



ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Volume 26 | Número 3 | Setembro 2024



Relatório de Inflação

Volume 26 | Número 3 | Setembro 2024

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação | Brasília | v. 26 | nº 3 | set. | 2024 | p. 1-69

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Os textos, os quadros estatísticos e os gráficos são de responsabilidade dos componentes nomeados a seguir:

- **Departamento Econômico (Depec)**
(E-mail: depec@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**
(E-mail: depep@bcb.gov.br);
- **Departamento de Assuntos Internacionais (Derin)**
(E-mail: derin@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estatísticas (DSTAT)**
(E-mail: dstat@bcb.gov.br).

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 26, nº 3.

Convenções estatísticas

- ... dados desconhecidos.
- dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
- 0 ou 0,0 menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
- * dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-1975) indica o total de anos, incluindo-se o primeiro e o último.

A barra (/) entre anos (1970/1975) indica a média anual dos anos assinalados, incluindo-se o primeiro e o último, ou, se especificado no texto, o ano-safra ou o ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamento.

Não é citada a fonte dos quadros e dos gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Atendimento ao Cidadão

Banco Central do Brasil
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo
70074-900 Brasília – DF
Telefone: 145 (custo de ligação local)
Internet: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/faleconosco>>

Institucionalidade da Política Monetária no Brasil

Arcabouço institucional

A condução da política monetária do Banco Central do Brasil (BC) segue o seguinte arcabouço institucional:

- i. **Objetivos do BC:** O BC tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o BC também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego ([Lei Complementar 179, de 24/2/2021](#)).
- ii. **Regime de metas para a inflação:** O cumprimento do objetivo de assegurar a estabilidade de preços se dá por meio do regime de metas para a inflação. Por esse arcabouço, o Conselho Monetário Nacional (CMN) fixa uma meta para a inflação e um intervalo de tolerância e o BC deve executar as políticas necessárias ao cumprimento da meta.
 - No período de 1999 a 2024, a meta se refere à inflação do ano-calendário. Se a inflação do ano se situar fora do intervalo de tolerância, o presidente do BC tem de divulgar carta aberta ao Ministro da Fazenda, contendo descrição detalhada das causas do descumprimento; providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito ([Decreto 3.088, de 21/6/1999](#)).
 - A partir de janeiro de 2025, a meta se refere à inflação acumulada em doze meses, apurada mês a mês, também conhecida por “meta contínua”. Assim, a verificação ocorre todo mês, não ficando mais restrito ao mês de dezembro de cada ano. Se a inflação ficar fora do intervalo de tolerância por seis meses consecutivos, é considerado descumprimento da meta. Nesse caso, o BC tem de divulgar publicamente as razões do descumprimento por meio de nota no Relatório de Política Monetária e carta aberta ao Ministro da Fazenda com o mesmo conteúdo estabelecido no item anterior. Uma nova comunicação será feita somente no caso de a inflação não retornar ao intervalo de tolerância da meta dentro do prazo estipulado ou se o BC julgar necessário atualizar as medidas ou o prazo esperado para o retorno da inflação ao intervalo de tolerância ([Decreto 12.079, de 26/6/2024](#)).
- iii. **Meta e intervalo de tolerância:** A meta para a inflação fixada pelo CMN para 2024 e a partir de janeiro de 2025 é 3,00%, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), com intervalo de tolerância de menos e mais 1,50 p.p., isto é, de 1,50% a 4,50% ([Resolução CMN 5.141, de 26/6/2024](#)).

Comitê de Política Monetária – Copom

O Copom é o órgão do BC, formado pelo seu Presidente e diretores, que define, a cada 45 dias, a taxa básica de juros da economia – a Selic. O Comitê utiliza um amplo conjunto de informações na sua tomada de decisão. São realizadas apresentações técnicas do corpo funcional do BC sobre a evolução e perspectivas das economias brasileira e mundial, das condições de liquidez e do comportamento dos mercados. A decisão é tomada com base na avaliação do cenário macroeconômico e os principais riscos a ele associados, visando com que a inflação se situe em linha com a meta definida pelo CMN.

A transparência e a prestação de contas são elementos fundamentais na condução da política monetária. Os principais documentos de política monetária são:

- i. **Comunicado:** publicado imediatamente após o término da reunião, a partir das 18h30, contém a decisão do Comitê, os principais elementos de seu embasamento e os votos de cada membro.
- ii. **Ata:** publicada quatro dias úteis depois da reunião, contém maior detalhamento das análises e discussões.
- iii. **Relatório de Inflação:** publicado no fim de cada trimestre civil, traz detalhamento da evolução recente e das perspectivas da economia, com ênfase nas perspectivas para a inflação. A partir de 2025, esse relatório passará a ser denominado Relatório de Política Monetária.

Para mais detalhes, ver [Política monetária \(bcb.gov.br\)](#).



Sumário

Institucionalidade da Política Monetária no Brasil	3
Sumário executivo	6
Conjuntura econômica	8
1.1 Cenário externo	8
1.2 Conjuntura interna	14
Atividade econômica	14
Mercado de trabalho	20
Crédito	22
Fiscal	26
Contas externas	28
Preços	31
Perspectivas para a inflação	50
2.1 Revisões e projeções de curto prazo	50
2.2 Projeções condicionais	51
Determinantes da inflação e condicionamentos	51
Projeções de inflação	55
2.3 Balanço de riscos	57
2.4 Condução da política monetária	58
Apêndice metodológico	59
Boxes	
Projeções para a evolução do PIB em 2024 e 2025	37
Indicadores complementares de mercado de trabalho	40
Projeção para a evolução do crédito em 2024 e 2025	46
Projeções para as contas externas de 2024 e 2025	47
Governança para a comunicação do horizonte de projeções de inflação	61
Apêndice	64



Sumário executivo

O ambiente externo permanece desafiador, exigindo cautela por parte de países emergentes. A inflexão do ciclo econômico nos Estados Unidos da América (EUA) suscita maiores dúvidas sobre os ritmos de desaceleração da atividade econômica, da desinflação e, consequentemente, sobre a postura do Federal Reserve (Fed). Os bancos centrais das principais economias permanecem determinados em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas em um ambiente marcado por pressões nos mercados de trabalho.

No cenário doméstico, a atividade econômica continuou se expandindo em ritmo forte e o mercado de trabalho se mantém aquecido. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 1,4% no segundo trimestre, mais uma vez superando as expectativas, com destaque para o desempenho do consumo das famílias, dos investimentos e dos setores mais cíclicos. Em parte, a surpresa reflete impacto menor que o previsto das enchentes no Rio Grande do Sul. O ritmo de queda da taxa de desocupação também tem surpreendido sucessivamente. A taxa observada no trimestre encerrado em julho, de 6,9%, é muito próxima ao menor valor da série histórica. Diversos indicadores corroboram a avaliação de que o mercado de trabalho está aquecido.

A inflação acumulada em doze meses voltou a subir, assim como as expectativas de inflação de curto e médio prazo. A inflação acumulada em doze meses, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), aumentou de 3,93% em maio para 4,24% em agosto e os núcleos de inflação também aumentaram. As expectativas de inflação da pesquisa Focus para 2024 e 2025 se deterioraram novamente, enquanto as de prazo mais longo ficaram estáveis, acima da meta.

Nas projeções do cenário de referência, a inflação, depois de subir no segundo e terceiro trimestres de 2024, retoma trajetória de declínio, mas ainda permanece acima da meta. Nesse cenário, a inflação acumulada em quatro trimestres, depois de ter terminado 2023 em 4,6%, cai para 4,3% em 2024, 3,7% em 2025 e 3,3% em 2026, diante de meta de 3,00%. No atual horizonte relevante de política monetária, correspondendo ao primeiro trimestre de 2026, a inflação projetada é de 3,5%. As projeções de inflação representam a visão do Comitê de Política Monetária (Copom) e são condicionais em um conjunto de variáveis, como as trajetórias da taxa Selic oriunda da pesquisa Focus e da taxa de câmbio baseada na teoria da Paridade do Poder de Compra (PPC). Neste Relatório, utiliza-se o conjunto de informações disponíveis até a 265ª reunião do Copom, realizada em 17 e 18.9.2024.

Na comparação com o Relatório anterior, as projeções de inflação subiram em todo o horizonte apresentado, aumentando assim o distanciamento em relação à meta. A projeção para o primeiro trimestre de 2026 aumentou 0,2 p.p. em relação ao Relatório anterior. O aumento da projeção de inflação no horizonte relevante resultou principalmente da atividade econômica mais forte que o esperado, que levou a uma elevação no hiato do produto estimado, da depreciação cambial e do aumento das expectativas de inflação. Esses fatores mais do que compensaram os efeitos da queda do preço do petróleo e da subida da taxa de juros real.

Em sua reunião mais recente (265ª reunião), o Copom comunicou:

O cenário, marcado por resiliência na atividade, pressões no mercado de trabalho, hiato do produto positivo, elevação das projeções de inflação e expectativas desancoradas, demanda uma política monetária mais contracionista. Considerando a evolução do processo de desinflação, os cenários avaliados, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 0,25 ponto percentual, para 10,75% a.a., e entende que essa decisão é compatível com a estratégia de

convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

O ritmo de ajustes futuros na taxa de juros e a magnitude total do ciclo ora iniciado serão ditados pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta e dependerão da evolução da dinâmica da inflação, em especial dos componentes mais sensíveis à atividade econômica e à política monetária, das projeções de inflação, das expectativas de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos.

1

Conjuntura econômica

Este capítulo do Relatório de Inflação (RI) analisa a evolução recente da conjuntura econômica, considerando o cenário internacional e doméstico, bem como as perspectivas para a economia do país nos próximos trimestres. A avaliação do cenário internacional aborda as principais economias avançadas e emergentes, com ênfase em aspectos que tendem a exercer influências sobre a economia brasileira, em especial, os indicadores de inflação e de atividade. A análise da conjuntura doméstica abrange a evolução recente da atividade econômica, dos mercados de trabalho e de crédito, das contas públicas e externas do país e, por fim, da inflação.

1.1 Cenário externo

O ambiente externo ainda se caracteriza pela resiliência da atividade e pela continuidade gradual do processo de desinflação. A dissipação da alta dos núcleos segue incompleta e perde impulso enquanto se aproxima dos níveis compatíveis com as respectivas metas. O ritmo da normalização da inflação continua dependendo da velocidade em que se ajustam as divergências setoriais e regionais observadas após os choques nos últimos anos. O bom desempenho dos mercados de trabalho explica a persistência dos núcleos, em especial do componente de serviços. As duas maiores economias recuperaram-se do período da pandemia, mas com desequilíbrios.

As expectativas de inflação para prazos mais longos recuaram nas economias avançadas, embora o núcleo de inflação ainda se encontre em níveis elevados e acima da meta em muitas economias. Há ainda mais dispersão para economias emergentes, com elevação nas expectativas em vários países, em especial para 2024, e diferenças na dinâmica de suas moedas. Portanto, este canal de transmissão segue bem relevante. Por exemplo, mudanças nas expectativas da política monetária em economias relevantes levaram ao desmonte de posições de consenso e a surtos de volatilidade. Contudo, necessidades de assistência e apertos de liquidez não foram significativos desta vez como foram em episódios anteriores.

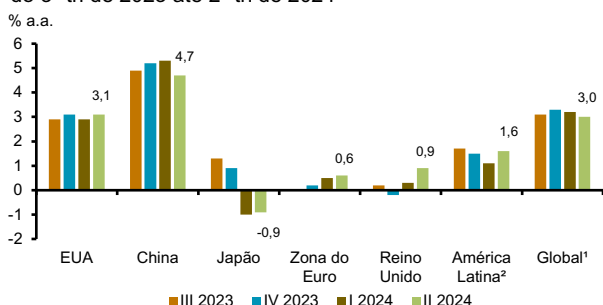
As expectativas de inflação projetam velocidades diferentes de desinflação entre países, o que ajuda a explicar trajetórias prospectivas de política monetária também diferentes. O recuo nos preços de algumas *commodities* importantes, devido principalmente às condições favoráveis de oferta, mas também, em menor grau, a incertezas sobre a demanda, é um fator que pode contribuir com uma dinâmica mais benigna da inflação nos próximos meses. Contudo, a calibragem da resposta de política monetária e do impulso de política fiscal são fatores mais potentes para determinar a dinâmica prospectiva dos núcleos de inflação. Observa-se uma redução no apetite ao risco pelos ativos de economias emergentes, enquanto a incerteza sobre a condução de política monetária aumenta para essas e se reduz para as economias avançadas.

Grande parte dos bancos centrais das economias avançadas começaram a diminuir a instância restritiva da política monetária. Ao formalizar suas decisões, comunicam que o processo de desinflação, embora lento, segue avançando; que as taxas de juros se encontram em níveis contracionistas há um período longo; e que sinais de maior equilíbrio entre oferta e demanda no mercado de trabalho começam a aparecer. Muitos afirmam mais credibilidade na convergência, e todos continuam reafirmando seus compromissos em promover a convergência das taxas de inflação e a necessidade de manter as taxas de juros em patamares

ainda restritivos, assegurando a conclusão da etapa final do processo de desinflação; enquanto alguns indicam que o balanço de riscos gradualmente inclina-se, visando também preservar o nível equilibrado de emprego. O Federal Reserve (Fed) afirmou explicitamente balanço de risco simétrico para seu mandato dual no comunicado de 18 de setembro.

A atividade global continua demonstrando resiliência ante a instância de política monetária restritiva, apesar das perspectivas de desaceleração. Essa característica manifesta-se em crescimento global moderado, enquanto o balanceamento entre demanda e oferta progride para um novo nível de equilíbrio. Esse reequilíbrio segue transcorrendo suavemente, pois ainda encontra sustentação em um mercado de trabalho ainda aquecido, no consumo das famílias e em ganhos reais de renda. O setor de serviços segue como destaque de crescimento, refletindo as mudanças no perfil do consumo das famílias e os mercados de trabalho robustos. O comércio internacional e a manufatura seguem com dificuldades de crescimento mais sustentável, não obstante ambos terem melhorado levemente no terceiro trimestre de 2024. Impactos associados à continuação do conflito na Europa e no Oriente Médio continuam reduzindo-se. Entretanto, tensões geopolíticas ensejam diversificação ou realocação menos eficiente, comprometendo as cadeias produtivas globais, arriscando atenuar a contribuição relativamente favorável do componente de bens nos índices de inflação.

Gráfico 1.1.1 – Crescimento do PIB
do 3º tri de 2023 até 2º tri de 2024

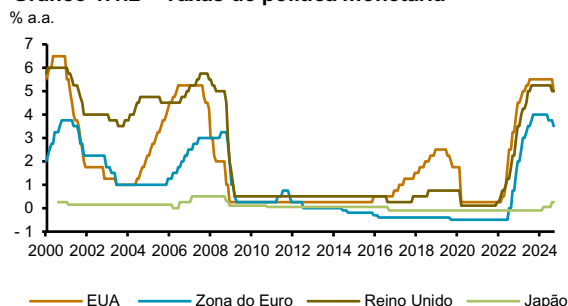


Fontes: Bloomberg, BC

1/ calculado conforme descrito no Boxe "Modelo de projeções e análise macroeconômica da economia global" do RI de set/22.

2/ Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

Gráfico 1.1.2 – Taxas de política monetária¹



Fonte: Bloomberg

1/ Até 18 de setembro.

A atividade econômica dos Estados Unidos da América (EUA) mantém sinais de solidez, apesar das perspectivas de desaceleração. No segundo trimestre, o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 3,0% T/T anualizado, com sustentação do consumo das famílias, beneficiado pela disponibilidade de renda do trabalho e da posição de liquidez das famílias. O investimento fixo tem demonstrado desempenho moderado, com crescimento de gastos não-residenciais, apesar dos efeitos das taxas de juros historicamente elevadas. A persistência de indicadores de confiança em níveis baixos, a baixa taxa de poupança das famílias, conjugada com condições restritivas de crédito, e o ambiente econômico ainda incerto reforçam as perspectivas de moderação da atividade americana nos próximos trimestres.

O mercado de trabalho apresentou moderação mais acentuada nos últimos meses, com sinais mais evidentes de rebalanceamento entre oferta e demanda, embora ainda permaneçam sinais de aperto. A geração de empregos tem sido mais amena nos últimos meses (média de 116 mil contratações entre julho e agosto), em comparação com a média do primeiro semestre (207 mil/mês) e com o ano anterior (251 mil/mês). A taxa de desemprego tem se elevado desde o início de 2023, alcançando 4,2% em agosto de 2024, nível ainda historicamente baixo e inferior à estimativa oficial para taxa não cíclica¹ (4,4%). As vagas de emprego em aberto têm declinado de forma mais intensa, próxima aos auge dos últimos ciclos, sugerindo redução dos desbalanceamentos entre oferta e demanda de trabalhadores. A taxa de participação tem se mantido estável, após recuperação nos últimos anos, em níveis inferiores aos de 2019. Os salários nominais continuam crescendo a taxas altas, embora demonstrem tendência de desaceleração gradual e a inflação ainda elevada mitigue seus efeitos sobre os salários reais (3,8% a.a. em termos nominais e 1,3% a.a. em termos reais em agosto²).

1/ Valor estimado pelo CBO (Congressional Budget Office).

2/ Valor referente ao indicador "Average Hourly Earnings".

A inflação americana mantém a perspectiva de desaceleração com aumento da confiança sobre sua convergência à meta nos últimos meses. A taxa do mês de agosto³ registrou alta de 2,5% a.a. O núcleo de inflação tem demonstrado maior persistência, registrando avanço de 3,2% em agosto, embora os dados dos últimos meses tenham evidenciado dinâmica mais favorável de desinflação em itens relacionados a moradias, tradicionalmente mais rígidos, e de outros componentes de serviços, influenciados de forma mais intensa pela dinâmica dos salários e de aperto do mercado de trabalho. As perspectivas são de que a inflação recue gradualmente e convirja para a meta em meados de 2026, refletindo o efeito acumulado das ações de política monetária e a desaceleração da atividade econômica.

O Federal Reserve expressou na última reunião de política monetária maior confiança na trajetória de convergência da inflação à meta e um maior equilíbrio entre os objetivos de seu duplo mandato. A taxa dos *Fed Funds* foi reduzida na última reunião, de setembro, em 0,50 pontos percentuais, para o intervalo entre 4,75% e 5,0%. Ainda, o Fed reafirmou a necessidade de reavaliar a política monetária de acordo com o fluxo de dados recebidos. A estratégia de redução de seu balanço, iniciada em maio/2022 e revisada em maio/2024, tem se mantido sem alterações.

O PIB da Zona do Euro registrou crescimento de 0,2% T/T no segundo trimestre de 2024, ante 0,3% T/T no período anterior. A maior contribuição veio do setor externo (+0,5 p.p.). A formação bruta de capital fixo contraiu 2,2% (contribuição de -0,5 p.p.). Entre as cinco maiores economias, Holanda e Espanha registraram crescimento mais elevado (1,0% T/T e 0,8% T/T, respectivamente). França e Itália cresceram à mesma taxa do bloco, de 0,2% T/T. A Alemanha registrou queda de 0,1% T/T. No Reino Unido, apesar da queda das exportações e das importações, o crescimento dos gastos do governo e das famílias, bem como da formação bruta de capital fixo, propiciaram um crescimento do PIB de 0,6% T/T no segundo trimestre (ante 0,7% T/T no período anterior). Com isso, a economia britânica, volta a uma dinâmica de crescimento mais próxima daquela da área do euro.

A inflação⁴ da Zona do Euro desacelerou em 2024, mas permanece acima da meta de 2,0% a.a. A prévia de agosto indica variação geral dos preços de 2,2%. A inflação subjacente mantém-se mais elevada, com o núcleo ex-energia, alimentos, álcool e tabaco registrando variação de 2,8% e a inflação de serviços registrando 4,2% (acima dos 4,0% no fechamento do ano anterior). A desaceleração ocorreu em todas as principais economias do bloco. No Reino Unido, após ceder para 2,0% a.a. em maio e junho, a inflação⁵ voltou a subir, em função do efeito base dos preços de energia, registrando 2,2% em julho. A inflação de serviços registrou 5,2% (ante 6,4% em dez/23).

A taxa de depósito do Banco Central Europeu (BCE), que havia alcançado o nível recorde de 4,0% em set/23, está atualmente em 3,5%. Face ao processo desinflacionário na Zona do Euro e com as expectativas de inflação no longo prazo ancoradas, o BCE efetuou cortes de 25 pbs nas reuniões de junho e setembro. Apesar da relativa estabilidade na maioria das medidas de inflação, com o impacto do crescimento dos salários sendo parcialmente absorvido pelos lucros das empresas, o BCE ressaltou que persistem pressões inflacionárias internas, especialmente no setor de serviços. No Reino Unido, 12 meses após os juros terem alcançado o elevado patamar de 5,25%, o Banco da Inglaterra (BoE) anunciou, no início de agosto, a redução da taxa básica para 5,0% e que seguirá monitorando os riscos inflacionários reunião a reunião.

Na China, a atividade econômica se apresenta em desaceleração, bastante impactada pelos efeitos diretos e indiretos da crise no setor de incorporação imobiliária. O crescimento do PIB se reduziu para 5,0% no segundo trimestre, após 5,3% no trimestre anterior, na comparação interanual. O número superou as expectativas de analistas, que estimavam uma desaceleração mais acentuada. Pela ótica da demanda, a desaceleração se deveu majoritariamente ao menor crescimento do consumo, enquanto o impulso no investimento amenizou a desaceleração da demanda agregada. Pela ótica da oferta, a desaceleração da atividade foi observada tanto no setor secundário (-0,4 p.p. na variação interanual), quanto no setor terciário

3/ Valor referente ao deflator do CPI (Consumer Price Index).

4/ Valor referente ao HICP (Preços ao Consumidor Harmonizado)

5/ Variação de preços medida pelo CPI

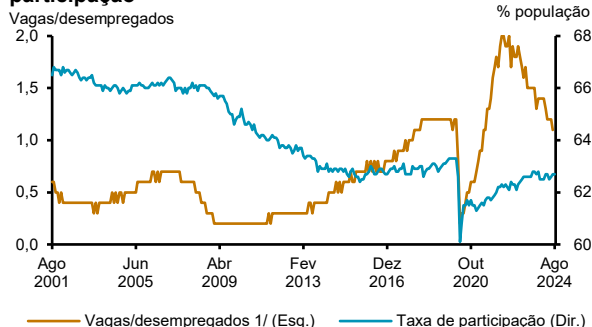
(-0,8 p.p.). O ajuste estrutural no setor de incorporação imobiliária prosseguiu, com contração de 4,6% no valor adicionado no segundo trimestre, após 5,4% no primeiro.

O crescimento econômico deve apresentar desaceleração no terceiro trimestre. Indicadores mensais divulgados pelo *National Bureau of Statistics* (NBS), referentes a julho e agosto, sugerem que a produção industrial e o investimento em ativo fixo perderam impulso. O investimento em ativo fixo acumulado no ano por parte das empresas de incorporação imobiliária, em particular, apresenta queda de 10,2% em comparação com o mesmo período do ano passado. As vendas no varejo prosseguem em expansão, porém com tendência de desaceleração. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego se elevou entre junho e agosto. As exportações aceleraram nos últimos meses, mostrando resiliência ante restrições externas aos produtos chineses, porém as importações apresentam trajetória irregular, refletindo a fraqueza da demanda interna.

O Partido Comunista da China promoveu seu Terceiro Pleno e estabeleceu as diretrizes de política econômica para os próximos cinco anos. A política econômica deve se orientar para: (1) construir uma economia de mercado socialista de alto nível e criar forças produtivas de nova qualidade, com maior abertura ao setor externo; (2) ajustar a política fiscal para equilibrar as fontes de receita e as necessidades de despesa dos governos locais; (3) promover o bem-estar social, por meio do emprego, da previdência e do aumento da renda do trabalho. Adicionalmente, o banco central anunciou ajustes na condução da política monetária, tornando-a mais eficiente e mais alinhada com a prática internacional.

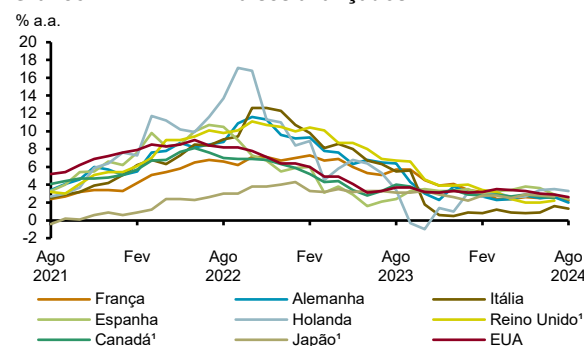
As economias emergentes registraram, em geral, crescimento interanual do produto no segundo trimestre de 2024, mas riscos relevantes ainda persistem. Na América Latina, a Argentina, dentre as maiores economias da região, voltou a apresentar queda no PIB na mesma base de comparação, embora o Chile tenha registrado contração na margem. Diferentes medidas de condições financeiras, relevantes para as economias emergentes, mostraram comportamentos variados durante o terceiro trimestre, como por exemplo o VIX⁶, que teve elevação no período, mostrando um pico de volatilidade durante o mês de agosto, enquanto os juros americanos, tanto de médio quanto de longo prazo, tiveram queda. As bolsas de valores apresentam grande variedade de desempenho entre as economias emergentes, refletindo as condições financeiras globais, os movimentos nos preços de *commodities* e fatores idiossincráticos. Da mesma forma, as moedas destas economias tiveram movimentos diversos durante o terceiro trimestre, com as dos países asiáticos e do leste europeu experimentando, em geral, apreciação em relação ao dólar americano e as dos países latino-americanos, depreciação. Os riscos para as economias emergentes permanecem significativos e relacionados às incertezas quanto ao ritmo de flexibilização da taxa básica de juros americana, ao desempenho da economia chinesa e a fatores geopolíticos e seus impactos nos preços das matérias-primas.

Gráfico 1.1.3 – EUA – Ofertas de emprego e taxa de participação



Fonte: Bloomberg
1/ Até jul/2024.

Gráfico 1.1.4 – IPC – Países avançados



Fonte: Bloomberg
1/ Até julho/2024.

As expectativas mostram inflação acima da meta no final de 2024 em várias economias emergentes e taxas de juros mais próximas das taxas terminais. As taxas de inflação continuaram em níveis e trajetórias distintas, mas com pressões renovadas, em geral, nos grupos de alimentos e bebidas e, em menor grau, energia. Também as expectativas de inflação evoluíram de forma diferente desde o último relatório de

6/ Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX).

inflação, com algumas economias da América Latina experimentando piora nas expectativas para o final de 2024 e 2025, e as da Ásia, em geral, melhora ou estabilidade. As pesquisas junto a analistas de mercado, mostram menor diferença entre as taxas básicas vigentes e as esperadas para o final de 2025, evidenciando maior proximidade do fim do ciclo de cortes em vários países. Na América Latina, os rumos das políticas seguiram divergentes, com as expectativas de cortes de juros mais relevantes concentradas na Colômbia e no México.

Os preços de *commodities* energéticas apresentaram dinâmicas mistas, sobretudo após o alívio nos preços de petróleo, em função da maior incerteza sobre a demanda ante ao já anunciado aumento de oferta da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados (Opep+). Por outro lado, o gás natural experimentou alta em meio a preocupações sobre a continuidade da oferta, em que pesem os elevados níveis de estoque na Europa. O petróleo foi impactado negativamente pela percepção de excesso de oferta ante constantes revisões para baixo na demanda para 2024 com dados econômicos mais fracos, sobretudo da China. Do lado da oferta, a decisão da OPEP+ de aumentar a produção a partir de setembro de 2024, elevou a percepção de excesso de oferta no mercado, o que, somado ao forte crescimento da oferta não OPEP, acabaram se refletindo em forte recuo nos preços. Diante dessa fraqueza nos preços, no início de setembro, a OPEP+ decidiu estender os cortes atuais por mais dois meses. O preço do gás natural se elevou no período com a continuidade das preocupações sobre a possível retirada da oferta russa remanescente, bem como das manutenções não planejadas e da proximidade do inverno, o que aumenta a competição internacional pelo produto. Apesar disso, a recomposição de estoques no perímetro europeu alcançou a meta antes do esperado e está em linha com níveis confortáveis, o que impediu maiores altas no período.

Nas *commodities* metálicas, preocupações com o crescimento global, especialmente na China, acabaram levando a um recuo geral nos preços, particularmente do minério de ferro, diretamente relacionado ao setor imobiliário chinês. Cobre e outras *commodities* metálicas também experimentaram queda dos preços, em que pese o aperto na oferta, as dificuldades logísticas e a expectativa de demanda elevada em função do papel na transição energética.

No complexo de *commodities* agrícolas houve recuo nos preços. As influências positivas advindas do clima contribuíram para melhores projeções na oferta de soja, milho e trigo. Por outro lado, mais recentemente, a piora marginal das perspectivas climáticas, pressionou um pouco o preço do trigo na Europa, em função de menor oferta, particularmente na França e Alemanha, e da soja nos EUA onde o clima mais quente e seco trouxe riscos para a safra 2024/25. Adicionalmente, o café tem sido impactado pela percepção de um mercado mais restrito em meio a persistência da seca nas regiões produtoras brasileiras, o que diminui potencialmente a produtividade da safra da *commodity* para 2024/25.

Gráfico 1.1.5 – Núcleo do IPC – Países avançados¹

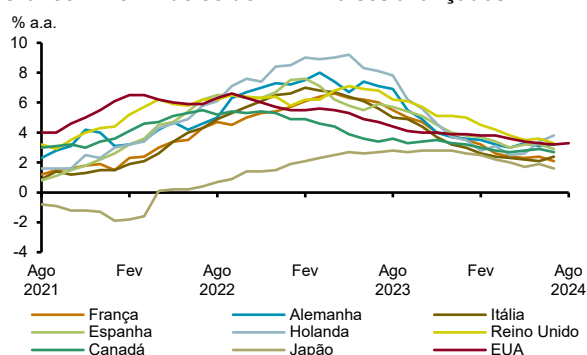


Gráfico 1.1.6 – IPC – Países emergentes

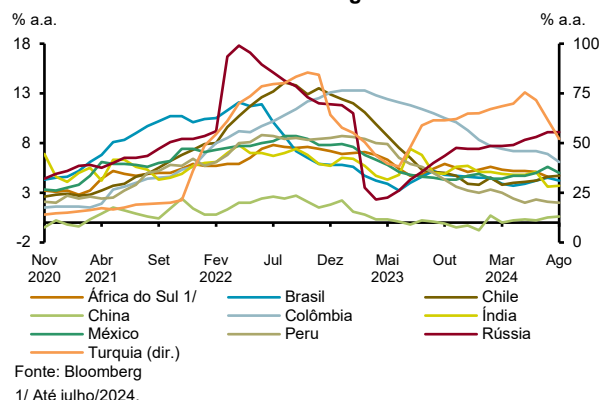
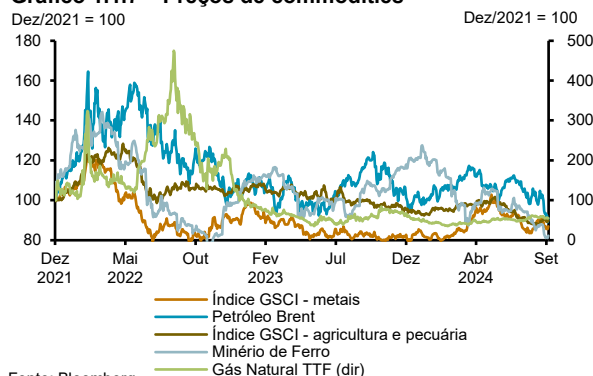


Gráfico 1.1.7 – Preços de commodities¹

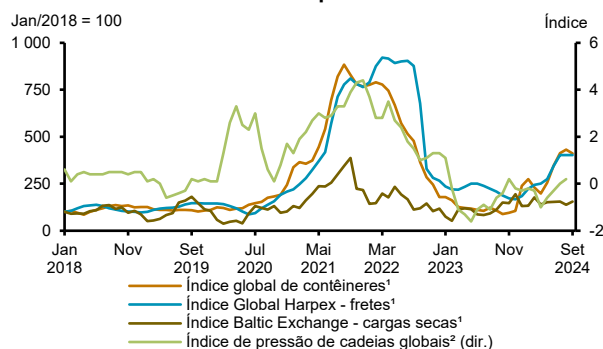


Fonte: Bloomberg
1/ Até 11 de setembro.

Apesar da resiliência da atividade e da continuidade gradual do processo de desinflação, vários riscos persistem no cenário. Com relação à atividade, os principais riscos são os efeitos defasados do aperto monetário já realizado nas economias avançadas, a estabilização das taxas de juros em nível mais elevado que o antecipado, a propagação dos efeitos de ambos sobre economias emergentes, divergências na sustentabilidade do crescimento e na capacidade de financiamento externo entre estas economias, a desaceleração mais acentuada no crescimento da China, a adoção de políticas comerciais ou industriais protecionistas, com impactos adversos sobre as cadeias globais ou que reduziram o volume de comércio internacional, e a piora na percepção prospectiva da dinâmica fiscal nos EUA e na China. Com relação à dinâmica dos preços, os principais riscos estão relacionados a eventuais pressões altistas no preço de *commodities* relevantes, de uma escalada dos conflitos geopolíticos ou da ocorrência de fenômenos climáticos, como os associados à transição de *el Niño* para *la Niña* em 2024, embora tais riscos tenham diminuído no último trimestre. Além disso, uma maior resiliência dos preços dos aluguéis e salários dificulta o arrefecimento da inflação de serviços. No sentido contrário, os principais riscos de queda para a inflação são um reequilíbrio mais rápido entre oferta e demanda no mercado de trabalho ou uma desaceleração mais pronunciada da atividade econômica, em especial devido ao reequilíbrio das taxas de juros nas economias avançadas em nível mais elevado que a média observadas em décadas anteriores, e consequentemente o custo mais elevado de financiamento global.

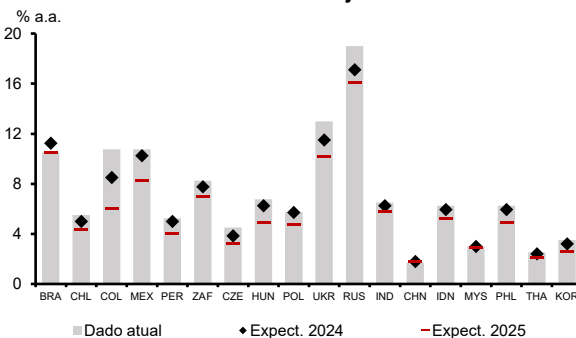
Após o primeiro semestre de 2024, em que o processo de desinflação foi inconstante e desigual entre países, aumentou a confiança nas economias avançadas que este processo está mais consolidado, com sinais mais evidentes de resposta da atividade e mercado de trabalho à instância restritiva de política monetária. As perspectivas para emergentes é mais diversa e fatores idiossincráticos ganham relevância na continuidade do processo. Contudo, verifica-se alívio de muitas fontes de pressão nas cadeias globais desde 2023, embora tenha havido aumento de fretes em rotas envolvendo China e Mar Vermelho, ainda que na margem, eles tenham cedido. Por um lado, considerando-se o momento do ciclo, parte dos efeitos da elevação dos juros ao redor do mundo ainda não se materializou. Por outro lado, considera-se que os riscos relevantes relativos às tensões no Oriente Médio, à guerra na Ucrânia, e ao *El Niño*, em grande parte, já se materializaram.

Gráfico 1.1.8 – Indicadores de pressão de oferta



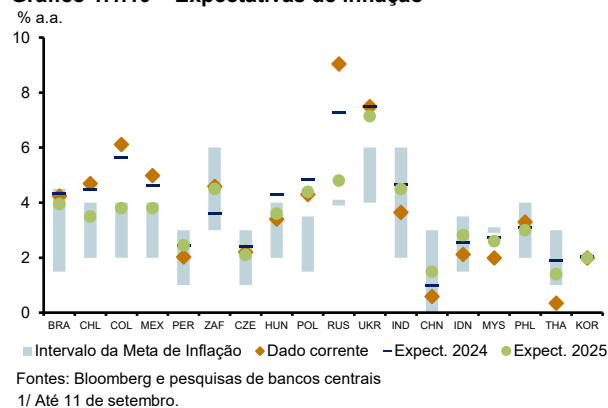
Fontes: Refinitiv, Federal Reserve (Fed)
1/ Médias mensais - Até 11 de setembro. 2/ Até agosto/2024.

Gráfico 1.1.9 – Taxas básicas de juros¹



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 11 de setembro.

Gráfico 1.1.10 – Expectativas de inflação¹



Em síntese, a persistência das pressões inflacionárias e maior moderação da atividade seguem como os principais elementos de risco para o cenário prospectivo da política monetária dos países avançados e emergentes, e para a probabilidade de materialização de um cenário de pouso suave para a economia global. O realinhamento de preços relativos, a normalização da atividade no setor de serviços e o reequilíbrio dos fundamentos nos mercados de trabalho, ainda apertados, sugerem que os núcleos de inflação podem permanecer altos por um período maior que o observado no histórico recente, não obstante o maior otimismo no trimestre corrente. Apesar dos sinais de que o processo desinflacionário continua em curso em diversos países, a inflação subjacente, refletida nas medidas dos núcleos, ainda segue em patamares elevados. O recuo no preço de algumas *commodities* importantes, alinhada à moderação da atividade, pode transmitir uma dinâmica mais benigna da inflação nos próximos meses. A avaliação de questões relativas a mudanças estruturais em preferências, a variações de produtividade, a alocação e distribuição requer tempo adicional para que evidências claras de seus efeitos sejam confirmadas em novos conjuntos de dados. Considerando que o processo de desinflação, embora lento, segue avançando, que as taxas de juros se encontram em níveis contracionistas há um período longo e que sinais de maior equilíbrio entre oferta e demanda no mercado de trabalho começam a aparecer, a maioria dos bancos centrais das principais economias começaram a diminuir a instância restritiva da política monetária, atentos à dinâmica do nível de emprego, porém mencionando que ainda é necessário mantê-la restritiva e flexível para dimensionar novos ajustes, enquanto a crença na sua conclusão consolida-se amplamente.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica

A atividade econômica brasileira segue mostrando dinamismo, levando a uma nova rodada de revisão para cima das projeções de crescimento no ano. O crescimento do PIB no segundo trimestre de 2024 foi forte e surpreendeu positivamente. Assim como no primeiro trimestre, destacaram-se as expressivas altas no consumo das famílias e nos investimentos, dois importantes componentes da demanda final, e dos setores mais cíclicos da economia (Tabela 1.2.1). Os impactos econômicos das enchentes no Rio Grande do Sul (RS) mostraram-se menores do que os esperados anteriormente, contribuindo para parte da surpresa. Apesar desse desempenho favorável, ainda se espera menor ritmo de crescimento na segunda metade do ano e ao longo de 2025. Contribuem para a desaceleração esperada a expectativa de menor estímulo fiscal, a interrupção da flexibilização monetária iniciada em 2023 e o nível já reduzido da ociosidade dos fatores de produção.

Tabela 1.2.1 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

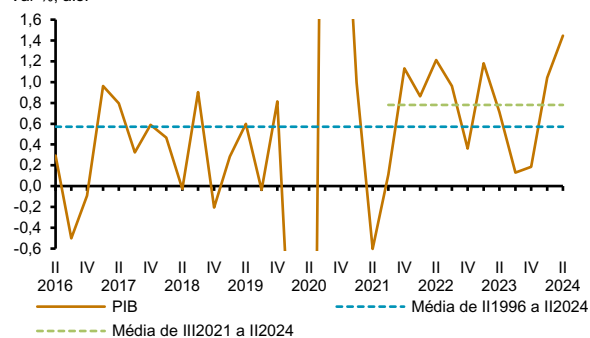
Discriminação	Variação %						
	2023				2024		
	I	II	III	IV	I	II	
PIB a preços de mercado	1,2	0,7	0,1	0,2	1,0	1,4	
Agropecuária	16,1	-2,6	-3,2	-7,8	11,1	-2,3	
Indústria	0,1	0,8	0,7	1,3	-0,1	1,8	
Extrativa	3,8	2,7	-0,2	4,1	0,3	-4,4	
Transformação	-0,8	-0,2	0,5	0,2	0,9	1,8	
Construção	-0,8	1,1	-3,4	4,1	0,0	3,5	
EGAER	1,2	0,4	3,8	3,1	-2,6	4,2	
Serviços	0,4	0,6	0,4	0,5	1,4	1,0	
Comércio	-0,1	0,5	0,5	-0,7	2,5	1,4	
Transportes	0,3	1,3	-1,0	-0,4	0,7	1,3	
Serviços de informação	-1,6	0,4	0,9	0,1	3,2	1,7	
Intermediação financeira	2,9	1,0	1,1	0,6	0,1	2,0	
Outros serviços	-0,5	1,0	0,6	1,3	1,7	0,8	
Aluguel	0,2	0,7	1,5	0,2	1,0	0,9	
APU	1,2	0,0	0,5	0,2	0,0	1,0	
Consumo das famílias	0,5	1,0	1,2	-0,3	2,5	1,3	
Consumo do governo	0,6	0,7	0,9	0,9	0,1	1,3	
FBCF	-3,4	-0,4	-1,8	1,3	3,8	2,1	
Exportação	0,9	3,2	2,9	0,0	0,4	1,4	
Importação	-7,8	6,0	0,6	0,9	4,5	7,6	

Fonte: IBGE

O crescimento da economia brasileira manteve-se robusto no segundo trimestre de 2024 e superou as expectativas, tal qual no trimestre anterior. A alta do PIB de 3,3% ante o segundo trimestre de 2023 superou amplamente as expectativas vigentes à época do Relatório anterior, quando a mediana das previsões no relatório Focus era 1,6%.⁷ Com o avanço de 1,4% em relação ao primeiro trimestre do ano, a economia brasileira registra o 12º trimestre consecutivo de expansão. Nesse período, que se seguiu ao pico da crise sanitária, o crescimento trimestral médio foi de 0,8%, superior à média de 0,6% desde 1996, quando se inicia a série (Gráfico 1.2.1). Com a alta mais recente, o PIB renova o valor mais alto da série histórica. O patamar atual supera em 9,9% o observado no quarto trimestre de 2019 e está ligeiramente acima da tendência do período pré-pandemia⁸ (Gráfico 1.2.1 e 1.2.2).

Gráfico 1.2.1 – PIB - Variação trimestral

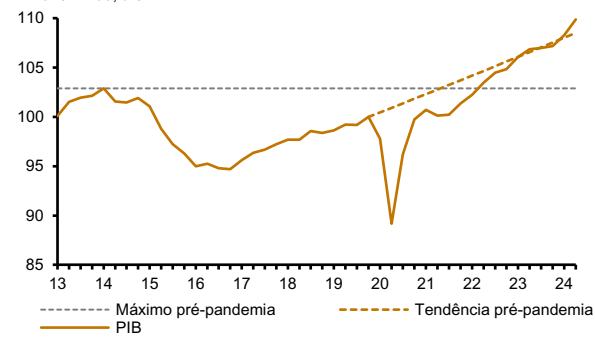
Var %, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.2 – PIB - Nível

IV 2019 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

7/ Mediana das previsões informadas nos últimos 30 dias.

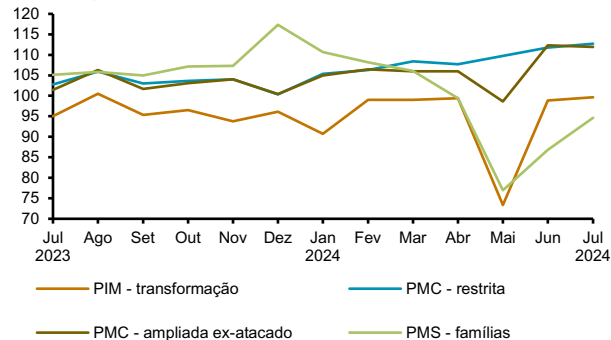
8/ A tendência pré-pandemia é definida aqui como o PIB projetado a partir do quarto trimestre de 2019 com base no crescimento médio de 2017 a 2019, que foi de aproximadamente 0,5% ao trimestre, equivalente a 1,8% anualizado. Nesse critério o PIB do segundo trimestre de 2024 está 1,2% acima da tendência.

Os impactos negativos das enchentes no RS sobre a economia local, apesar de relevantes, foram menores do que os previstos e tiveram efeito limitado sobre a atividade nacional. Segundo o Índice de Atividade Econômica Regional do BC (IBCR), a economia do RS contraiu 7,1% em maio⁹ e recuperou-se em junho com crescimento de 7,4%, culminando em uma queda de 1,9% no trimestre (Tabela 1.2.2). Esse recuo contribuiu com aproximadamente -0,1 p.p. para o resultado da atividade nacional do segundo trimestre, montante inferior ao esperado anteriormente, ajudando a explicar parte da surpresa positiva do PIB nacional. O Índice de Atividade Econômica do BC (IBC-Br) indicou que mesmo em maio, mês mais crítico do desastre climático no RS, a atividade econômica nacional não recuou. Como antecipado em boxe do Relatório anterior¹⁰, a contração no RS em maio foi heterogênea entre os setores, com maior recuo na indústria de transformação e nos serviços prestados às famílias (majoritariamente serviços de alimentação e de hospedagem). Em junho houve recuperação relevante da indústria de transformação e das vendas de bens duráveis – como móveis e eletrodomésticos, veículos e material de construção -, mas os serviços prestados às famílias continuaram substancialmente abaixo do nível de abril (Gráfico 1.2.3).

Tabela 1.2.2 – Índice de atividade do Banco Central
Dados dessazonalizados

IBCR	Peso	Variação %			
		Mai	Jun	2Tri24	Jul
Norte	6,5	0,4	0,8	0,6	0,5
Nordeste	14,4	-0,6	-0,8	0,0	-0,1
Sudeste	51,3	0,3	1,3	0,9	-0,7
Sul	17,1	-1,7	2,9	1,2	0,0
Paraná	6,5	0,9	1,5	3,3	-0,9
Santa Catarina	4,4	0,3	0,6	2,1	0,8
Rio Grande do Sul	6,2	-7,1	7,4	-1,9	0,8
Centro-Oeste	10,8	3,3	-1,0	2,1	-1,6

Gráfico 1.2.3 – Indicadores conjunturais do RS
2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Setorialmente, o crescimento do PIB no segundo trimestre foi disseminado e maior nos segmentos mais sensíveis ao ciclo econômico, assim como no trimestre anterior e em contraste com o ocorrido ao longo de 2023. No segundo trimestre, entre os três grandes setores, houve recuo apenas no primário. Apesar do crescimento disseminado da pecuária, houve queda na agricultura, como esperado a partir das projeções do crescimento anual de cada safra e da distribuição das safras ao longo do ano. No setor secundário, a indústria extrativa recuou de forma significativa, após crescimento trimestral médio de 1,8% nos oito trimestres anteriores, enquanto os outros três segmentos cresceram. Destacaram-se os desempenhos bastante positivos da indústria de transformação, que cresceu em ritmo mais alto pelo segundo trimestre seguido, e da construção. Nos serviços, a alta foi forte e disseminada entre todas as atividades, mas com destaque para atividades financeiras, serviços de informação e comércio, este último influenciado pelo bom desempenho da indústria de transformação e pela alta expressiva do consumo das famílias. Considerando a classificação discutida em edições anteriores do Relatório¹¹, o segundo trimestre de 2024, assim como o primeiro, mostrou alta maior dos setores mais sensíveis ao ciclo econômico. Esse agrupamento cresceu 1,4% e 1,6% no primeiro e no segundo trimestres desse ano, respectivamente, desempenho que contrasta com o crescimento trimestral médio de apenas 0,3% em 2023, ano em que o crescimento do PIB foi puxado pelas atividades menos cíclicas (Gráfico 1.2.4).¹²

9/ Para comparação, nos meses de março e abril de 2020, início da pandemia da Doença Coronavírus (Covid-19), a atividade econômica no Brasil e no RS acumulou queda de quase 16%, segundo o IBC-Br e o IBCR, respectivamente.

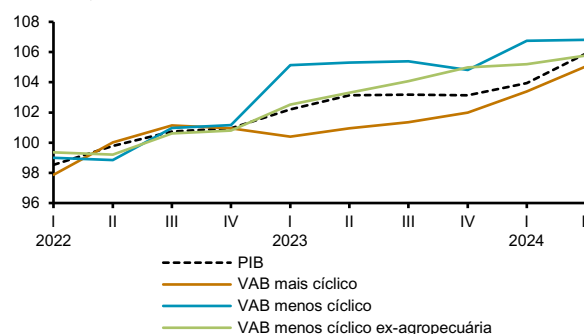
10/ Boxe [Impactos iniciais das enchentes na atividade econômica do RS](#).

11/ Classificação dos setores mais e menos sensíveis ao ciclo econômico, discutida nas quatro edições anteriores do Relatório. As atividades menos cíclicas são: agropecuária; indústria extrativa; atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados; atividades imobiliárias; e administração, defesa, saúde e educação públicas e seguridade social.

12/ Considerando ajuste sazonal indireto, pelo qual as séries que compõem o grupo são agregadas após dessazonalização.

Gráfico 1.2.4 – PIB – Componentes mais cíclicos e menos cíclicos

2022 = 100, a.s.

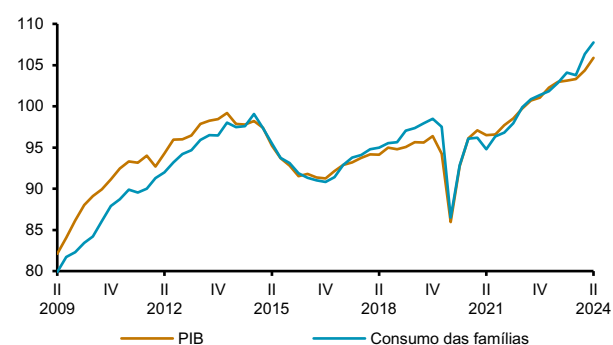


Fontes: IBGE e BC

O crescimento do consumo das famílias continua forte e, mais recentemente, também reflete a recuperação de bens duráveis. Após recuo no último trimestre de 2023, o consumo das famílias cresceu a taxas elevadas nos dois primeiros trimestres de 2024 (Gráfico 1.2.5) e a variação média nesses três trimestres, de 1,2%, ficou próxima da observada desde o terceiro trimestre de 2021, de 1,1%. No segundo trimestre, em particular, as pesquisas mensais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) sugerem expansão acentuada no consumo de bens e contração no de serviços¹³, que foi influenciada pela queda no RS. Em perspectiva mais longa, a expansão do consumo das famílias nos últimos anos foi baseada principalmente na retomada do consumo de serviços, que recuou fortemente durante a pandemia de Covid-19, e no aumento do consumo de bens mais básicos (Gráficos 1.2.6 a 1.2.8), mais relacionado ao aumento da renda das famílias, tanto a do trabalho como a de benefícios sociais.¹⁴ Desde o final de 2023, os dados do comércio (Gráfico 1.2.7) e da produção industrial (Gráfico 1.2.8) indicam que o consumo de bens duráveis, mais sensível às taxas de juros e ao crédito, também tem aumentado.¹⁵

Gráfico 1.2.5 – PIB e consumo das famílias

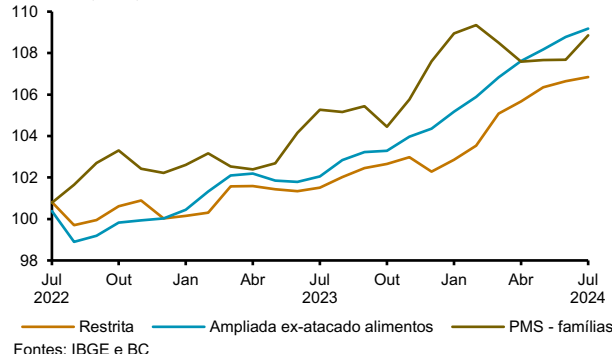
2022 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.6 – PMC e PMS

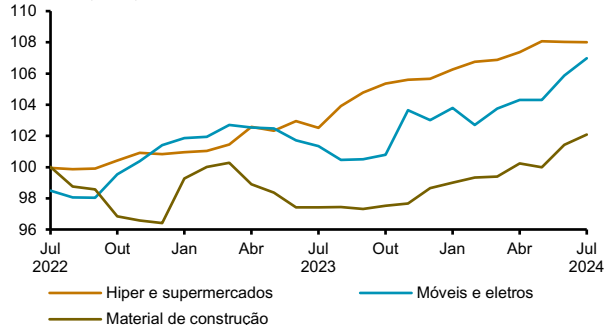
2022 = 100, MM3, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.7 – PMC - Pesquisa Mensal do Comércio

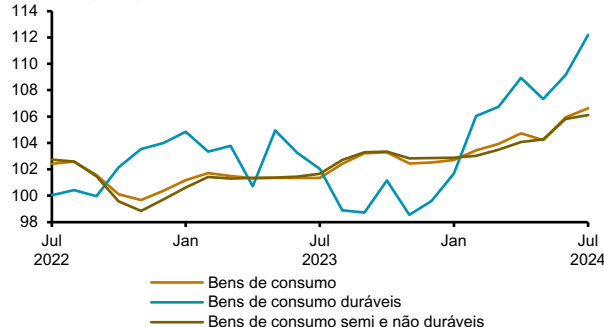
2022 = 100, MM3, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.8 – PIM - Pesquisa Industrial Mensal

2022 = 100, MM3, a.s.



Fonte: IBGE

13/ Serviços prestados às famílias na Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) incluem majoritariamente alimentação e hospedagem.

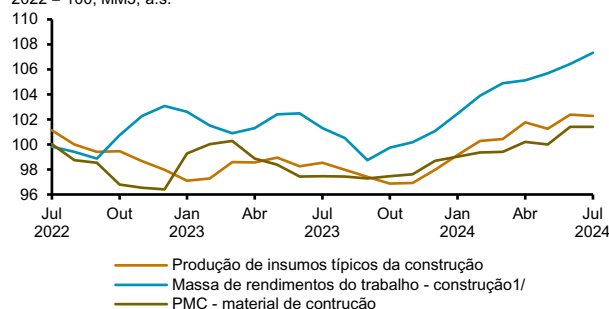
14/ O valor médio do benefício pago por meio dos programas Bolsa Família e Auxílio Brasil passou, em valores correntes, de aproximadamente R\$ 200 em junho de 2022 para R\$ 400 em julho e R\$ 600 em agosto. Em 2023 a média do benefício atingiu R\$ 670. Houve também ampliação do número de beneficiários, que passaram, em média, de 13,8 milhões em 2019 para 21,3 milhões em 2023. Adicionalmente, aumentos reais do salário-mínimo a partir de 2023 resultaram em maior expansão de benefícios previdenciários e de outros benefícios sociais ligados ao valor do salário-mínimo.

15/ Uma exceção entre os bens duráveis foi o setor de veículos, significativamente afetado pela escassez de componentes em 2020 e 2021, cuja recuperação começou mais cedo, impulsionada pela normalização nas condições de produção.

Embora ainda abaixo dos níveis máximos históricos, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu a taxas elevadas pelo terceiro trimestre consecutivo e de forma razoavelmente disseminada. O crescimento médio nos últimos três trimestres foi 2,4% e a FBCF já atinge o maior valor desde o primeiro trimestre de 2015. O crescimento do valor adicionado da construção e de indicadores mensais do setor a partir do quarto trimestre de 2023 sugere que este setor contribuiu positivamente para a recente retomada da FBCF (Gráfico 1.2.9), e a expansão no financiamento imobiliário às famílias sugere contribuição importante da habitação residencial.¹⁶ A expansão da FBCF também contou com contribuição do investimento em maquinário, como indica a forte alta na produção e na importação de bens de capital. A contribuição de caminhões e ônibus se destaca¹⁷, mas o aumento da demanda aparente¹⁸ foi disseminado entre as categorias de bens de capital (Gráfico 1.2.10). A inflexão dos investimentos no final de 2023 e no começo de 2024 é condizente com os efeitos defasados da redução do grau de aperto monetário ao longo do último ano, mas foi mais intensa do que se antecipava. Todavia, o nível dos investimentos ainda permanece consideravelmente abaixo dos máximos históricos (Gráfico 1.2.11) e a taxa de investimento, razão FBCF/PIB¹⁹, situa-se abaixo do valor médio da série histórica (16,7% desde 1996) (Gráfico 1.2.12).

Gráfico 1.2.9 – Indicadores da construção

2022 = 100, MM3, a.s.

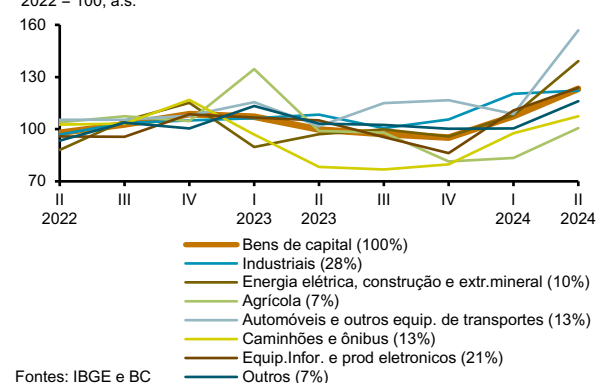


1/ Estimada econometricamente a partir da massa de rendimentos da PNAD Contínua Trimestral e de proxy da massa de rendimentos da PNAD Contínua Mensal (produto da população ocupada pelo rendimento médio).

Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.10 – Demanda aparente de bens de capital

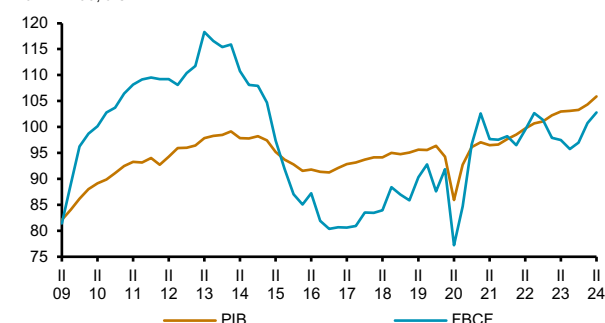
2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.11 – PIB e FBCF

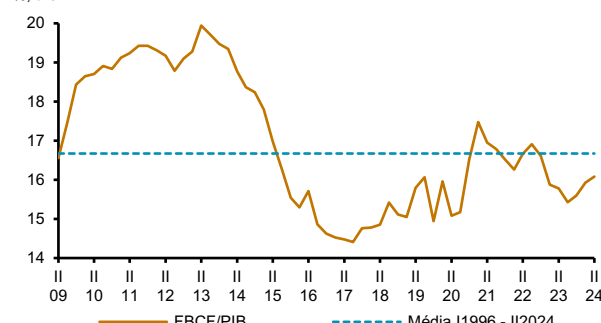
2022 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.12 – FBCF/PIB a preços de 2019

%, a.s.



Fonte: IBGE

Nos componentes externos, a alta expressiva da importação está alinhada ao crescimento do consumo e dos investimentos. Após forte alta em 2022 e na maior parte de 2023, as exportações cresceram em menor ritmo nos últimos três trimestres – em linha com o desempenho mais modesto da agropecuária e da indústria extrativa –, mas continuam em um nível historicamente elevado. Por outro lado, as importações cresceram a taxas elevadas nos dois primeiros trimestres do ano, corroborando o quadro de aquecimento da economia doméstica no período. Esse aumento foi bastante disseminado, com destaque para o crescimento da importação de bens duráveis e de bens de capital.

16/ Conforme boxe [Desempenho recente e perspectivas para a construção residencial](#), do Relatório de Inflação de setembro de 2023, a habitação residencial representa cerca de metade do valor de produção da construção.

17/ Em razão de entrada em vigor em 2023 de regras mais rigorosas de emissões de poluentes no âmbito do Programa de Controle de Emissões Veiculares (Proconve), houve antecipação da produção de caminhões em 2022, já que caminhões produzidos com a regra antiga, com custo de produção mais baixo, poderiam continuar sendo comercializados por alguns meses em 2023. Isso contribuiu para forte recuo da produção de caminhões no primeiro semestre de 2023, seguido de recuperação.

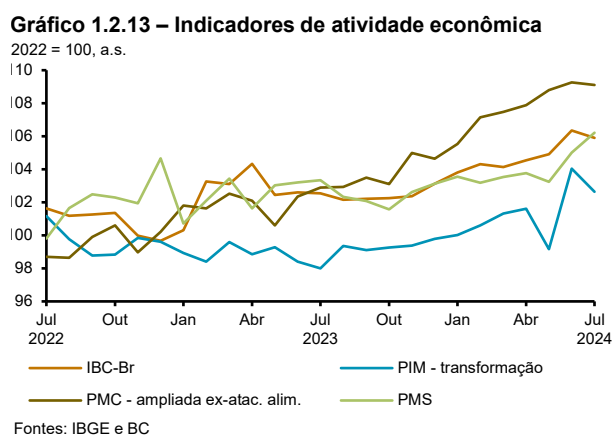
18/ Demanda aparente calculada a partir de dados desagregados de produção industrial, exportação e importação. Para mais detalhes, ver boxe [Evolução recente da Formação Bruta de Capital Fixo](#) no RI de março de 2022.

19/ Razão FBCF/PIB a preços de 2019.

Ajustes sazonais alternativos também mostram crescimento forte nos dois primeiros trimestres do ano, mas sugerem que a atividade não acelerou na passagem do primeiro para o segundo. A menor quantidade de dias úteis no primeiro trimestre e a maior no segundo, em comparação com os mesmos períodos do ano anterior, juntamente com o fato de 2024 ser um ano bissexto, criam dificuldades para o ajuste sazonal. Exercícios com ajustes alternativos continuam mostrando crescimento expressivo nos dois trimestres do ano, mas indicam uma alta mais forte no primeiro trimestre e uma desaceleração no segundo. Adaptando-se a metodologia oficial de ajuste sazonal para remover a correção mecânica do ano bissexto e para incorporar o calendário de feriados brasileiro, as taxas de crescimento do PIB no primeiro e segundo trimestres de 2024 passariam de 1,0% e 1,4% para 1,3% e 1,0%, respectivamente. Considerando-se um ajuste sazonal indireto, que agrega os componentes do PIB pela ótica da oferta já previamente dessazonalizados pelo método oficial, o PIB teria crescido 1,7% no primeiro trimestre e 1,1% no segundo. Parte da desaceleração entre o primeiro e o segundo trimestre apontada por esses métodos decorre do desempenho da agropecuária, que cresceu fortemente no primeiro trimestre e recuou no seguinte.

Os indicadores mensais de atividade sugerem, de modo geral, menor crescimento no terceiro trimestre.

Em julho, o volume de serviços avançou, o comércio, no conceito ampliado excluindo-se atacados de alimentos, ficou praticamente estável e a indústria recuou (Gráfico 1.2.13). Na indústria, o recuo refletiu quedas na indústria de transformação e na extrativa, mas o resultado do mês foi bastante influenciado por efeitos tipicamente temporários.²⁰ Em serviços, parte da alta decorreu de retificação de dados no setor de publicidade.²¹ O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), uma medida agregada da evolução da economia, registrou queda de 0,4% em julho, devolvendo parte da alta de 1,4% ocorrida em junho. Apesar do recuo em julho, o carregamento estatístico para o terceiro trimestre ainda é positivo, 0,6%. Por fim, os indicadores já disponíveis para agosto indicam desempenho modesto da indústria de transformação e do comércio varejista.



Conforme detalhado em boxe deste Relatório²², a projeção de crescimento do PIB em 2024 foi alterada de 2,3% para 3,2%, enquanto a projeção inicial para 2025 é de 2,0%. A revisão da projeção de crescimento anual em 2024 foi fortemente influenciada pela surpresa positiva no resultado do PIB do segundo trimestre. Mantém-se a perspectiva de menor ritmo de crescimento no segundo semestre de 2024 e ao longo de 2025, em linha com a expectativa de menor impulso fiscal; a interrupção da distensão da política monetária; o reduzido grau de ociosidade dos fatores de produção; e a ausência de forte impulso externo, dada a perspectiva de crescimento mundial em 2025 semelhante ao de 2024.

20/ Houve paradas para manutenção em refinarias e unidades de produção de petróleo e em fábricas de produção de papel e celulose. Adicionalmente, a produção de açúcar e biocombustíveis diminuiu, devolvendo alta no mês anterior, movimentos aparentemente relacionados com a seca, que favoreceu a antecipação da colheita da cana-de-açúcar.

21/ Segundo o IBGE, o forte crescimento em publicidade foi resultado de erros nos meses anteriores, quando uma grande empresa do setor subnotificou suas receitas. O IBGE informou que não conseguiu obter dados retroativos dessa empresa. É possível que essa série mantenha um nível mais alto daqui em diante, mas o ajuste na taxa de crescimento ocorreu em julho.

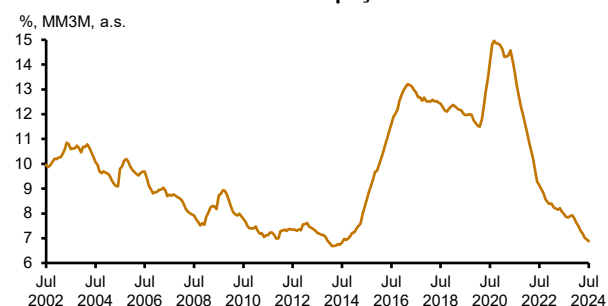
22/ Boxe [Projeções para a evolução do PIB em 2024 e 2025](#).

Mercado de trabalho

O mercado de trabalho se manteve aquecido nos últimos meses. O diagnóstico é corroborado por diversos indicadores. A taxa de desemprego, que já se encontrava em patamar baixo, voltou a recuar; a geração de empregos permaneceu em patamar elevado; e os rendimentos cresceram. Boxe neste Relatório traz outras medidas e recortes que corroboram essa avaliação.²³

A taxa de desocupação manteve trajetória de queda e se encontra em patamar bastante próximo do mínimo das últimas décadas. A queda da taxa de desocupação foi de 0,3 p.p. no trimestre encerrado em julho, para 6,9% (Gráfico 1.2.14). Trata-se de patamar muito próximo do mínimo da série histórica da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), de 6,7%, registrado durante alguns meses de 2014. A variação da taxa de desocupação no trimestre refletiu crescimento de 0,3% da população ocupada – com aumento da população formal e redução da informal – e estabilidade da força de trabalho. A taxa de participação, dada pela razão entre a força de trabalho e a população em idade de trabalhar, recuou levemente para 62,1% (Gráfico 1.2.15). Em particular, de junho para julho, tanto a taxa de participação como o nível de ocupação (razão entre a população ocupada e a população em idade de trabalhar) recuaram marginalmente.

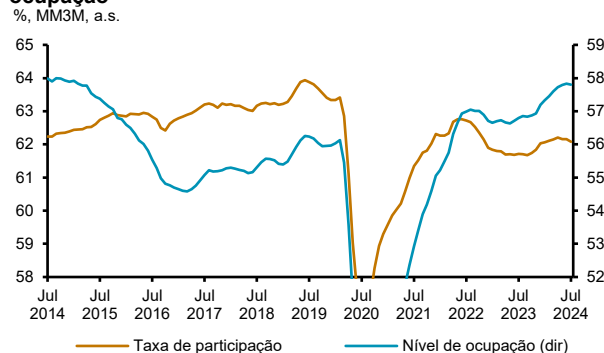
Gráfico 1.2.14 – Taxa de desocupação¹



¹ Versão atualizada da taxa de desocupação retropolada estimada de acordo com Alves, S. A. L. e Fasolo, A. M., Not Just Another Mixed Frequency Paper, Banco Central do Brasil (2015), Working Paper n. 400.

Fontes: IBGE e BC

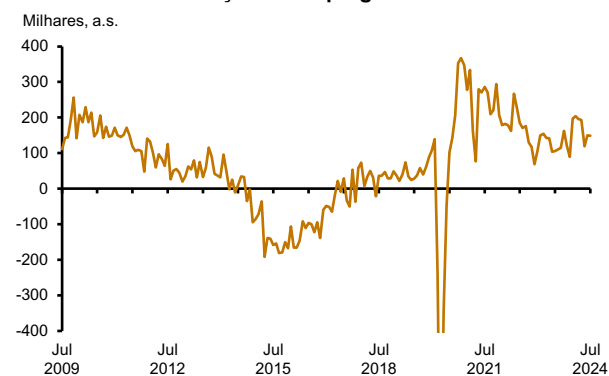
Gráfico 1.2.15 – Taxa de participação e nível de ocupação



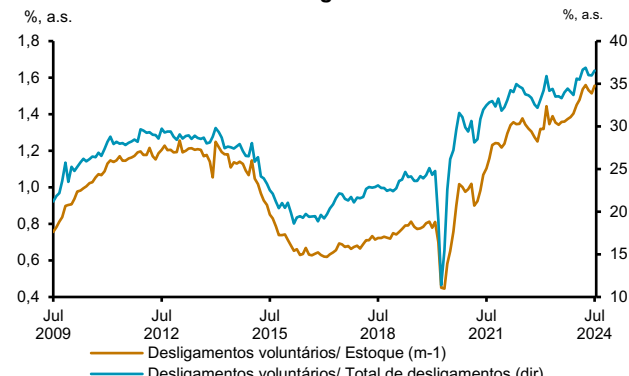
Fonte: IBGE

A geração de empregos permaneceu robusta. Segundo os registros do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged), foram gerados em média 140 mil empregos por mês no trimestre encerrado em julho, ante cerca de 200 mil no trimestre anterior (Gráfico 1.2.16). O resultado foi influenciado pelas enchentes ocorridas no Rio Grande do Sul, onde o saldo de empregos foi negativo em maio e em junho. Apesar do arrefecimento no último trimestre, a geração líquida de empregos no acumulado do ano até julho atingiu 1,5 milhão, superando o observado no mesmo período do ano passado e apenas cem mil postos abaixo do verificado entre janeiro e julho de 2022 – ano que se encerrou com a expressiva geração de dois milhões de empregos. A expansão tem sido generalizada entre as atividades, com destaque para a indústria de transformação – cuja produção também tem crescido em 2024 – e para o segmento de atividades administrativas e serviços complementares, associado à prestação de serviços a empresas. A participação dos desligamentos voluntários no total de desligamentos segue em nível historicamente elevado, 36,5%, também sinalizando o aquecimento do mercado de trabalho (Gráfico 1.2.17).

23/ Boxe [Indicadores complementares de mercado de trabalho](#).

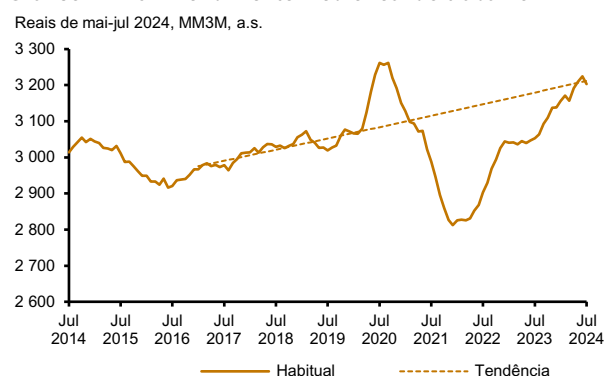
Gráfico 1.2.16 – Geração de emprego formal

Fonte: MTE

Gráfico 1.2.17 – Taxas de desligamento voluntário

Fonte: MTE

O rendimento médio do trabalho medido pela PNAD Contínua seguiu em alta consistente, mas desacelerou. No trimestre findo em julho, os rendimentos reais habituais subiram 0,4%, após elevação de 1,1% no trimestre anterior (dados dessazonalizados), completando dez trimestres consecutivos de alta. Na comparação entre junho e julho o rendimento médio recuou 0,7%. Queda mensal dessa magnitude não era observada desde o final de 2021, mas ainda não representa, necessariamente, inflexão na trajetória do rendimento. Adicionalmente, convém reforçar que essa queda ocorre após um período de quase um ano que o rendimento do trabalho medido pela PNAD Contínua cresce fortemente e acima do sugerido por outras medidas. Na variação interanual o rendimento real habitual cresceu 5,8% em junho e 4,8% em julho, valores acima do crescimento da produtividade e do próprio PIB. Em perspectiva mais longa, o rendimento está 5,2% acima da média de 2019, e em linha com o patamar que seria obtido extrapolando-se a tendência de crescimento do período pré-pandemia, 2017 a 2019 (Gráfico 1.2.18).

Gráfico 1.2.18 – Rendimento médio real do trabalho

Fonte: IBGE

Outros indicadores salariais, que ao longo do último ano têm mostrado crescimento real menos acentuado do que a PNAD, não desaceleraram. Os salários reais de admissão²⁴ (dados dessazonalizados) cresceram pelo quinto trimestre consecutivo e aceleraram para 0,7% no trimestre findo em julho, ante 0,4% no encerrado em abril, de acordo com informações do Novo Caged (Gráfico 1.2.19). Na comparação interanual, houve aumento real de 1,9%. Os reajustes salariais nominais coletados das Convenções Coletivas de Trabalho (CCT)²⁵ ficaram, em média, em 4,6% em agosto, relativamente estáveis em patamar próximo a 5% desde a segunda metade do ano passado (Gráfico 1.2.20). Nesse período, a média do reajuste real²⁶ foi de 0,9%. Mais de 80% das negociações realizadas até agosto superaram a inflação passada.

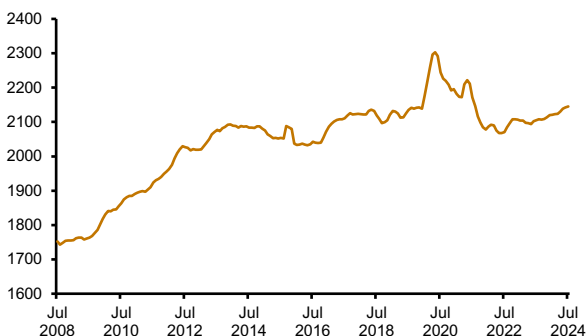
24/ O salário médio de admissão tem maior aderência com o ciclo econômico do que o salário de desligamento, motivo pelo qual a análise privilegia essa métrica nos dados do Novo Caged. Como houve mudança do Caged para o Novo Caged a partir de 2020, os dados devem ser vistos com cautela e a análise foca no período mais recente. Mais referências sobre as mudanças no Caged estão disponíveis na seção de mercado de trabalho dos Relatórios de Inflação de março e dezembro de 2021.

25/ Referem-se à média simples dos reajustes nominais das convenções coletivas de trabalho de São Paulo e do Rio de Janeiro pelo critério de data de registro no Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho (Mediador) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). As convenções consideradas são aquelas para as quais foi possível capturar adequadamente o percentual de reajuste acordado.

26/ Os reajustes contratados, de acordo com a data de registro, apresentam correlação mais alta com o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) acumulado em 12 meses medido cinco meses antes, deflator utilizado nessa análise.

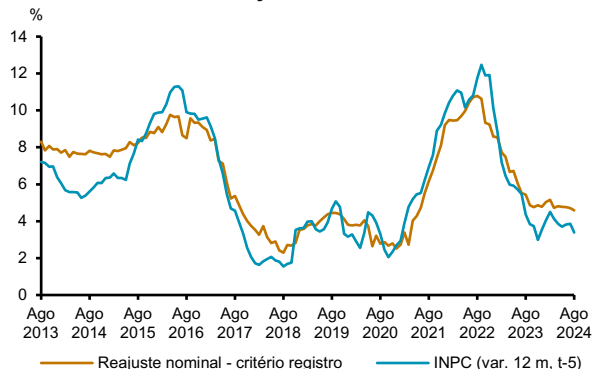
Gráfico 1.2.19 – Salário de admissão

Reais de jun 2024, MM3M, a.s.



Fonte: MTE

Gráfico 1.2.20 – Convenções coletivas de trabalho



Fontes: IBGE, MTE e BC

A renda das famílias desacelerou, mas continua em patamar elevado. A Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias (RNDBF) real no conceito restrito, que inclui outras fontes de renda além do trabalho, avançou 0,1% e 0,6% nos trimestres encerrados em julho e abril respectivamente. Essas variações são menores que as taxas de crescimento de 4,1% e 1,4% observadas nos dois trimestres anteriores, janeiro de 2024 e outubro de 2023. Parte dessa desaceleração está relacionada ao pagamento de precatórios extraordinários ao final de 2023, parcialmente incorporados na RNDBF.²⁷ A despeito da acomodação na variação trimestral, a variação interanual do RNDBF continua em patamar elevado, de 6,0% no conceito restrito, com a principal contribuição advinda da evolução dos rendimentos do trabalho, que são medidos usando dados da PNAD Contínua.

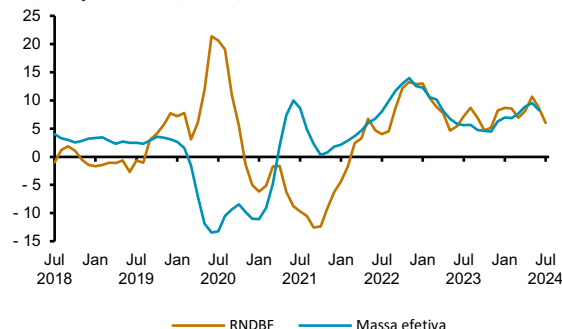
Gráfico 1.2.21 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita

Bilhões de reais de mai-jul 2024, MM3M, a.s.



Gráfico 1.2.22 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita e massa de rendimentos efetiva

%, Variação interanual, MM3M, dados reais



Fontes: BC e IBGE

Crédito

O mercado de crédito continuou mostrando dinamismo, com expansão das concessões do crédito livre e estabilidade da inadimplência. Esse desempenho se deu em cenário de flexibilização da política monetária até meados do segundo trimestre, forte crescimento econômico, mercado de trabalho aquecido e recuperação da renda das famílias. O cenário macroeconômico favorável também impulsionou as captações nos mercados de capitais doméstico e externo, que atingiram volume recorde. No entanto, níveis de endividamento e comprometimento de renda das famílias ainda elevados e as mudanças no mercado de juros, com a inflexão da taxa básica e o aumento nos juros futuros, podem alterar essa tendência nos próximos meses.

A expansão das concessões de crédito livre se deu em contexto de queda nas taxas de juros, que começa a ser menos intensa e disseminada. Desde o início do ciclo de afrouxamento monetário, em agosto de 2023, a Selic caiu 3,25 p.p., e as taxas de juros do crédito livre recuaram 6,6 p.p. para as famílias e 1,3 p.p. para as

²⁷ Série da RNDBF incluiu os precatórios de origem previdenciária e de assistência social. Aqueles relacionados a pessoal não estão incorporados, uma vez que a fonte das informações de rendimento do trabalho para o cálculo da RNDBF é a PNAD Contínua, conforme metodologia disponível em [Nota Técnica do Banco Central do Brasil n. 55](#).

empresas (Gráfico 1.2.23). Na ponta, sinais incipientes de acomodação são observados nas taxas de juros para empresas e nas modalidades de baixo custo para as famílias, em linha com a interrupção do ciclo de afrouxamento monetário e a elevação da curva de juros (Gráfico 1.2.24).

Gráfico 1.2.23 – Taxas de juros do crédito livre
MM3M, variação trimestral

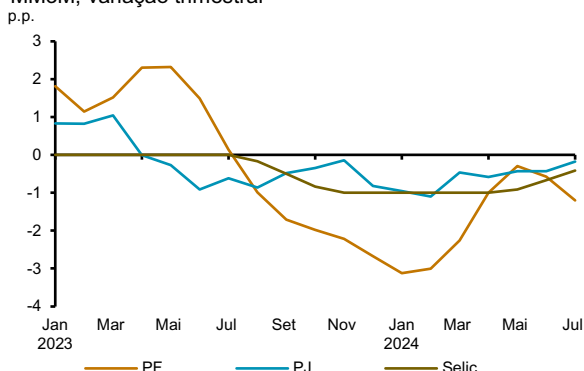
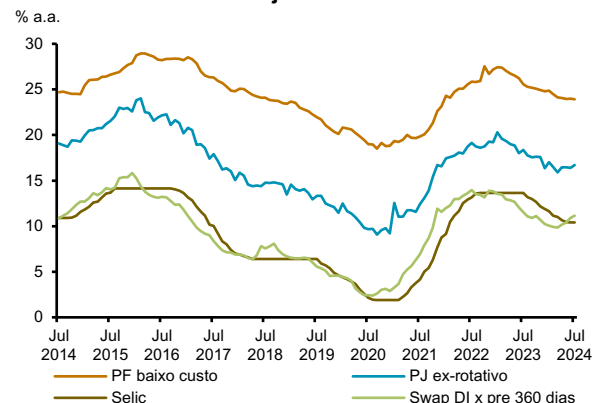


Gráfico 1.2.24 – Taxas de juros do crédito livre



A trajetória de crescimento das concessões de crédito livre se manteve, com melhora das condições de oferta e demanda²⁸ (Gráfico 1.2.25). As concessões a pessoas físicas cresceram 11% no acumulado do ano até julho e ajudaram a impulsionar o consumo, especialmente o de bens duráveis.²⁹ Entre as modalidades de baixo custo (Gráfico 1.2.26) o crescimento foi de 28% nesse período, destacando-se o financiamento de veículos (Gráfico 1.2.27), que tem mostrado recuperação desde o início de 2023. Ainda que em menor ritmo, as concessões em modalidades de custo mais elevado também têm crescido ao longo do ano, em linha com o movimento recente de flexibilização dos padrões de aprovação de crédito. No financiamento às empresas, o crescimento das concessões bancárias acelerou no trimestre encerrado em julho, puxado pelas operações de desconto de recebíveis. Também houve expansão dos empréstimos não bancários, para patamar trimestral recorde (Gráfico 1.2.28) tanto no mercado doméstico (debêntures e notas comerciais) quanto no mercado de dívida externa.

Gráfico 1.2.25 – Concessão de crédito livre
R\$ bilhões de jul 2024, a.s., MM3M

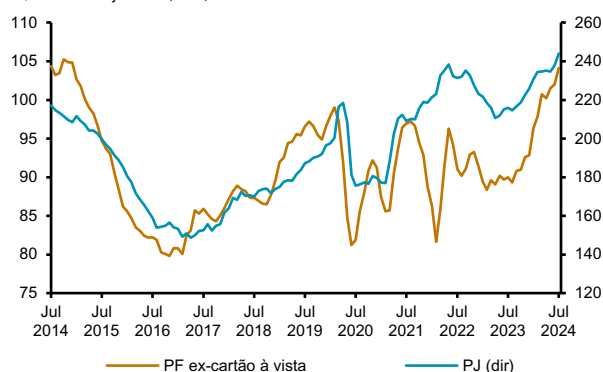


Gráfico 1.2.26 – Concessão de crédito livre a pessoas físicas



28/ A [Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito \(PTC\)](#) mostrou condições de oferta de crédito mais flexíveis no segundo trimestre de 2024, com melhora em todos os segmentos pesquisados. A demanda também aumentou, com destaque para a procura por financiamento habitacional pelas pessoas físicas e por crédito pelas micro, pequenas e médias empresas.

29/ Em relação ao mesmo período de 2023. Dados deflacionados pelo IPCA.

Gráfico 1.2.27 – Financiamento de veículos - Pessoas físicas

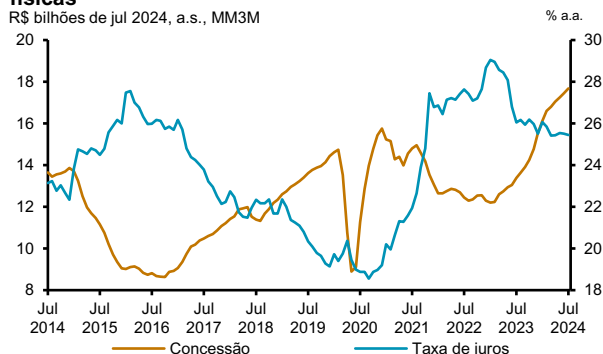
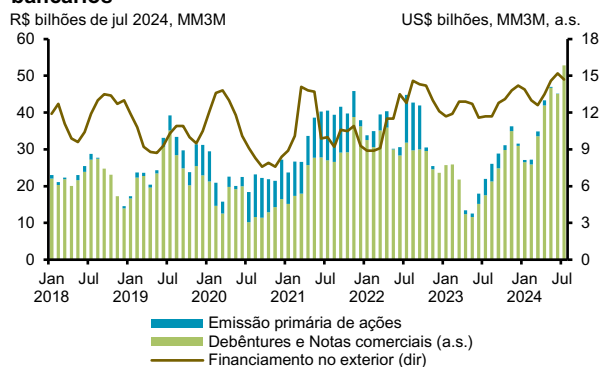


Gráfico 1.2.28 – Financiamentos corporativos não bancários



Fontes: BC e Anbima

No segmento de crédito direcionado, destacaram-se nos últimos meses a recuperação nas concessões do financiamento imobiliário a pessoas físicas, por um lado, e a queda nas concessões do crédito rural, por outro (Gráfico 1.2.29). O volume de novas operações de financiamento imobiliário alcançou patamares próximos aos registrados em 2013 e 2014³⁰, alavancado pela redução das taxas de juros, pelas mudanças nas regras do programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) e pelo forte crescimento do mercado de trabalho. As contratações pelo programa MCMV, com recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), ganharam impulso a partir de 2023, enquanto os financiamentos com recursos da caderneta de poupança retomaram a trajetória de crescimento no início de 2024. Já a contratação de crédito rural ficou abaixo do observado em igual período do ano anterior, tanto em maio e junho – últimos meses do Plano Safra 2023/24 – como, principalmente, em julho – primeiro mês de contratação do Plano Safra 2024/25. Em relação ao crédito direcionado para as empresas (Gráfico 1.2.30), destaca-se o fraco desempenho das concessões do Pronampe³¹ destinadas às firmas impactadas pelas fortes chuvas e alagamentos no Rio Grande do Sul. Segundo dados do Banco do Brasil, do potencial de R\$35 bilhões anunciados pelo governo, até 6 de setembro só haviam sido concedidos R\$2,9 bilhões.

Gráfico 1.2.29 – Concessão de crédito a pessoas físicas com recursos direcionados

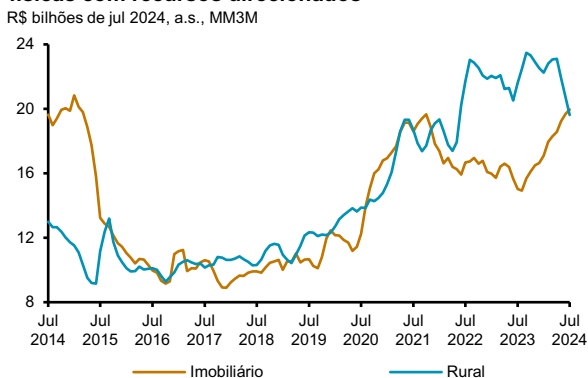
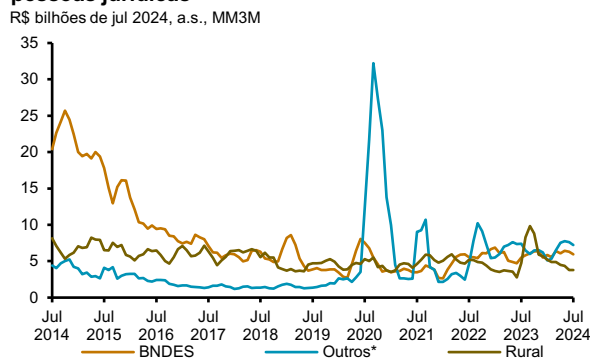


Gráfico 1.2.30 – Concessão de crédito direcionado a pessoas jurídicas



* Inclui Pronampe, PEAC, PESE, entre outros.

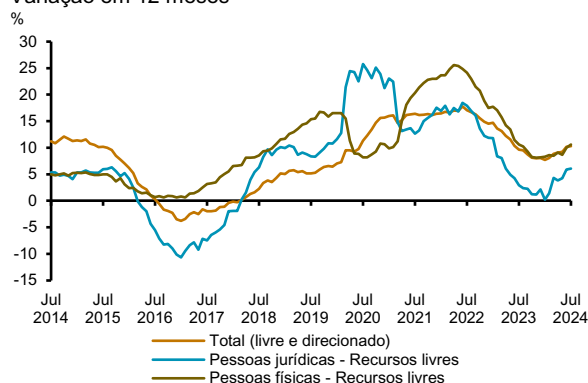
O saldo de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) seguiu acelerando, puxado principalmente pelo crédito livre. A taxa de crescimento interanual passou de 7,7%, em janeiro, para 9,1% em abril e 10,3%, em julho. A aceleração do saldo tem relação com o aumento das concessões, ocorrendo sobretudo nas operações com recursos livres (Gráficos 1.2.31 e 1.2.32). Ainda assim, a taxa de crescimento do saldo das operações com recursos direcionados segue superior à do saldo com recursos livres.

30/ No trimestre encerrado em julho, o volume de financiamento imobiliário contratado por pessoas físicas atingiu a média mensal de R\$19,9 bilhões, na série deflacionada pelo IPCA e com ajuste sazonal, patamar equivalente a um volume anual de R\$239 bilhões. Entre 2013 e 2014, essas concessões atingiram cerca de R\$235 bilhões por ano (a preços de julho de 2024).

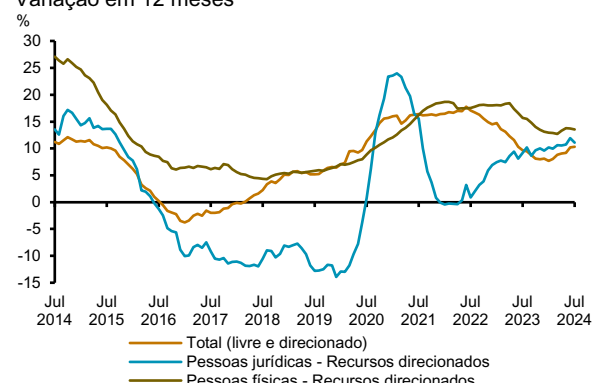
31/ Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe).

Gráfico 1.2.31 – Saldo do crédito livre do SFN

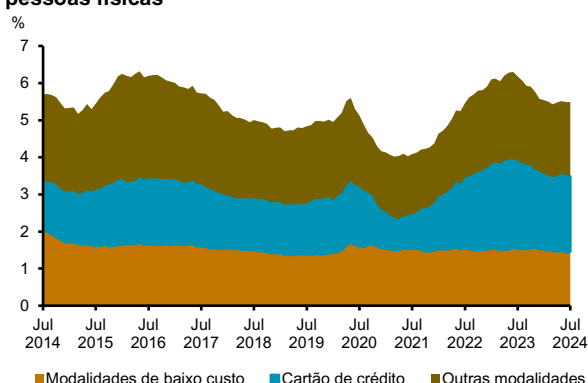
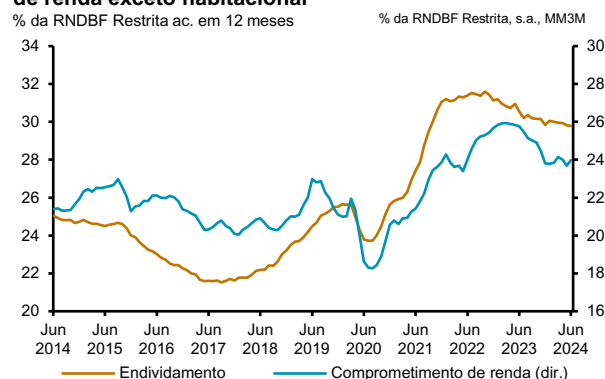
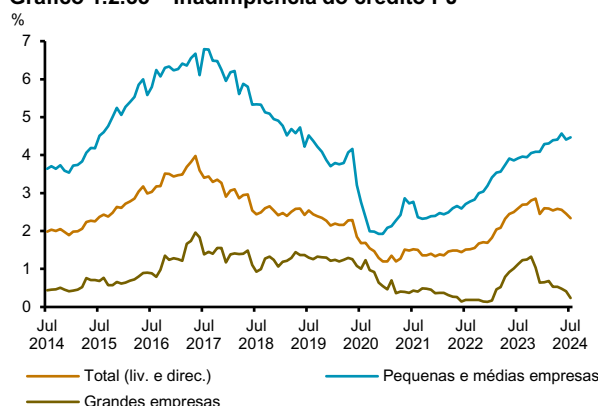
Variação em 12 meses

**Gráfico 1.2.32 – Saldo do crédito direcionado do SFN**

Variação em 12 meses



Por fim, mesmo em cenário de crescimento forte das concessões, a inadimplência segue estável. Os bancos reduziram o volume das operações de crédito a pessoas físicas com recursos livres baixadas para prejuízo ao longo do primeiro semestre. Isso arrefeceu o principal fator por trás da redução da taxa de inadimplência observada nessa carteira no segundo semestre do ano passado (Gráfico 1.2.33). A trajetória lenta de redução dos indicadores de endividamento e comprometimento de renda (Gráfico 1.2.34), que ainda permanecem em patamar elevado, indicam que as finanças das famílias ainda estão pressionadas, mesmo com o quadro positivo de recuperação da renda. No segmento de pessoas jurídicas, os atrasos observados nos empréstimos para micro, pequenas e médias empresas seguem crescendo, contrastando com o das grandes empresas, cuja tendência foi revertida (Gráfico 1.2.35).

Gráfico 1.2.33 – Inadimplência do crédito livre a pessoas físicas**Gráfico 1.2.34 – Endividamento e comprometimento de renda exceto habitacional****Gráfico 1.2.35 – Inadimplência do crédito PJ**

Nesse contexto, a projeção de crescimento do crédito em 2024, detalhada em box deste Relatório, praticamente não se alterou no agregado, passando de 10,8% para 11,1%. Houve revisão para cima na expectativa de crescimento do crédito livre, compensada por revisão para baixo no segmento direcionado. Para 2025, a projeção de crescimento do saldo de crédito – apresentada neste Relatório pela primeira vez – é de 10,3%, o que caracteriza uma expansão similar à de 2024 em termos reais.

Fiscal

O cenário fiscal permanece como um tema relevante para a análise de conjuntura. O governo mantém a perspectiva de cumprir a meta de resultado primário neste ano, considerado o intervalo de tolerância. Para isso devem contribuir o aumento de receita – proveniente das medidas já aprovadas pelo Congresso desde o ano passado e da compensação da desoneração da folha de pagamentos – e o contingenciamento de despesas discricionárias realizado após o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARD) do terceiro bimestre de 2024.³² Segundo o Questionário Pré-Copom (QPC), a avaliação dos analistas é de que a situação fiscal ficou estável entre as reuniões do Copom de junho e setembro, após piora no trimestre anterior (Gráfico 1.2.36). As projeções dos analistas para o resultado primário do governo central em 2024, apesar de terem melhorado, continuam sinalizando dificuldade no cumprimento da meta. A projeção mediana presente no Relatório Focus continua não mostrando estabilização da dívida pública, medida como percentual do PIB, nesta década (Gráfico 1.2.37).

Gráfico 1.2.36 – Avaliação da situação fiscal¹

Proporção de respostas (%) em cada QPC

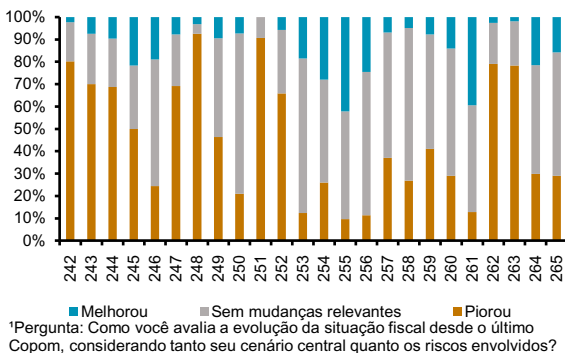
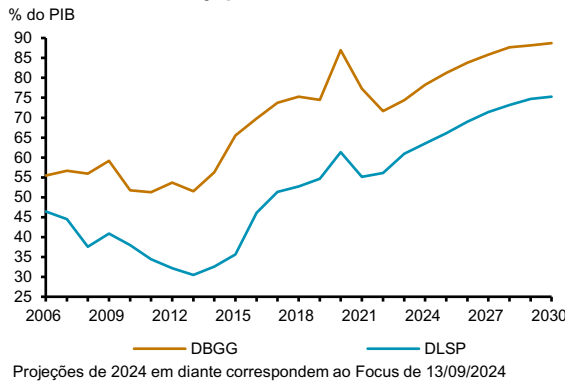


Gráfico 1.2.37 – Projeções de dívida



O setor público consolidado apresentou resultados negativos em quatro dos sete primeiros meses do ano, acumulando déficit modestamente maior do que o observado no mesmo período de 2023. A piora no acumulado do ano decorreu dos resultados do governo central e das empresas estatais, uma vez que os governos regionais registraram superávit similar ao acumulado em 2023 (Tabela 1.2.3). O resultado de julho, no entanto, mostrou deterioração nas contas dos entes regionais, possivelmente relacionado à proximidade das eleições municipais e às enchentes no RS.

Tabela 1.2.3 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário

Acumulado no ano até julho

Segmento	R\$ bilhões		
	2022	2023	2024
Governo Central	-74	75	79
d/q Governo Federal	-261	-133	-142
d/q INSS	187	208	221
Governos regionais	-72	-21	-22
Empresas estatais	-4	2	8
Total	-150	56	65

Valores positivos indicam déficit e negativos indicam superávit

No âmbito do Governo Central, tanto as receitas como as despesas continuaram apresentando crescimento significativo. As medidas de aumento de receita aprovadas pelo Congresso, o crescimento da atividade econômica e o bom desempenho do mercado de trabalho vêm garantindo aumento robusto da arrecadação federal. No acumulado do ano até julho, a receita cresceu 8,6% em termos reais na comparação com igual período do ano anterior (Tabela 1.2.4), com destaque para: Programa de Integração Social (PIS)/ Contribuição

32/ A análise apresentada neste Relatório de Inflação não considera o RARD do quarto bimestre, que só foi divulgado após a data de corte deste Relatório e após a 265ª reunião do Copom.

para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), em decorrência da reoneração dos combustíveis; Imposto de Renda sobre rendimentos de capital, pela tributação de fundos exclusivos; e receita previdenciária, reflexo da evolução positiva do mercado de trabalho. As despesas apresentaram crescimento ligeiramente inferior ao registrado pelas receitas, 7,8%. Destacam-se os aumentos dos gastos previdenciários e com o Benefício de Prestação Continuada (BPC), que devem encerrar o ano acima do previsto na Lei Orçamentária de 2024. Segundo o governo, há necessidade de revisão desses benefícios, com aprimoramento cadastral e combate às fraudes. Essas medidas podem gerar uma economia de R\$17 bilhões em 2025, com a possibilidade de atingir R\$26 bilhões a partir da inclusão de outras ações de revisão e realocação nas despesas relativas a Bolsa Família, Pessoal, Proagro e Seguro Defeso, segundo dados do Ministério do Planejamento.

Tabela 1.2.4 – Resultado primário do Governo Central
Acumulado no ano até julho

	R\$ Bilhões - Valores correntes		
	2023	2024	Var. real (%)
1. Receita Total	1.351	1.530	8,6
1.1 - Receita administrada pela RFB	851	991	11,7
1.2 - Incentivos fiscais	0	0	-
1.3 - Arrecadação líquida para o RGPS	323	351	4,4
1.4 - Receitas não administradas pela RFB	178	188	1,6
2. Transferências por repartição de receita	261	295	8,5
3. Receita líquida (1-2)	1.091	1.235	8,7
4. Despesa total	1.170	1.313	7,8
4.1 Benefícios previdenciários	531	571	3,4
4.2 Pessoal e encargos sociais	198	210	1,5
4.3 Outras despesas obrigatórias	181	221	17,7
4.4 Despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira d/q Bolsa Família	260	310	14,5
4.4 Despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira d/q Bolsa Família	96	98	-2,6
5. Resultado primário do Governo Central - acima da linha (3 - 4)	-79	-78	-5,2

Fonte: STN

O governo federal mantém a expectativa de que cumprirá a meta de resultado primário neste ano, considerando o intervalo em torno da meta. Entretanto, no RARD do terceiro bimestre de 2024, houve novamente indicação de piora na projeção de déficit primário, que passou para R\$61,4 bilhões. Essa estimativa inclui R\$28,8 bilhões de créditos extraordinários que não serão considerados na apuração do cumprimento da meta, sendo R\$27,4 bilhões em medidas de auxílio ao RS. A projeção para a métrica relevante de resultado primário para aferição do cumprimento (déficit de R\$32,6 bilhões) supera o limite inferior em torno da meta (déficit de R\$28,8 bilhões), tornando obrigatório o contingenciamento de R\$3,8 bilhões de despesas discricionárias. Além desse corte, houve a necessidade de bloqueio de R\$11,2 bilhões para atender o limite de despesas primárias estabelecido para 2024, totalizando uma contenção de R\$15 bilhões nas despesas discricionárias. Com isso, o déficit primário esperado passou para R\$57,6 bilhões, o equivalente a R\$28,8 bilhões quando descontados os créditos extraordinários mencionados, situando-se no limite inferior de cumprimento da meta. Para maior controle da execução orçamentária no restante do ano o governo incluiu no decreto de programação orçamentária limites de empenho em três períodos, na intenção de permitir que, caso necessário, se façam novos cortes de despesas.³³

Ainda que o resultado primário esperado pelo governo para 2024 venha se deteriorando a cada atualização, as projeções de mercado mostram alguma melhora. Na Lei Orçamentária Anual de 2024, sancionada em janeiro, o resultado primário esperado era superavitário em R\$9 bilhões (Gráfico 1.2.38). Dois meses depois, a estimativa oficial passou para déficit de R\$9 bilhões. No final de maio, o déficit estimado era de R\$28 bilhões, e finalmente atingiu déficit de R\$57,5 bilhões no final de julho. Essa deterioração é

33/ Até setembro, os ministérios poderão empenhar até 35% do saldo remanescente de suas dotações após a contenção de R\$ 15 bilhões já anunciada. Até novembro, outros 35% ficarão disponíveis. Os 30% restantes serão liberados em dezembro.

explicada tanto pela frustração das receitas extraordinárias³⁴ como pelo aumento das despesas decorrentes do auxílio ao RS. Enquanto isso, as estimativas do mercado têm melhorado em linha com as sucessivas surpresas positivas da arrecadação (Gráfico 1.2.39). Ainda assim, segundo o QPC, a mediana das projeções de mercado continua sinalizando o não cumprimento da meta de primário em 2024, contrastando com a expectativa do governo.

Gráfico 1.2.38 – Projeção do Resultado Primário do Gov. Central de 2024

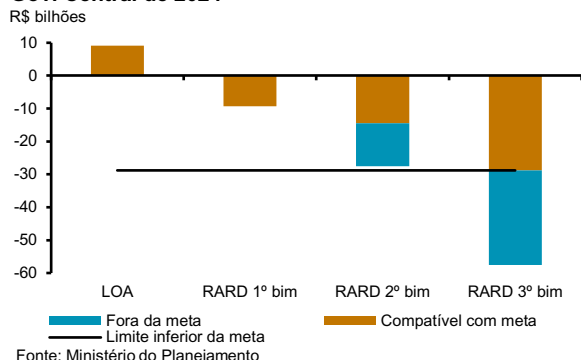
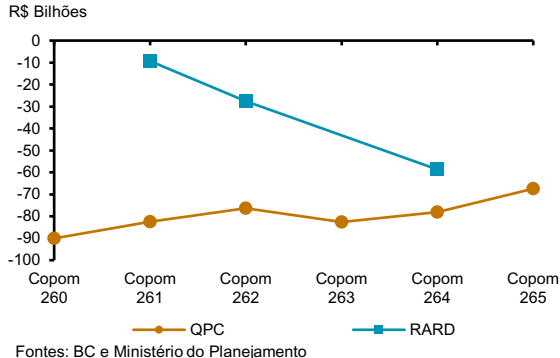


Gráfico 1.2.39 – Projeções do resultado primário do Gov. Central de 2024



O governo também projeta cumprir a meta de déficit primário em 2025, diferentemente do que projetam os analistas de mercado. A projeção do governo que consta no projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) para o próximo ano é de déficit primário de R\$40 bilhões, que representa superávit de R\$3,7 bilhões na métrica utilizada para aferição do cumprimento da meta. A projeção é compatível, portanto, com o cumprimento da meta de resultado primário nulo estabelecida para o ano. Seguindo a mesma estratégia de 2024, a projeção incorpora receitas extraordinárias de cerca de R\$122 bilhões. Também foram incluídos R\$47 bilhões com medidas compensatórias para a desoneração da folha de pagamentos de setores intensivos em mão de obra e municípios. Do lado da despesa, a maior parte do aumento do limite permitido pelo regime fiscal sustentável foi ocupado por gastos obrigatórios, em especial os previdenciários. Repetindo o cenário visto em 2024, as projeções dos analistas de mercado contemplam resultado primário pior que o esperado pelo governo: segundo a mediana das projeções do QPC, o déficit deve ser de R\$96 bilhões. A maior discrepância se dá na receita líquida: a mediana do QPC é R\$82 bilhões inferior a estimativa do governo.

Contas externas

A situação das contas externas, caracterizada nos últimos meses por aumento do déficit na conta de transações correntes e estabilidade nas entradas líquidas de IDP, ainda é confortável. Considerando dados de janeiro a julho, o déficit em transações correntes de US\$26 bilhões é o maior desde 2019, tendo apresentado crescimento relevante em relação a 2023 (Tabela 1.2.5).³⁵ A piora das transações correntes em relação ao ano passado reflete queda do saldo comercial e aumento do déficit nas contas de serviços (Gráfico 1.2.40). Em parte, o aumento do déficit em transações correntes reflete o cenário de atividade econômica forte, destacando-se o crescimento da indústria de transformação – importadora de diversos bens intermediários –, do consumo das famílias e dos investimentos. De todo modo, o déficit em transações correntes segue inferior ao fluxo de investimento direto no país, que acumulou US\$45 bilhões até julho.

34/ O governo estimava arrecadar cerca de R\$168 bilhões com as medidas de recomposição das receitas na Lei Orçamentária Anual (LOA). Apesar da dificuldade de mensuração do real efeito dessas medidas e do bom desempenho da arrecadação ao longo do ano, a arrecadação ficou aquém do esperado pelo governo, levando a revisões para baixo nas projeções oficiais de receita. Na LOA, a receita líquida de 2024 foi inicialmente estimada em R\$2.192 bilhões. Na atualização do RARD do terceiro bimestre, a estimativa foi reduzida para R\$2.168 bilhões.

35/ As estatísticas do balanço de pagamentos passaram por uma revisão extraordinária desde o Relatório anterior, com modificação do tratamento metodológico dado aos cryptoativos (a partir de 2016) e a jogos e apostas (a partir de 2023). A revisão segue recomendações internacionais atualizadas. Para 2023, a revisão reduziu o déficit em transações correntes em US\$9,1 bilhões, de US\$30,8 bilhões para US\$21,7 bilhões. Já o déficit em transações correntes no período de janeiro a maio de 2024 foi revisado de US\$21,1 bilhões para US\$14,7 bilhões. Para mais detalhes, ver a [Nota para a Imprensa de julho das Estatísticas do Setor Externo](#).

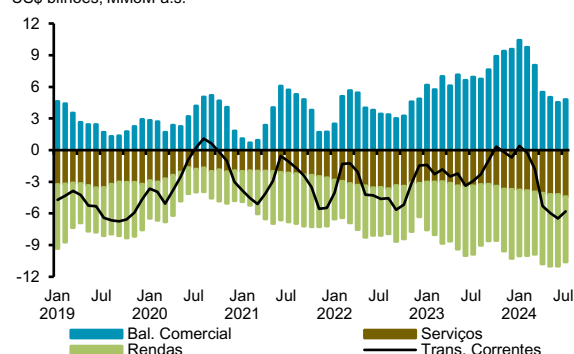
Tabela 1.2.5 – Contas externas

Acumulado no ano até julho					US\$ bilhões	
Discriminação	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Transações correntes	-36	-14	-14	-16	-13	-26
Balança comercial	18	21	30	34	50	45
Exportações	130	121	164	196	197	200
Importações	112	100	134	162	147	155
Serviços	-23	-15	-14	-23	-22	-29
dos quais: viagens	-7	-2	-1	-4	-5	-4
dos quais: transportes	-5	-4	-6	-11	-8	-10
Renda primária	-32	-22	-33	-29	-42	-43
dos quais: juros	-17	-15	-15	-12	-17	-18
dos quais: lucros e dividendos	-15	-7	-18	-17	-25	-26
Investimentos – passivos	59	-5	67	57	50	82
IDP	33	26	35	45	38	45
Inv. Carteira	9	-27	23	-7	8	6
Outros inv. Passivos ¹	18	-5	10	19	5	31

1/ Inclui empréstimos, créditos comerciais, depósitos e outros investimentos.

Gráfico 1.2.40 – Transações correntes

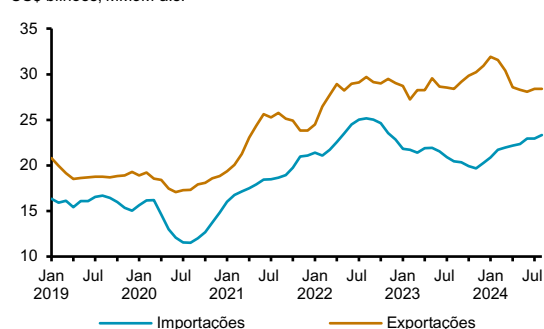
US\$ bilhões, MM3M a.s.



A queda do saldo comercial nos últimos meses se deve tanto à diminuição das exportações como ao aumento das importações (Gráfico 1.2.41). O valor das exportações tem sido impactado negativamente pelos preços mais baixos de grãos, associados à boa safra mundial. O *quantum* exportado de produtos manufaturados, que no pós-pandemia havia crescido puxado pela forte recuperação da demanda global por bens, tem caído desde meados de 2022 e também contribuiu negativamente para a redução do valor exportado nos últimos meses. Por outro lado, o volume embarcado dos principais produtos da pauta – soja, minério e petróleo, itens classificados como bens básicos (Gráfico 1.2.42) – segue elevado, mitigando a queda das vendas externas e contribuindo para que o valor das exportações permaneça elevado.

Gráfico 1.2.41 – Bal. Comercial

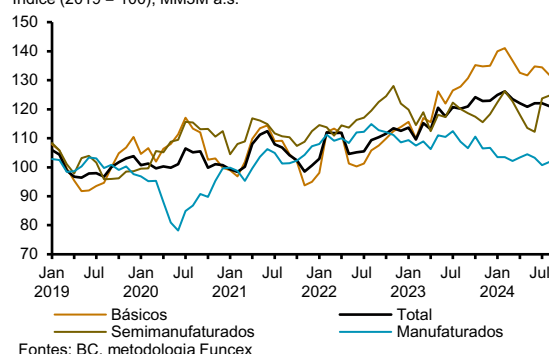
US\$ bilhões, MM3M a.s.



Fontes: Secex/MDIC, BC (ajuste sazonal)

Gráfico 1.2.42 – Índices de quantum de exportação

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.



Fontes: BC, metodologia Funcex

As importações têm apresentado alta significativa, em linha com o desempenho da atividade econômica doméstica. O *quantum* importado cresceu 12,2% no acumulado do ano até agosto e atingiu patamar recorde (Gráfico 1.2.43). Essa expansão é disseminada entre as categorias de uso, com destaque para bens intermediários – que compõem a maioria da nossa pauta de importação (Tabela 1.2.6) – e bens de capital, que podem ser associados ao crescimento da indústria de transformação e dos investimentos, respectivamente.

Gráfico 1.2.43 – Índices de quantum de importação

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.

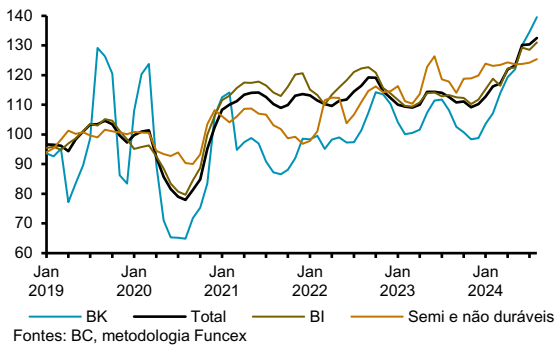


Tabela 1.2.6 – Participação na pauta

Acumulado no ano até agosto		
Discriminação	2023	2024
Exportações		
Básicos	59%	59%
Semimanufaturados	13%	13%
Manufaturados	28%	27%
Importações		
Bens de capital	12%	13%
Bens intermediários	61%	59%
Duráveis	3%	5%
Semi e não duráveis	10%	11%
Combustíveis	14%	12%

O aumento do volume importado também pode ter sido beneficiado pela queda dos preços de importação, em particular dos produtos oriundos da China. Desde seu pico registrado no segundo trimestre de 2022, quando se sentiam os impactos da pandemia e da guerra na Ucrânia nas cadeias globais de produção e logística, preços de exportações e importações brasileiras têm recuado. Ao longo do último ano, a queda mais intensa no preço das importações resultou em alguma melhora nos termos de troca brasileiros (Gráfico 1.2.44). Essa queda no preço das importações foi maior em bens vindos da China. O preço desses produtos recuou 26% em relação ao pico do segundo trimestre de 2022, enquanto, na mesma comparação, os preços de produtos oriundos de outros países recuaram em média 12% (Gráfico 1.2.45). Esse fenômeno pode estar relacionado à desaceleração da demanda interna chinesa e consequente redirecionamento da produção para mercados externos e ter desempenhado papel importante no processo de desinflação global e doméstico.

Gráfico 1.2.44 – Índices de preço

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.

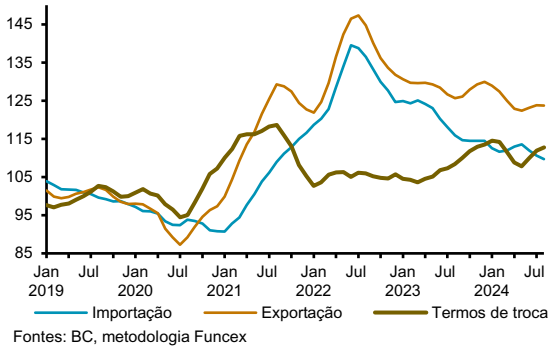
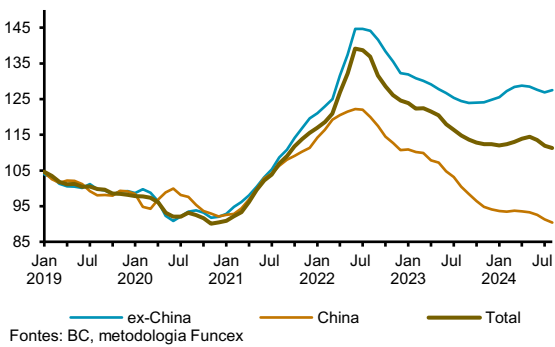


Gráfico 1.2.45 – Índices de preço de importação

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.



O aumento dos gastos com serviços também é fator importante por trás do aumento do déficit em transações correntes. Destaca-se o crescimento dos gastos com serviços de tecnologia e propriedade intelectual, refletindo a consolidação no país dos grandes conglomerados globais de tecnologia, que têm ampliado a gama e o alcance dos serviços oferecidos. Além disso, há o aumento dos gastos com transporte (Gráfico 1.2.46), associado não apenas ao crescimento do volume importado como também ao impacto sobre preços de fretes de novas disfunções sobre as cadeias globais de suprimento, como as geradas

pelos ataques a embarcações no Mar Vermelho. Já na conta de renda primária, o déficit tem se mostrado semelhante ao observado em igual período de 2023, tanto no agregado como nos seus componentes (Gráfico 1.2.47).

Gráfico 1.2.46 – Serviços

US\$ bilhões, MM3M a.s.

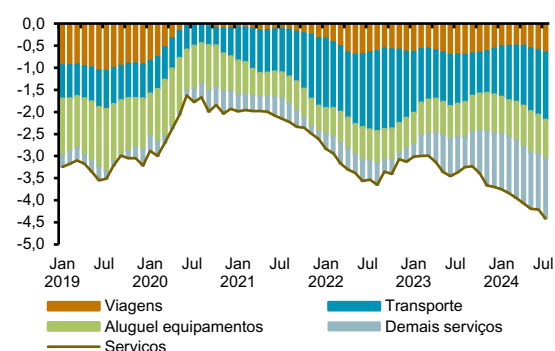
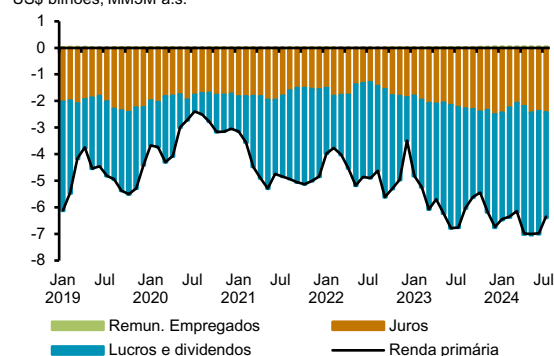


Gráfico 1.2.47 – Renda primária

US\$ bilhões, MM3M a.s.



Os Investimentos Diretos no País (IDP) mantêm patamar elevado e o fluxo de investimentos em carteira segue positivo, após forte saída em abril. Na comparação com igual período de 2023, o bom resultado do IDP se deve tanto ao aumento das captações de empréstimos intercompanhia como aos aportes em participação no capital, sobretudo por meio de lucros reinvestidos (Gráfico 1.2.48). Em relação aos investimentos em carteira, destaca-se o contraste entre saques de ações e fundos e entradas líquidas para títulos de dívida, emitidos no país ou no exterior (Gráfico 1.2.49). A entrada líquida para títulos nos últimos três meses mais que compensou a forte saída observada em abril, para qual havia contribuído a perspectiva de prolongamento das taxas de juros altas nas economias avançadas. O início do ciclo de flexibilização da política monetária nos EUA deve contribuir positivamente para que tenham continuidade os fluxos positivos em carteira para títulos e os fluxos de empréstimos intercompanhia.

Gráfico 1.2.48 – Investimento direto no país

US\$ bilhões, MM3M a.s.

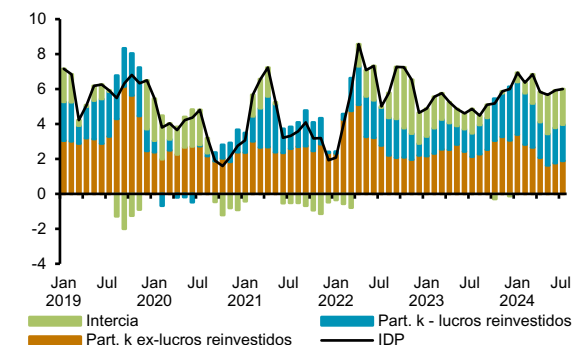
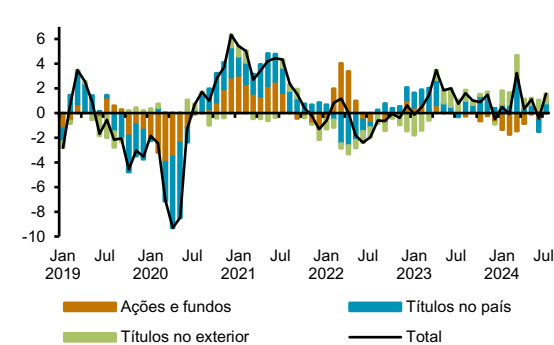


Gráfico 1.2.49 – Investimentos em carteira - passivo

US\$ bilhões, MM3M a.s.



A projeção para o déficit em transações correntes em 2024 foi revisada para US\$51 bilhões (2,3% do PIB) e continua menor do que a previsão de ingressos líquidos em IDP, revisada para US\$70 bilhões (3,2% do PIB). Este Relatório também apresenta a primeira projeção para as contas externas em 2025, com aumento no déficit em transações correntes, para US\$60 bilhões (2,7% do PIB), mas ainda inferior à previsão de ingresso líquido em IDP, de US\$70 bilhões (3,2% do PIB). Mais detalhes estão disponíveis em box neste Relatório.

Preços

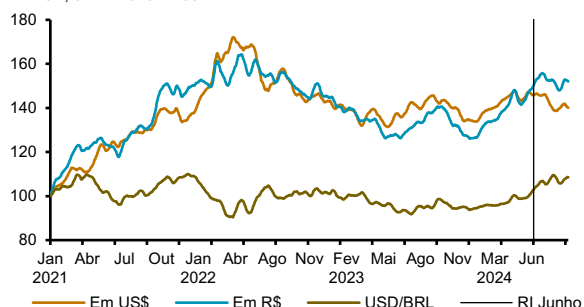
Apesar do recuo da inflação no trimestre, a inflação acumulada em doze meses e a medida trimestral dessazonalizada apresentaram elevação. Adicionalmente, as medidas de inflação subjacente apresentaram estabilidade ou alta e se situam em patamar ainda acima da meta de inflação. O cenário atual é caracterizado

por resiliência na atividade, pressões no mercado de trabalho e hiato do produto positivo. Além disso, depreciação cambial e preços ao produtor sugerem perspectiva menos favorável para o preço de bens industriais. Nesse contexto, segundo o Relatório Focus, as expectativas de inflação continuam desancoradas, a despeito das projeções de taxa Selic mais elevada.

Preços de *commodities* recuaram de forma disseminada, mas a depreciação do real levou a aumento desses preços quando cotados na moeda doméstica. O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) em dólares apresentou queda de 3,9%, após dois trimestres de alta (Gráfico 1.2.50).³⁶ O recuo do IC-Br em dólares foi disseminado, o que sugere influência de fatores de demanda global para o movimento (Gráfico 1.2.51). Entre as *commodities* energéticas que compõem o índice, houve forte queda do gás natural nos Estados Unidos³⁷, devolvendo a expressiva elevação no trimestre anterior, e retração do preço do *Brent*, em contexto de demanda mundial mais fraca. Entre as *commodities* agropecuárias, houve recuo de preço na maioria dos produtos. No caso de grãos, o movimento parece associado a perspectiva de maior oferta, em especial nos Estados Unidos. Por outro lado, os preços do café e do suco de laranja voltaram a avançar, com expectativa de safras menores no Vietnã e no Brasil. Por fim, as *commodities* metálicas recuaram, ainda em contexto de demanda mais fraca na China, em especial no setor imobiliário do país. Contudo, apesar da queda dos preços de *commodities* no mercado internacional, o IC-Br medido em reais voltou a subir (1,4%), em razão da depreciação do real.

Gráfico 1.2.50 – IC-Br e câmbio

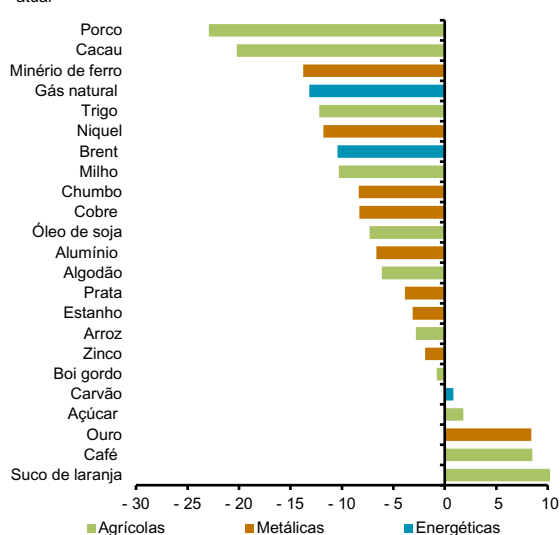
MM10D, 31.12.2020 = 100



Fontes: Bloomberg e BC

Gráfico 1.2.51 – Variação nos preços de commodities

Variação % da MM10D em US\$ entre as datas de cortes dos RIs anterior e atual



Fonte: Bloomberg

Os preços ao produtor apresentaram alta mais forte na indústria de transformação. Segundo o Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI), a variação de preços dos produtos manufaturados passou de 1,65% no trimestre encerrado em maio para 2,06% no trimestre encerrado em agosto (Gráfico 1.2.52). Resultado similar é observado com a exclusão de alimentos industrializados e combustíveis do cálculo das variações. Movimento semelhante ocorreu entre os produtos do IPA-DI classificados como bens de consumo. Excluindo o efeito de alimentos, combustíveis e medicamentos, a alta do preço de bens de consumo passou de 0,07% no trimestre encerrado em maio para 0,99% no período terminado em agosto.³⁸ No acumulado de doze meses, o IPA-DI da indústria de transformação alcançou 4,2%, após atingir mínima de -10,1% em julho de 2023 (Gráfico 1.2.53). A reversão das quedas de 2023 também pode ser observada na agropecuária e no índice agregado de preços ao produtor. Mais recentemente, a

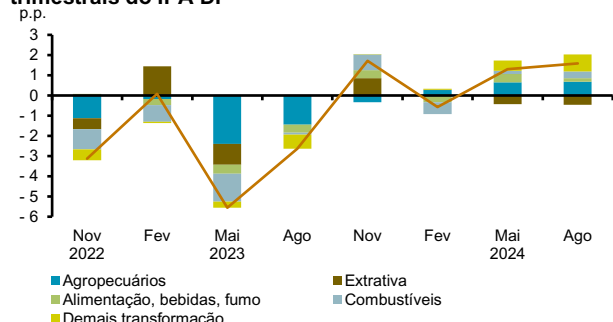
36/ As variações do IC-Br e do câmbio discutidas nesta seção se referem à média móvel de dez dias entre as respectivas datas de fechamento dos RI.

37/ Para o gás natural, o IC-Br utiliza como referência o preço em Henry Hub. A fonte da informação de preço e o peso de cada *commodity* no IC-Br podem ser encontrados nos metadados do índice no Sistema de Séries Temporais (SGS) do BC.

38/ Parte dos medicamentos para uso humano têm preços regulados, com reajuste anual de preços máximos entre março e abril de cada ano. Esse reajuste tende a contribuir para a alta do IPA-DI no trimestre encerrado em maio.

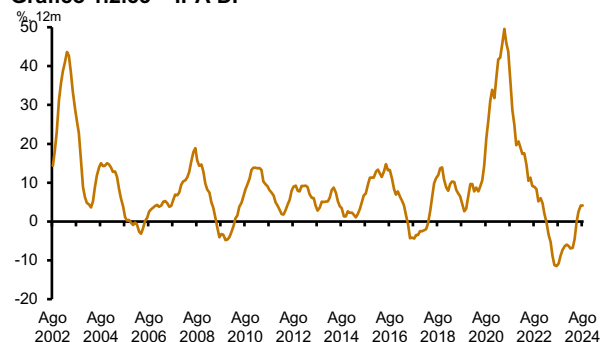
aceleração nos preços ao produtor pode refletir os efeitos da depreciação cambial observada nos últimos meses.

Gráfico 1.2.52 – Contribuições para variações trimestrais do IPA-DI



Fonte: FGV

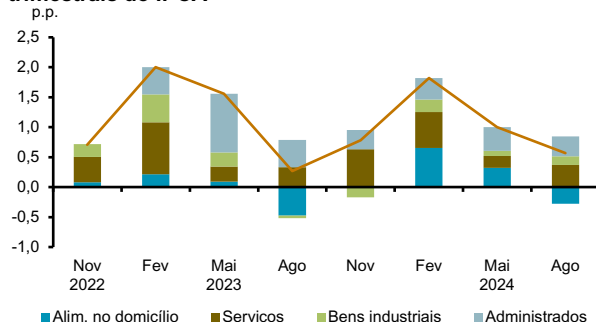
Gráfico 1.2.53 – IPA-DI



Fonte: FGV

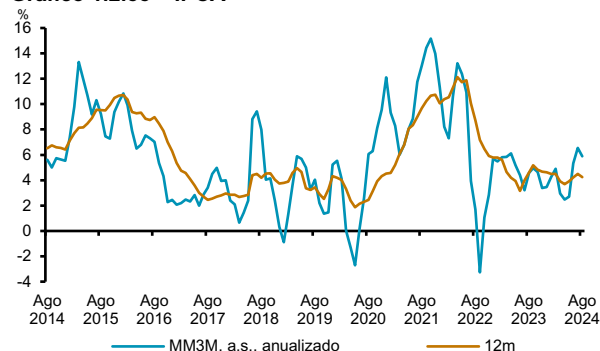
A inflação dos preços ao consumidor medida pelo IPCA foi menor no último trimestre, mas os núcleos e as variações acumuladas em doze meses indicam inflação corrente mais elevada. No trimestre encerrado em agosto, o IPCA subiu 0,57%, abaixo da alta de 1,00% registrada nos três meses finalizados em maio (Gráfico 1.2.54). O recuo se deveu aos componentes mais voláteis da cesta de produtos, uma vez que a média dos núcleos teve movimento contrário e subiu no período. Quando são considerados os valores dessazonalizados dos núcleos³⁹, também se verifica elevação entre os trimestres, de 3,08% para 4,39% anualizados (Gráfico 1.2.56). No acumulado em doze meses, o IPCA acelerou de 3,93% em maio para 4,24% em agosto (Gráfico 1.2.55). O movimento também é observado na média dos núcleos de inflação, que passou de 3,55% para 3,80%.

Gráfico 1.2.54 – Contribuições para variações trimestrais do IPCA



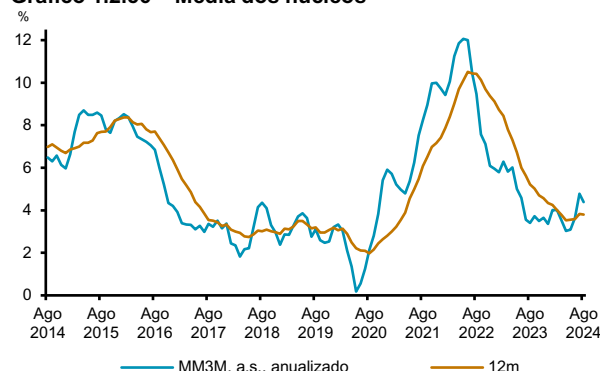
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.55 – IPCA



Fontes: IBGE e BC

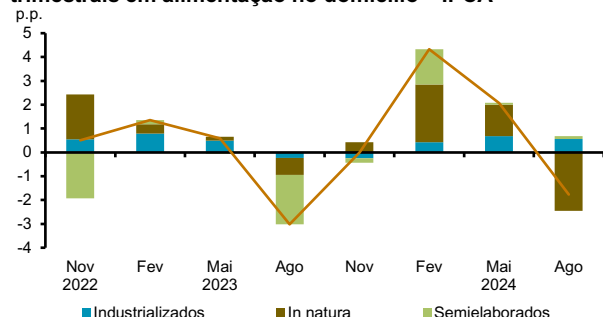
Gráfico 1.2.56 – Média dos núcleos



39/ São considerados os núcleos Ex-0, Ex3, MS, DP e P55, discutidos no box [Atualização do conjunto de núcleos de inflação comumente considerados pelo BCB para análise de conjuntura econômica](#), publicado no Relatório de Inflação de junho de 2020.

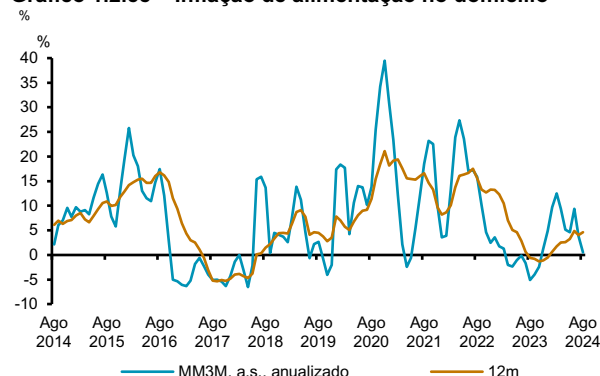
Preços da alimentação no domicílio tiveram queda forte no trimestre finalizado em agosto. No período, os preços do segmento recuaram 1,77%, ante elevação de 2,07% nos três meses finalizados em maio (Gráfico 1.2.57). O movimento foi significativamente influenciado pela retração dos preços dos alimentos *in natura*, particularmente do tomate e da cebola, que haviam apresentado forte elevação no trimestre anterior. Os preços das proteínas continuaram com variações baixas, ao passo que houve alta do leite – acompanhando seu padrão sazonal, em período de menor oferta. A queda dos preços da alimentação no domicílio no trimestre tem importante fator sazonal, mas a série dessazonalizada também apresenta desaceleração no período – que parece explicada pela queda significativa em produtos *in natura*. Apesar do resultado favorável no trimestre, a variação acumulada em doze meses no segmento continuou em alta e alcançou 4,60%, após quedas registradas em 2023 (Gráfico 1.2.58).

Gráfico 1.2.57 – Contribuições para variações trimestrais em alimentação no domicílio – IPCA



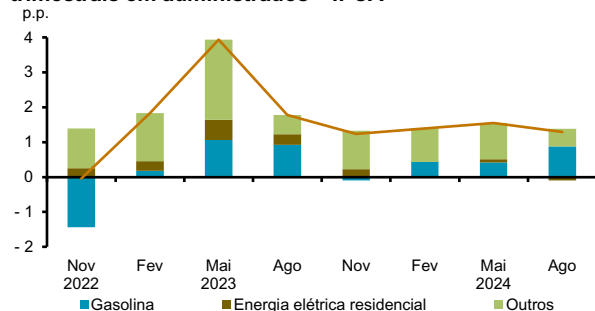
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.58 – Inflação de alimentação no domicílio



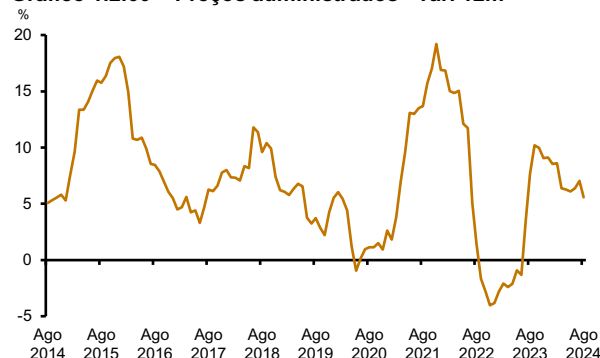
Os preços administrados desaceleraram em relação ao observado no trimestre anterior. A alta passou de 1,55% no trimestre encerrado em maio para 1,29% no período até agosto (Gráfico 1.2.59). Houve variação mais acentuada do preço da gasolina, em função do reajuste do combustível em julho nas refinarias. Em sentido contrário, houve arrefecimento da alta de produtos farmacêuticos, passado o reajuste anual de preços máximos aplicado em abril, e redução do preço da energia elétrica, influenciada por reajustes negativos das tarifas em diversas capitais. Após o acionamento da bandeira amarela de energia em julho, a bandeira verde voltou a vigorar em agosto, com efeito líquido nulo para a variação trimestral. Ainda assim, o acionamento da bandeira amarela ressalta a piora no cenário hídrico no país. Em perspectiva mais longa, os preços administrados acumularam alta de 5,58% nos doze meses encerrados em agosto, seguindo tendência de acomodação observada desde o último trimestre de 2023 (Gráfico 1.2.60).

Gráfico 1.2.59 – Contribuições para variações trimestrais em administrados – IPCA



Fontes: IBGE e BC

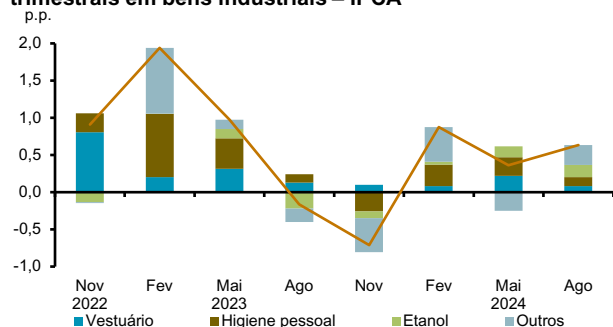
Gráfico 1.2.60 – Preços administrados - var. 12m



Os preços de bens industriais apresentaram variação mais forte, que pode estar associada a repasse de custos. Os preços do segmento subiram 0,63% no trimestre encerrado em agosto, acima dos 0,36% no trimestre finalizado em maio (Gráfico 1.2.61). O etanol, que habitualmente apresenta redução de preço no período, teve alta expressiva. Notícias do setor associaram o movimento à demanda elevada pelo produto. Excluída a influência do preço do etanol, as variações no trimestre também indicam alguma aceleração nos preços de bens industriais. Esse movimento se segue à depreciação cambial e à aceleração dos preços ao produtor, o que

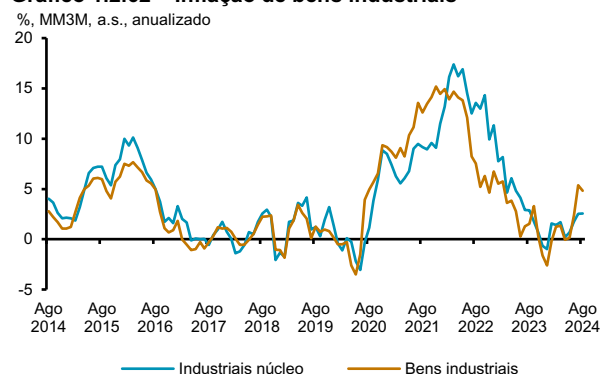
sugere algum repasse de custos para os preços ao consumidor. Quando consideradas as séries dessazonalizadas, a variação trimestral anualizada do segmento passa de 0,15% em maio para 4,84% em agosto (Gráfico 1.2.62). Na série que exclui o etanol, a variação passa de 0,77% para 2,59% no mesmo período.

Gráfico 1.2.61 – Contribuições para variações trimestrais em bens industriais – IPCA



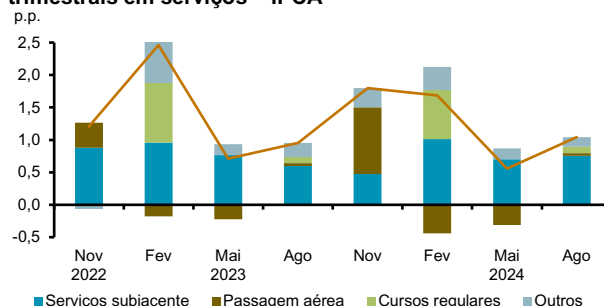
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.62 – Inflação de bens industriais



Preços de serviços tiveram alta acima da observada no trimestre anterior e suas medidas subjacentes permanecem em patamar elevado. Os preços dos serviços aceleraram de 0,56% para 1,04% entre os trimestres finalizados, respectivamente, em maio e em agosto (Gráfico 1.2.63). O movimento foi concentrado no componente ex-subjacente, em especial no subitem passagem aérea, que apresenta volatilidade elevada. O componente subjacente dos preços de serviços apresentou variação levemente acima da observada no trimestre anterior. Serviços bancários tiveram variação significativa no trimestre, após altas também relevantes em janeiro e fevereiro, e seguro de veículos apresentou variação elevada em julho, com devolução apenas parcial em agosto. Em seu conjunto, tanto as variações em doze meses quanto as variações trimestrais anualizadas dos preços de serviços e de seus núcleos se encontram ao redor de 5% (Gráfico 1.2.64). Medidas que enfatizam a intensidade de uso de mão de obra, e que podem estar mais associadas ao aperto no mercado de trabalho, também mostram uma inflação de serviços pressionada (Gráfico 1.2.65).⁴⁰

Gráfico 1.2.63 – Contribuições para variações trimestrais em serviços – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.64 – Inflação de serviços

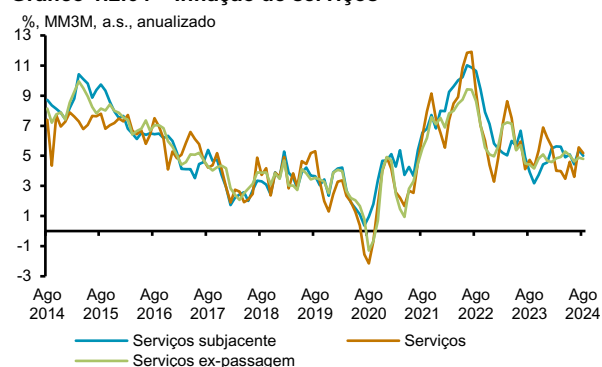
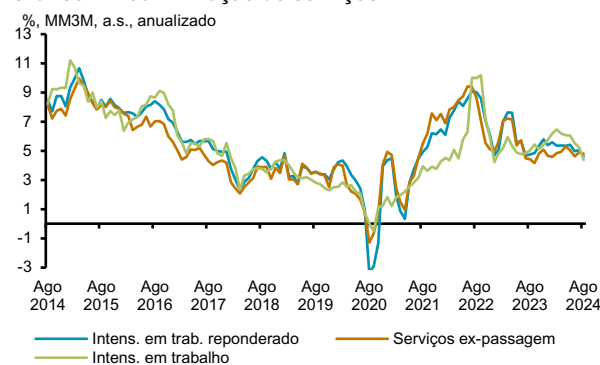


Gráfico 1.2.65 – Inflação de serviços



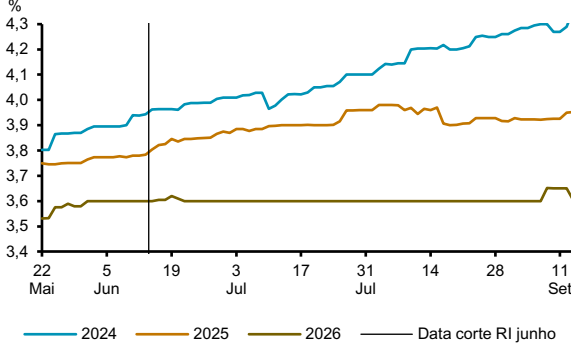
40/ Ver boxe [Inflação de serviços reponderada por fatores de produção](#), do Relatório de junho de 2024.

A expectativa de inflação aumentou novamente para 2024 e 2025 e continua desancorada para os anos seguintes. No Relatório Focus, a mediana das projeções para o IPCA em 2024 passou de 3,79% em março para 3,96% em junho e agora atinge 4,35%. Como indicado pelas projeções desagregadas, a elevação no trimestre teve contribuições relevantes de preços administrados e de bens industriais (Tabela 1.2.7). Informações do QPC mostram que a maior alta esperada para preços administrados está relacionada à gasolina e ao gás de botijão. Entre os industriais, a maior projeção deriva, possivelmente, de valores mais elevados do etanol, do cigarro⁴¹ e do impacto da depreciação do câmbio em diversos itens. Para horizontes mais distantes, sob maior influência da política monetária, a desancoragem das expectativas de inflação permanece. A despeito de uma trajetória mais elevada esperada para a taxa Selic, houve alta na expectativa de inflação para 2025 – de 3,80% em junho para 3,95% – e as projeções para 2026 e anos seguintes mantiveram-se estáveis acima da meta de inflação (Gráfico 1.2.66). Conforme a avaliação unânime dos membros do Copom, registrada na ata de sua reunião de setembro, a reancoragem das expectativas de inflação deve ser perseguida pois é elemento essencial para assegurar a convergência da inflação para a meta ao menor custo possível em termos de atividade.

Tabela 1.2.7 – Abertura da revisão na projeção do Focus para 2024

	Peso	Projeção Focus (% a.a.)		
		14-jun	13-set	Contr. p/ " (p.p.)
IPCA	100	3,96	4,35	+0,39
IPCA (por agregação)	100	4,00	4,36	+0,35
Alimentação no domicílio	15	6,00	5,46	-0,08
Bens industriais	23	2,08	2,88	+0,19
Serviços	36	4,45	4,55	+0,04
Administrados	26	3,95	4,78	+0,21
Livres	74	4,00	4,19	+0,14
Livres (por agregação)	74	4,02	4,21	+0,14

Gráfico 1.2.66 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA 2024, 2025 e 2026



41/ O Decreto nº 12.127/2024, de 1º de agosto de 2024, aumentou o preço mínimo para venda de cigarros no varejo - com vigência a partir de setembro - e a alíquota específica do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) sobre cigarros - com vigência a partir de novembro.

Projeções para a evolução do PIB em 2024 e 2025

Esse box apresenta as projeções para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) nos anos de 2024 e 2025 no cenário de referência do Banco Central.

A atividade econômica brasileira manteve-se robusta no segundo trimestre, com crescimento outra vez acima do esperado, o que levou a uma nova rodada de revisão para cima nas projeções de crescimento para 2024. Os impactos econômicos das enchentes no Rio Grande do Sul foram menores do que o antecipado, o que explica parte da surpresa. No segundo trimestre, assim como no primeiro, destacaram-se as altas no consumo das famílias, nos investimentos e nos setores mais cíclicos da economia. Apesar das surpresas sucessivas, espera-se um menor ritmo de crescimento no segundo semestre de 2024 e ao longo de 2025, devido à expectativa de menor impulso fiscal, à interrupção da flexibilização monetária iniciada em 2023, ao menor grau de ociosidade dos fatores de produção e à ausência de forte impulso externo, considerando a perspectiva de crescimento mundial em 2025 semelhante ao de 2024.

Revisão da projeção do PIB para 2024

A projeção de crescimento do PIB em 2024 passou para 3,2%, ante 2,3% no Relatório anterior. A revisão decorre principalmente da elevada surpresa positiva no segundo trimestre.

Sob a ótica da oferta, a alta na projeção de crescimento do PIB reflete elevação nas projeções para os três setores. Houve elevação nas projeções tanto para o conjunto de atividades mais sensíveis ao ciclo econômico como para o conjunto das atividades menos cíclicas.¹ As estimativas para a variação anual do Valor Adicionado Bruto (VAB) passaram de 3,1% para 4,0% para os mais cíclicos e de 0,9% para 1,5% para os menos cíclicos.

A estimativa para a agropecuária passou de um recuo de 2,0% para um recuo menor, de 1,6%. Essa revisão considera um aumento nas projeções para a pecuária e para a “produção florestal, pesca e aquicultura”, refletindo resultados até o segundo trimestre melhores do que os antecipados, que prevaleceram sobre a redução das estimativas de safra pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).²

Para a indústria, a previsão foi ajustada de 2,7% para 3,5%, devido a melhorias nos prognósticos para indústria de transformação, construção e “eletricidade e gás, água, esgoto, atividades de gestão de resíduos” (EGAER), impulsionadas por surpresas positivas no segundo trimestre. Esperam-se novas altas na construção e na indústria de transformação no segundo semestre, embora de magnitudes menores do que as verificadas no primeiro. Já o setor de EGAER deve recuar na segunda metade do ano, devido ao forte aumento esperado da participação de termoeletricas na produção total de energia elétrica, em virtude da escassez de chuvas em bacias que alimentam importantes hidrelétricas.³ A projeção para a indústria extrativa ficou praticamente inalterada, refletindo resultado ligeiramente abaixo do esperado no segundo trimestre e alterações moderadas nos prognósticos de produção anual dos principais produtores do setor.

1/ Classificação também utilizada na seção “Atividade econômica”. Atividades menos cíclicas: agropecuária; indústria extrativa; atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados; atividades imobiliárias; e administração, defesa, saúde e educação públicas e seguridade social. Mais cíclicas: demais atividades.

2/ O IBGE não divulga aberturas da agropecuária nas Contas Nacionais Trimestrais. A estimativa desagregada de desempenho foi realizada com base em indicadores como abate de animais, produção de leite e ovos e produção industrial relacionada à produção florestal, pesca e aquicultura, além das estimativas de safra.

3/ Por utilizarem mais insumos, as usinas termoeletricas geram um VAB menor para a mesma quantidade de energia elétrica produzida, em comparação com hidrelétricas e usinas eólicas e fotovoltaicas.

Para o setor de serviços, a projeção foi revista de 2,4% para 3,2%. Houve melhora nas previsões para todas as atividades, com exceção de “transporte, armazenagem e correio”, que ficou praticamente estável. As revisões refletem as surpresas nos resultados do segundo trimestre e os primeiros resultados de indicadores mensais para o terceiro trimestre.

Todos os componentes da demanda agregada foram revisados para cima. No âmbito doméstico, a estimativa para o crescimento anual do consumo das famílias aumentou de 3,5% para 4,5%, a do consumo do governo de 1,8% para 2,7% e a da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) passou de 4,5% para 5,5%. Essas revisões foram motivadas principalmente por surpresas positivas no segundo trimestre. Para os três componentes, entretanto, mantém-se a previsão de menor ritmo de crescimento no segundo semestre.

Para as exportações, a projeção foi revisada de 0,5% para 3,2%. Esse ajuste resulta, sobretudo, de perspectivas mais otimistas para o embarque de bens básicos, cujo desempenho superou as expectativas ao longo do segundo trimestre e em julho e agosto. Em relação às importações, a previsão de crescimento foi substancialmente revisada para cima, de 6,0% para 11,3%, refletindo o forte e disseminado aumento observado nesses mesmos períodos e corroborando o cenário de aquecimento da economia no primeiro semestre. A queda no preço de produtos adquiridos do exterior, especialmente os provenientes da China, pode ter contribuído para esse incremento.⁴ Tendo em vista as variações estimadas para os componentes da demanda agregada, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2024 são de 4,4% e -1,2%, respectivamente.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2023	2024 ¹	
		Anterior	Atual
Agropecuária	15,1	-2,0	-1,6
Indústria	1,6	2,7	3,5
Extrativa mineral	8,7	2,0	1,8
Transformação	-1,3	2,7	3,6
Construção civil	-0,5	3,5	5,4
EGAER	6,5	3,0	3,7
Serviços	2,4	2,4	3,2
Comércio	0,6	3,5	3,8
Transporte, armazenagem e correio	2,6	1,2	1,1
Serviços de informação	2,6	4,1	6,3
Interm. financ.e serviços relacionados	6,6	0,6	2,2
Outros serviços	2,8	3,4	4,5
Atividades imobiliárias e aluguel	3,0	2,6	3,1
Adm., saúde e educação públicas	1,1	1,1	1,6
Componentes mais cíclicos	1,2	3,1	3,9
Componentes menos cíclicos	5,5	0,9	1,6
Valor adicionado a preços básicos	3,0	2,2	2,9
Impostos sobre produtos	2,1	3,4	4,7
PIB a preços de mercado	2,9	2,3	3,2
Consumo das famílias	3,1	3,5	4,5
Consumo do governo	1,7	1,8	2,7
Formação bruta de capital fixo	-3,0	4,5	5,5
Exportação	9,1	0,5	3,2
Importação	-1,2	6,0	11,3

Fontes: IBGE e BC

1/ Estimativa.

4/ Ver seção “Contas externas” no capítulo 1 deste Relatório.

Projeção do PIB para 2025

Para 2025, projeta-se crescimento de 2,0%, com variações nos componentes da oferta e da demanda razoavelmente homogêneas e, de modo geral, menores do que as esperadas para 2024.

Pelo lado da oferta, agropecuária, indústria e serviços devem crescer, respectivamente, 2,0%, 2,4% e 1,9%. A perspectiva de um crescimento relativamente modesto na agropecuária após o recuo previsto para 2024 é reforçada por dois fatores. Primeiramente, a queda nos preços de algumas culturas desestimula a expansão da área cultivada e pode reduzir o uso de insumos que aumentam a produtividade da área plantada, limitando o potencial de crescimento da produção. Além disso, a seca em várias regiões do Brasil afeta as culturas permanentes e semipermanentes e pode atrasar o plantio da safra de verão, comprometendo o cultivo da safra de inverno no período ideal. Dessa forma, não se antecipa um forte transbordamento do crescimento do setor primário para o desempenho dos demais, como o ocorrido em 2023.

No setor secundário, prevê-se uma desaceleração no ritmo de crescimento trimestral da indústria de transformação e da construção, atividades mais sensíveis ao ciclo econômico, em comparação com as taxas médias de crescimento projetadas para 2024. O setor de EGAER também deve desacelerar, influenciado pela redução do ritmo de crescimento da economia e pela perspectiva de elevação da participação de termoeletricas na produção total de energia elétrica, em razão da piora observada no cenário hídrico. Para a indústria extrativa, espera-se alta modesta, similar à prevista para 2024.

Para o setor de serviços, projeta-se arrefecimento no crescimento generalizado entre as atividades, em função da expectativa de desaceleração da demanda em relação a 2024.

Na demanda doméstica, as taxas de variação esperadas para o consumo das famílias, o consumo do governo e a FBCF são 2,2%, 2,0% e 2,0%, respectivamente. Expansão mais moderada dos benefícios sociais e de outros gastos governamentais, em comparação ao observado neste ano e no anterior, deve contribuir para atenuação do crescimento do consumo das famílias e do governo. A potencial maior dificuldade para o crescimento da ocupação, devido ao fato de a taxa de desocupação já se encontrar em níveis historicamente baixos, é um fator adicional para a expectativa de desaceleração do PIB e, em particular, do consumo das famílias. A FBCF também deve crescer menos do que o esperado para 2024, diante de condições monetárias mais restritivas.

As exportações e as importações de bens e serviços devem ambas crescer 2,5%. O crescimento moderado das exportações se deve à ausência de um forte impulso externo, considerando a perspectiva de crescimento mundial em 2025 semelhante ao de 2024, e à expectativa de desempenho modesto da agropecuária e da indústria extrativa. A significativa desaceleração das importações deve refletir o arrefecimento esperado da demanda interna. As contribuições das demandas interna e externa estão estimadas em 2,0% e 0,0%, respectivamente.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2023	2024 ¹	2025 ¹
Agropecuária	15,1	-1,6	2,0
Indústria	1,6	3,5	2,4
Serviços	2,4	3,2	1,9
Valor adicionado a preços básicos	3,0	2,9	2,0
Impostos sobre produtos	2,1	4,7	1,9
PIB a preços de mercado	2,9	3,2	2,0
Consumo das famílias	3,1	4,5	2,2
Consumo do governo	1,7	2,7	2,0
Formação bruta de capital fixo	-3,0	5,5	2,0
Exportação	9,1	3,2	2,5
Importação	-1,2	11,3	2,5

Fontes: IBGE e BC

1/ Estimativa.

Indicadores complementares de mercado de trabalho

As últimas edições do Relatório de Inflação têm destacado o dinamismo do mercado de trabalho. Este box traz diversos indicadores, incluindo medidas alternativas e recortes diferentes dos usualmente utilizados, que, em seu conjunto, corroboram a avaliação de que o mercado de trabalho está aquecido.

A taxa de desocupação (TD) tem recuado mais do que o esperado, aproximando-se das mínimas históricas. Ao longo deste ano, as previsões dos analistas para a TD, coletadas pela pesquisa Focus, foram revisadas para baixo continuamente, refletindo sucessivas surpresas baixistas (Gráfico 1). Para o trimestre encerrado em julho, a mediana das expectativas do Boletim Focus em janeiro era de 8,2%. Com as revisões ao longo do ano, essa expectativa caiu para 6,9% na véspera da divulgação do dado (Gráfico 2). A taxa divulgada acabou sendo de 6,8%, a menor registrada para trimestres encerrados em julho desde o início da série histórica em 2012. Considerando os dados ajustados sazonalmente, a TD atingiu em julho 6,9%, apenas ligeiramente acima da mínima histórica de 6,7% observada em alguns meses de 2014. O recuo na TD foi disseminado entre as Unidades da Federação e, em várias delas, a taxa já é a menor da série histórica (Gráfico 3 e Figura 1).

Gráfico 1 – Surpresas na taxa de desocupação em 2024

Taxa observada menos a esperada (Focus) dois meses antes

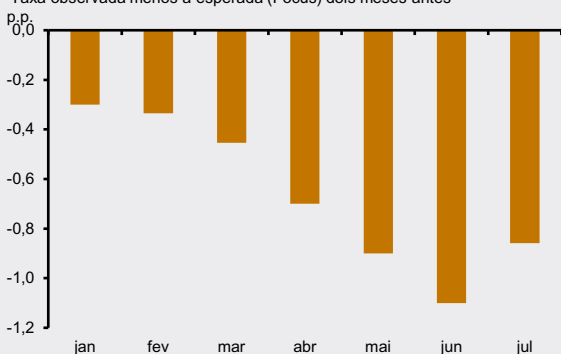


Gráfico 2 – Expectativa para a TD de julho de 2024

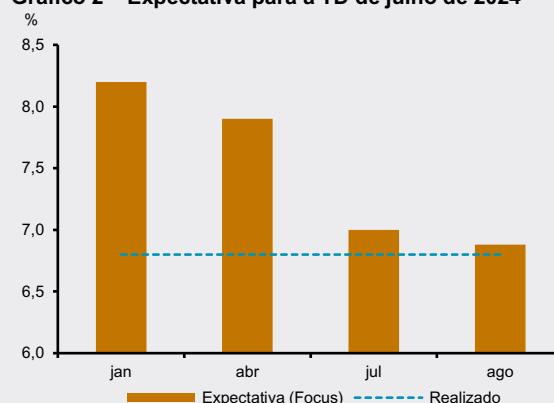
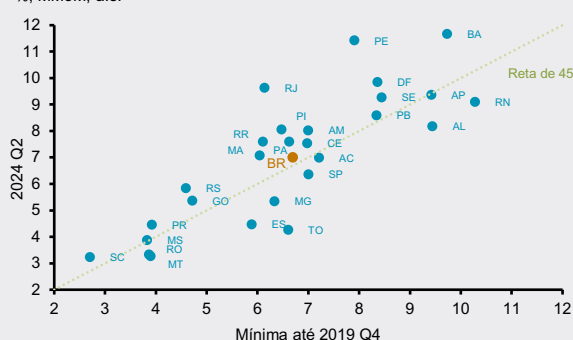


Gráfico 3 – TD: atual vs mínima até 2019 Q4

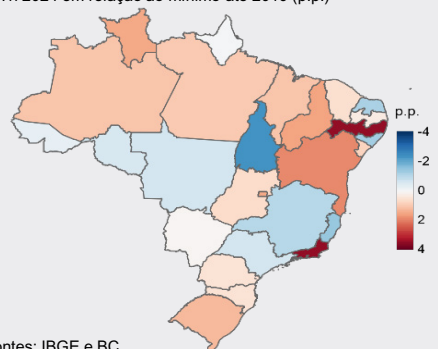
%; MM3M; a.s.



Fontes: IBGE e BC

Figura 1 – Diferença da taxa de desocupação

2º Tri 2024 em relação ao mínimo até 2019 (p.p.)

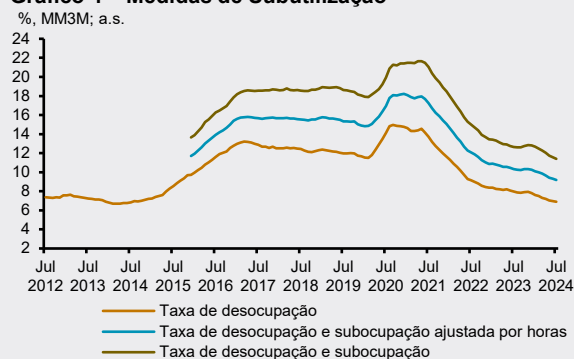


Fontes: IBGE e BC

Indicadores mais abrangentes de subutilização da força de trabalho revelam que não apenas a desocupação recuou, como também o percentual de trabalhadores que estão subocupados. Enquanto a TD passou de 12,0% no pré-pandemia (média de 2019) para os atuais 6,9% (com ajuste sazonal) – um recuo de 5,1 p.p. –, a taxa de desocupação e subocupação, medida que considera como desocupados aqueles que trabalharam menos de 40 horas por semana e que gostariam de trabalhar mais, diminuiu ainda mais, 7,2 p.p., de 18,6% para 11,4%

(Gráfico 4). Uma evolução semelhante foi observada ao ajustar a medida pelo total de horas trabalhadas¹. Além disso, a participação dos desalentados² na força de trabalho ampla³ foi substancialmente reduzida (Gráfico 5).

Gráfico 4 – Medidas de Subutilização



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 5 – Desalentados

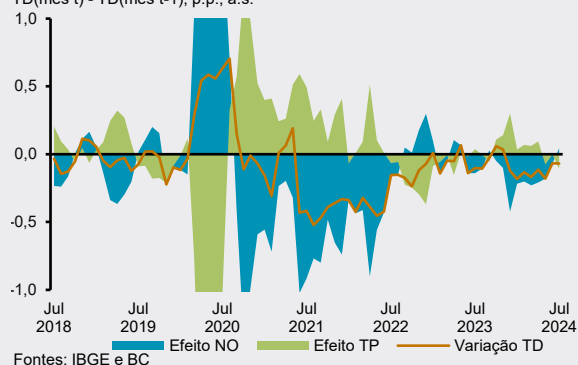
Como proporção da força de trabalho ampla
%, MM3M; a.s.



Desde meados de 2023, a queda do desemprego ocorre em um contexto de expansão do nível de ocupação (NO) e da taxa de participação na força de trabalho (TP). A TD tem recuado consistentemente desde 2021, mas a composição da queda, que importa para a avaliação do mercado de trabalho, não foi uniforme durante todo o período. A recuperação do NO e da TP no período pós-pandemia foi interrompida em meados de 2022 e, desse momento até meados de 2023, a queda da desocupação ocorreu não tanto pelo aumento da ocupação, mas pela diminuição da taxa de participação na força de trabalho.⁴ Essa dinâmica mudou, de forma que desde então a queda da TD tem ocorrido efetivamente em razão do aumento da ocupação (Gráfico 6).⁵

Gráfico 6 – Decomposição da variação da TD

TD(mês t) - TD(mês t-1); p.p.; a.s.



Neste processo mais recente de aumento da ocupação, empregos com carteira têm se destacado (Gráficos 7 e 8). Enquanto a população ocupada (PO) cresceu 0,3% e 0,9% nos trimestres encerrados em julho e abril, respectivamente, a quantidade de empregados com carteira assinada avançou 1,1% em ambos os períodos, segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua). O bom desempenho no emprego com carteira é também refletido nos dados do Caged, que mostram aumentos de 1,0% e 1,2% na

- 1/ Mais informações estão no box [Indicadores de subutilização da força de trabalho ajustados por horas trabalhadas](#) do Relatório de dezembro de 2019.
- 2/ São consideradas desalentadas as pessoas que não realizaram busca efetiva por trabalho, mas gostariam de ter um trabalho e estavam disponíveis para trabalhar na semana de referência da pesquisa.
- 3/ Força de trabalho mais desalentados.
- 4/ Entre as causas estão as mudanças demográficas, conforme descrito no box [Alterações demográficas e a evolução recente da taxa de participação na força de trabalho](#) do Relatório de junho de 2024.
- 5/ Decomposição da variação mensal da TD realizada com dados dessazonalizados utilizando-se a equação

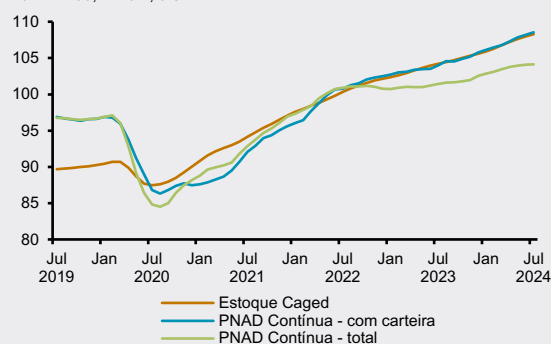
$$\Delta TD_t = \underbrace{\frac{NO_{t-1}}{TP_{t-1}} \frac{\Delta TP_t}{TP_{t-1}}}_{\text{Efeito TP}} - \underbrace{\frac{NO_{t-1}}{TP_{t-1}} \frac{\Delta NO_t}{NO_{t-1}}}_{\text{Efeito NO}}$$

Há um pequeno resíduo na decomposição, resultante de a equação utilizada somente ser exata para variações infinitesimais e de terem sido usados dados de TD, NO e TP dessazonalizados de modo independente.

quantidade de vínculos de trabalho nos mesmos períodos. O Índice Diário de Atividade Econômica - Emprego (IDAT-Emprego)⁶ confirma a expansão do emprego com carteira.

Gráfico 7 – População ocupada

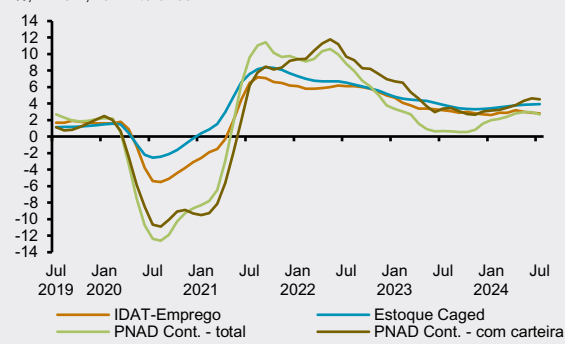
2022 = 100; MM3M; a.s.



Fontes: IBGE e MTE

Gráfico 8 – Variação da população ocupada

%, MM3M, var. interanual

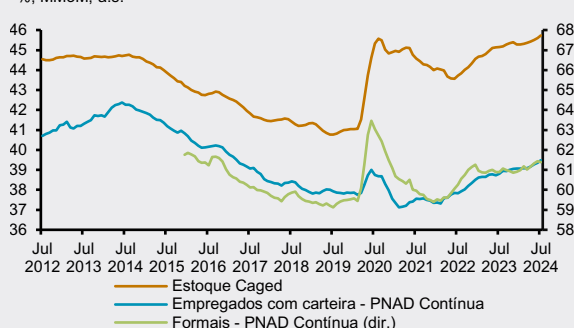


Fontes: Itaú, MTE e IBGE

O trabalho formal tem ganhado participação na ocupação. Segundo a PNAD Contínua, a participação dos empregados com carteira assinada na PO tem aumentado desde 2021, embora ainda esteja bem abaixo dos máximos históricos (Gráfico 9). Contudo, ao se utilizar um conceito mais amplo de trabalhadores formais – que inclui, além dos empregados com carteira, o setor público e os empregadores e trabalhadores por conta-própria com Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) –, a participação do trabalho formal encontra-se mais próxima dos máximos históricos (quando se ignora o curto período após a eclosão da pandemia). Considerando-se dados de vínculos empregatícios do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), também normalizados pela PO da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), a conclusão é a de que os empregos com carteira estão no maior patamar da série histórica.⁷

Gráfico 9 – Medidas de formalização (Emprego/PO¹)

%, MM3M, a.s.



Fontes: IBGE, MTE e BC

1/ O denominador PO é sempre a PO total da PNAD Contínua.

A expansão da PO tem sido razoavelmente disseminada, mas destaca-se o aumento observado nas atividades econômicas e nas ocupações com maior remuneração média. Após o recuo acentuado da ocupação devido à pandemia, a PO apresentou trajetória ascendente, atingindo no segundo trimestre de 2024 um patamar 8,1% acima do período pré-pandemia⁸. A ocupação cresceu acima da População em Idade de Trabalho (PIT) em 70,1% das atividades econômicas e 61,7% das ocupações, considerando o total de 87 divisões da Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE) e 128 subgrupos da Classificação Brasileira de Ocupações (CBO), respectivamente. Para avaliação da relação entre a expansão da ocupação e a remuneração média de cada ocupação ou atividade, a PO da PNAD Contínua foi segmentada em quartis com igual número de componentes.⁹

6/ Índice de emprego do Itaú obtido a partir da folha de pagamentos processada por esta instituição financeira.

7/ Em função da mudança metodológica no Caged em 2020, comparações entre dados pré e pós 2020 devem ser feitas com cautela.

8/ Variação entre o segundo trimestre de 2019 e o segundo trimestre de 2024.

9/ Utilizando os microdados, as atividades (divisões CNAE, 2 dígitos) ou as ocupações (subgrupos CBO, 3 dígitos) foram inicialmente ordenadas de acordo com o rendimento médio habitual do trabalho principal de 2019 e, em seguida, foram encontrados os limites de corte dos quartis. A classificação das atividades e ocupações nos quartis é fixa em todo o período analisado.

A análise mostra que a expansão da ocupação tem sido mais intensa nos três quartis com maior remuneração média (Gráficos 10 e 11), o que é sugestivo de que os empregos gerados têm sido de maior qualidade.

Gráfico 10 – População Ocupada - PNAD Contínua
Por quartil da CBO
2019 = 100, MM3M; a.s.

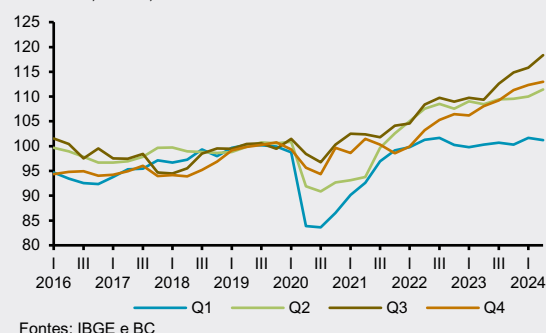
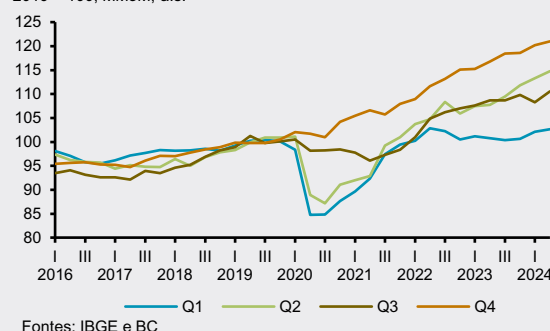


Gráfico 11 – População Ocupada - PNAD Contínua
Por quartil da CNAE
2019 = 100, MM3M; a.s.



Indicadores complementares do setor formal também mostram aquecimento do mercado de trabalho. Além de mostrar forte geração de empregos formais, os dados do Caged revelam que a taxa de desligamentos voluntários¹⁰ e a rotatividade do emprego¹¹ estão em patamares elevados (Gráficos 12 e 13). Essas métricas são pró-cíclicas, apresentando valores mais altos quando a economia está aquecida. Enquanto a rotatividade tem acompanhado a evolução da taxa de desocupação, os desligamentos voluntários distanciaram-se desse indicador nos últimos meses, atingido patamar mais alto do que o observado em 2014, quando a taxa de desocupação era semelhante à atual.

Gráfico 12 – Rotatividade¹ e taxa de desocupação
%; MM3M; a.s.

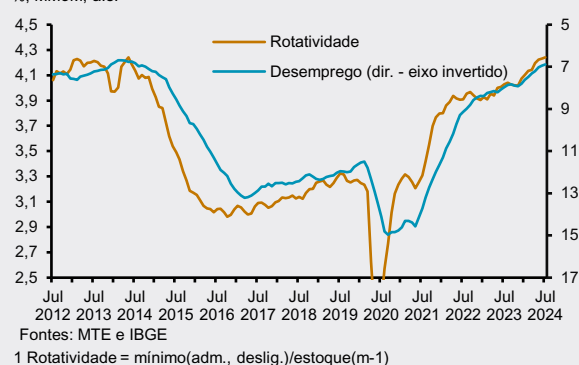
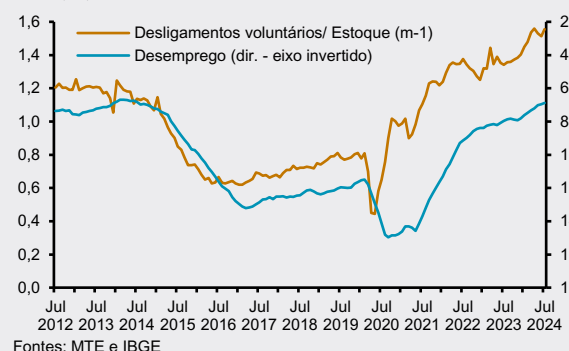


Gráfico 13 – Taxas de desligamento voluntário e TD
MM3M; %; a.s.



O tempo para se encontrar uma nova ocupação tem diminuído. De acordo com microdados do Caged¹², a proporção dos trabalhadores que assumiram uma nova vaga com carteira em até dois meses após o desligamento tem crescido e encontra-se nos maiores níveis dos últimos anos (Gráfico 14)¹³. Na mesma linha, análise com dados pareados da PNAD Contínua mostra que as trocas entre as ocupações também aumentaram (Gráfico 15). A proporção de indivíduos que estavam ocupados nos trimestres t-1 e t e que responderam que estavam no trabalho corrente por até 2 meses se encontra em nível semelhante ao observado no início da década passada, quando o mercado de trabalho se encontrava bastante aquecido.¹⁴

10/ Taxa de desligamentos voluntários corresponde à quantidade de desligamentos a pedido do empregado dividida pela quantidade de vínculos de trabalho no mês anterior.

11/ Rotatividade do emprego: mínimo entre o total de admitidos e desligados no mês dividido pela quantidade de vínculos de trabalho existentes no mês anterior.

12/ Base de dados com empresas e indivíduos identificados.

13/ Como houve mudança do Caged para o Novo Caged a partir de 2020, essa comparação deve ser vista com cautela. Mais referências sobre as mudanças no Caged estão disponíveis na seção de mercado de trabalho dos Relatórios de Inflação de [março de 2021](#) e [dezembro de 2021](#).

14/ Na análise com dados da PNAD Contínua, considerou-se o total de trabalhadores, não só os empregados com carteira.

Gráfico 14 – Readmitidos em até dois meses como proporção do total de desligamentos e TD

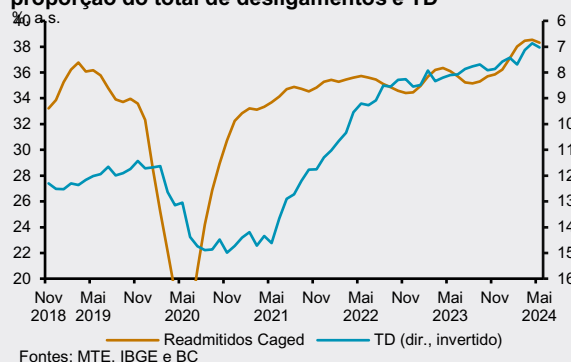
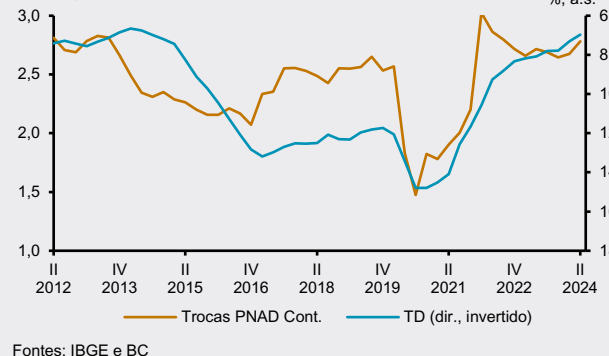


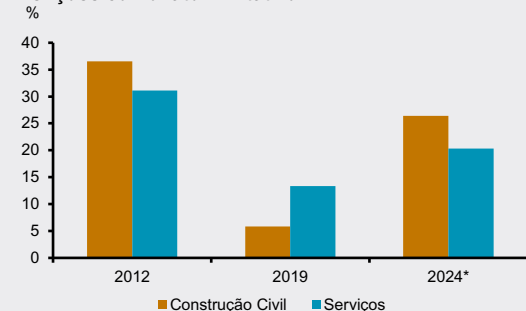
Gráfico 15 – Trocas entre ocupados e TD



O menor grau de ociosidade no mercado de trabalho também se manifesta em sondagens empresariais. De janeiro a julho de 2024, 26,4% dos entrevistados na Sondagem da Construção Civil da Fundação Getúlio Vargas (FGV) citaram a escassez de trabalhadores qualificados como fator limitante para o crescimento. Na Sondagem de Serviços 20,3% dos respondentes o fizeram. Embora esses valores sejam menores que os verificados em 2012 – outro momento de aquecimento do mercado de trabalho – eles são substancialmente maiores que os observados em 2019, antes da pandemia, sugerindo aumento da dificuldade de se encontrar trabalhadores (Gráfico 16).

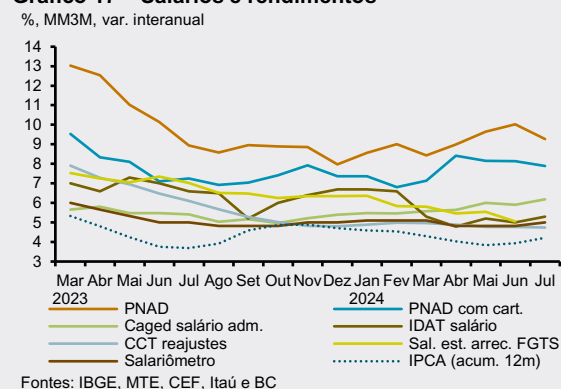
O desempenho dos rendimentos também aponta para um quadro de aquecimento do mercado de trabalho. Segundo a PNAD Contínua, o rendimento médio real habitual do trabalho no trimestre encerrado em julho foi 4,9% superior ao observado em igual período de 2023, e 4,5% superior ao observado no período pré-pandemia. Embora a magnitude do crescimento da renda sugerido por esse indicador destoe da de outros indicadores de renda¹⁵, todos apontam para crescimento salarial em ritmo que supera a inflação (Gráfico 17).

Gráfico 16 – Escassez de mão de obra qualificada



* De janeiro a agosto

Gráfico 17 – Salários e rendimentos



Os ganhos reais têm sido disseminados nas negociações coletivas. Dados das convenções coletivas consolidados pelo Banco Central¹⁶ indicam que mais de 80% das negociações realizadas até agosto superaram a inflação, comparado a 67% em 2023, aproximando-se dos níveis do início da década anterior, quando o mercado

15/ Os seguintes indicadores foram comparados: rendimento médio habitual de todos os trabalhos da PNAD Contínua; rendimento médio habitual do trabalho principal de empregados com carteira do setor privado da PNAD Contínua; salário médio de admissão do Caged; estimativa do BC do reajuste salarial médio a partir das Convenções Coletivas de Trabalho; reajustes salariais médios de acordo com o Salariômetro; IDAT Salários, reajuste salarial médio computado pelo Itaú a partir da folha de pagamentos processados por essa instituição; e estimativa do salário médio de empregados do setor privado com carteira a partir de dados de arrecadação do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

16/ Refere-se à média simples dos reajustes nominais das convenções coletivas de trabalho de São Paulo e do Rio de Janeiro pelo critério de data de registro no Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho (Mediador) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) deflacionada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) defasado. Usualmente, há demora entre a negociação e o registro no sistema. Exercícios sugerem que, pela data de registro, os reajustes acordados apresentam correlação mais alta com o INPC acumulado em 12 meses medido cinco meses antes, deflator utilizado nessa análise. As convenções consideradas são aquelas para as quais foi possível capturar adequadamente o percentual de reajuste acordado.

de trabalho estava bastante aquecido (Gráfico 18). Esse resultado é similar ao registrado pelo Boletim Salariômetro, da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe). Reajustes predominantemente acima da inflação têm sido observados em diversas atividades econômicas (Gráfico 19).

Gráfico 18 – Distrib. dos reajustes acima da inflação
Em comparação com o INPC (t-5) - RJ e SP

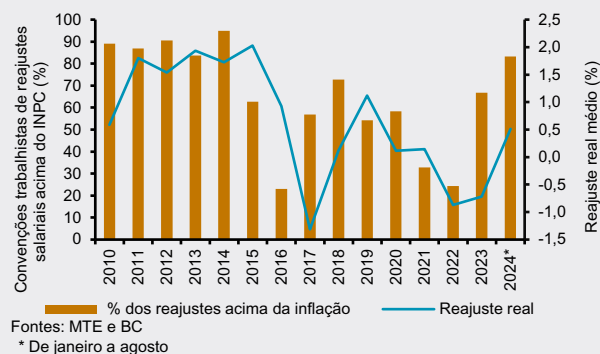
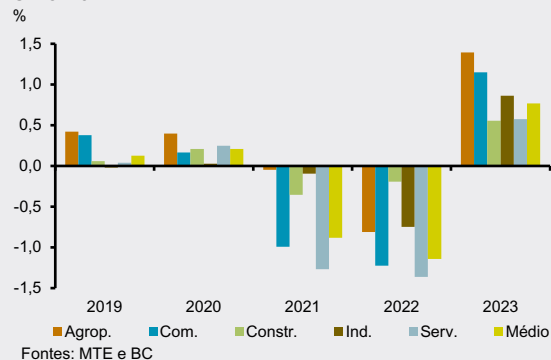


Gráfico 19 – Reajustes reais médios
SP e RJ



O aumento do rendimento médio também tem sido razoavelmente disseminado entre atividades econômicas e tipos de ocupação. O rendimento médio real habitual do trabalho cresceu em 62,1% das atividades econômicas e 65,6% das ocupações, em comparação ao período pré-pandemia. Considerando as segmentações das atividades e das ocupações em quartis de acordo com sua remuneração média, apresentada anteriormente, nota-se que, na comparação com o período pré-pandemia, os ganhos reais de renda foram mais expressivos nas atividades e nas ocupações nas quais a remuneração média é mais baixa (Gráficos 20 e 21). Em conjunto com o resultado apresentado anteriormente, de que a expansão da ocupação foi maior nas ocupações e nas atividades de remuneração média mais alta, o resultado aponta para um aumento relativo na oferta de mão-de-obra mais qualificada – o que leva a maior expansão desses empregos, mas a menor aumento dos salários.

Gráfico 20 – Rendimento habitual real
Por quartil da CBO
2019 = 100, mm3; s.a.

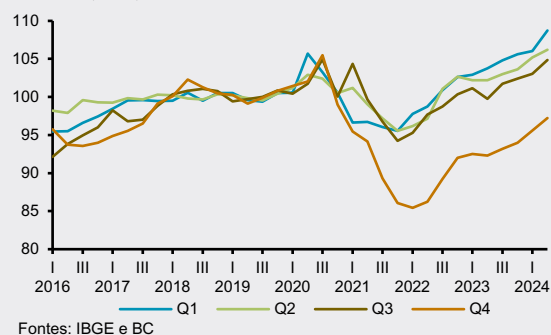
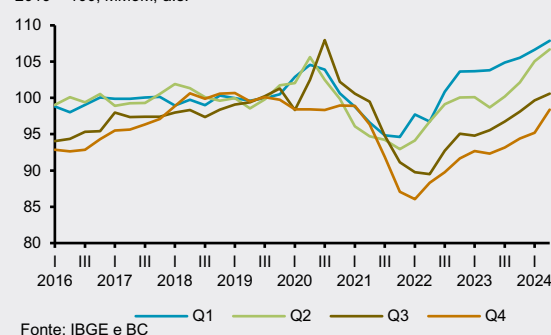


Gráfico 21 – Rendimento habitual real
Por quartil da CNAE
2019 = 100, MM3M; a.s.



Em seu conjunto, os indicadores apresentados neste boxe apontam para um mercado de trabalho aquecido. A taxa de desocupação tem recuado de forma surpreendente e se encontra em patamar próximo ao mais baixo da série histórica. A queda da desocupação neste ano tem sido puxada pelo aumento do emprego, em particular do formal, e acompanhada de aumento real dos salários. Os trabalhadores têm encontrado maior facilidade em encontrar melhores oportunidades de emprego, levando a maior taxa de rotatividade e aumento dos desligamentos a pedido. Enquanto isso, na construção e nos serviços, tem aumentado as menções à escassez de mão-de-obra qualificada como um fator que limita a expansão da produção.

Projeção para a evolução do crédito em 2024 e 2025

A projeção de crescimento nominal do saldo do crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) em 2024 aumentou de 10,8% para 11,1% (Tabela 1). A revisão altista nas projeções para 2024 reflete o maior crescimento da atividade econômica e o mercado de trabalho mais aquecido. Nesse contexto, espera-se que o saldo da carteira de crédito livre cresça 0,5 p.p. a mais do que a projeção anterior, atingindo variação interanual de 10,5% ao final de 2024. A revisão nos segmentos de pessoas físicas e pessoas jurídicas foi de igual magnitude.

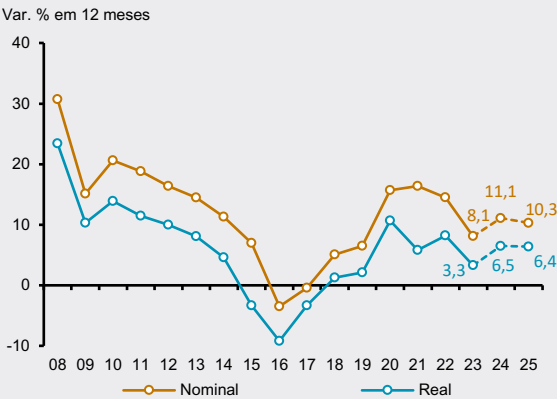
A projeção para a variação do saldo da carteira de crédito direcionado foi mantida. Por um lado, a recuperação da renda e a flexibilização monetária iniciada em meados do ano passado possibilitaram o forte crescimento das concessões de financiamento imobiliário às famílias, conforme destacado no Capítulo 1 deste Relatório, e com isso, a projeção do saldo do crédito direcionado às famílias passou de 10,5% para 12%. Por outro, o ritmo de contratação do Pronampe Solidário RS tem sido menor do que das expectativas iniciais, o que levou à revisão de 15% para 12% no crescimento do crédito direcionado a pessoas jurídicas.

Para 2025 projeta-se que o ritmo de crescimento do saldo de crédito diminua levemente. A projeção de crescimento de 10,3%, menor que a projeção de 11,1% para 2024, considera menor ritmo de expansão do crédito direcionado e crescimento parecido ao esperado para 2024 na carteira de crédito livre. Em termos reais, o crescimento deve atingir 6,4%, similar aos 6,5% esperados para 2024.

Tabela 1 – Saldo de crédito

	Variação % em 12 meses					
	Ocorrido			Proj. 2024		Proj. 2025
	2022	2023	Jul 2024	Anterior	Atual	Atual
Total	14,5	8,1	10,3	10,8	11,1	10,3
Livres	14,9	5,5	8,6	10,0	10,5	10,2
PF	17,5	8,2	10,6	11,5	12,0	11,0
PJ	11,9	2,1	6,1	8,0	8,5	9,0
Direcionados	14,0	11,9	12,7	12,0	12,0	10,5
PF	18,0	13,1	13,5	10,5	12,0	10,5
PJ	6,9	9,6	11,1	15,0	12,0	10,5
Total PF	17,7	10,4	11,9	11,0	12,0	10,8
Total PJ	10,1	4,7	7,8	10,5	9,7	9,5

Gráfico 1 – Saldo de crédito total



Projeções para as contas externas de 2024 e 2025

Este boxe apresenta a revisão da projeção das contas externas da economia brasileira para 2024 e a primeira estimativa para 2025. Apesar do crescimento projetado para o déficit em transações correntes, o cenário segue confortável. O déficit esperado ainda é moderado e inferior à projeção do fluxo líquido de investimento direto no país (IDP).

Tabela 1 – Projeções das contas externas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2023	2024	Projeção 2024		Proj. 2025
	Ano	Jan - Jul	Anterior	Atual	Atual
Transações correntes	-22	-26	-53	-51	-60
Balança comercial	92	45	59	68	64
Exportações	344	200	335	335	341
Importações	252	155	276	267	277
Serviços	-40	-29	-43	-48	-49
dos quais: viagens	-8	-4	-9	-8	-10
dos quais: transportes	-13	-10	-14	-16	-15
Renda primária	-76	-43	-71	-72	-75
dos quais: juros	-28	-18	-29	-29	-31
dos quais: lucros e dividendos	-49	-26	-42	-43	-44
Investimentos – passivos	85	82	75	102	85
IDP	64	45	65	70	70
Inv. Carteira	12	6	0	12	15
Outros inv. Passivos ¹	9	31	10	20	0

1/ Inclui empréstimos, créditos comerciais, depósitos e outros investimentos.

Para 2024, a projeção para o déficit em transações correntes foi revisada para baixo ligeiramente, de US\$53 bilhões para de US\$51 bilhões (Tabela 1), equivalente a 2,3% do Produto Interno Bruto (PIB) (Gráfico 1). A revisão reflete a expectativa de maior saldo comercial, compensada em grande parte por déficits esperados maiores nas contas de renda primária e, principalmente, serviços.

O aumento da projeção para o saldo comercial se deve integralmente a importações menores. Porém, isso decorre da reclassificação das operações com criptoativos, da balança comercial para a conta capital. Esse aprimoramento estatístico, que segue recomendações internacionais atualizadas, acarretou uma redução de US\$8 bilhões nas importações acumuladas até maio.¹ A retirada do valor esperado para criptoativos no ano mais do que compensou a revisão para cima na importação dos demais bens, que reflete a alta significativa e disseminada do volume de compras nos últimos meses. A projeção incorpora continuidade da queda dos preços de importações, em especial de bens intermediários, sobre os quais a pressão baixista advinda da China é mais marcante (ver Gráfico 1.2.43 no capítulo 1 desse Relatório).

1/ Ver a [Nota para a Imprensa de julho das Estatísticas do Setor Externo](#).

O valor projetado das exportações manteve-se estável em relação ao Relatório anterior, com o impacto de crescimento mais pronunciado do *quantum* contrabalançado por queda de preços também mais acentuada do que previamente projetado. No *quantum*, as revisões altistas mais importantes se deram entre os produtos básicos, principalmente minério de ferro e petróleo, que tiveram bom desempenho nos últimos meses. Por outro lado, o *quantum* projetado de bens manufaturados incorpora resultados recentes mais fracos e foi revisado para baixo. Pelo lado dos preços, espera-se retração mais pronunciada do preço de básicos em relação ao ano passado, incorporando o movimento recente dos preços de *commodities*, em particular petróleo e minério de ferro.

Para a conta de serviços, a projeção de déficit maior contempla aumento mais acentuado nas despesas com serviços de tecnologia e propriedade intelectual, além de gastos maiores com transporte. O custo dos fretes marítimos advindos da China e o volume crescente de importações foram determinantes para a revisão. Na conta de renda primária, a projeção de déficit maior resulta de despesas líquidas de lucros e dividendos ligeiramente maiores. O maior crescimento da atividade doméstica deve ter impacto positivo na lucratividade das empresas estrangeiras que operam no país.

Na conta financeira, o fluxo líquido de IDP esperado foi revisado de US\$65 bilhões para US\$70 bilhões, equivalente a 3,2% do PIB (Gráfico 2). A revisão incorpora ligeira recuperação nos fluxos de participação no capital, antes em queda, e, principalmente, fortes entradas em operações intercompanhia. Para os investimentos em carteira, a nova projeção mantém perspectiva anterior de entrada líquida para títulos, que tem se materializado nos dados, e incorpora perspectiva mais favorável para o componente de ações e fundos.

Projeção para 2025

As projeções para as contas externas em 2025 incluem aumento do déficit em transações correntes para US\$60 bilhões, equivalente a 2,7% do PIB. Esperam-se pequena retração do saldo comercial em relação a 2024, com aumento mais significativo nas importações do que nas exportações, e déficits um pouco maiores nas contas de serviços e renda primária.

O crescimento esperado para o valor exportado deve advir de maior *quantum*, concentrado em bens básicos, como petróleo e produtos agropecuários. Por sua vez, espera-se que os preços de exportação fiquem relativamente estáveis em relação a 2024. O crescimento projetado das importações, que também se deve ao *quantum*, está em linha com expectativa de crescimento da economia, em particular da indústria de transformação, do consumo das famílias e dos investimentos. O crescimento do volume importado deve ser consideravelmente inferior ao esperado para 2024, mas ainda assim relativamente disseminado pelas categorias de uso. Bens de consumo duráveis devem ser a exceção, pois em 2024 houve importação excepcional de carros elétricos, em parte pela antecipação ao aumento nas tarifas de importação para esses produtos.

Na conta de renda primária, o aumento do déficit reflete em grande parte maiores despesas líquidas com juros. Apesar da perspectiva de redução das taxas de juros nos Estados Unidos da América (EUA) no horizonte de projeção, o custo médio do estoque de dívida será maior. Essa elevação já foi percebida em 2024 e se deve à rolagem de empréstimos de longo prazo, que têm ocorrido a taxas de juros mais elevadas do que quando originados. As despesas líquidas com lucros e dividendos devem apresentar pequeno crescimento, em linha com expansão da atividade doméstica, mas limitados por preços de *commodities* inferiores a 2024.

O IDP deve manter-se estável em US\$70 bilhões, equivalente a 3,2% do PIB. Como percentual do PIB, trata-se de patamar próximo ao observado desde 2021 e ligeiramente inferior ao da década anterior à pandemia (3,7%). Para os investimentos em carteira, a entrada líquida deve ser novamente positiva e concentrada em títulos, favorecidas pelo diferencial de juros mais atrativo.

Gráfico 1 – Transações correntes

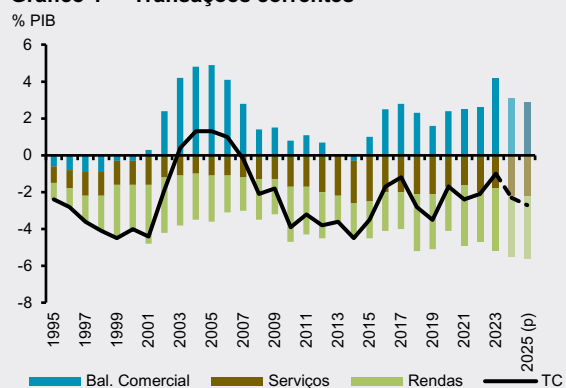
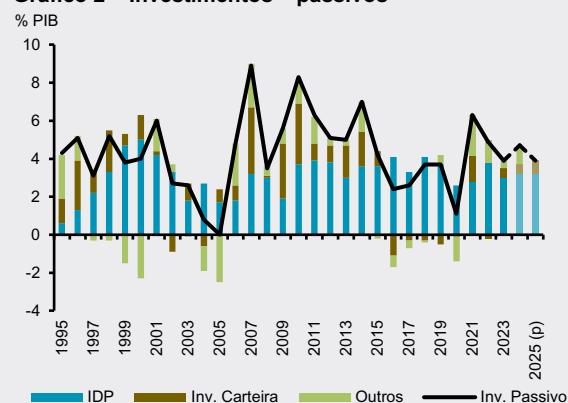


Gráfico 2 – Investimentos – passivos



2

Perspectivas para a inflação

Este capítulo analisa as perspectivas para a inflação. As projeções de inflação apresentadas se estendem até o primeiro trimestre de 2027, compreendendo assim dez trimestres à frente.⁴² As projeções utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 265ª reunião do Copom, realizada em 17 e 18.9.2024. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 13.9.2024, a menos de indicação contrária.

As projeções de inflação apresentadas representam a visão do Copom e são condicionais em um conjunto de variáveis. As projeções são geradas utilizando-se um conjunto de modelos e de informações disponíveis, combinados com exercício de julgamento.⁴³ Os cenários apresentados neste capítulo utilizam como condicionantes as trajetórias da taxa Selic oriunda da pesquisa Focus, conduzida pelo BC, e da taxa de câmbio baseada na teoria da Paridade do Poder de Compra (PPC).⁴⁴ As projeções dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de outras variáveis exógenas. As projeções são apresentadas conjuntamente com intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza envolvido.

A análise prospectiva é fundamental na tomada de decisão de política monetária. A política monetária tem impacto sobre a economia com defasagens longas, variáveis e incertas. Assim, a análise prospectiva é fundamental nas decisões do Copom, envolvendo a elaboração de cenários e projeções e análise dos riscos envolvidos. As projeções apresentadas no Relatório de Inflação são alguns dos instrumentos quantitativos que servem para orientar as decisões do Copom. O Comitê utiliza um amplo conjunto de informações para embasar suas decisões. Na condução da política monetária, o horizonte que o BC vê como apropriado para o retorno da inflação à meta depende da natureza e persistência dos choques e dos mecanismos de transmissão em curso na economia.

2.1 Revisões e projeções de curto prazo

A inflação ao consumidor no trimestre encerrado em agosto foi próxima à esperada, mas sua composição foi distinta. A diferença entre o observado e o projetado foi apenas de 0,05 p.p. (Tabela 2.1.1). Houve surpresas para cima na variação de bens industriais, de serviços e, principalmente, preços administrados, compensadas por significativa surpresa baixista em alimentação no domicílio. Entre os preços administrados, destacou-se o reajuste da gasolina nas refinarias, compensado apenas parcialmente por surpresa favorável em energia elétrica. Em industriais, destacaram-se as altas mais fortes em artigos de residência, automóvel novo e, em especial, etanol, este último com variação acima da sazonalmente esperada. Entre os serviços, destacaram-se as variações mais elevadas de seguro voluntário de veículo e de serviços bancários. Para a surpresa baixista em alimentação no domicílio contribuíram com destaque as fortes quedas em tubérculos, raízes e legumes. A projeção de inflação de setembro foi revista de 0,21% no Relatório anterior para 0,57% no atual, com variação mais forte em alimentação no domicílio e transição para a bandeira vermelha 1 em energia elétrica.

42/ Ver o box [Governança para a comunicação do horizonte de projeções de inflação](#), deste Relatório.

43/ Ver o box [Sistema de análise e projeções do BC](#), do Relatório de Inflação de março de 2023.

44/ Para mais detalhes, ver box [Condicionantes de câmbio nas projeções do Banco Central do Brasil e a paridade do poder de compra](#), do Relatório de setembro de 2020.

Tabela 2.1.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2024				
	Jun	Jul	Ago	No trim. até ago.	12 meses até ago.
Cenário do Copom ^{1/}	0,33	0,12	0,07	0,52	4,19
IPCA observado	0,21	0,38	-0,02	0,57	4,24
Surpresa (p.p.)	-0,12	0,26	-0,09	0,05	0,05

Fontes: IBGE e BC

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de junho de 2024.

Nos próximos meses, a inflação acumulada em doze meses deve permanecer próxima ao limite superior do intervalo de tolerância, em meio a taxas mensais mais elevadas (Tabela 2.1.2). A principal contribuição para a alta da inflação mensal deve vir da variação positiva dos preços de alimentação no domicílio, que caíram significativamente no trimestre encerrado em agosto. Sazonalidade desfavorável e possível restrição de oferta em alguns produtos devido ao clima seco devem ser fatores relevantes. Os preços de bens industriais, influenciados pelo avanço dos preços ao produtor, pela depreciação cambial e pela majoração do IPI sobre o cigarro, devem apresentar variações mais elevadas. Os preços de serviços devem acelerar principalmente devido aos aumentos sazonais em passagens aéreas, mas a inflação subjacente desse segmento deve continuar pressionada. Nos preços administrados, há incerteza significativa em relação à evolução dos preços de gasolina e energia elétrica. Quanto à gasolina, as quedas recentes nos preços do petróleo e da gasolina internacional, que têm exibido volatilidade relevante, sugerem tendência de moderação nos preços domésticos. Em relação à energia elétrica, as chuvas abaixo do padrão e as temperaturas mais elevadas têm elevado a probabilidade de bandeiras mais restritivas até o final do ano.⁴⁵ No curto prazo, permanece também a indefinição quanto à aplicação do Bônus de Itaipu.⁴⁶ Em geral, o cenário da inflação nos próximos meses é compatível com os núcleos situando-se próximos a 4,50%.⁴⁷

Tabela 2.1.2 – IPCA – Projeções de curto prazo^{1/}

	Variação %			
	2024			
	Set	Out	Nov	Dez
Variação mensal	0,57	0,36	0,04	0,44
Variação trimestral	0,93	0,91	0,97	0,84
Variação em 12 meses	4,56	4,69	4,43	4,31

Fontes: IBGE e BC

1/ Cenário de referência do Copom na data de corte.

2.2 Projeções condicionais

Determinantes da inflação e condicionamentos⁴⁸

A trajetória considerada para a taxa Selic no cenário de referência, extraída da pesquisa Focus, é de subida de juros para as próximas reuniões, em contraste com a trajetória do Relatório anterior, de manutenção. Nessa trajetória, a taxa Selic parte do valor de 10,50% a.a., que havia sido estabelecido na reunião de maio e

45/ A projeção considera a seguinte trajetória de bandeiras para as tarifas de energia elétrica: vermelha patamar 2 em outubro, vermelha patamar 1 em novembro e amarela em dezembro.

46/ As projeções apresentadas na Tabela 2.1.2 não consideram o possível efeito do Bônus de Itaipu sobre as tarifas de energia elétrica. A devolução aos consumidores dos valores definidos no Despacho Aneel nº 1.405/2024 pode trazer volatilidade relevante à abertura mensal da inflação no curto prazo. O prazo para definição dos valores a serem repassados às distribuidoras foi suspenso pelo Despacho Aneel nº 1.880/2024, havendo a possibilidade de destinação dos recursos (ou parte deles) para compensações às vítimas das enchentes no Rio Grande do Sul. O impacto na inflação tende a ser neutro para o ano caso o repasse aos consumidores e o retorno ao nível normal das tarifas ocorram ainda em 2024.

47/ São considerados os núcleos Ex-0, Ex3, MS, DP e P55, discutidos no box [Atualização do conjunto de núcleos de inflação comumente considerados pelo BCB para análise de conjuntura econômica](#), do Relatório de Inflação de junho de 2020.

48/ Para detalhes sobre os procedimentos utilizados na construção dos condicionamentos da Selic, câmbio e preço do petróleo, ver o Apêndice metodológico deste capítulo.

mantido nas reuniões nas duas reuniões seguintes, tem quatro aumentos de 0,25 p.p. nas reuniões de setembro a janeiro de 2025, atingindo 11,50%. A taxa Selic começa então a cair na reunião de julho de 2025, terminando o ano em 10,50%, 2026 em 9,50% e 2027 em 9,00% (Gráfico 2.2.1). Na maior parte do período considerado, a taxa é superior à do Relatório anterior, que trazia manutenção dos juros em 10,50% em 2024 e início de trajetória descendente na reunião de janeiro de 2025. A elevação na expectativa da taxa de juros no Focus ocorrida nos últimos trimestres possivelmente está relacionada ao aumento das expectativas de inflação e dos seus riscos de alta, à atividade econômica mais robusta que o esperado, à elevação da taxa de juros real neutra avaliada pelos analistas e, para prazos mais curtos, também à comunicação da política monetária.⁴⁹

As expectativas de inflação da pesquisa Focus aumentaram para o curto e médio prazos, elevando o distanciamento em relação à meta para a inflação. A mediana das expectativas, quando comparada com a do Relatório anterior, subiu de 3,96% para 4,35% para 2024, de 3,80% para 3,95% para 2025, e de 3,60% para 3,61% para 2026, ficando estável em 3,50% para 2027. Portanto, a diferença em relação à meta de 3,00%, fixada para 2024 e para o período a partir de janeiro de 2025, se ampliou. Nos cenários analisados, além da trajetória das expectativas de inflação advindas da pesquisa Focus, o Copom considera ainda outras fontes, podendo envolver expectativas extraídas de instrumentos financeiros, expectativas geradas endogenamente utilizando os modelos disponíveis ou ainda expectativas de outras sondagens, como a pesquisa Firmus.⁵⁰

A taxa Selic real *ex-ante* aumentou, refletindo a elevação das expectativas da taxa nominal de juros em maior magnitude do que o aumento das expectativas de inflação. A taxa Selic acumulada quatro trimestres à frente, descontada das expectativas de inflação para o mesmo período, ambas extraídas da pesquisa Focus e medidas em termos de médias trimestrais, aumentou em todo o horizonte em relação ao Relatório anterior (Gráfico 2.2.2). Por essa medida, a taxa de juros real *ex-ante*, depois de cair até o primeiro trimestre de 2024, aumenta até o último trimestre, atingindo pico de 7,10%, e depois retoma movimento de queda, alcançando 5,5% no final do horizonte.

Gráfico 2.2.1 – Meta da taxa Selic utilizada nas projeções – Expectativas da pesquisa Focus

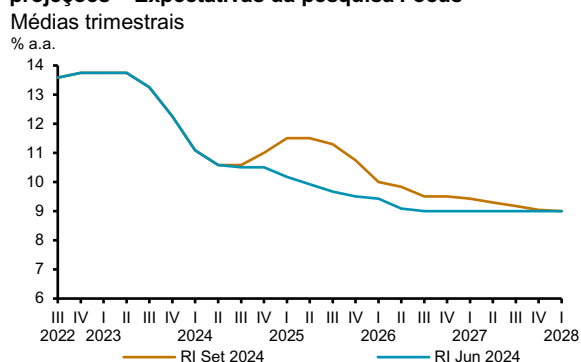
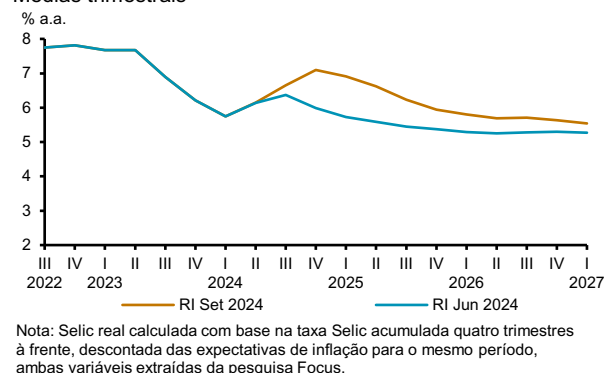


Gráfico 2.2.2 – Selic real acum. quatro trimestres à frente



A taxa de câmbio apresentou bastante volatilidade, refletindo as diversas alterações nos cenários doméstico e internacional, mas depreciou no trimestre. Nas projeções de inflação do cenário de referência, a taxa de câmbio parte de R\$5,60/US\$, valor 5,7% maior do que o considerado no Relatório anterior, de R\$5,30/US\$, e segue trajetória de acordo com a PPC (Gráfico 2.2.3). As médias consideradas nos últimos trimestres de 2024, 2025 e 2026 são de 5,61, 5,66 e 5,72, respectivamente.

O preço do petróleo teve significativa redução, principalmente em setembro, repercutindo expectativas de mercado superavitário para o próximo ano. As projeções de crescimento da demanda de petróleo têm sido revisadas para baixo, ao mesmo tempo que as projeções para a oferta têm sido revisadas para cima, mesmo após período de crescimento robusto em 2023 e 2024. Na trajetória considerada, o preço do petróleo médio para o último trimestre do ano é 8,9% inferior ao do Relatório anterior, alcançando US\$71 no segundo trimestre de 2025, e depois entra em crescimento de 2% a.a. (Gráfico 2.2.4). Os preços de *commodities*,

49/ Ver, por exemplo, o QPC das últimas reuniões.

50/ Para mais detalhes sobre a pesquisa Firmus, ver [Firmus - Pesquisa com empresas](#).

medidos pelo IC-Br em dólares, também caíram desde o Relatório anterior, envolvendo os três grupos que compõem o índice: agropecuárias, metálicas e energéticas.

Gráfico 2.2.3 – Taxa de câmbio utilizada nas projeções – Trajetória PPC

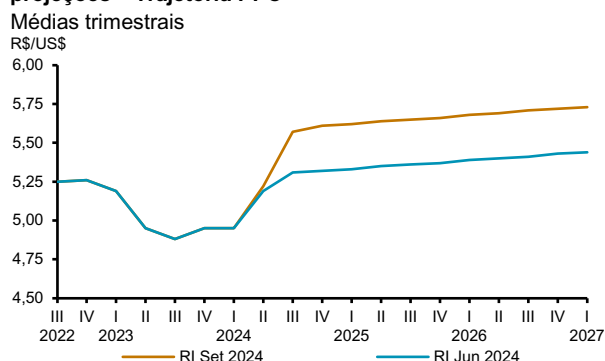
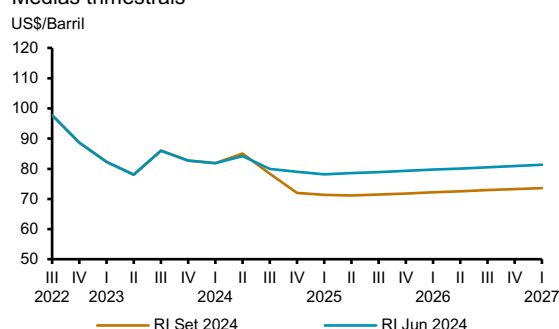


Gráfico 2.2.4 – Preço do petróleo Brent



Fontes: Bloomberg e BC

A taxa de juros real neutra considerada para as projeções do cenário de referência é 4,75%. Em sendo uma variável não observável sujeita a elevada incerteza na sua mensuração, o BC utiliza várias metodologias para a estimação da taxa neutra.⁵¹ No processo de análise e decisão, são também considerados cenários alternativos de inflação com diferentes valores para a taxa neutra.

Do ponto de vista fiscal, supõe-se que os resultados melhoram ao longo do tempo. Para as projeções, a variável considerada é o resultado primário do governo central corrigido por *outliers* e ajustado pelo ciclo econômico, no acumulado em doze meses. Supõe-se que essa variável, depois de ter terminado 2023 com déficit significativo, em parte decorrente da incorporação do pagamento do estoque atrasado de precatórios, se recupera parcialmente ao longo do tempo. Ressalta-se que as projeções avaliadas pelo Copom dependem de considerações sobre a evolução das políticas fiscal e parafiscal e de seu arranjo institucional, das reformas e ajustes necessários na economia. Seus efeitos sobre as projeções são capturados por meio dos preços de ativos, das expectativas apuradas pela pesquisa Focus e pelo seu efeito na taxa de juros estrutural da economia. Além desses canais, a política fiscal influencia as projeções condicionais de inflação por meio de impulsos sobre a demanda agregada.

As projeções consideram fatores de oferta relacionados ao clima, como bandeiras restritivas de energia elétrica, a seca em parte do país e a ocorrência do fenômeno *La Niña*. O cenário de referência considera bandeira vermelha patamar 2 em outubro, vermelha patamar 1 em novembro e amarela em dezembro de 2024. Para 2025, considera-se bandeira verde entre os meses de janeiro e julho e bandeira amarela entre agosto e dezembro. Para 2026 em diante, adota-se a mesma sequência de bandeiras de 2025 de forma que as projeções de médio prazo não fiquem afetadas por esse fator incerto e pontual, isto é, usa-se hipótese de sequência de bandeiras “neutra” do ponto de vista das projeções interanuais. O cenário considera ainda a ocorrência do fenômeno *La Niña* a partir do segundo semestre deste ano.

As condições financeiras ficaram ainda mais restritivas no início do terceiro trimestre e arrefeceram parcialmente na sequência, principalmente em decorrência da redução dos juros futuros externos, da queda do preço do petróleo e da valorização da bolsa doméstica. As condições financeiras, que haviam ficado mais restritivas em junho, ficaram ainda mais restritivas em julho e depois arrefeceram parcialmente em agosto e setembro (dados até 13.9.2024), como medido pelo Indicador de Condições Financeiras (ICF), calculado pelo BC (Gráficos 2.2.5 e 2.2.6).⁵² A piora nas condições financeiras em julho foi puxada pela depreciação do real, elevação das taxas de juros futuras domésticas, aumento do Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) e crescimento do preço do petróleo. O arrefecimento seguinte decorreu da

51/ Ver, por exemplo, o boxe [Atualização de medidas de taxa de juros real neutra no Brasil](#), do Relatório de junho de 2024.

52/ Por construção, o ICF é uma medida adimensional, com média zero e variância unitária na amostra considerada desde janeiro de 2006. Para descrição da metodologia empregada no cálculo do ICF, ver boxe [Indicador de Condições Financeiras](#), do Relatório de março de 2020, e para decomposição em fatores domésticos e externos, ver boxe [Decomposição do Indicador de Condições Financeiras em fatores domésticos e externos](#), do Relatório de dezembro de 2022.

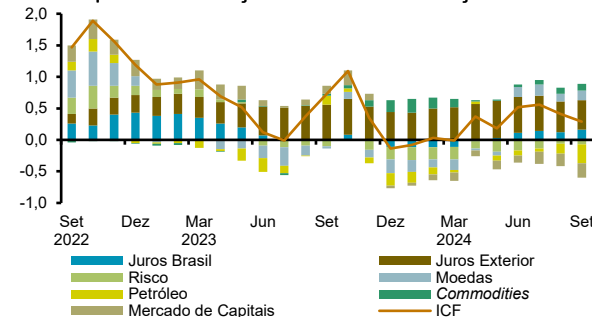
redução dos juros futuros externos, da depreciação do dólar frente a outras moedas de economias avançadas, da queda do preço do petróleo e da valorização da bolsa doméstica. Esse movimento mais do que compensou a elevação dos juros futuros domésticos para prazos mais curtos, a depreciação adicional do real, a elevação do VIX e a queda dos preços de *commodities* agrícolas e metálicas.⁵³

Gráfico 2.2.5 – Indicador de Condições Financeiras
Desvios-padrão em relação à média – Série diária



Nota: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Dados do gráfico: 01.09.2022–13.09.2024.

Gráfico 2.2.6 – Indicador de Condições Financeiras
Desvios-padrão em relação à média e contribuições



Nota: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Valores referem-se à média mensal. Valor de setembro/2024 refere-se à média até o dia 13.

O ritmo de crescimento da atividade econômica tem sido forte e superado as expectativas, expresso pelo crescimento significativo do PIB no primeiro semestre do ano. O PIB, ajustado sazonalmente, cresceu 1,4% no segundo trimestre de 2024 na comparação com o trimestre anterior, superando as expectativas e incidindo sobre crescimento de 1,0% verificado no primeiro trimestre do ano (revisado de 0,8%). Destacam-se a continuidade do forte crescimento do consumo das famílias, de 2,5% e 1,3% nos primeiro e segundo trimestres do ano, respectivamente, e da FBCF, de 3,8% e 2,1%. O crescimento da demanda doméstica tem se refletido em elevação expressiva das importações, que aumentaram 4,5% e 7,6% na mesma base de comparação. Quando se compara o primeiro semestre de 2024 com o mesmo período do ano anterior, o PIB e o consumo das famílias aumentaram 2,9% e 4,6%, respectivamente. Para 2024, a projeção de crescimento do PIB, que já havia aumentado de 1,9% para 2,3% no Relatório anterior, teve aumento ainda mais significativo neste Relatório, para 3,2%.⁵⁴

O grau de utilização dos fatores de produção tem sido crescente, envolvendo capital e trabalho. O Nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), calculado pela FGV com ajuste sazonal, subiu de 81,8% em maio para 83,3% em agosto, maior nível desde junho de 2011. A taxa de desocupação caiu novamente, atingindo 6,9% no trimestre encerrado em julho (ajustado sazonalmente), 0,3 p.p. mais baixo do que em abril⁵⁵. É a menor taxa desde julho de 2014. Também se sobressai a velocidade da queda, maior da série histórica: depois do rápido aumento resultante da pandemia da Covid-19, a taxa de desocupação caiu 8,1 p.p. em período de quase quatro anos (pico de 15,0% em setembro de 2020), embora no último ano a queda tenha sido menos rápida. No mesmo sentido, as contratações líquidas medidas pelo Novo Caged, embora tenham caído no trimestre de maio a julho na comparação com os três meses anteriores, encontram-se em patamares significativos, em torno de 140 mil empregos por mês.

O radar do mercado de trabalho continua mostrando aquecimento. Essa medida considera informações históricas de uma série de indicadores de mercado de trabalho até julho de 2024 (Gráfico 2.2.7).⁵⁶ A maioria das variáveis encontra-se nos dois quartis mais elevados, isto é, estão acima da mediana histórica. Na comparação com abril de 2024, as principais variáveis que indicaram um aumento no aquecimento do mercado de trabalho foram a queda na taxa de desocupação e o aumento da razão entre os salários de admissão e desligamento, cujos valores têm se aproximado das mínimas e máximas históricas, respectivamente, e o saldo de emprego

53/ Ressalta-se que o ICF reflete uma série de elementos, não devendo ser interpretado como indicador de estímulo ou aperto monetário. Além disso, a relação do indicador com a inflação é ambígua, pois alguns dos seus componentes têm geralmente relação positiva com inflação e negativa com atividade, como os relacionados a prêmio de risco e taxa de câmbio. Portanto, condições financeiras mais restritivas apontam para menor atividade econômica futura, mas podem implicar tanto maior como menor inflação, dependendo dos fatores que condicionam seu movimento.

54/ Ver o box [Projeções para a evolução do PIB em 2024 e 2025](#), deste Relatório.

55/ Ver o box [Indicadores complementares de mercado de trabalho](#), deste Relatório.

56/ Ver o box [Mercado de trabalho no radar](#), do Relatório de Inflação de setembro de 2022.

formal. No sentido contrário, destacam-se a queda no rendimento real médio da indústria de transformação e, em menor medida, o reajuste real das negociações coletivas e a pequena redução na taxa de participação (pessoas na força de trabalho em relação à população em idade ativa, medida pelo IBGE). No comparativo com doze e meses atrás, a maioria das séries mostra maior aquecimento, com destaque para a taxa de desocupação, o nível de ocupação e o emprego na indústria de transformação. O indicador de desligamentos voluntários no mercado formal, medido pelo Novo Caged, permanece próximo ao nível máximo já observado.

Em função das significativas surpresas na atividade econômica, o hiato do produto utilizado no cenário de referência foi novamente reavaliado para cima, passando de valores em torno da neutralidade para valores no campo positivo. O hiato do produto corrente é estimado em torno de 0,5% para o segundo e terceiro trimestres de 2024⁵⁷ (Gráfico 2.2.8), valores superiores aos utilizados no Relatório anterior, de 0,0% e -0,2%, respectivamente. O hiato do produto estimado para o último trimestre de 2024 é de 0,3%, portanto, superior ao projetado no Relatório anterior, de -0,4%. Para o primeiro trimestre de 2026, projeta-se hiato de -0,3%. Nas projeções do hiato do produto, as condições monetárias restritivas desempenham papel fundamental na redução dos níveis projetados. Ressalta-se que, em virtude da elevada incerteza existente nas estimativas do hiato do produto, o Copom avalia projeções com diferentes estimativas e cenários para essa variável.

Gráfico 2.2.7 – Radar do mercado de trabalho

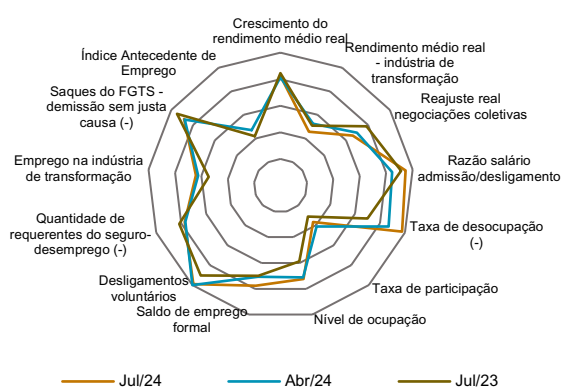
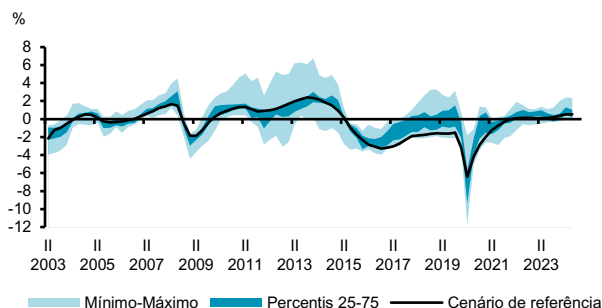


Gráfico 2.2.8 – Hiato do produto: estimativas e dispersão



Nota: As medidas de dispersão foram construídas utilizando um conjunto de medidas de hiato do produto. Ver o boxe "Medidas de hiato do produto no Brasil", do Relatório de Inflação de junho de 2024, para apresentação de várias metodologias. Dados do gráfico: 2003T2–2024T3.

Projeções de inflação

As projeções de inflação apresentadas representam a visão do Copom e são resultado da combinação da análise de conjuntura, da utilização de modelos e condicionamentos e da avaliação sobre o estado e perspectivas da economia. Mais especificamente, as projeções envolvem os seguintes elementos: i. análise de conjuntura e projeções de especialistas para preços livres para horizontes mais curtos e para preços administrados até determinado horizonte; ii. utilização de modelos macroeconômicos, de modelos satélites, de modelos específicos para os itens de preços administrados e de estudos; iii. construção de trajetórias e hipóteses sobre os condicionantes;⁵⁸ e iv. avaliação sobre o estado e perspectivas da economia.⁵⁹

Nas projeções do cenário de referência, a inflação, depois de subir no segundo e terceiro trimestres de 2024, retoma trajetória de declínio, mas ainda permanece acima da meta. Nesse cenário, que utiliza taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a PPC, a inflação acumulada em quatro trimestres, depois de ter terminado 2023 em 4,6%, cai para 4,3% em 2024, 3,7% em 2025 e 3,3% em 2026, diante de meta de 3,00% (Tabela 2.2.1). No horizonte relevante de política monetária, atualmente em seis trimestres à frente, correspondendo ao primeiro trimestre de 2026, a inflação projetada é de 3,5%.

57/ Para o terceiro trimestre de 2024, utilizaram-se projeções das variáveis de atividade quando os dados não estavam disponíveis.

58/ Para detalhes sobre os procedimentos utilizados na construção dos condicionamentos da Selic, câmbio e preço do petróleo, ver o Apêndice metodológico deste capítulo.

59/ Ver o boxe [Sistema de análise e projeções do BC](#), do Relatório de março de 2023.

Tabela 2.2.1 – Projeções de inflação – Cenário de referência
Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Índice de preços	2023		2024				2025				2026				2027
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
IPCA	5,2	4,6	3,9	4,2	4,6	4,3	4,0	3,8	3,5	3,7	3,5	3,5	3,4	3,3	3,2
Diferença RI anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[-0,2]	[0,5]	[0,3]	[0,2]	[0,5]	[0,1]	[0,3]	[0,2]	[0,3]	[0,2]	[0,1]	-
IPCA Livres	3,5	3,1	3,1	3,5	4,3	4,4	4,3	4,1	3,8	3,6	3,4	3,3	3,2	3,1	3,1
Diferença RI anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[-0,2]	[0,2]	[0,5]	[0,7]	[1,0]	[0,7]	[0,4]	[0,2]	[0,2]	[0,1]	[0,0]	-
IPCA Administrados	10,2	9,1	6,4	6,4	5,3	4,2	3,3	2,8	2,5	4,0	3,9	4,1	3,8	3,8	3,6
Diferença RI anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[0,2]	[1,2]	[-0,2]	[-0,8]	[-1,3]	[-1,6]	[0,0]	[0,2]	[0,6]	[0,3]	[0,3]	-

Nota: Valores em fundo branco são efetivos e os em fundo hachurado são projeções. Os valores apresentados são arredondamentos. Portanto, os valores agregados podem não coincidir com a combinação dos valores desagregados arredondados. A diferença em relação às projeções do Relatório anterior é calculada utilizando os valores arredondados apresentados.

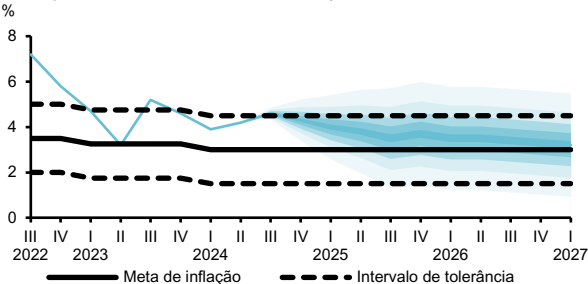
Na comparação com o Relatório anterior, as projeções de inflação subiram em todo o horizonte apresentado, aumentando assim o distanciamento em relação à meta. A elevação das projeções variou entre 0,1 e 0,5 p.p. (Tabela 2.2.1). A projeção para o primeiro trimestre de 2026 aumentou 0,2 p.p. em relação ao Relatório anterior. Nesse horizonte, contribuíram tanto as projeções de preços livres como de administrados. Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em julho (264ª reunião), houve aumento de 0,1 p.p. para o mesmo trimestre (ver Ata da 264ª reunião).

O aumento da projeção de inflação no horizonte relevante resultou principalmente da atividade econômica mais forte que o esperado, que levou a uma elevação no hiato do produto estimado, da depreciação cambial e do aumento das expectativas de inflação. A revisão das projeções de curto prazo também contribuiu via inércia. Esses fatores mais do que compensaram os efeitos da queda do preço do petróleo e da subida da taxa de juros real. Para horizontes mais curtos, as projeções de preços administrados foram particularmente afetadas pelo comportamento das bandeiras tarifárias de energia elétrica⁶⁰. O aumento da taxa de juros real foi fundamental para evitar um aumento mais significativo nas projeções.

Refletindo a elevação das projeções, a probabilidade de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância aumentou. A probabilidade estimada, construída a partir dos intervalos de probabilidade (Gráfico 2.2.9)⁶¹, passou de 28% para 36% no caso de 2024, de 21% para 28% no caso de 2025 e de 17% para 19% no caso de 2026 (Tabela 2.2.2).⁶² Como as projeções são superiores à meta, as probabilidades de ultrapassar o limite superior são maiores do que as de ultrapassar o limite inferior.

Gráfico 2.2.9 – Projeções e leque de inflação – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres



Nota: Até 2024.IV, as metas de inflação e intervalos de tolerância se referem apenas ao respectivo ano-calendário, mas, por questões visuais, as respectivas linhas são apresentadas para todos os trimestres.

Tabela 2.2.2 – Probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites do intervalo de tolerância da meta

Ano	Limite inferior	Probabilidade de ultrapassar o limite inferior	Limite superior	Probabilidade de ultrapassar o limite superior
2024	1,50	0	4,50	36
2025	1,50	6	4,50	28
2026	1,50	10	4,50	19

Nota: As probabilidades para 2025 e 2026 não representam probabilidades de descumprimento da meta, pois, a partir de 2025, a caracterização de descumprimento exige que a inflação se situe fora do intervalo de tolerância por seis meses consecutivos (em qualquer mês do ano).

60/ As bandeiras de energia elétrica afetam particularmente as variações interanuais dos terceiros trimestres de 2024 e 2025.
61/ Com o intuito de concisão, a tabela com os intervalos de probabilidade ao redor das projeções deixa de ser apresentada (Tabela 2.2.2 no Relatório anterior). Não há prejuízo de informação pois os seus valores são utilizados na construção do gráfico do leque de inflação (Gráfico 2.2.9) e são publicados no Anexo Estatístico deste Relatório no formato de planilha.
62/ Notar que, a partir da nova sistemática de “meta contínua”, a partir de janeiro de 2025, a ultrapassagem dos limites do intervalo de tolerância somente significa descumprimento da meta no caso de ocorrer por seis meses consecutivos, em qualquer mês do ano.

2.3 Balanço de riscos

O Copom avalia a presença de diversos riscos ao redor das projeções de inflação do cenário de referência.

São basicamente duas as fontes de riscos considerados. A primeira decorre da utilização, no cenário de referência, de condicionamentos baseados em governança estabelecida, como são os casos das trajetórias da Selic, do câmbio e do preço do petróleo, que não necessariamente refletem o cenário mais provável avaliado pelo Comitê. A segunda advém da avaliação sobre a possibilidade de materialização de determinados eventos e respectivos impactos sobre a inflação não considerados como os mais prováveis quando da construção do cenário de referência. Esses eventos podem ocorrer tanto no curto como no médio prazo.

O balanço de riscos apresentado é um instrumento de comunicação da política monetária e traz informação importante sobre as incertezas avaliadas pelo Comitê para o horizonte de projeções.

Alguns fatores de risco podem ser avaliados quantitativamente com o uso de cenários baseados em modelos, enquanto outros têm uma avaliação mais qualitativa. Nem todos os fatores de riscos analisados são divulgados na comunicação da política monetária. O Comitê avalia, seleciona e comunica aqueles fatores de riscos que entende como mais substantivos para a dinâmica da inflação no horizonte relevante, considerando a probabilidade de ocorrência e seu impacto sobre a economia.

Em sua reunião mais recente (265ª reunião), o Copom informou que avalia que há uma assimetria altista em seu balanço de riscos para os cenários prospectivos. Os riscos destacados são elencados abaixo.

Riscos para inflação acima do cenário de referência:

i. desancoragem das expectativas de inflação por período mais prolongado

A avaliação sobre a presença ou não de desancoragem das expectativas de inflação considera horizontes mais longos, tipicamente a partir de dois ou três anos à frente, de forma a utilizar medidas desprovidas dos efeitos de curto prazo de desvios da inflação em relação à meta. As expectativas de inflação na pesquisa Focus utilizada encontram-se em 3,61% para 2026 e 3,50% para 2027 e 2028, diante de meta para a inflação de 3,00%. A manutenção da desancoragem por período mais prolongado teria consequências sobre a credibilidade do sistema de metas, tendendo a tornar as expectativas mais sensíveis a choques na economia, afetar a dinâmica de preços e salários e aumentar o repasse cambial para preços.

ii. maior resiliência na inflação de serviços do que a projetada em função de um hiato do produto mais apertado

No caso de materialização de atividade econômica mais alta que a prevista, a inflação ficaria pressionada para valores acima do cenário de referência. A inflação de serviços seria especialmente afetada por ser a mais sensível ao hiato do produto. Além disso, por apresentar inércia mais elevada que os outros grupos, tende a ter desinflação mais custosa e demorada que os demais grupos. No período recente, a atividade econômica tem mostrado ritmo mais forte do que o previsto, o que aumenta a possibilidade de que processos subjacentes não completamente mensurados ainda continuem pressionando a atividade. Soma-se a isso a presença de incerteza nas mensurações do hiato do produto, que pode significar a subestimação dos níveis correntes de hiato.

iii. conjunção de políticas econômicas externa e interna que tenham impacto inflacionário, por exemplo, por meio de uma taxa de câmbio persistentemente mais depreciada.

No cenário internacional, as expectativas sobre a política monetária do Fed têm afetado os preços de ativos domésticos. Do ponto de vista doméstico, no caso de verificação de políticas, especialmente no âmbito fiscal, que levem a nova deterioração da percepção dos agentes, poder-se-ia ter novos efeitos na taxa de câmbio e nas expectativas de inflação, com as pressões inflacionárias decorrentes.

Ressalta-se que no caso de concretização de mais de um cenário acima, os efeitos de um podem ser amplificados pelo outro. Por exemplo, em contexto de expectativas desancoradas por período mais prolongado e de hiato do produto positivo, a transmissão aos preços de uma depreciação cambial tende a ser de maior magnitude, amplificando os impactos inflacionários.⁶³

Riscos para inflação abaixo do cenário de referência:

i. desaceleração da atividade econômica global mais acentuada do que a projetada

A atividade econômica global, apesar de resiliente, tem mostrado sinais de desaceleração moderada. No caso de materialização de uma desaceleração mais acentuada, haveria uma pressão desinflacionária externa, que seria transmitida internamente via preço de *commodities* e outros bens transacionáveis. Além disso, o enfraquecimento da atividade global poderia levar os bancos centrais das economias avançadas a reduzirem as taxas de juros de forma mais pronunciada, o que tenderia a favorecer o desempenho das moedas de economias emergentes. A dinâmica da economia chinesa merece atenção especial uma vez que tem apresentado taxas decrescentes de crescimento e enfrentado problemas mais estruturais, como o descompasso entre a demanda doméstica e a capacidade instalada e a contração no setor imobiliário.

ii. impactos do aperto monetário sobre a desinflação global se mostrarem mais fortes do que o esperado

Os bancos centrais das economias avançadas conduziram, nos últimos anos, processo relevante de elevação das taxas básicas de juros para combater a escalada inflacionária, elevando-as a níveis inéditos quando comparados com as últimas décadas. Alguns bancos centrais, como o Banco Central Europeu e o Fed, considerando que o processo de desinflação, embora lento, segue avançando, iniciaram processo de redução da taxa básica de juros. Entretanto, as taxas de juros encontram-se em território restritivo há algum tempo e os efeitos do processo de aperto monetário tendem a ser cumulativos ao longo do tempo. Caso esses efeitos sobre a inflação global se mostrarem mais fortes do que o esperado, a economia brasileira poderia se beneficiar de uma menor pressão inflacionária externa.

2.4 Condução da política monetária

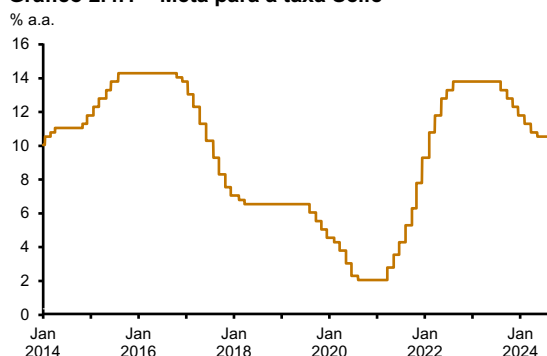
Refletindo a piora no cenário prospectivo, o Copom manteve a taxa Selic em 10,50% nas reuniões de junho e julho, encerrando assim ciclo de queda que atingiu 3,25 p.p. Do pico de 13,75%, a taxa de juros havia entrado em trajetória descendente a partir da reunião de agosto de 2023, na magnitude de 0,50 p.p. por reunião, até a queda de 0,25 p.p. na reunião de maio de 2024 (Gráfico 2.4.1). Na reunião de junho, o Copom já havia destacado a elevação das projeções da inflação, a continuidade do dinamismo maior que o esperado da atividade econômica e do mercado de trabalho e a ampliação da desancoragem das expectativas. A comunicação enfatizou ainda a necessidade de a política monetária manter-se contracionista por tempo suficiente em patamar que consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas. A necessidade de vigilância também foi enfatizada.

Na reunião de julho, o Copom ampliou a lista dos riscos altistas para a inflação, destacando a desancoragem das expectativas de inflação por período mais prolongado e a conjunção de políticas econômicas externa e interna que tenham impacto inflacionário. O Comitê enfatizou que as conjunturas doméstica e internacional exigiam ainda maior cautela na condução da política monetária. Em particular, foi ressaltado que os impactos inflacionários decorrentes dos movimentos das variáveis de mercado e das expectativas de inflação, caso esses se mostrem persistentes, corroborariam a necessidade de maior vigilância.

63/ Para evidência no Brasil de que, com níveis positivos do hiato do produto e expectativas de inflação desancoradas, o repasse cambial aos preços ao consumidor é de maior magnitude, ver, por exemplo, o box [Repasse cambial sob a ótica de um modelo semiestrutural](#), do Relatório de Inflação de setembro de 2018.

Foi mencionada a piora da percepção dos agentes econômicos sobre o cenário fiscal e seu impacto sobre os preços de ativos e as expectativas dos agentes. O Comitê enfatizou também que o cenário global incerto e o cenário doméstico marcado por resiliência na atividade, elevação das projeções de inflação e expectativas desancoradas demandavam acompanhamento diligente e ainda maior cautela.

Gráfico 2.4.1 – Meta para a taxa Selic



Nota: Valores diários de 1.1.2014 a 20.9.2024.

Na sua última reunião, em setembro, o Copom aumentou a taxa Selic em 0,25 p.p., para 10,75%, ressaltando que considera que o cenário, marcado por resiliência na atividade, pressões no mercado de trabalho, hiato do produto positivo, elevação das projeções de inflação e expectativas desancoradas, demanda uma política monetária mais contracionista. Na sua análise, o Comitê destacou o dinamismo maior do que o esperado da atividade econômica e do mercado de trabalho levando a uma reavaliação do hiato do produto para o campo positivo. Quanto ao início do ciclo, o Comitê julgou que deveria ser gradual de forma a, por um lado, se beneficiar do acompanhamento diligente dos dados, ainda mais em contexto de incertezas, tanto nos cenários externo como doméstico, mas, por outro lado, permitir que os mecanismos de transmissão da política monetária que possibilitarão a convergência da inflação à meta já comecem a atuar.

O Copom enfatizou que o ritmo de ajustes futuros na taxa de juros e a magnitude total do ciclo ora iniciado serão ditados pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta e dependerão da evolução da dinâmica da inflação, em especial dos componentes mais sensíveis à atividade econômica e à política monetária, das projeções de inflação, das expectativas de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos. Em virtude das incertezas envolvidas, o Comitê preferiu uma comunicação que reforça a importância do acompanhamento dos cenários ao longo do tempo, sem conferir indicação futura de seus próximos passos, insistindo, entretanto, no seu firme compromisso de convergência da inflação à meta.

Apêndice metodológico

Condicionamentos

Na construção do cenário de referência, foram utilizados os seguintes procedimentos na construção dos condicionamentos da Selic, câmbio e preço do petróleo:

- i. **Taxa Selic** – ponto de partida: meta vigente quando da realização da reunião de setembro; trajetória: utilização da mediana das expectativas para a meta da taxa Selic extraídas da pesquisa Focus de 13.9.2024. Utiliza-se interpolação para os meses em que a pesquisa não coleta os respectivos dados, considerando os valores de final de cada ano. Em função da utilização da Selic acumulada quatro trimestres à frente para o cálculo da taxa de juros real *ex-ante*, a taxa utilizada estende-se por quatro trimestres à frente do horizonte de projeções apresentado;

- ii. **Taxa de câmbio** – ponto de partida: cotação média da taxa de câmbio observada nos dez dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom, arredondado na casa na segunda casa decimal em intervalos de cinco centavos; trajetória: baseada na PPC. Considerando facilidade no processo de formulação das projeções e simplicidade de comunicação, o diferencial de inflação considerado é a diferença entre a meta para a inflação no Brasil, de 3% a.a., e a inflação externa de longo prazo, considerada como de 2% a.a., em linha com a meta para a inflação da maioria dos países desenvolvidos;
- iii. **Preço do petróleo** – ponto de partida: valor em torno da média dos preços vigentes do petróleo tipo Brent no período de dez dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom; trajetória: preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura de mercado pelos próximos seis meses e depois cresce a 2% a.a.

Hiato do produto

O hiato do produto é uma variável não observável, sujeita a elevada incerteza na sua mensuração, sendo recomendável a utilização de várias metodologias. Parte-se de estimativas advindas dos diferentes modelos semiestruturais de pequeno porte e complementa-se com informações provenientes de outras metodologias⁶⁴. Portanto, o hiato apresentado neste capítulo incorpora informações de diferentes metodologias e julgamento do Copom. Entre as variáveis de atividade utilizadas, destacam-se o PIB, o Nuci calculado pela FGV, a taxa de desocupação medida pelo IBGE e o estoque de empregos formais medido pelo Novo Caged do MTE, todas ajustadas sazonalmente.

64/ Ver, por exemplo, o box [Medidas de hiato do produto no Brasil](#), do Relatório de Inflação de junho de 2024, onde são apresentadas várias dessas metodologias e estimativas.

Governança para a comunicação do horizonte de projeções de inflação

O Relatório de Inflação apresenta as projeções de inflação até determinado horizonte à frente. No procedimento que vinha sendo utilizado até o Relatório anterior, o horizonte se estendia até o último ano-calendário para o qual existia meta definida para a inflação. Por exemplo, os Relatórios de setembro de 2023 a junho de 2024 apresentaram projeções de inflação até o último trimestre de 2026. Entretanto, com a edição do Decreto 12.709, de 26/6/2024, a partir de janeiro de 2025, a meta se refere à inflação acumulada em doze meses, apurada mês a mês, também conhecida como "meta contínua". Nessa sistemática, não há delimitação para o período ao qual a meta se refere. Portanto, é necessário estabelecer uma nova governança sobre a comunicação do horizonte de projeções de inflação.

A experiência de países que também adotam a sistemática de meta contínua indica basicamente a utilização de dois procedimentos nas publicações trimestrais dos bancos centrais (Tabela 1):

- **Horizonte de tamanho fixo**

É fixado um determinado tamanho para o horizonte das projeções divulgadas. Assim, pode-se dizer que o horizonte é móvel, pois avança um trimestre a cada nova publicação trimestral de política monetária. Nesse grupo, estão os bancos centrais da Colômbia, México, Nova Zelândia e Reino Unido. O tamanho do horizonte estabelecido pode diferir entre os países. No caso dos países citados, as duas economias avançadas utilizam horizonte de doze trimestres à frente, enquanto as duas economias emergentes utilizam oito.

- **Horizonte de tamanho variável terminando em ano-calendário**

As projeções divulgadas englobam período que termina no último trimestre de um ano-calendário. Assim, o tamanho do horizonte é variável, pois depende do momento no ano em que o relatório é publicado. Em uma determinada edição do relatório, o horizonte avança para o ano-calendário seguinte. Essa governança é adotada pelos bancos centrais da África do Sul, Canadá, Chile, Coreia do Sul, Estados Unidos, Japão, Peru, República Tcheca, Suécia e Zona do Euro. O momento do avanço do ano-calendário no horizonte varia entre os países, assim como o número de anos-calendário à frente. Assim, o intervalo do tamanho do horizonte é diferente entre os países, indo desde 5 a 8 trimestres (Peru) até 10 a 13 (Estados Unidos). Existe ainda o caso da Austrália, que adota a abordagem de semestre-calendário, em que o final do horizonte é o último trimestre do semestre civil.

Na história do Relatório de Inflação do Banco Central do Brasil, a governança adotada para a divulgação do horizonte de projeções de inflação variou ao longo do tempo, envolvendo a utilização tanto de horizonte de tamanho fixo como de horizonte de tamanho variável (uso de ano-calendário). Depois de um período inicial sem uma regra definida, foram adotados os seguintes procedimentos, em ordem cronológica (Tabela 2):

- horizonte de tamanho variável (5 a 8 trimestres): projeções até o final do ano-calendário seguinte, com exceção da edição de dezembro, quando se passava para dois anos-calendário à frente (dez/2000 a dez/2007);
- horizonte de tamanho fixo (8 trimestres): projeções com horizonte móvel de oito trimestres à frente (mar/2006 a jun/2016); e

Tabela 1 – Horizonte de projeções divulgado nos relatórios trimestrais de bancos centrais

Banco central	Documento	Horizonte ^{1/}	Tamanho do horizonte à frente (trimestres) ^{2/}
África do Sul	Monetary Policy Review	Ano-calendário	9 e 11 ^{3/}
Austrália	Statement on Monetary Policy ^{4/}	Semestre civil	8 e 9
Canadá	Monetary Policy Report	Ano-calendário	8 a 11
Chile	Informe de Política Monetária	Ano-calendário	8 a 11
Colômbia	Informe de Política Monetária	Tamanho fixo	8
Coreia do Sul	Monetary Policy Report	Ano-calendário	5 a 8
Estados Unidos	Projection Materials	Ano-calendário	10 a 13 ^{5/}
Japão	Outlook Report	Ano-calendário	8 a 11
México	Informe Trimestral	Tamanho fixo	8
Nova Zelândia	Monetary Policy Statement ^{4/}	Tamanho fixo	12
Peru	Reporte de Inflación	Ano-calendário	5 a 8
Reino Unido	Monetary Policy Report	Tamanho fixo	12
República Tcheca	Monetary Policy Report	Ano-calendário	6 a 9
Suécia	Monetary Policy Report	Ano-calendário ^{6/}	9 a 12
Zona do Euro	Staff Macroeconomic Projections	Ano-calendário	9 a 12

1/ Para os casos em que os horizontes são comunicados segundo o critério de ano-calendário, o momento em que se avança a janela de projeções varia entre os países: 1º trimestre: Canadá, Chile e Japão; 3º trimestre: Estados Unidos e República Tcheca; 4º trimestre: Coreia do Sul, Peru, Suécia e Zona do Euro. No caso da África do Sul, a publicação é semestral e o avanço ocorre no 1º semestre do ano.

2/ Considera como primeiro trimestre do horizonte o subsequente ao mês de publicação do relatório. No caso do Canadá, considerou-se como primeiro trimestre o da própria publicação do relatório por ocorrer no primeiro mês do trimestre civil.

3/ O Comunicado do Comitê, publicado seis vezes no ano, é acompanhado do Monetary Policy Committee Forecast Report, que traz projeções para horizonte que varia de 9 a 13 trimestres.

4/ Equivalente ao relatório trimestral de política monetária. O Comunicado é chamado de "Statement by the Reserve Bank Board: Monetary Policy Decisions" na Austrália e de "Monetary Policy Review (MPR)" na Nova Zelândia.

5/ Também são divulgadas as projeções para "longer-run", as quais são definidas como a avaliação de cada participante da taxa para qual a variável é esperada convergir no caso de condução apropriada da política monetária e na ausência de choques adicionais na economia.

6/ A tabela apresentada no relatório utiliza o ano-calendário, enquanto o gráfico utiliza horizonte de tamanho fixo de doze trimestres.

iii. horizonte de tamanho variável: projeções incluindo sempre todos os anos-calendário para os quais havia meta definida para a inflação, que pode ser dividido em dois períodos:

- período em que a meta era definida para dois anos-calendário à frente: projeções até o último ano-calendário para o qual havia meta definida para a inflação, mas respeitando um mínimo de oito trimestres à frente, o qual excedia o ano-calendário com meta nas edições de março e junho – horizonte variava entre 8 e 9 trimestres (set/2016 a jun/2017); e
- período em que a meta passou a ser definida para três anos-calendário à frente (Decreto 9.083, de 28/6/2017): projeções até o último ano-calendário para o qual havia meta definida para a inflação, sem necessidade então de adotar o mínimo de oito trimestres – horizonte variava de 10 a 13 trimestres (set/2017 a jun/2024).

Por esse último procedimento, as edições de março e junho apresentavam projeções para até dois anos-calendários à frente e as de setembro e dezembro para até três anos-calendário à frente, pois, no final de junho, era definida a meta para mais um ano-calendário à frente. Portanto, havia uma descontinuidade no horizonte de projeções nas edições de setembro, fundamentada na sistemática de metas para os anos-calendário.

A partir deste Relatório, a governança adotada é a utilização de horizonte de projeções de inflação de tamanho fixo, avançando assim um trimestre a cada publicação. Considerou-se que esse procedimento é mais aderente à natureza do sistema de meta contínua. Além disso, os avanços no horizonte considerado são suaves, evitando a descontinuidade inerente ao sistema de ano-calendário anteriormente adotado.

Tabela 2 – Histórico do horizonte de projeções de inflação divulgado no Relatório de Inflação

Edição	Horizonte	Tamanho do horizonte à frente (trimestres) ^{1/}
Jul/1999 a set/2000	Sem padrão definido	4 a 10
Dez/2000 a dez/2007	Ano-calendário ^{2/}	5 a 8
Mar/2008 a jun/2016	Tamanho fixo	8
Set/2016 a jun/2017	Último ano com meta para a inflação, mas com mínimo de 8 trimestres ^{3/}	8 e 9
Set/2017 a jun/2024	Último ano com meta para a inflação ^{4/}	10 a 13
A partir de set/2024	Tamanho fixo ^{5/}	10

1/ Considera como primeiro trimestre o subsequente ao mês de publicação do Relatório.

2/ Avanço do ano-calendário no RI de dezembro.

3/ O limite de oito trimestres excedia o ano-calendário com meta nas edições de março e junho.

4/ Sem necessidade de adotar o mínimo de oito trimestres, pois, após a edição do Decreto 9.083, de 28/6/2017, a meta definida até junho de cada ano passou a se referir ao ano-calendário de três anos à frente e não mais ao de dois anos à frente.

5/ Estabelecimento do sistema de "meta contínua" pelo Decreto 12.079, de 26/6/2024.

O tamanho do horizonte de projeções foi fixado em dez trimestres, contados a partir do trimestre subsequente ao do Relatório. Essa definição é baseada em dois argumentos. De um lado, um horizonte maior do que o atualmente considerado como relevante para a política monetária (seis trimestres) permite uma análise mais completa do processo de convergência ou não da inflação para os trimestres subsequentes. Por outro lado, a incerteza sobre as projeções cresce rapidamente à medida que o horizonte avança e essa incerteza tende a ser maior em economias emergentes, como é o caso do Brasil. O tamanho de dez trimestres está em linha com o utilizado pelos países que também adotam horizonte de tamanho fixo, que varia entre oito e doze trimestres. Além disso, na comparação com os países que adotam horizonte ano-calendário, o período de dez trimestres está dentro do intervalo utilizado na maioria dos países analisados.

Portanto, este Relatório traz projeções de inflação até o primeiro trimestre de 2027, a edição de dezembro trará até o segundo trimestre do mesmo ano e assim por diante. Note ainda que não houve descontinuidade em relação ao Relatório anterior, pois lá o horizonte terminava no último trimestre de 2026. Por fim, ressalta-se que essa governança pode ser alterada se avaliada a sua necessidade.



Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Comitê de Política Monetária

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Roberto de Oliveira Campos Neto
Presidente

Ailton de Aquino Santos
Diretor de Fiscalização

Carolina de Assis Barros
Diretora de Relacionamento, Cidadania e Supervisão de Conduta

Diogo Abry Guillen
Diretor de Política Econômica

Gabriel Muricca Galípolo
Diretor de Política Monetária

Otávio Ribeiro Damaso
Diretor de Regulação

Paulo Picchetti
Diretor de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos

Renato Dias de Brito Gomes
Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução

Rodrigo Alves Teixeira
Diretor de Administração

Comitê de Política Monetária

Membros do Copom

Presidente

Roberto de Oliveira Campos Neto

Diretor

Ailton De Aquino Santos

Diretora

Carolina de Assis Barros

Diretor

Diogo Abry Guillen

Diretor

Gabriel Muricca Galípolo

Diretor

Otávio Ribeiro Damaso

Diretor

Paulo Picchetti

Diretor

Renato Dias de Brito Gomes

Diretor

Rodrigo Alves Teixeira

Comitê de Política Monetária

Departamentos cujos chefes são responsáveis por apresentações técnicas nas reuniões do Copom (Resolução nº 61/2021)

Departamento de Assuntos Internacionais – Derin

Marcelo Antônio Thomaz de Aragão

Departamento Econômico – Depec

Ricardo Sabbadini

Departamento de Estudos e Pesquisas – Depep

André Minella

Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban

Rogério Antônio Lucca

Departamento de Operações do Mercado Aberto – Demab

André de Oliveira Amante

Departamento das Reservas Internacionais – Depin

Alan da Silva Andrade Mendes

Siglas

a.a.	Ao ano
a.s.	Dados com ajuste sazonal
BC	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BoE	Banco da Inglaterra
BPC	Benefícios de Prestação Continuada
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CBO	U.S. Congressional Budget Office
CCT	Convenções Coletivas de Trabalho
CEF	Caixa Econômica Federal
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNAE	Classificação Nacional das Atividades Econômicas
CNPJ	Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
Covid-19	Doença Coronavírus
Depec	Departamento Econômico
Depep	Departamento de Estudos e Pesquisas
Derin	Departamento de Assuntos Internacionais
Dstat	Departamento de Estatísticas
EGAER	Eletricidade e gás, água, esgoto, atividades de gestão de resíduos
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fed	Federal Reserve
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
Fipe	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central
IBCR	Índice de Atividade Econômica Regional
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IC-Br	Índice de Commodities – Brasil
ICF	Intenção de Consumo das Famílias
IDAT-Emprego	Índice Diário de Atividade Econômica - Emprego
IDP	Investimento direto no país
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
LOA	Lei Orçamentária Anual
MCMV	Minha Casa, Minha Vida

Mediador	Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho
MM3M	Média móvel de 3 meses
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NBS	National Bureau of Statistics
NO	Nível de ocupação
Novo Caged	Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
Nuci	Nível de utilização da capacidade instalada
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
Opep+	Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados
p.p.	Pontos percentuais
PF	Pessoa física
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PIT	População em idade de trabalhar
PJ	Pessoa jurídica
PLOA	Projeto de Lei Orçamentária Anual
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
PNAD Contínua	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
PO	População ocupada
PPC	Paridade do Poder de Compra
Proconve	Programa de Controle de Emissões Veiculares
Pronampe	Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte
PTC	Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito no Brasil
QPC	Questionário Pré-COPOM
RARD	Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias
RI	Relatório de Inflação
RNDBF	Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias
RS	Rio Grande do Sul
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SGS	Sistema Gerenciador de Séries Temporais
TD	Taxa de desocupação
TP	Taxa de participação
VAB	Valor Adicionado Bruto
VIX	Chicago Board Options Exchange Volatility Index