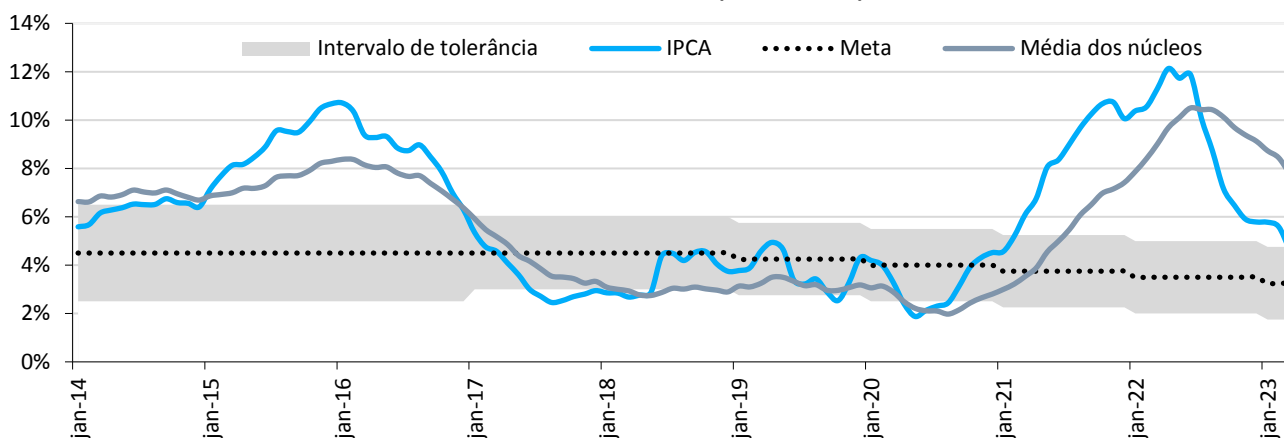


Para acessar o relatório completo, [clique aqui](#).

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

**IPCA e média dos núcleos desaceleraram em março.** A inflação ao consumidor em março, medida pelo IPCA, atingiu 0,7%, abaixo da taxa registrada no mês anterior (0,8%). A variação acumulada em doze meses passou de 5,6% para 4,7%, menor patamar desde janeiro de 2021, posicionando-se dentro da banda de tolerância da meta para 2023 – 3,25% com um intervalo de 1,5 ponto percentual (p.p.) para cima e para baixo. A média dos núcleos<sup>1</sup> acompanhada pelo Banco Central também desacelerou (de 0,7% para 0,4%), diminuindo de 8,4% para 7,8% na comparação em doze meses (Gráfico 1).

**GRÁFICO 1. IPCA (% 12 MESES)**



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração:IFI.

**Menores pressões de alimentos, bens industriais e serviços.** Entre fevereiro e março, a variação do conjunto de preços administrados (ou monitorados), que respondem por aproximadamente 25% do IPCA total, passou de 0,8% para 2,3% (Tabela 1), com destaque para a alta da gasolina (8,3%) no contexto do retorno da cobrança, ainda que parcial, dos tributos federais (PIS/Cofins). Os preços livres, por outro lado, desaceleraram (0,2% ante 0,8%) pela influência da alimentação no domicílio (de 0,0% para -0,1%), dos bens industriais (de 0,5% para 0,3%) e dos serviços (de 1,4% para 0,3%).

<sup>1</sup> A inflação subjacente, ou núcleo de inflação, é uma medida que busca retirar da inflação total a influência de itens de maior volatilidade, evidenciando a tendência dos preços.

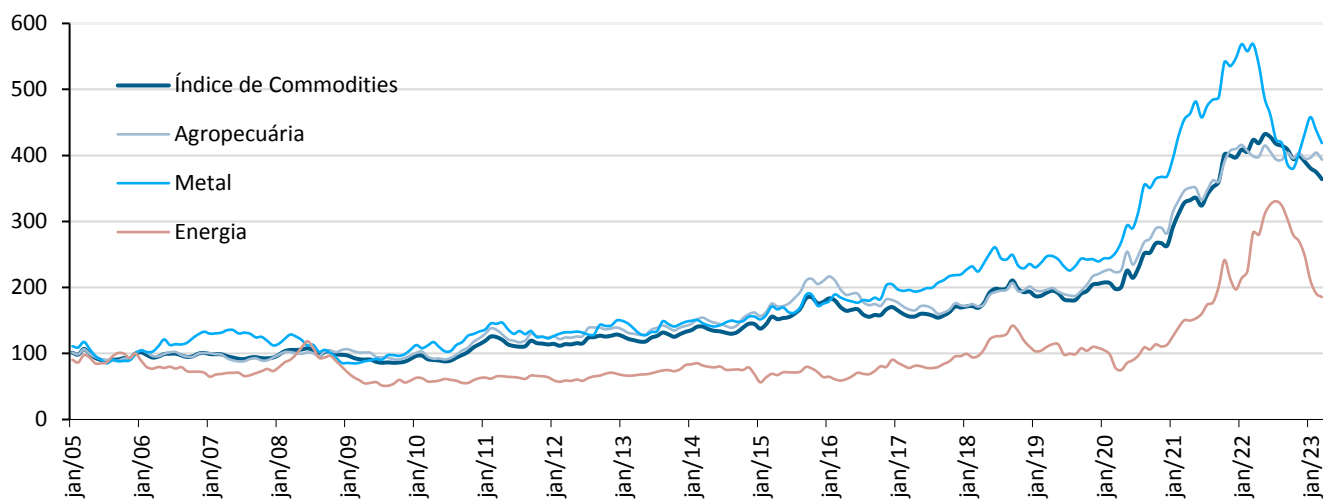
**TABELA 1. IPCA: VARIAÇÃO NO MÊS E EM 12 MESES**

Inflação ao consumidor	No mês			12 meses		
	jan/23	fev/23	mar/23	jan/23	fev/23	mar/23
<b>IPCA</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,6%</b>	<b>4,7%</b>
<b>Preços administrados</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-2,4%</b>
Gasolina	0,8%	1,2%	8,3%	-24,3%	-23,1%	-22,1%
Energia elétrica residencial	0,2%	1,4%	2,2%	-18,0%	-17,0%	-16,0%
<b>Preços livres</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,2%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,3%</b>
Alimentação no domicílio	0,6%	0,0%	-0,1%	12,3%	10,5%	7,0%
Serviços	0,6%	1,4%	0,3%	7,8%	7,9%	7,6%
Industrializados	0,2%	0,5%	0,3%	8,5%	7,9%	6,9%
<b>Média dos núcleos</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,4%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,8%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

**Preços de commodities mantêm trajetória de queda, mas cenário prospectivo é incerto.** O Índice de Commodities – Brasil (IC-Br) calculado pelo Banco Central recuou 2,8% entre fevereiro e março, após cair 1,6% no mês anterior (Gráfico 2). Em doze meses, o IC-Br acumula contração de 14,0%. A abertura do índice mostrou um recuo disseminado entre os componentes: commodities agropecuárias (-2,6%), metálicas (-4,4%) e energia (-2,8%). Por um lado, o aperto monetário nas economias avançadas e a perspectiva de desaceleração econômica global, amplificada pela volatilidade no sistema financeiro, são fatores de contenção para os preços de commodities. Por outro lado, a forte recuperação da China após a reabertura da economia representa um vetor de alta para as cotações de matérias-primas. A decisão da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e aliados (Opep+), no início de abril, de reduzir a produção de petróleo em 1,1 milhão de barris diários entre maio e dezembro, representa um fator adicional de apreciação, ainda não capturado pelo IC-Br. Como há diversas forças atuando sobre os preços de commodities, o cenário prospectivo, e o consequente impacto sobre a inflação, é ainda incerto.

**GRÁFICO 2. ÍNDICE DE COMMODITIES EM REAIS**

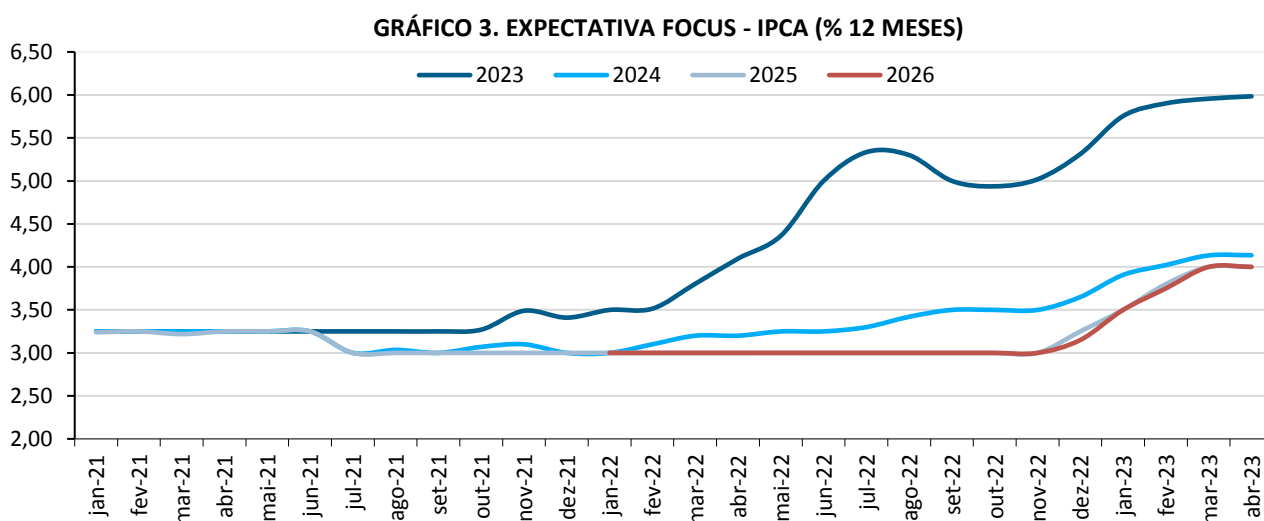


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Expectativas de inflação na pesquisa Focus permanecem acima da meta.** Apesar da desaceleração da inflação corrente, as perspectivas para a inflação seguem acima da meta no horizonte relevante para a política monetária (2023 e 2024) e também em prazos mais longos (2025 e 2026). No curto prazo, a mudança na tributação de ICMS incidente sobre a gasolina deve adicionar uma pressão de alta sobre o IPCA. O efeito no IPCA de 2023 é estimado pela IFI em

0,22 p.p. A nova base de cálculo<sup>2</sup> da alíquota estadual do ICMS incidente sobre a gasolina foi fixada em R\$ 1,22 por litro, aplicável a partir de junho em todo o território nacional. Atualmente, o valor do ICMS é calculado como um percentual sobre o preço médio (entre 17% e 18% em cada estado).

No Boletim Focus, a mediana das expectativas para o IPCA (Gráfico 3) encontra-se em 6,0% para 2023, em 4,1% para 2024, e próxima de 4,0% no médio prazo (2025, 2026 e 2027). A mediana para a taxa Selic, nesse ambiente, permanece em 12,75% em 2023, com cortes esperados para as três últimas reuniões do ano (0,25 p.p. em setembro e novembro e 0,5 p.p. em dezembro). Para 2024, a mediana também segue inalterada em 10,0%.



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

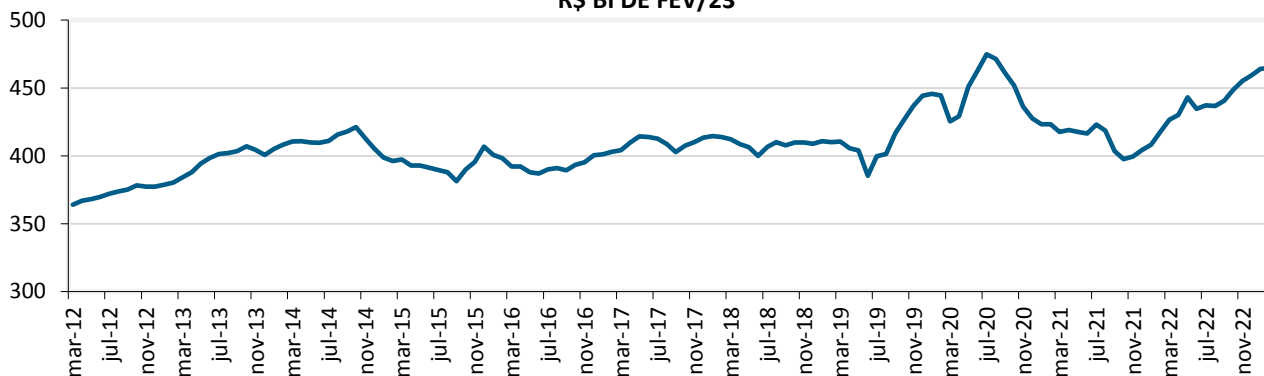
**Projeção da IFI para o IPCA de 2023 foi mantida em 5,6% (desacelerando para 4,0% em 2024).** A perspectiva para os preços livres está condicionada às hipóteses de (i) relativa estabilidade da taxa de câmbio nominal (R\$/US\$ 5,25 em 2023 e R\$/US\$ 5,33 em 2024), (ii) retorno gradual dos preços de commodities às médias históricas, e (iii) enfraquecimento da atividade econômica doméstica, com o hiato do produto voltando ao campo negativo a partir do segundo trimestre devido à política monetária restritiva. A projeção dos preços administrados, por sua vez, é obtida na pesquisa Focus.

**A projeção para o crescimento do PIB em 2023 e em 2024 foi mantida em 0,9% e 1,4%, após expansão de 2,9% em 2022.** Dados de janeiro da produção industrial (-0,3% em relação a dezembro, após ajuste sazonal), do comércio varejista ampliado (+0,2%) e da receita real do setor de serviços (-3,1%), publicados pelo IBGE, reforçam o quadro de desaceleração do nível de atividade. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego interrompeu a trajetória de queda observada entre junho de 2021 e agosto de 2022, mantendo-se ao redor de 8,5% (dado com ajuste sazonal) nos últimos seis meses. A dinâmica positiva da renda disponível ampliada<sup>3</sup> (Gráfico 4), por outro lado, influenciada pela expansão (i) do rendimento médio do trabalho e (ii) das transferências de renda (pagamentos do Bolsa Família e aumento real do salário mínimo), deve promover certo suporte ao consumo das famílias.

<sup>2</sup> Para mais detalhes: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/tributario/icms-dos-combustiveis-entenda-a-nova-aliquota-03042023>

<sup>3</sup> Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias (RNDBF), calculada pelo Banco Central. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais (código 29028).

**GRÁFICO 4. RENDA DISPONÍVEL  
R\$ BI DE FEV/23**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Depois de recuar 0,2% no quarto trimestre, na comparação com o trimestre anterior (com ajuste sazonal), espera-se que o PIB avance pontualmente no primeiro trimestre de 2023 (projeção de alta de 0,8%), influenciado pelo desempenho recorde da produção agrícola. Nos trimestres subsequentes, a expectativa é de crescimento próximo de zero, reflexo da política monetária contracionista e da desaceleração do crescimento mundial, que devem prevalecer sobre os efeitos das medidas expansionistas da política fiscal.

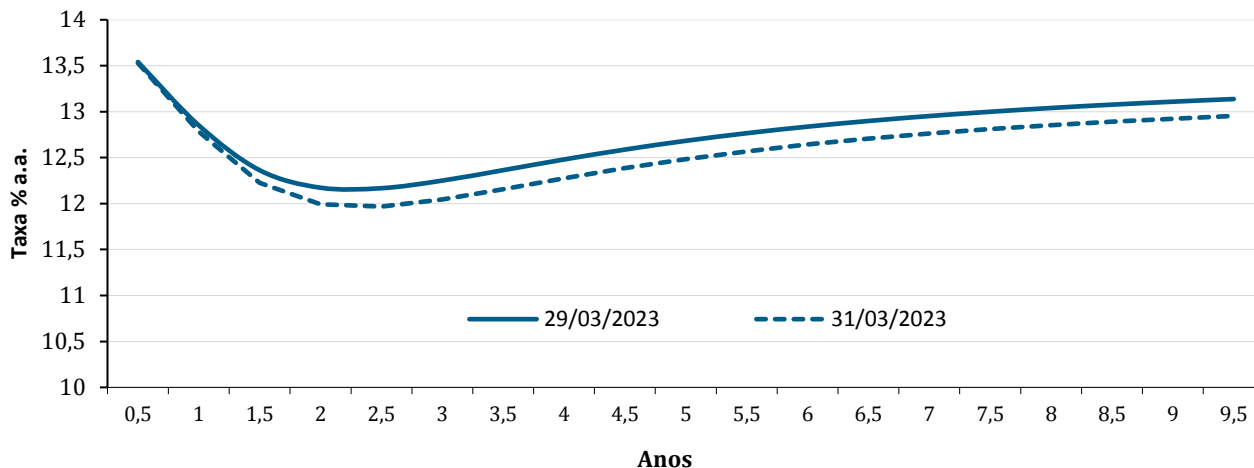
**O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central manteve a taxa básica de juros no patamar de 13,75% a.a. em março.** A ata da reunião e o Relatório Trimestral de Inflação (documentos de comunicação das decisões de política monetária) indicam que o comitê perseguirá a consolidação do processo de desinflação e de ancoragem das expectativas, inclusive elevando os juros se necessário.

**Projeções de inflação do Banco Central foram revisadas para cima.** As projeções de inflação do Copom no cenário de referência (que embute a trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus em meados de março e a taxa de câmbio partindo de R\$/US\$ 5,25) aumentaram para 5,8% em 2023 e 3,6% em 2024, acima da avaliação apresentada em fevereiro (5,6% e 3,4%), refletindo, principalmente, o aumento das expectativas de inflação da pesquisa Focus (utilizadas nos modelos de previsão do Banco Central).

**Balanco de riscos.** Segundo o Banco Central, a incerteza ao redor de suas projeções é maior do que o usual. Entre os riscos de alta, menciona (i) a maior persistência das pressões inflacionárias globais, (ii) a incerteza sobre o arcabouço fiscal do país e os impactos sobre a trajetória da dívida pública e (iii) uma desancoragem mais duradoura das expectativas de inflação, principalmente nos prazos mais longos. Entre os riscos de baixa, destaca (i) a queda adicional nos preços das commodities em moeda local, (ii) uma desaceleração da atividade econômica global mais expressiva do que a projetada, devida às condições adversas no sistema financeiro global e (iii) uma desaceleração, nas concessões domésticas de crédito, mais acentuada do que seria compatível com o estágio da política monetária.

**Apresentação da nova regra teve reação inicial positiva.** A recomposição parcial das alíquotas de PIS/Cofins sobre combustíveis e a apresentação da nova regra fiscal que substitui o teto de gastos – combinando metas de resultado primário e limites para o crescimento das despesas – são sinalizações no sentido de diminuir as incertezas sobre a política fiscal. A reação inicial ao anúncio da nova regra, nesse sentido, observando-se, por exemplo, o movimento da curva futura de juros (Gráfico 5), foi positiva. O Banco Central afirmou na ata da reunião de março que seguirá acompanhando a tramitação da nova regra no Congresso, e o conseqüente impacto nas projeções da dívida pública e nas expectativas de inflação.

**GRÁFICO 5. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL**



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.

A análise da ata da reunião de março e do Relatório Trimestral de Inflação sugere que há pouca margem para o início de redução da taxa de juros no curtíssimo prazo, parecendo mais provável que o ciclo comece no segundo semestre do ano. Apesar de ter incluído novos elementos baixistas no balanço de riscos para a inflação (condições adversas no sistema financeiro global e desaceleração na concessão doméstica de crédito), o Banco Central segue preocupado com a evolução da conjuntura fiscal e a deterioração das expectativas de inflação. Por ora, mantemos a projeção para a taxa Selic em 13,00% a.a. ao final de 2023 e 10,00% a.a. em 2024.

A Tabela 2 resume as projeções da IFI para as principais variáveis econômicas em 2023 e 2024.

**TABELA 2. PROJEÇÕES – VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS**

Projeções – variáveis macroeconômicas	2021	2022	2023	2024
PIB nominal (R\$ bilhões)	8.899	9.915	10.511	11.210
PIB nominal (% variação média anual)	16,9	11,4	6,0	6,6
PIB real (% variação média anual)	5,0	2,9	0,9	1,4
Deflator do PIB (% variação média anual)	11,4	8,3	5,1	5,1
IPCA (% variação média anual)	8,3	9,3	4,9	4,7
IPCA (% variação ano contra ano em dezembro)	10,1	5,8	5,7	4,0
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	13,2	9,3	9,5	9,6
Taxa de câmbio (R\$/US\$ final de período)	5,58	5,22	5,25	5,33
Selic (% final de período)	9,25	13,75	13,00	10,00

Fonte: IBGE e Banco Central. Projeções: IFI.