andreza Aparecida Palma

Cristiano da Costa Silva

Debora Mesquita Pimentel

Sidney Martins Caetano

**Equipe de Assistentes:**

Alexandre Magno de Almeida Leão

Caio Rodrigues Gomes Leite

Camilla Santos de Oliveira

Diego Ferreira

Izabel Nolau de Souza

Marcelo Lima de Moraes

Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira

**Design/Diagramação:**

Augusto Lopes dos Santos Borges

Leonardo Simão Lago Alvite

---

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas..