

2

Perspectivas para a inflação

Este capítulo analisa as perspectivas para a inflação. As projeções de inflação apresentadas se estendem até o segundo trimestre de 2027, compreendendo assim dez trimestres à frente.⁴³ As projeções utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 267ª reunião do Copom, realizada em 10 e 11.12.2024. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 6.12.2024, a menos de indicação contrária.⁴⁴

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.⁴⁵ 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).⁴⁶ 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 novembro foi acima da esperada, com surpresa muito concentrada em alimentação no domicílio. A inflação observada ficou 0,42 p.p. acima da projetada (Tabela 2.1.1). A principal surpresa ocorreu em alimentação no domicílio, devido às fortes elevações do preço da carne bovina. Embora já se esperasse que o ciclo do boi fosse reduzir a oferta de animais para o abate, a evolução dos preços ocorreu mais cedo e foi mais intensa do que o antecipado. Em menor grau, também houve surpresa altista em alimentos industrializados, enquanto os *in natura* surpreenderam para baixo. O segmento de serviços também contribuiu para a inflação acima da esperada, com destaque para alimentação fora do domicílio, que pode estar repassando a alta da carne bovina, e seguro voluntário de veículo, que tem se apresentado volátil no IPCA. Entre os administrados, mais um segmento com surpresa altista, o preço da gasolina permaneceu praticamente estável, enquanto a projeção incorporava redução nos preços ao consumidor. Por outro lado, o cenário hídrico teve evolução mais positiva, o que permitiu a transição para

43/ Ver o box [Governança para comunicação do horizonte de projeções de inflação](#), do Relatório de Inflação de setembro de 2024.

44/ Nesse caso, destaca-se a inclusão da informação referente à variação do IPCA de novembro, divulgada em 10.12.2024.

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

46/ Ver o box [Condicionantes de câmbio nas projeções do Banco Central do Brasil e a paridade do poder de compra](#), do Relatório de setembro de 2020.

bandeira amarela em novembro, ao invés da vermelha 1 que havia sido projetada. Já os preços dos bens industriais subiram um pouco menos que o previsto, com surpresas concentradas nos grupos vestuário e artigos de residência. Além da surpresa realizada, a projeção de inflação para dezembro foi revista de 0,44% no Relatório anterior para 0,58% no atual, com alta mais forte do preço da carne bovina e comportamento menos benigno de preços administrados⁴⁷.

Tabela 2.1.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2024				12 meses até nov.
	Set	Out	Nov	No trim. até nov.	
Cenário do Copom ^{1/}	0,57	0,36	0,04	0,97	4,43
IPCA observado	0,44	0,56	0,39	1,40	4,87
Surpresa (p.p.)	-0,13	0,20	0,35	0,42	0,44

Fontes: IBGE e BC
1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de setembro de 2024.

Excetuada a oscilação entre janeiro e fevereiro, a inflação acumulada em doze meses deve permanecer acima do limite superior do intervalo de tolerância nos próximos meses, em meio a taxas mensais mais elevadas (Tabela 2.1.2). Os preços da alimentação no domicílio devem seguir pressionados, em período de sazonalidade mais forte e com repasses da depreciação do câmbio e da alta do boi gordo para os preços finais. O cenário de médio prazo para a carne bovina é de oferta restrita e demanda aquecida. O repasse da depreciação cambial também deve resultar em preços de bens industriais com variações elevadas, em contexto de demanda doméstica ainda resiliente. A projeção para a variação de preços administrados é muito influenciada pelo desconto nas contas de energia de janeiro, resultante do repasse do bônus de Itaipú aos consumidores.⁴⁸ Além desse efeito, em dezembro há transição da bandeira de energia, de amarela para verde, e a expectativa é que a bandeira permaneça em verde ao longo dos meses seguintes. A projeção para o segmento de serviços é de variações em patamar elevado, em contexto de mercado de trabalho aquecido e efeito maior de inércia. Os preços da alimentação fora do domicílio, com peso elevado no segmento, devem ser pressionados pela alta da carne bovina. A projeção para o primeiro trimestre é compatível com a média dos núcleos de inflação⁴⁹, tanto na variação acumulada em dozes meses como na variação trimestral dessazonalizada e anualizada, situando-se próxima de 4,5%.

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

	Variação %			
	2024	2025		
	Dez	Jan	Fev	Mar
Variação mensal	0,58	-0,08	1,17	0,42
Variação trimestral	1,54	0,89	1,68	1,51
Variação em 12 meses	4,89	4,37	4,72	5,00

Fontes: IBGE e BC
1/ Cenário de referência do Copom na data de corte.

47/ A transição anteriormente esperada de bandeira vermelha 1 em novembro para amarela em dezembro teria maior impacto baixista no segmento de preços administrados do IPCA em dezembro do que a transição entre amarela e verde que efetivamente ocorreu.
48/ Em 26.11.2024, a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) aprovou o repasse aos consumidores do Bônus de Itaipu referente ao ano de 2023. O bônus será direcionado a consumidores residenciais e rurais, proporcionalmente aos meses em 2023 em que seu consumo foi inferior a 350kWh. O abatimento será feito nas faturas emitidas ao longo do mês de janeiro de 2025, com retorno das tarifas ao valor original no mês de fevereiro. O impacto estimado no IPCA de janeiro é da ordem de -0,60 p.p., com reversão integral em fevereiro (neutro para o ano).
49/ 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.

2.2 Projeções condicionais

Determinantes da inflação e condicionamentos⁵⁰

Em decorrência da piora do quadro inflacionário, a trajetória considerada para a taxa Selic no cenário de referência, extraída da pesquisa Focus, teve elevação significativa, envolvendo aumento do ritmo de ajuste, do valor terminal e da duração da contração monetária. A reunião de setembro iniciou ciclo de aperto monetário, com aumento de 0,25 p.p. da taxa Selic, seguido de elevação de 0,50 p.p. em novembro, chegando a Selic de 11,25% a.a. Na trajetória Focus considerada, a taxa Selic aumenta 0,75 p.p. em dezembro e em janeiro de 2025 e 0,5 p.p. em março e maio, atingindo ponto de máximo de 13,75%. Fica constante por duas reuniões, cai 0,25 p.p. na reunião de setembro e volta à estabilidade nas duas reuniões seguintes, terminando assim o ano em 13,50%. A taxa retoma trajetória descendente no início de 2026, terminando o ano em 11,00% e 2027 em 10,00% (Gráfico 2.2.1). Em todo horizonte de projeção, a taxa é significativamente superior à do Relatório anterior, que trazia aumentos de 0,25 p.p. nas reuniões de setembro a janeiro, um pico de 11,50% e queda já em julho de 2025. A significativa elevação na expectativa da taxa de juros no Focus reflete a piora do quadro inflacionário ocorrida nos últimos meses, com o aumento das expectativas de inflação e dos seus riscos de alta, a atividade econômica mais robusta que o esperado e a elevação da taxa de juros real neutra avaliada pelos analistas.⁵¹

As expectativas de inflação da pesquisa Focus aumentaram de forma considerável em todo o horizonte, elevando ainda mais o distanciamento em relação à meta para a inflação. A mediana das expectativas, quando comparada com a do Relatório anterior, subiu de 4,35% para 4,84% para 2024, de 3,95% para 4,59% para 2025, de 3,61% para 4,00% para 2026 e de 3,50% para 3,58% 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, que já havia aumentado no Relatório anterior, 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 Firmus⁵².

A taxa Selic real *ex-ante* aumentou, refletindo a elevação das expectativas da taxa nominal de juros em magnitude maior 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*, que já vinha em trajetória ascendente no segundo e terceiros trimestres de 2024, acentuou o ritmo de elevação, alcançando o pico de 8,8% no segundo trimestre de 2025, e depois entra em trajetória de queda, alcançando 6,4% no final do horizonte. A elevação da taxa real está consistente com o chamado princípio de Taylor, que estipula que aumentos na taxa nominal de juros devem ser superiores aos aumentos na expectativa de inflação. Também reflete reavaliações dos analistas de aumento na taxa de juros real neutra da economia.⁵³

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

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

52/ Para mais detalhes sobre a pesquisa Firmus, ver <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/firmus>.

53/ De acordo com a mediana do QPC de dezembro de 2024, comparado com o QPC de junho de 2024, a taxa de juros real neutra avaliada pelos analistas aumentou 0,6 p.p. no curto prazo e 0,5 p.p. para daqui a dois anos, mantendo-se estável para daqui a cinco anos.

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

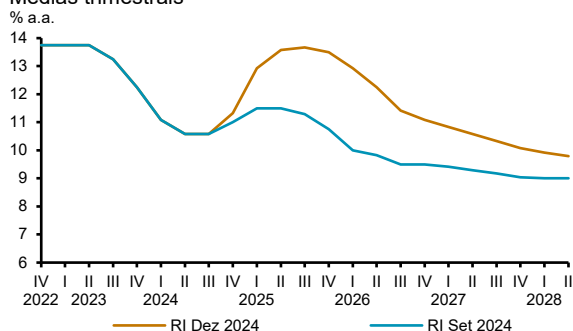
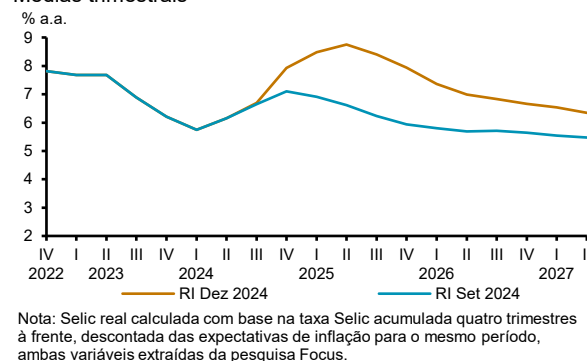


Gráfico 2.2.2 – Selic real acum. quatro trimestres à frente
Médias trimestrais



A taxa de câmbio depreciou novamente no trimestre, refletindo pressões externas e principalmente internas. Nas projeções de inflação do cenário de referência, a taxa de câmbio parte de R\$5,95/US\$, valor 6,3% maior do que o considerado no Relatório anterior, de R\$5,60/US\$, e segue trajetória de acordo com a PPC (Gráfico 2.2.3). A taxa de câmbio vem em movimento de depreciação, principalmente desde abril de 2024. Se considerarmos a taxa de câmbio utilizada no cenário de referência do Relatório de março, de R\$4,95/US\$, a depreciação foi de 20,2%. No âmbito externo, o resultado das eleições nos Estados Unidos e reavaliações sobre o ritmo de queda da *Fed Funds Rate* têm valorizado globalmente o dólar norte-americano. Internamente, a piora da percepção dos agentes sobre o cenário fiscal, com preocupações sobre a capacidade de geração de resultados primários que estabilizem a dívida pública, têm se refletido nos preços de ativos domésticos em geral, incluindo taxa de câmbio, inflação implícita e prêmios de riscos. As médias consideradas da taxa de câmbio nos últimos trimestres de 2024, 2025 e 2026 são de R\$5,80/US\$, R\$6,00/US\$ e R\$6,06/US\$, respectivamente.

O preço do petróleo teve pouca alteração em relação aos níveis de setembro. O preço do petróleo teve pequena elevação. Na trajetória considerada, o preço do petróleo médio do tipo *Brent* para o primeiro trimestre de 2025 é 1% superior ao do Relatório anterior, alcançando cerca de US\$71 no segundo trimestre de 2025, e depois entra em crescimento de 2% a.a. (Gráfico 2.2.4). De um lado, os preços do petróleo sofreram a influência do acirramento das tensões entre Rússia e Ucrânia e da decisão da Opep+ de postergar o aumento da produção até abril de 2025. De outro lado, atua a expectativa de forte crescimento da oferta não Opep+. Os preços de *commodities*, medidos pelo IC-Br em dólares, cresceram desde o Relatório anterior, puxados por agropecuárias, com oscilação em metálicas.

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

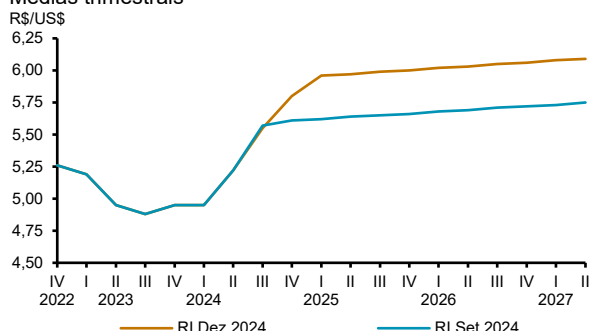
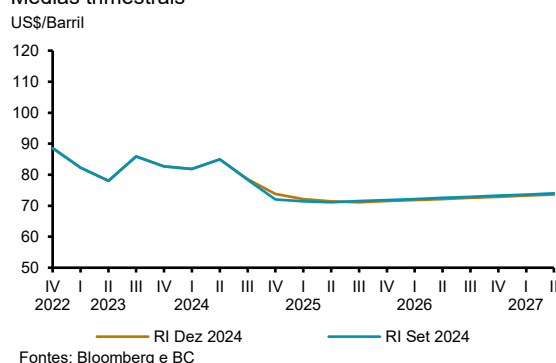


Gráfico 2.2.4 – Preço do petróleo Brent
Médias trimestrais



A taxa de juros real neutra considerada para as projeções do cenário de referência subiu para 5,00%. Em sendo uma variável não observável sujeita a elevada incerteza na sua mensuração, o BC utiliza várias metodologias para a estimação da taxa neutra.⁵⁴ Considerando esse conjunto de medidas, o Copom decidiu elevar a taxa de juros real neutra utilizada nas projeções de 4,75% para 5,00% a.a. no horizonte considerado. No processo de análise e decisão, são também considerados cenários alternativos de inflação com diferentes valores para a taxa neutra.

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

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, de um lado, a melhora nas condições climáticas relacionadas às bandeiras tarifárias e, de outro lado, os efeitos da seca em parte do país e os impactos do ciclo do boi. A melhora nas chuvas nos últimos meses permitiu que o cenário utilizado no Relatório anterior, de bandeira vermelha 2 em outubro, vermelha 1 em novembro e amarela em dezembro de 2024, somente se concretizasse para outubro, com novembro sendo de bandeira amarela e dezembro de verde. Para 2025 em diante, considera-se, para os meses finais de trimestre, a mesma sequência verificada em 2024: verde em março e junho, vermelha 1 em setembro e verde em dezembro. Assim, as projeções de médio prazo não ficam afetadas por esse fator incerto e pontual, isto é, usa-se hipótese de sequência de bandeiras “neutra” do ponto de vista das projeções interanuais. Os preços de alimentos têm sido particularmente pressionados pelos preços das carnes, refletindo ainda efeitos da seca e do ciclo do boi. Por fim, a previsão do fenômeno *La Niña* perdeu intensidade nos últimos meses, com temperaturas do Oceano Pacífico ficando acima do previsto.

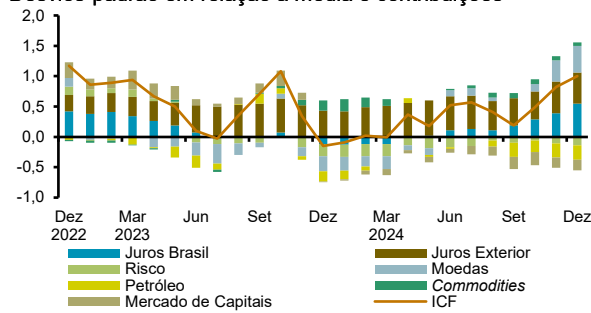
As condições financeiras ficaram bem mais restritivas desde o Relatório anterior, principalmente em decorrência da depreciação cambial e da elevação dos juros futuros domésticos. As condições financeiras, depois de arrefecerem parcialmente em agosto e setembro, ficaram crescentemente restritivas ao longo dos últimos meses, como medido pelo Indicador de Condições Financeiras (ICF), calculado pelo BC (Gráficos 2.2.5 e 2.2.6).⁵⁵ A piora nas condições financeiras foi puxada principalmente pela depreciação do real e elevação das taxas de juros futuras domésticas, complementada pela queda da bolsa de valores doméstica, aumento do prêmio de risco país, valorização global do dólar norte-americano e elevação dos juros futuros externos. No sentido contrário, atenuando os efeitos restritivos, atuaram somente variáveis externas, como a queda do VIX, a leve queda do preço do petróleo, a ligeira subida dos preços de *commodities* agrícolas e a valorização das bolsas de valores externas.⁵⁶

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: 1.12.2022–06.12.2024.

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 dezembro/2024 refere-se à média até o dia 6.

55/ 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 box [Indicador de Condições Financeiras](#), do Relatório de março de 2020, e para decomposição em fatores domésticos e externos, ver box [Decomposição do Indicador de Condições Financeiras em fatores domésticos e externos](#), do Relatório de dezembro de 2022.

56/ 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.

O ritmo de crescimento da atividade econômica tem sido forte e novamente superado as expectativas, expresso pelo crescimento significativo do PIB no terceiro trimestre do ano. O PIB, ajustado sazonalmente, cresceu 0,9% no terceiro trimestre de 2024 na comparação com o trimestre anterior, superando as expectativas e incidindo sobre crescimento de 1,1% e 1,4% verificado nos primeiro e segundo trimestres do ano, respectivamente. O crescimento do PIB tem refletido o forte crescimento da demanda doméstica, especialmente consumo das famílias e FBCF, que cresceram 1,5% e 2,1%, respectivamente, na comparação com o trimestre anterior (dados ajustados sazonalmente). Considerando o acumulado no ano até o terceiro trimestre, PIB, consumo das famílias e FBCF cresceram 3,3%, 5,1% e 6,6%, respectivamente. O crescimento do consumo tem refletido o aumento da massa salarial real, o aumento das transferências governamentais e a expansão do crédito. O crescimento da demanda doméstica tem se refletido em elevação expressiva das importações, embora com desaceleração na margem. Para 2024, a projeção de crescimento do PIB teve nova revisão para cima. Depois de passar de 1,9% para 2,3% no Relatório de junho, a projeção subiu para 3,2% no de setembro e agora para 3,5%.⁵⁷

A taxa de desocupação caiu a mínimos históricos, novamente surpreendendo para baixo. A taxa de desocupação caiu novamente, atingindo 6,5% no trimestre encerrado em outubro (ajustado sazonalmente), 0,3 p.p. mais baixo do que em julho. É a menor taxa da série histórica. 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 8,5 p.p. em período de cerca de 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 têm se mantido em níveis significativos, em torno de 140 mil empregos por mês (dados ajustados sazonalmente). O Nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), calculado pela FGV com ajuste sazonal, depois de atingir 83,4% em setembro, recuou para 82,6% e 81,6% em outubro e novembro, respectivamente, embora ainda representem níveis historicamente elevados.

O radar do mercado de trabalho continua mostrando aquecimento. Essa medida considera informações históricas de uma série de indicadores de mercado de trabalho até outubro de 2024 (Gráfico 2.2.7).⁵⁸ A maioria das variáveis encontra-se nos dois quartis mais elevados, isto é, estão acima da mediana histórica. Na comparação com julho de 2024, as principais variáveis que indicaram um aumento no aquecimento do mercado de trabalho foram a queda na taxa de desocupação, que atingiu o mínimo histórico, e o aumento no nível de ocupação e na taxa de participação (pessoas na força de trabalho em relação à população em idade ativa, medida pelo IBGE). No sentido contrário, destacam-se a queda no reajuste real das negociações coletivas, no saldo do emprego formal (menor geração líquida de postos de trabalho) e, em menor medida, no crescimento do rendimento médio real (PNAD-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 a taxa de participação. O indicador de desligamentos voluntários no mercado formal, medido pelo Novo Caged, permanece próximo ao nível máximo já observado.

Em função das surpresas na atividade econômica, o hiato do produto utilizado no cenário de referência foi novamente reavaliado para cima. Na comparação com o Relatório anterior, o hiato do produto estimado para o terceiro trimestre de 2024 foi revisado de 0,5% para 0,7% (Gráfico 2.2.8). Para o quarto trimestre de 2024, o valor estimado também é 0,7%.⁵⁹ Para o segundo trimestre de 2026, projeta-se hiato de -0,6%. Nas projeções do hiato do produto, as condições monetárias restritivas desempenham papel fundamental na redução dos níveis projetados. Nessas projeções, o substancial aumento da taxa de juros real *ex-ante* desde o Relatório anterior aparece como principal fator na desaceleração da atividade econômica. 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.

57/ Ver o boxe “Projeções para a evolução do PIB em 2024 e 2025”, deste Relatório.

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

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

Gráfico 2.2.7 – Radar do mercado de trabalho

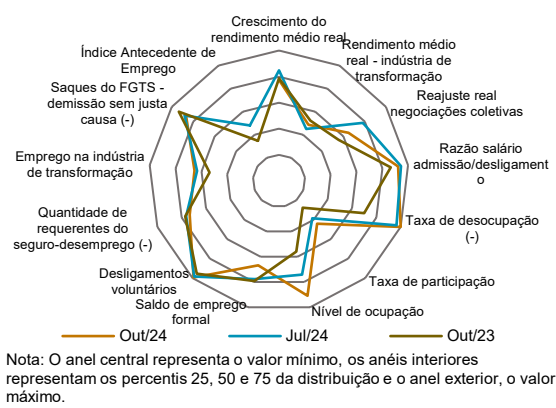
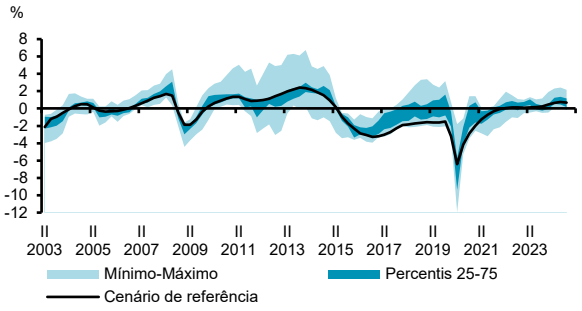


Gráfico 2.2.8 – Hiato do produto: estimativas e dispersão



Nota: As medidas de dispersão foram construídas utilizando um conjunto de medidas de hiato do produto. Ver o box “Medidas de hiato do produto no Brasil”, do Relatório de Inflação de junho de 2024, para apresentação de várias metodologias. Dados do gráfico: 2003T2–2024T4.

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;⁶⁰ e iv. avaliação sobre o estado e perspectivas da economia.⁶¹

Nas projeções do cenário de referência, a inflação está acima do limite do intervalo de tolerância até o terceiro trimestre de 2025, entrando depois em trajetória de declínio, mas ainda permanecendo acima da meta. Nesse cenário, que utiliza taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a PPC, a inflação de 2024 atinge 4,9%, situando-se assim acima do limite superior do intervalo de tolerância, de 4,50%, referente à meta de 3,00% (Tabela 2.2.1). Ainda no cenário de referência, as projeções de inflação acumulada em quatro trimestres são de 4,5% para 2025, 4,0% para o horizonte relevante de política monetária, considerado como sendo o segundo trimestre de 2026, e 3,6% para 2026.

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		%
	IV		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	
IPCA	4,6		3,9	4,2	4,4	4,9	5,0	5,0	5,1	4,5	4,2	4,0	3,8	3,6	3,4	3,2	
Diferença RI anterior (p.p.)	[0,0]		[0,0]	[0,0]	[-0,2]	[0,6]	[1,0]	[1,2]	[1,6]	[0,8]	[0,7]	[0,5]	[0,4]	[0,3]	[0,2]	-	
IPCA Livres	3,1		3,1	3,5	4,1	5,0	5,3	5,4	5,5	4,5	4,1	3,8	3,6	3,4	3,2	3,0	
Diferença RI anterior (p.p.)	[0,0]		[0,0]	[0,0]	[-0,2]	[0,6]	[1,0]	[1,3]	[1,7]	[0,9]	[0,7]	[0,5]	[0,4]	[0,3]	[0,1]	-	
IPCA Administrados	9,1		6,4	6,4	5,5	4,6	4,1	3,9	4,0	4,5	4,6	4,6	4,4	4,1	4,0	3,8	
Diferença RI anterior (p.p.)	[0,0]		[0,0]	[0,0]	[0,2]	[0,4]	[0,8]	[1,1]	[1,5]	[0,5]	[0,7]	[0,5]	[0,6]	[0,3]	[0,4]	-	

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.

A inflação ao longo de 2024 decorreu da combinação de diferentes fatores, principalmente a depreciação cambial, o ritmo forte de crescimento da atividade econômica e fatores climáticos ou relacionados ao ciclo do boi, em contexto de expectativas de inflação desancoradas e inércia da inflação do ano anterior. No sentido contrário, destaca-se a queda do preço internacional do petróleo no segundo semestre do ano. A pressão inflacionária tem envolvido os diferentes segmentos que compõem o IPCA, refletindo a diversidade das fontes inflacionárias. A depreciação cambial afeta mais fortemente alimentação no domicílio e bens industriais; a atividade econômica afeta todos os segmentos, mas mais fortemente serviços; os fatores

60/ Para detalhes sobre os procedimentos utilizados na construção dos condicionamentos da Selic, câmbio e preço do petróleo, ver o Apêndice metodológico deste capítulo.
61/ Ver o box [Sistema de análise e projeções do BC](#), do Relatório de março de 2023.

climáticos e o ciclo do boi impactam alimentação no domicílio; a inércia tem mais peso no comportamento de serviços; e expectativas de inflação perpassam todos os segmentos.

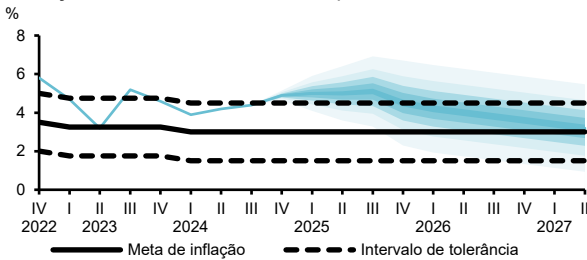
Na comparação com o Relatório anterior, as projeções de inflação subiram em todo o horizonte apresentado, aumentando assim o distanciamento em relação à meta e tornando a convergência para a meta mais desafiadora. A projeção para o segundo trimestre de 2026 aumentou 0,5 p.p. em relação ao Relatório anterior. Nesse horizonte, contribuíram tanto as projeções de preços livres como de administrados.⁶² Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em novembro (266ª reunião), houve aumento de 0,4 p.p. para o mesmo trimestre (ver Ata da 266ª 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. As recentes surpresas inflacionárias e a revisão das projeções de curto prazo também contribuíram, no caso via inércia, assim como a elevação da taxa de juros neutra considerada. Esses fatores mais do que compensaram os efeitos da subida da taxa de juros real, que, entretanto, contribuíram para evitar um aumento mais acentuado 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), passou de 36% para perto de 100% no caso de 2024, de 28% para 50% no caso de 2025 e de 19% para 26% no caso de 2026 (Tabela 2.2.2).⁶³ 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 de referência

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres



Nota: As áreas hachuradas representam intervalos de projeções associados aos seguintes níveis de probabilidade (indo do intervalo central até o mais externo): 10%, 30%, 50%, 70% e 90%. 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	100
2025	1,50	1	4,50	50
2026	1,50	6	4,50	26

Nota: Probabilidades estimadas arredondadas para o valor inteiro mais próximo. 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).

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.

62/ No caso do terceiro trimestre de 2025, as projeções de administrados foram particularmente afetadas por mudança na hipótese sobre a bandeira de energia elétrica ao se adotar o procedimento de bandeira neutra também para esse ano.

63/ Notar que, com a implementação 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. A aferição do número de meses começa a partir de janeiro de 2025.

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 (267ª reunião), o Copom informou que, em função da materialização de riscos, avalia que o cenário se mostra menos incerto e mais adverso do que na reunião anterior. Ressaltou, no entanto, que persiste uma assimetria altista no balanço de riscos para os cenários prospectivos para a inflação. 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 aumentaram para 4,00% para 2026, 3,58% para 2027 e se mantiveram em 3,50% para 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 positivo

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. 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. Em paralelo, a possibilidade de mudanças na condução da política econômica nos Estados Unidos também traz adicional incerteza ao cenário, particularmente com possíveis estímulos fiscais, restrições na oferta de trabalho e introdução de tarifas à importação. Do ponto de vista doméstico, no caso de verificação de políticas, especialmente no âmbito fiscal, que levem a nova deterioração da percepção dos agentes, poderiam ocorrer 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.⁶⁴

64/ 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.

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.

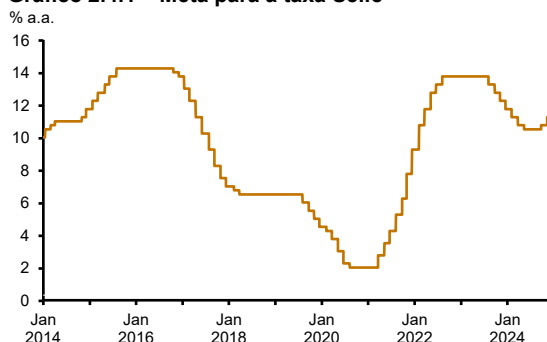
ii. impactos do aperto monetário sobre a desinflação global se mostrarem mais fortes do que o esperado

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

Na reunião de setembro, o Copom iniciou ciclo de aperto monetário, aumentando a taxa Selic em 0,25 p.p., para 10,75%, considerando que o cenário demandava uma política monetária mais contracionista (Gráfico 2.4.1). O cenário era marcado por resiliência na atividade, pressões no mercado de trabalho, hiato do produto positivo, elevação das projeções de inflação e expectativas desancoradas. 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.

Gráfico 2.4.1 – Meta para a taxa Selic



Nota: Valores diários de 1.1.2014 a 13.12.2024.

O Copom enfatizou que o ritmo de ajustes futuros na taxa de juros e a magnitude total do ciclo eram ditados pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta e dependeriam 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 reforçava 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.

Na reunião de novembro, considerando a necessidade de uma política monetária mais contracionista, o Comitê julgou adequado realizar um aumento de maior magnitude na taxa Selic, elevando em 0,50 p.p., para 11,25%. O Comitê considerou apropriado o aumento nessa magnitude, diante das condições econômicas correntes e das incertezas prospectivas, refletindo o compromisso de convergência da inflação à meta, essencial para a construção contínua de credibilidade. O Comitê ressaltou que a percepção dos agentes econômicos sobre o cenário fiscal tem afetado, de forma relevante, os preços de ativos e as expectativas dos agentes, especialmente o prêmio de risco e a taxa de câmbio.

Na sua última reunião, em dezembro, o Copom aumentou a taxa Selic em 1,00 p.p., para 12,25%, considerando que o cenário mais recente, marcado por desancoragem adicional das expectativas de inflação, elevação das projeções de inflação, dinamismo acima do esperado na atividade e maior abertura do hiato do produto, exige uma política monetária ainda mais contracionista. O Copom considerou que a magnitude da deterioração de curto e médio prazo do cenário de inflação exigia uma postura mais tempestiva para manter o firme compromisso de convergência da inflação à meta. Na sua análise, o Copom destacou que o conjunto dos indicadores de atividade econômica e do mercado de trabalho segue apresentando dinamismo, com destaque para a divulgação do PIB do terceiro trimestre, que indicou abertura adicional do hiato. Ressaltou ainda que a inflação cheia e as medidas subjacentes têm se situado acima da meta para a inflação e apresentaram elevação nas divulgações mais recentes.

O Copom ressaltou também que, diante de um cenário mais adverso para a convergência da inflação, antevê, em se confirmando o cenário esperado, ajustes de mesma magnitude nas próximas duas reuniões. Vários riscos se materializaram tornando o cenário mais adverso, mas menos incerto, permitindo maior visibilidade para que o Comitê oferecesse uma indicação de como antevia as próximas decisões. A magnitude total do ciclo de aperto monetário será ditada pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta e dependerá 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.

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 6.12.2024. 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 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 metodologias⁶⁵. 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.

^{65/} 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.