



ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Volume 26 | Número 4 | Dezembro 2024



Relatório de Inflação

Volume 26 | Número 4 | Dezembro 2024

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação | Brasília | v. 26 | nº 4 | dez. | 2024 | p. 1-72

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 4.

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	15
Atividade econômica	15
Mercado de trabalho	20
Crédito	22
Fiscal	25
Contas externas	28
Preços	31
Perspectivas para a inflação	55
2.1 Revisões e projeções de curto prazo	55
2.2 Projeções condicionais	57
Determinantes da inflação e condicionamentos	57
Projeções de inflação	61
2.3 Balanço de riscos	62
2.4 Condução da política monetária	64
Apêndice metodológico	65
Boxes	37
Projeções para a evolução do PIB em 2024 e 2025	37
Desempenho recente da indústria de transformação	40
Juros, renda e o consumo de duráveis e não duráveis	47
Projeção para a evolução do crédito em 2024 e 2025	51
Projeções para as contas externas de 2024 e 2025	53
Apêndice	67



Sumário executivo

O ambiente externo permanece desafiador, exigindo cautela por parte de países emergentes. A conjuntura econômica 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 e o mercado de trabalho se mantêm aquecidos. O Produto Interno Bruto (PIB), ajustado sazonalmente, cresceu 0,9% no terceiro trimestre, ainda mantendo um ritmo robusto ao desacelerar-se menos que o esperado. O consumo das famílias e a formação bruta de capital fixo se destacaram, mais uma vez, assim como os setores mais cíclicos, em particular a indústria de transformação. Enquanto isso, a taxa de desocupação voltou a recuar e atingiu o menor valor da série histórica. Nesse contexto, as projeções de crescimento para 2024 e 2025 foram revisadas para cima, mas permanece a perspectiva de desaceleração da atividade, em razão de fatores como o maior grau de aperto esperado para a política monetária e a expectativa de um menor impulso fiscal, entre outros.

A inflação acumulada em doze meses e a expectativa de inflação para 2025 subiram para patamar incompatível com o cumprimento da meta de inflação. A inflação acumulada em doze meses, medida pelo IPCA, aumentou de 4,24% em agosto para 4,87% em novembro, com surpresa de +0,44 p.p. em relação ao cenário de referência apresentado no Relatório anterior. Destaca-se a pressão maior que a esperada sobre preços de alimentos, que veio a se somar às pressões exercidas pelo aquecimento da atividade econômica e pela acentuada depreciação cambial. As expectativas de inflação da pesquisa Focus se deterioraram novamente para todo o horizonte projetado, destacando-se as medianas para 2025, de 3,95% para 4,59%, e para 2026, de 3,61% para 4,00%.

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, a inflação acumulada em quatro trimestres, depois de ter terminado 2023 em 4,6%, aumenta para 4,9% em 2024 e cai para 4,5% em 2025 e 3,6% em 2026, diante de meta de 3,00%. No atual horizonte relevante de política monetária, correspondendo ao segundo trimestre de 2026, a inflação projetada é de 4,0%. As projeções de inflação representam a visão do 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 267ª reunião do Copom, realizada em 10 e 11.12.2024.

Na comparação com o Relatório anterior, as projeções de inflação subiram em todo o horizonte apresentado, aumentando assim o distanciamento em relação à meta 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. 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. 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.

Em sua reunião mais recente (267ª reunião), o Copom comunicou:

O cenário mais recente é 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, o que exige uma política monetária ainda mais contracionista.

O Copom então decidiu realizar um ajuste de maior magnitude, elevando a taxa básica de juros em 1,00 ponto percentual, para 12,25% 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.

Diante de um cenário mais adverso para a convergência da inflação, o Comitê antevê, em se confirmando o cenário esperado, ajustes de mesma magnitude nas próximas duas reuniões. 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.

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 calibragem da resposta de política monetária e o impulso de política fiscal são os fatores mais potentes para determinar a dinâmica prospectiva dos núcleos de inflação e da atividade no horizonte de referência. A dissipação da alta dos núcleos segue incompleta e perdeu impulso nos últimos meses, na medida em que vão se aproximando dos níveis compatíveis com as respectivas metas de inflação (Gráfico 1.1.1). O processo de convergência da inflação, embora lento, tem se mostrado menos oneroso para a atividade.

Apesar do recuo nos índices cheios de inflação, os núcleos ainda se encontram em níveis elevados, acima da meta em muitas economias, e tiveram seu ritmo de convergência desacelerando na margem. O bom desempenho dos mercados de trabalho contribui para a persistência dos núcleos, em especial do componente de serviços. A queda nos preços de energia tem colaborado para que os índices de inflação cheia se aproximem das metas de inflação (Gráfico 1.1.2), embora nos últimos meses a alta dos preços de alimentos tenha atuado na direção contrária, pressionando para cima os índices de inflação.

Gráfico 1.1.1 – Núcleo do IPC – Países avançados¹

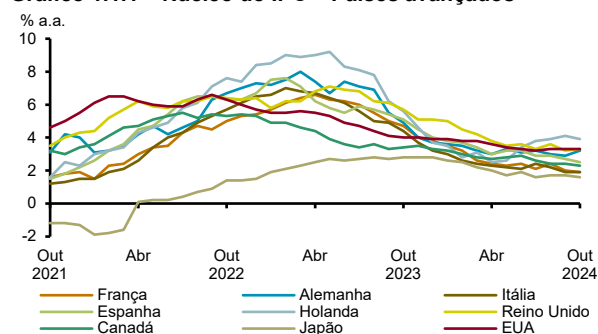
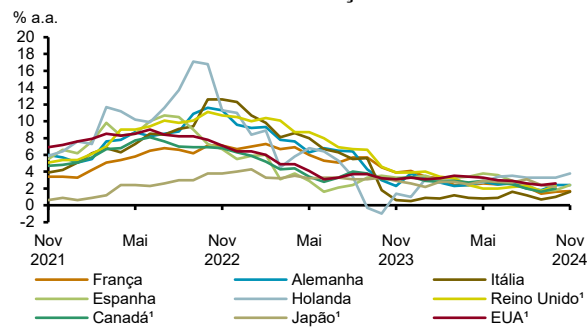


Gráfico 1.1.2 – IPC – Países avançados



A atividade global continua demonstrando resiliência ante o grau restritivo da política monetária, apesar das perspectivas de desaceleração. Essa característica manifesta-se em crescimento global moderado (Gráfico 1.1.3), que se consolida à medida que o rebalanceamento entre demanda e oferta progride para um novo nível de equilíbrio. Esse processo segue transcorrendo suavemente, encontrando sustentação em um

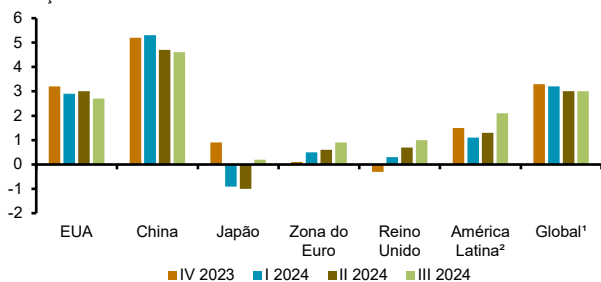
mercado de trabalho que permanece aquecido, no consumo das famílias e em ganhos reais de renda. O setor de serviços segue como destaque de crescimento, refletindo as mudanças no perfil do consumo das famílias e os mercados de trabalho robustos. A manufatura segue com dificuldades de crescimento mais sustentável. O comércio internacional ensaia moderada recuperação ante ao desempenho de 2023, com serviços acima da tendência e bens abaixo. As 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. Tendências estruturais como endividamento, integração financeira e demografia contribuem para redução do crescimento potencial e aumento das taxas de juros neutras nas economias relevantes, enquanto o crescimento da produtividade diverge entre os países.

As expectativas de inflação projetam velocidades diferentes de desinflação entre países, o que ajuda a explicar as trajetórias prospectivas de política monetária também diferentes. Para as economias emergentes, verifica-se uma elevação nas expectativas em vários países, em especial para 2025. A depreciação das moedas destes países reflete incertezas globais ou fatores idiossincráticos e dificultam o processo de convergência das expectativas. Observa-se um aumento no apetite ao risco pelos ativos de economias emergentes.

Grande parte dos bancos centrais das economias avançadas continua diminuindo o grau restritivo da política monetária. Depois de um ciclo de aperto monetário simultâneo implementado em 2021 e 2022, os determinantes do processo de desinflação tendem a não ser tão sincronizados entre os países, o que deve tornar esse processo mais heterogêneo, implicando também em uma menor sincronia no afrouxamento monetário, quando comparado com o ciclo de aperto (Gráfico 1.1.4). Os bancos centrais continuam comunicando que o processo de desinflação, embora lento, segue avançando; que as taxas de juros se encontram em níveis contracionistas há um longo período; e que sinais de maior equilíbrio entre oferta e demanda no mercado de trabalho começam a aparecer. Também reafirmam seus compromissos em promover a convergência das taxas de inflação às metas e a necessidade de manter as taxas de juros em patamares ainda restritivos, assegurando a conclusão da etapa final do processo de desinflação. Alguns indicam que o balanço de riscos tem se modificado, visando também preservar o nível equilibrado de emprego.

Gráfico 1.1.3 – Crescimento do PIB
do 4º tri de 2023 até o 3º tri de 2024

Variação % ante mesmo tri do ano anterior



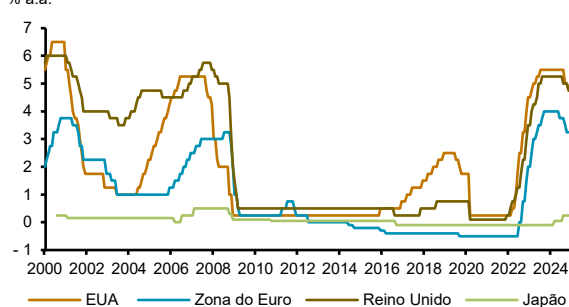
Fontes: Bloomberg, BC

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 1.1.4 – Taxas de política monetária¹

% a.a.



Fonte: Bloomberg

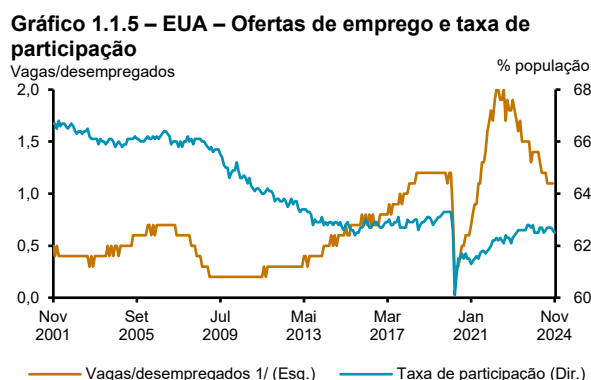
1/ Até 6 de dezembro.

Com o resultado das eleições presidenciais nos EUA, as propostas de política econômica do candidato vencedor começaram a afetar as expectativas dos agentes e os preços dos ativos. Em que pese toda a incerteza natural associada à aprovação e efetiva implementação dessas políticas, aumentou o risco de uma política fiscal mais expansionista nos EUA e de uma postura mais protecionista. Esta incerteza já antecipa comportamentos precaucionais, com impacto nos preços. Com isso, o dólar experimentou um movimento relevante de apreciação.

A atividade econômica dos EUA mantém sinais de solidez, mas com perspectivas de desaceleração gradual. No terceiro trimestre, o PIB cresceu 2,8% T/T anualizado, impulsionado pelo consumo das famílias, que tem se beneficiado da evolução favorável do nível de renda e do uso da liquidez acumulada ao longo dos últimos anos. 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 baixos, a reduzida taxa de poupança das famílias, as condições restritivas de crédito e o ambiente econômico ainda incerto reforçam as perspectivas de abrandamento da atividade nos próximos trimestres.

O mercado de trabalho tem demonstrado sinais mais evidentes de acomodação nos últimos meses, com o rebalanceamento progressivo entre oferta e demanda. O nível de contratações tem sido mais ameno nos últimos meses (média de 148 mil entre julho e novembro), 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 gradualmente desde o início de 2023, até 4,2% em novembro de 2024, nível ainda historicamente baixo e ligeiramente inferior à taxa não cíclica (4,4%) estimada pelo *Congressional Budget Office*. As vagas de emprego em aberto têm declinado de forma mais intensa, alcançando níveis próximos aos vigentes antes da pandemia do Covid-19, confirmando a redução do desbalanceamento entre oferta e demanda de trabalhadores (Gráfico 1.1.5). A taxa de participação tem se mantido relativamente estável ao longo de 2024, após recuperação nos anos anteriores, permanecendo, entretanto, em níveis inferiores aos de 2019. Os salários nominais continuam crescendo a taxas altas (4,0% a.a. em novembro¹), apesar de moderada desaceleração. Em termos reais, o crescimento dos salários (1,4% a.a. em outubro) continua parcialmente atenuado pela inflação ainda elevada.



A inflação nos EUA mantém a perspectiva de desaceleração e de convergência à meta ao longo dos próximos dois anos, refletindo o efeito acumulado das ações de política monetária e a desaceleração da atividade econômica. A taxa do mês de outubro² registrou alta de 2,3% a.a., enquanto o núcleo de inflação, que tem demonstrado maior persistência, registrou avanço de 2,8%. Os componentes de moradias, que exibem dinâmica tradicionalmente mais rígida, têm apresentado desinflação gradual, com perspectivas de continuidade. Os demais componentes de serviços, por outro lado, influenciados de forma mais intensa pela dinâmica dos salários e de aperto do mercado de trabalho, têm evidenciado maior grau de persistência.

O Federal Reserve expressou nas duas últimas reuniões 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 novembro, em 0,25 p.p., para o intervalo entre 4,5% e 4,75%. O banco central sinalizou que os novos ajustes na taxa básica de juros em direção a uma postura neutra de política monetária devem ser graduais, de acordo com o fluxo de dados recebidos. A estratégia de redução de seu balanço, iniciada em junho/2022 e revisada em junho/2024, tem se mantido sem alterações.

O PIB da Área do Euro registrou crescimento de 0,4% T/T no terceiro trimestre de 2024, ante 0,2% no período anterior. Na comparação com o mesmo trimestre de 2023, houve expansão de 0,9%. O crescimento trimestral foi impulsionado pelo desempenho do consumo privado (+0,7% T/T) e pelo investimento (+2,0% T/T), enquanto o setor externo contribuiu negativamente (-0,9 p.p.) para a atividade econômica. Entre as maiores economias da união monetária, destaque para a Espanha, com expansão de 0,8% no período, mesma taxa registrada no trimestre anterior. A economia da França avançou 0,4%, beneficiada por grandes eventos como

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

2/ Valor referente ao deflator do PCE (Personal Consumption Expenditures).

as Olimpíadas de Paris em julho e agosto. A Alemanha apresentou crescimento de 0,1%, revertendo a queda de 0,3% registrada no segundo trimestre do ano. No Reino Unido, o crescimento da economia foi menor no terceiro trimestre de 2024, de 0,1% T/T, ante 0,5% no período anterior. Na comparação com terceiro trimestre de 2023, a expansão foi de 1,0%.

A inflação da Área do Euro segue desacelerando gradualmente em 2024. A variação anual dos preços, que estava em 2,9% no início do ano, chegou a ficar abaixo da meta de 2,0% em setembro. Porém, com o aumento nos preços de energia a partir de outubro, alcançou 2,3% na prévia de novembro. O núcleo também desacelerou, mas mantém-se ainda relativamente elevado. O índice que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e tabaco, cuja variação anual no início do de 2024 estava em 3,4%, registrou variação de 2,7% na prévia de novembro. A inflação anual de serviços, que registrava 4,0% no início do ano, oscilou nos dois sentidos, sendo apenas ligeiramente inferior (3,9%) na prévia de novembro. O processo desinflacionário tem dinâmica semelhante no Reino Unido, onde a inflação anual estava em 4,0% no início de 2024, caiu para 1,7% em setembro, voltando a registrar variação acima da meta em outubro, de 2,3%. O núcleo de inflação permanece em patamar elevado, de 3,3% no mesmo mês, assim como a inflação de serviços (5,0%).

A taxa de depósito do BCE está atualmente em 3,25%, após três reduções iguais de 0,25 p.p., em junho, setembro e outubro. No comunicado da reunião de outubro, o BCE manifestou preocupação com a atividade econômica enfraquecida da região, caracterizada pela lenta expansão do investimento, por um desempenho mais fraco das exportações de bens e por desaceleração no crescimento dos serviços. O banco central reforçou também a preocupação com os crescentes diferenciais de produtividade e endossou os apelos por políticas estruturais que revertam essa tendência e aumentem o produto potencial. No Reino Unido, após dois cortes não consecutivos de 25 pbs, o último no início de novembro, a taxa de juros está em 4,75%. Nessa ocasião, o Banco da Inglaterra (BoE) elevou suas projeções de crescimento para 2025, em vista do orçamento fiscal de outono, o primeiro divulgado pelo novo governo do Partido Trabalhista, e manifestou preocupação com pressões inflacionárias, reafirmando a orientação de uma flexibilização gradual da política monetária ainda restritiva.

Na China, a atividade econômica vem registrando desaceleração desde o fim de 2023, principalmente pelos efeitos diretos e indiretos da crise no setor de incorporação imobiliária. O crescimento do PIB se reduziu para 4,6% no terceiro trimestre, após 5,3% no primeiro trimestre e 4,7% no segundo, na comparação interanual. O desempenho mais recente 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 das exportações líquidas amenizou a desaceleração da demanda agregada. Pela ótica da oferta, a desaceleração da atividade foi observada no setor secundário (-0,5 p.p. na variação interanual), enquanto no setor terciário ocorreu aceleração (+0,3 p.p.). O ajuste estrutural no setor de incorporação imobiliária prosseguiu, embora de modo menos acentuado, com contração de 1,9% no valor adicionado no terceiro trimestre, após quedas de 5,4% e de 4,6% no primeiro e no segundo trimestres. Divergências entre as dinâmicas de crescimento dos componentes da oferta, em favor da manufatura exportadora, contrapõem tensões geopolíticas. Divergências entre as dinâmicas de crescimento dos componentes da oferta, em favor do investimento, ampliam desigualdades distributivas domésticas.

O crescimento econômico deve apresentar aceleração no quarto trimestre deste ano. Indicadores mensais referentes a outubro sugerem que a produção industrial e as vendas no varejo registraram taxas de variação interanuais superiores ao crescimento do PIB no terceiro trimestre. O investimento em ativo fixo acumulado no ano até outubro é maior que o registrado em setembro. Por outro lado, o investimento acumulado no ano até outubro por parte das empresas de incorporação imobiliária apresentou queda de 10,3% na comparação interanual, taxa levemente superior à contração de 10,1% registrada no período de janeiro a setembro. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego caiu entre agosto e outubro.

O Banco do Povo da China (BPC) adotou um conjunto de medidas de política econômica direcionadas para a sustentação do crescimento econômico e a redução de riscos. Entre essas medidas, destaque-se: (1) redução das taxas de juros dos instrumentos de política monetária e do financiamento imobiliário e a taxa

do depósito compulsório; (2) linhas de financiamento subsidiado para recompra de ações em mercado por empresas de capital aberto; (3) para o setor imobiliário, repactuação dos contratos de financiamento imobiliário vigentes para taxas de juros menores, redução da exigência de pagamento inicial em novos financiamentos, aumento do crédito disponível para habitação popular e para aquisição de imóveis prontos por empresas de habitação dos governos locais; (4) orientação aos bancos comerciais para redução das taxas de juros de remuneração dos depósitos. Além disso, a Administração Nacional de Regulação Financeira anunciou a injeção de RMB 1 trilhão em seis grandes bancos estatais, de modo a sustentar seus indicadores de risco financeiro e, desse modo, ampliar sua capacidade de concessão de crédito. Finalmente, o Ministério das Finanças elevou o teto de endividamento dos governos locais e as cotas de emissão de títulos em 2024 e 2025, com foco na resolução de pagamentos em atraso e em trocas de títulos antigos por novos, com extensão dos prazos de pagamentos e redução das despesas de juros.

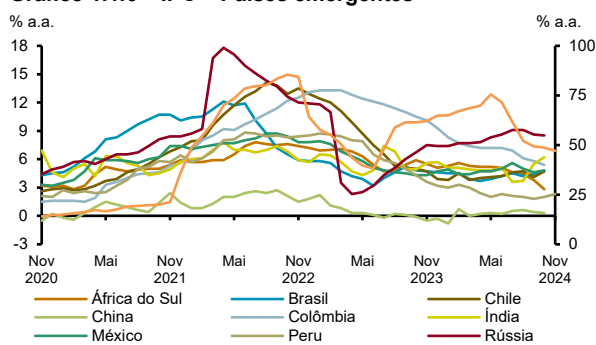
As economias emergentes voltaram a apresentar, em geral, crescimento do PIB no terceiro trimestre de 2024 na comparação interanual, mas riscos relevantes ainda estão presentes.

Na América Latina, todas as maiores economias apresentaram variação positiva do PIB no período, tanto na comparação interanual quanto na margem³. Os indicadores de condições financeiras mais relevantes para as economias emergentes tiveram comportamentos divergentes, apesar de movimentos relativamente limitados. O Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX), por exemplo, teve redução no período, principalmente a partir de novembro, enquanto os juros dos títulos do tesouro norte-americano tiveram elevação ao longo de toda a curva, movimento parcialmente revertido em novembro. Os índices das bolsas de valores voltaram a apresentar comportamentos divergentes entre as economias emergentes, mas a tendência mais geral foi de queda, com os preços refletindo fatores globais, como as condições financeiras e os preços de *commodities*, além de elementos idiossincráticos. As moedas das economias emergentes tiveram depreciação generalizada durante o trimestre, em decorrência de um movimento global de apreciação do dólar norte-americano, ligado à reavaliação da política monetária dos EUA e às indicações que a plataforma vencedora nas eleições presidenciais poderia levar a uma política de fortalecimento da moeda. Os riscos para as economias emergentes continuam substanciais e relacionados às renovadas incertezas quanto à política monetária americana, à desaceleração da economia chinesa, aos fatores geopolíticos e seus impactos nos preços das matérias-primas, além do ressurgimento das tensões comerciais.

As expectativas apontam para inflação dentro do intervalo da meta no final de 2025 nas principais economias emergentes e taxas básicas de juros, em geral, menores que as atuais.

As taxas de inflação seguiram em níveis distintos (Gráfico 1.1.6) e, em várias importantes economias emergentes, acima das metas, especialmente na América Latina. De forma geral, os índices seguiram pressionados pelos preços de alimentos e bebidas e, na América Latina, também pelos preços de energia. As expectativas de inflação para o final de 2025 antecipam inflação dentro do intervalo da meta na maioria das economias emergentes mais relevantes (Gráfico 1.1.7), embora acima do centro da meta em vários países. Já as expectativas para as taxas básicas de juros apontam majoritariamente para taxas menores ao final de 2025 (Gráfico 1.1.8). Na Ásia, dentre as principais economias, são esperados cortes relativamente menores de juros com relação aos esperados na América Latina, onde as expectativas de quedas mais relevantes estão concentradas na Colômbia e no México.

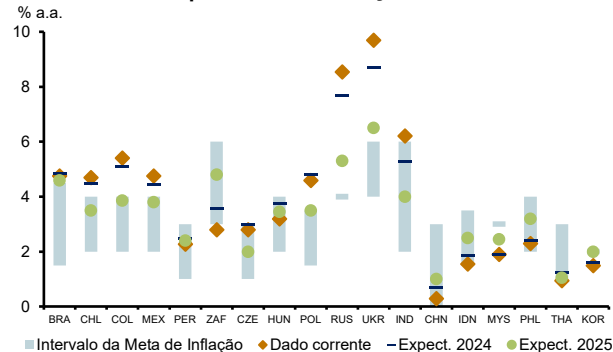
Gráfico 1.1.6 – IPC – Países emergentes¹



Fonte: Bloomberg

1/ Peru e Turquia, até novembro/2024. Demais, até outubro/2024.

Gráfico 1.1.7 – Expectativas de inflação¹

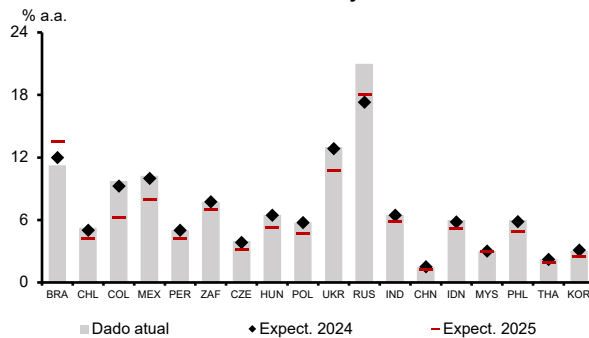


Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais

1/ Até 6 de dezembro.

3/ Os dados da Argentina ainda não estavam disponíveis.

Gráfico 1.1.8 – Taxas básicas de juros¹

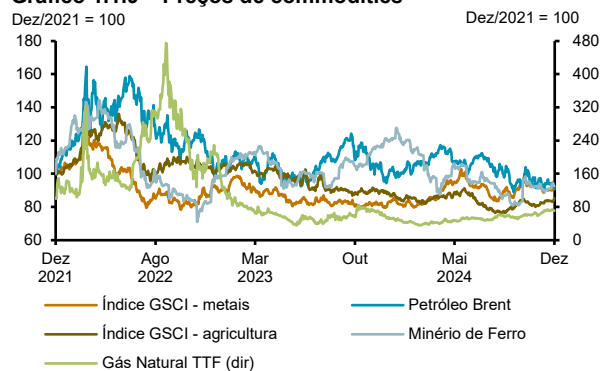


Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 6 de dezembro.

Os preços de *commodities* energéticas apresentaram variação positiva no trimestre, com leve elevação do petróleo e forte alta do gás natural.

O petróleo experimentou leve alta (Gráfico 1.1.9) em função de fatores geopolíticos como o acirramento das tensões entre Rússia e Ucrânia, após lançamento de mísseis de longo alcance por partes dos russos, que somado às tensões no Oriente Médio acabaram se sobrepondo à continuidade de revisões para baixo no crescimento da demanda global para 2024 e 2025. Do lado da oferta, a decisão da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados (OPEP+) de postergar o aumento de produção até abril de 2025 se contrapôs à expectativa de forte crescimento da oferta não OPEP+, fator fundamental para a perspectiva de excesso de oferta no próximo ano. O preço do gás natural na Europa sofreu forte variação positiva no período, com a continuidade das preocupações sobre a possível retirada da oferta russa remanescente, com expiração do acordo de trânsito de gás pelo território ucraniano. Além disso, houve um recuo mais forte que o esperado nos estoques no continente com a chegada do inverno e a persistência de menor oferta de gás natural liquefeito, ante a forte competição internacional pelo produto.

Gráfico 1.1.9 – Preços de commodities¹



Fonte: Bloomberg
1/ Até 6 de dezembro.

Nas *commodities* metálicas, preocupações com o crescimento global, especialmente da China, e incertezas sobre políticas comerciais mantiveram os preços contidos, à exceção do minério de ferro, que apresentou forte valorização no trimestre.

Apesar da desvalorização de aproximadamente 20% desde o início do ano com as dificuldades do mercado imobiliário chinês, o preço do minério de ferro experimentou forte alta após as medidas de estímulos divulgadas na China no final de setembro. Além disso, o aumento de produção de aço em outubro e novembro, em meio a estoques baixos após os cortes de produção de agosto e setembro, ajudou a manter o suporte para os preços no período. Outras metálicas, como cobre, apresentaram recuo nos preços com a melhora da oferta, demanda de curto prazo contida e estoques elevados em meio às preocupações com a política comercial dos EUA e à possibilidade de desaceleração no ritmo de transição energética nesse país após a posse do novo presidente em 2025.

No complexo de *commodities* agrícolas, houve leve recuo nos preços. A continuidade de melhores projeções na oferta de soja, milho e trigo, em meio a ampla safra de soja brasileira, de grãos para comercialização na região do Mar Negro e de condições mais favoráveis para o trigo nos EUA mantiveram os preços contidos,

mesmo com perspectivas mais fracas de produção da União Europeia e continuidade da guerra entre Rússia e Ucrânia. Por outro lado, o preço do café tem sido impactado pela continuidade da percepção de um mercado mais restrito em meio à preocupações sobre os possíveis impactos nas safras futuras e à seca nas regiões produtoras brasileiras ao longo de 2024.

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 desses riscos sobre as economias emergentes, as divergências na sustentabilidade do crescimento e na capacidade de financiamento externo dessas economias, além da piora na percepção prospectiva da dinâmica fiscal nos EUA e na China. Somam-se a estes riscos a preocupação quanto a um ciclo de crescimento da China mais dependente de impulsos fiscais e externos e a adoção de políticas comerciais ou industriais protecionistas. Estas políticas teriam impactos adversos sobre as cadeias globais e reduziriam o volume de comércio internacional. Com relação à dinâmica dos preços, os principais riscos estão relacionados a uma recuperação mais acentuada do crédito, a uma redução do excesso de poupança na Europa e Ásia, a eventuais pressões altistas no preço de *commodities* relevantes, a uma escalada dos conflitos geopolíticos e à ocorrência de fenômenos climáticos, como a chegada do *La Niña*, embora este risco tenha diminuído recentemente. Além disso, uma maior resiliência dos preços dos aluguéis e salários dificulta o arrefecimento da inflação de serviços, enquanto a reprecificação aguda de preços de ativos pode contaminar as expectativas de inflação. No sentido contrário, os principais riscos baixistas para a inflação são um aumento na oferta de petróleo por países não OPEP+, um reequilíbrio mais rápido entre oferta e demanda no mercado de trabalho e uma desaceleração mais pronunciada da atividade econômica, em especial devido ao reposicionamento das taxas de juros nas economias avançadas em nível mais elevado que a média observada em décadas anteriores, implicando em um 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 de que este processo está mais consolidado, com sinais mais evidentes de resposta da atividade e do mercado de trabalho à postura restritiva da política monetária. As perspectivas para as economias emergentes são mais diversas e fatores idiossincráticos ganham relevância na consolidação do processo. Considerando-se o momento do ciclo, parte dos efeitos do nível elevado das taxas de juros ainda irão se materializar. Ao mesmo tempo, riscos relevantes relativos às tensões no Oriente Médio, à guerra na Ucrânia e a fenômenos climáticos como o *El Niño*, em grande parte, já se materializaram.

Em síntese, a persistência das pressões inflacionárias e a 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 materialização do “pouso suave” da 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, bem como as dúvidas sobre a sustentabilidade da trajetória de endividamento soberano, sugerem que os núcleos de inflação podem permanecer altos por um período maior que o observado no histórico recente. Apesar dos sinais de que o processo desinflacionário continua em curso em diversos países, os núcleos ainda seguem em patamares elevados e diminuíram sua velocidade de convergência recentemente. A avaliação de questões relativas a mudanças estruturais em preferências, variações de produtividade, 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 longo período de tempo e que sinais de maior equilíbrio entre oferta e demanda no mercado de trabalho começam a emergir, a maioria dos bancos centrais das principais economias segue diminuindo o grau restritivo da política monetária, atenta à dinâmica do nível de emprego, mas reforçando que ainda é necessário mantê-la restritiva e flexível para dimensionar novos ajustes, enquanto a confiança na conclusão do processo de desinflação consolida-se amplamente.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica

A atividade econômica brasileira seguiu mostrando dinamismo no terceiro trimestre de 2024, levando a uma nova rodada de revisão para cima das projeções de crescimento no ano. O crescimento do PIB no terceiro trimestre, embora inferior ao registrado no trimestre anterior, foi considerável e surpreendeu positivamente. Assim como nos dois primeiros trimestres do ano, destacaram-se as altas expressivas dos componentes mais cíclicos da oferta, do consumo das famílias e dos investimentos (Tabela 1.2.1). Para o quarto trimestre desse ano, os dados disponíveis sugerem nova expansão da atividade econômica. Assim como no Relatório anterior, espera-se menor crescimento do PIB em 2025, com contribuições do menor impulso fiscal, da inflexão da política monetária em andamento e do reduzido grau de 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	III	
PIB a preços de mercado	1,4	0,8	0,2	0,2	1,1	1,4	0,9	
Agropecuária	18,0	-3,4	-4,4	-6,9	9,6	-1,3	-0,9	
Indústria	0,3	0,6	0,9	1,3	0,1	1,6	0,6	
Extrativa	4,0	2,7	0,2	3,6	0,3	-4,0	-0,3	
Transformação	-0,7	-0,1	0,5	0,0	1,1	2,0	1,3	
Construção	-0,6	1,1	-3,4	4,2	0,5	2,9	-1,7	
EGAER	2,0	-0,2	3,2	5,0	-1,5	1,7	-1,4	
Serviços	0,6	0,9	0,4	0,4	1,7	0,9	0,9	
Comércio	0,6	0,4	0,2	-1,0	2,5	1,4	0,8	
Transportes	0,4	1,2	-1,3	-1,2	1,7	1,3	0,6	
Serviços de informação	-1,4	1,1	0,2	0,4	3,3	1,6	2,1	
Intermediação financeira	3,0	1,9	1,6	1,3	0,3	1,4	1,5	
Outros serviços	-0,1	1,1	0,6	1,4	2,2	0,9	1,7	
Aluguel	0,2	0,8	1,4	0,2	1,1	1,0	1,0	
APU	0,8	1,0	0,3	-0,3	0,8	0,4	0,5	
Consumo das famílias	0,5	1,1	1,0	0,1	2,5	1,4	1,5	
Consumo do governo	1,3	2,5	0,8	0,6	0,1	-0,3	0,8	
FBCF	-3,2	-0,1	-2,6	1,5	4,5	2,2	2,1	
Exportação	1,0	2,9	3,3	-0,1	-0,2	1,5	-0,6	
Importação	-7,8	5,7	1,2	0,6	4,3	7,3	1,0	
PIB a p. m. (divulgação anterior)	1,2	0,7	0,1	0,2	1,0	1,4	-	

Fonte: IBGE

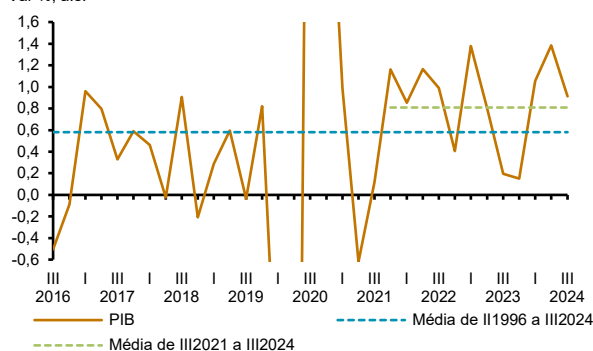
Revisão dos dados das Contas Nacionais Trimestrais (CNT) indica que o crescimento de 2023 foi ainda maior do que se estimava anteriormente. A divulgação das CNT do terceiro trimestre foi acompanhada de revisões em dados divulgados anteriormente, como ocorre anualmente. A revisão da série incorporou, em especial, as versões mais atualizadas dos indicadores mensais e dos levantamentos de safra, bem como as pesquisas estruturais anuais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para a agropecuária, relativas ao ano de 2023. A estimativa de crescimento do PIB em 2023 foi revisada de 2,9% para 3,2%. Em termos nominais, o PIB acumulado nos quatro trimestres encerrados no segundo trimestre de 2024 situou-se 1,2% acima do divulgado anteriormente. Por outro lado, a revisão afetou pouco as variações em volume do PIB agregado em 2024: as variações trimestrais dessazonalizadas e as variações interanuais nos dois primeiros trimestres de 2024 praticamente não mudaram. No entanto, houve alterações significativas em alguns componentes do PIB. Por exemplo, a variação do valor adicionado bruto (VAB) da agropecuária no primeiro semestre de 2024 em relação ao mesmo período do ano anterior apresentou queda maior do que a divulgada

anteriormente, enquanto EGAER⁴, intermediação financeira, outros serviços e serviços governamentais mostraram maior crescimento.

O crescimento da economia brasileira manteve-se robusto no terceiro trimestre de 2024 e, novamente, superou as expectativas, ainda que em menor intensidade do que no trimestre anterior. A alta do PIB de 4,0% ante o terceiro trimestre de 2023 superou as expectativas vigentes à época do Relatório anterior, quando a mediana das previsões no relatório Focus⁵ era 3,5%; no trimestre anterior, a surpresa havia sido de 1,7 p.p. Com o avanço de 0,9% em relação ao segundo trimestre do ano, a economia brasileira registra o 13º 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 11,2% o registrado no quarto trimestre de 2019 e está 2,0% acima da tendência do período pré-pandemia⁶ (Gráfico 1.2.2).

Gráfico 1.2.1 – PIB - Variação trimestral

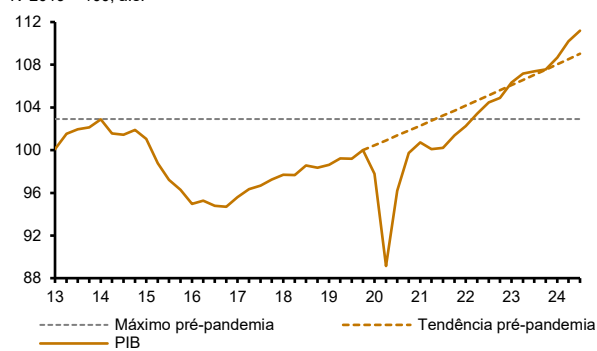
Var %, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.2 – PIB - Nível

IV 2019 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Setorialmente, indústria e serviços avançaram no terceiro trimestre, enquanto a agropecuária recuou. A atividade industrial cresceu 0,6%, desacelerando em relação ao trimestre anterior, quando havia avançado 1,6%. Enquanto as demais atividades industriais recuaram, a indústria de transformação cresceu de forma significativa, novamente. Essa atividade, que no segundo trimestre de 2023 ainda estava abaixo do nível pré-pandemia, cresceu desde então, especialmente nos três trimestres mais recentes, quando avançou a um ritmo médio trimestral de 1,5%. Esse movimento recente de recuperação da indústria de transformação é detalhado em um box deste Relatório.⁷ O setor de serviços teve aumento de 0,9%, mantendo o ritmo de crescimento do trimestre anterior, com todas as atividades apresentando expansão. Destacaram-se serviços de informação, intermediação financeira e outros serviços, setor que inclui serviços prestados às famílias, como alojamento e alimentação fora de casa. Em contraste, a agropecuária recuou 0,9%, influenciada pela queda na produção anual de culturas importantes no terceiro trimestre, como milho, cana-de-açúcar e laranja. Esse recuo foi parcialmente compensado por estimativas de aumento na produção anual de algodão, trigo e café, que também têm uma participação significativa nesse período.

Apesar de alguma desaceleração, o conjunto de atividades mais sensíveis ao ciclo econômico novamente apresentou crescimento forte. Considerando a classificação discutida em edições anteriores do Relatório,⁸ o terceiro trimestre de 2024, assim como os dois primeiros, mostrou alta maior dos setores mais sensíveis ao ciclo econômico. Esse agrupamento cresceu 1,7%, 1,7% e 1,0%, na ordem, nos três primeiros trimestres do ano. Esse desempenho contrasta com o crescimento trimestral médio de apenas 0,3% em 2023, ano em

4/ EAGER: eletricidade e gás, água, esgoto, atividades de gestão de resíduos

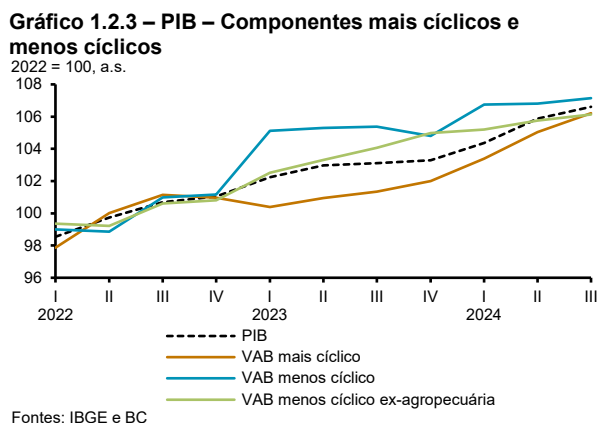
5/ Mediana das previsões informadas nos últimos 30 dias.

6/ 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.

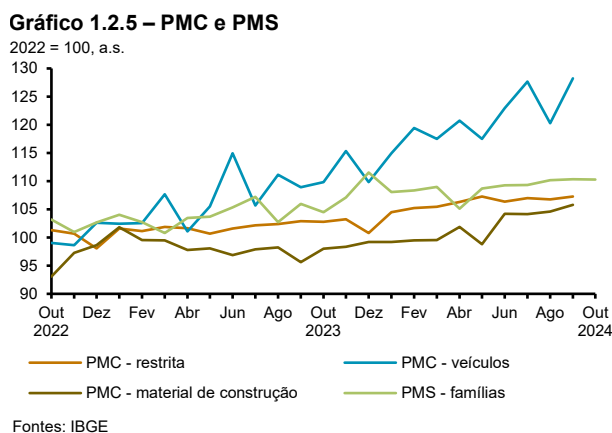
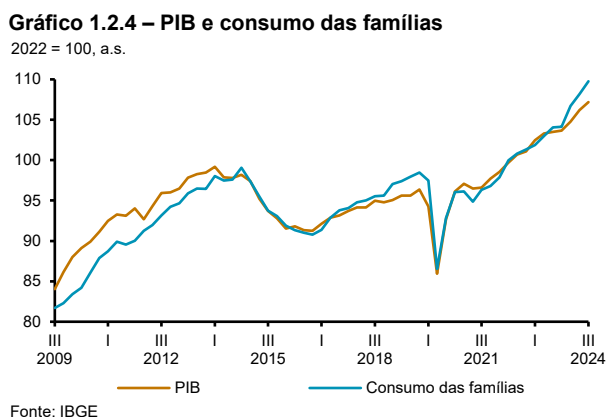
7/ O box “Desempenho recente da indústria de transformação”, neste Relatório, traz mais detalhes sobre esse momento positivo da indústria de transformação.

8/ Classificação dos setores mais e menos sensíveis ao ciclo econômico, discutida nas cinco 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.

que o crescimento do PIB foi puxado pelas atividades menos cíclicas (Gráfico 1.2.3).⁹ Entre os setores mais sensíveis ao ciclo econômico, além da indústria de transformação, destacaram-se no terceiro trimestre os crescimentos em serviços de informação, comércio e outros serviços¹⁰.



O consumo das famílias manteve um crescimento robusto no terceiro trimestre. Após ficar estável no último trimestre de 2023, o consumo das famílias apresentou taxas de crescimento elevadas nos três primeiros trimestres de 2024, com variações de 2,5%, 1,4% e 1,5%, respectivamente (Gráfico 1.2.4). No terceiro trimestre, a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS-IBGE) indicou uma forte expansão do consumo de serviços prestados às famílias¹¹, após uma desaceleração no trimestre anterior, influenciada pela retração aguda no consumo de serviços no segundo trimestre no Rio Grande do Sul (RS), devido às enchentes que afetaram o estado. Por outro lado, a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC-IBGE) sugere um arrefecimento no consumo de bens no terceiro trimestre, considerando o conceito restrito – que exclui veículos e materiais para construção, setores que, ainda segundo a PMC, continuaram apresentando crescimento elevado nas vendas (Gráfico 1.2.5). Exercício apresentado em box deste Relatório¹² – que analisa empiricamente as relações entre taxa de juros, renda e o consumo de bens duráveis e não duráveis – sugere que a taxa de juros influencia especialmente o consumo de bens duráveis, o que é relevante no contexto atual caracterizado por um ciclo de aperto monetário.



A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) continuou crescendo em ritmo forte. A FBCF avançou 2,1% no terceiro trimestre após ter crescido a uma taxa média de 2,7% nos três trimestres anteriores (Gráfico 1.2.6). Com o resultado, a taxa de investimentos, dada pela razão FBCF/PIB¹³, cresceu para 16,3%, ainda abaixo do patamar médio desde 1996 (Gráfico 1.2.7). Indicadores coincidentes do nível de atividade da construção – como a produção de insumos típicos da construção e as vendas de materiais de construção no varejo – sugerem que o setor contribuiu para o aumento da FBCF no trimestre (Gráfico 1.2.8), apesar de o VAB do setor ter recuado no

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

10/ Inclui os serviços prestados às famílias, como alojamento, alimentação fora de casa e atividades de lazer.

11/ Serviços prestados às famílias na PMS incluem majoritariamente alimentação e hospedagem.

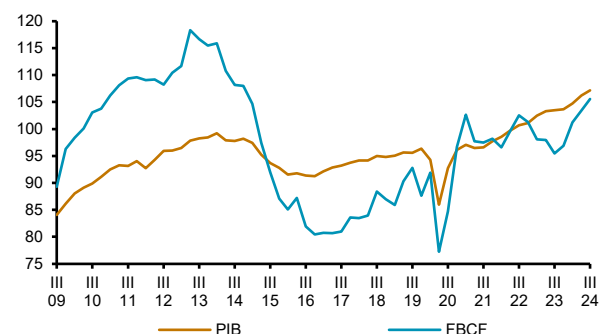
12/ Box “Juros, renda e consumo de duráveis e não duráveis”.

13/ Razão FBCF/PIB a preços de 2019.

mesmo período.¹⁴ Os serviços de tecnologia da informação apresentaram um crescimento notável no terceiro trimestre, segundo dados da PMS, sugerindo que investimentos em software também impulsionaram a alta na FBCF. Em sentido oposto, a demanda aparente de bens de capital¹⁵ recuou no trimestre, indicando uma retração nos investimentos em maquinário (Gráfico 1.2.9). Esse recuo não foi uniforme, sendo mais intenso em “caminhões e ônibus” e “automóveis e outros equipamentos de transporte”. Por outro lado, a demanda aparente por bens de capital classificados como industriais avançou, possivelmente associado ao momento favorável da indústria de transformação (Gráficos 1.2.8 e 1.2.9).

Gráfico 1.2.6 – PIB e FBCF

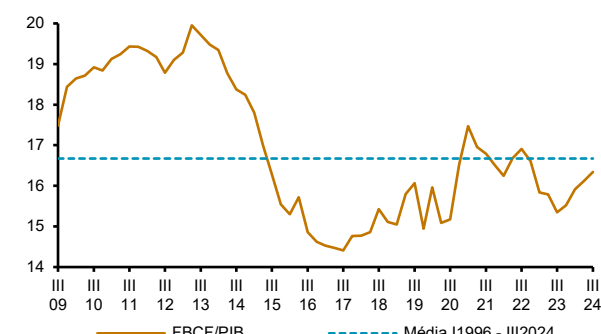
2022 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.7 – FBCF/PIB a preços de 2019

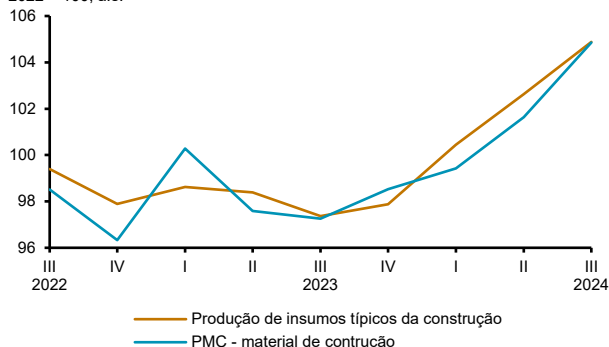
%, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.8 – Indicadores da construção

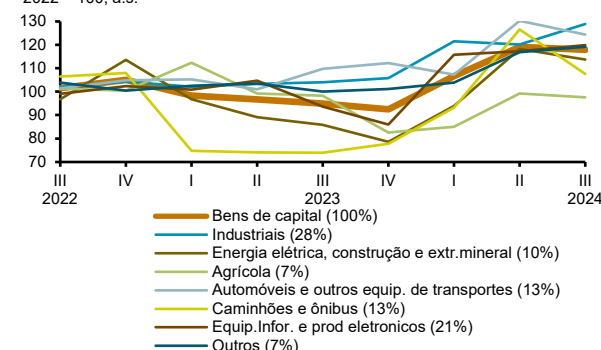
2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE

Gráfico 1.2.9 – Demanda aparente de bens de capital

2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

As importações seguiram em alta, em linha com a demanda doméstica, enquanto as exportações continuam a desacelerar. No terceiro trimestre de 2024, as importações avançaram 1,0%, após crescimentos de 4,3% e 7,3% nos trimestres anteriores. Houve aumento mais modesto nas importações de bens de capital e intermediários e uma forte queda na aquisição de bens de consumo duráveis. Esse ritmo mais lento pode se tratar de um movimento de correção, tendo ocorrido após expansões atipicamente elevadas, especialmente em bens duráveis, sem necessariamente indicar uma perda acentuada de dinamismo na atividade econômica. Já as importações de serviços cresceram significativamente no trimestre, com fortes altas nos gastos com viagens no exterior e com transporte. Por sua vez, as exportações, após o crescimento expressivo de 2021 a 2023, continuaram apresentando relativa estabilidade, recuando 0,6% após crescer em média 0,4% nos últimos três trimestres, em um nível bastante superior ao vigente antes da pandemia.

Os dados disponíveis¹⁶ sugerem nova expansão da atividade econômica no quarto trimestre, sem sinais claros de desaceleração relevante. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), após avançar 0,8% em setembro, deixou um carregamento estatístico de 0,5% para o quarto trimestre. Os indicadores mensais de outubro mostram desaceleração na indústria e nova alta forte em serviços. Nesse mês, a produção industrial recuou 0,2%, com ligeiro recuo na indústria extrativa (-0,2%) e alta modesta na indústria

14/ É possível que a produção final da construção tenha crescido, como sugerem os indicadores citados, mas menos do que seu consumo intermediário, justificando assim uma contribuição positiva do setor para a FBCF, apesar do recuo no VAB.

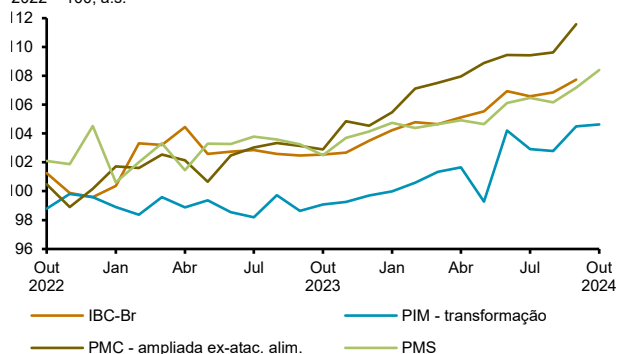
15/ Demanda aparente calculada a partir de dados desagregados de produção industrial, exportação e importação. Para mais detalhes, ver box [Evolução recente da Formação Bruta de Capital Fixo](#) no Relatório de março de 2022.

16/ Para a confecção deste Relatório foram considerados os dados disponíveis até a reunião do Copom.

de transformação (0,1%), após crescer 1,0% no mês anterior. A abertura da indústria de transformação por categoria de uso mostra que a produção de bens de capital, de bens intermediários e de bens duráveis cresceu no mês, enquanto a produção de bens de consumo semi e não duráveis recuou, bastante influenciada pela queda na produção de biocombustíveis. Após avançar 1,0% em setembro, o setor de serviços cresceu 1,1% em outubro. Embora expressiva, a alta de outubro não foi generalizada, concentrando-se em transportes – devido ao forte aumento no segmento aéreo¹⁷ – e em serviços técnico-profissionais. O segmento de serviços prestados às famílias recuou 0,1%, impactado pela queda de 15,0% em “outros serviços prestados às famílias”, devolvendo alta de magnitude similar ocorrida no mês anterior¹⁸ (Gráfico 1.2.10). Para novembro, indicadores coincidentes sugerem certa estagnação da indústria e crescimento do comércio, este aparentemente relacionado ao bom desempenho das vendas na semana de *Black Friday*. Indicadores de confiança mostram sinais mistos: a confiança de empresários da construção, da indústria e de serviços recuou, enquanto a de consumidores e empresários do comércio varejista aumentou, após quedas no mês anterior.

Gráfico 1.2.10 – Indicadores de atividade econômica

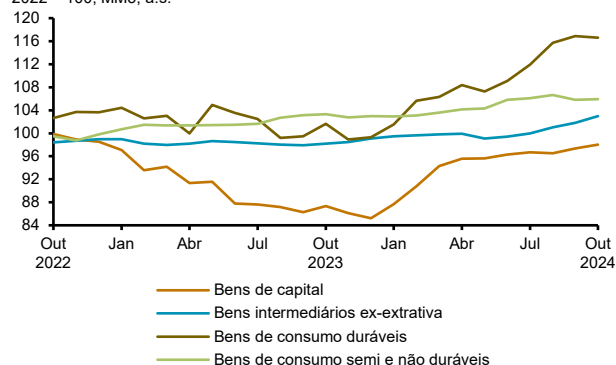
2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.11 – PIM - Pesquisa Industrial Mensal

2022 = 100, MM3, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Conforme detalhado em box deste Relatório, a projeção de crescimento do PIB em 2024 foi alterada de 3,2% para 3,5%, enquanto a projeção para 2025 passou de 2,0% para 2,1%. A revisão da projeção de crescimento anual em 2024 reflete, sobretudo, a surpresa positiva no resultado do terceiro trimestre e a revisão das séries históricas do PIB e de seus componentes. O aumento na projeção para 2025 decorre de fatores que atuam em direções opostas. O primeiro motivo a contribuir para a alta em 2025 foi a revisão para cima no crescimento esperado da agropecuária, em linha com os prognósticos mais recentes que indicam nova ampliação da safra de grãos, que deve afetar especialmente o crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2025. O segundo fator altista foi o aumento do carregamento estatístico de 2024 para o crescimento em 2025, que decorre da surpresa no terceiro trimestre do ano corrente.¹⁹ Por outro lado, a expectativa de menor crescimento trimestral ao longo de 2025, consequência principalmente da hipótese de um aperto monetário mais intenso do que se supunha no Relatório anterior²⁰, contribui para reduzir a projeção de crescimento em 2025. De todo modo, mantém-se a perspectiva, apresentada no Relatório anterior, de crescimento menor em 2025 do que em 2024, em linha com expectativa de menor impulso fiscal; inflexão da política monetária em andamento; 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.

17/ O transporte aéreo exerceu o principal resultado positivo para a alta na PMS, com alta de 27,1%. O bom desempenho está bastante associado a recuo no deflator para este segmento. A receita nominal do setor cresceu bem menos, 0,8%.

18/ Eventos artísticos de grande porte, sem padrão sazonal definido, produzem fortes oscilações no segmento de “outros serviços prestados às famílias” da PMS.

19/ O crescimento projetado nesse Relatório é o crescimento anual, que é calculado para 2025 pela variação da soma do PIB dos quatro trimestres de 2025 em relação à soma dos quatro trimestres de 2024. Portanto, mesmo que se suponha o mesmo ritmo de crescimento trimestral ao longo de 2025, uma surpresa no segundo, no terceiro ou no quarto trimestres de 2024 afeta o crescimento em 2025.

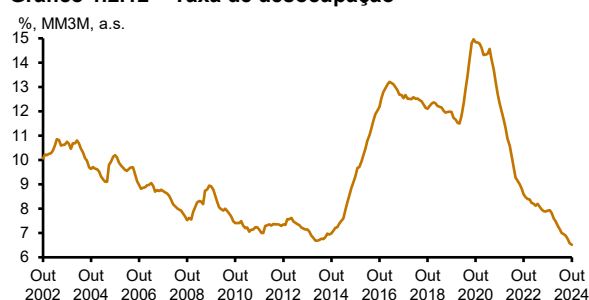
20/ A comparação das taxas de juros nominal e real com as hipóteses do Relatório anterior é apresentada no segmento “Determinantes da inflação e condicionamentos” da seção 2.2 deste Relatório.

Mercado de trabalho

O mercado de trabalho seguiu aquecido nos últimos meses. A taxa de desemprego, que já se encontrava em patamar baixo, voltou a recuar, com o nível de ocupação mantendo trajetória consistente de alta. A taxa de participação na força de trabalho aumentou e a geração de empregos com carteira permaneceu elevada. Indicadores de salário e renda arrefeceram, mas permanecem com variação interanual elevada.

A taxa de desocupação atingiu o mínimo histórico. A taxa de desocupação diminuiu 0,4 p.p. no trimestre encerrado em outubro, para 6,5% (Gráfico 1.2.12), alcançando o mínimo das últimas décadas, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), retropolados conforme Alves e Fasolo (2015). A queda da taxa de desocupação no trimestre teve como fator determinante o crescimento de 1,0% da população ocupada, que levou o nível de ocupação (razão entre a população ocupada e a população em idade de trabalhar) para sua máxima histórica (Gráfico 1.2.13). A taxa de participação, dada pela razão entre a força de trabalho e a população em idade de trabalhar aumentou para 62,4%, mas ainda se encontra consideravelmente abaixo dos patamares observados em meados de 2022 e antes da pandemia.

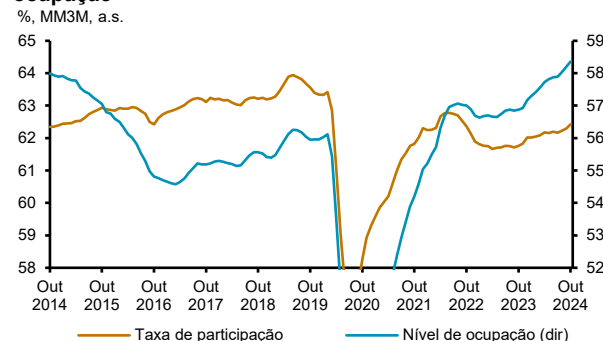
Gráfico 1.2.12 – Taxa de desocupação¹



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

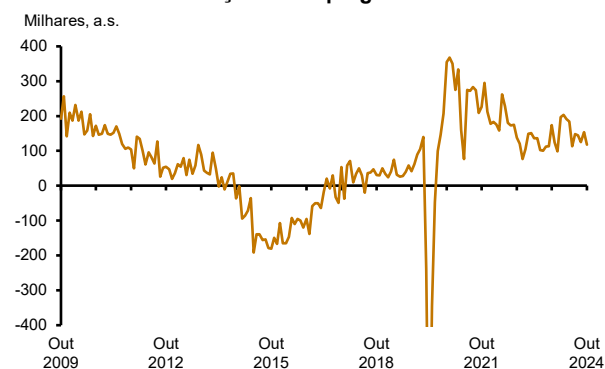
Gráfico 1.2.13 – Taxa de participação e nível de ocupação



Fonte: IBGE

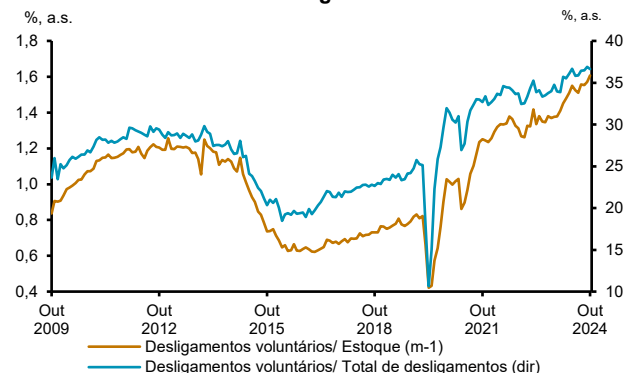
A geração de empregos segue em patamar elevado. Segundo dados dessazonalizados do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged), foram gerados em média 132 mil empregos por mês no trimestre agosto-outubro, ligeiramente abaixo do verificado no trimestre anterior (Gráfico 1.2.14) e no mesmo período do ano passado. O crescimento do emprego no trimestre foi difundido entre as atividades, à exceção da agropecuária, com destaque para serviços, com expansão generalizada, e indústria, acompanhando a evolução da produção.²¹ No ano, até outubro, a geração líquida de empregos no país atingiu 2,1 milhões, superando em 327 mil o observado no mesmo período de 2023. O dinamismo do mercado de trabalho também é observado na participação dos desligamentos voluntários no total de desligamentos, que segue em nível historicamente elevado, próximo de 37,0% (Gráfico 1.2.15).

Gráfico 1.2.14 – Geração de emprego formal



Fonte: MTE

Gráfico 1.2.15 – Taxas de desligamento voluntário



Fonte: MTE

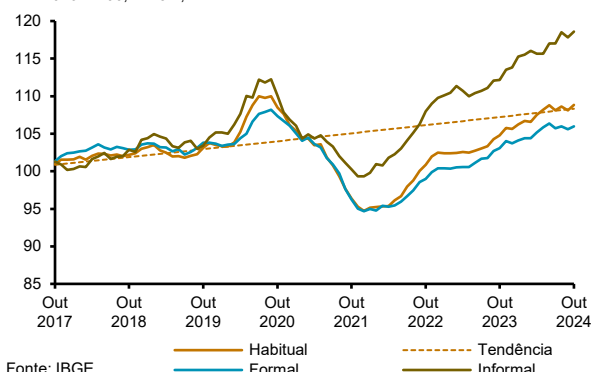
21/ Vide o box “Desempenho recente da indústria de transformação” deste Relatório.

O rendimento médio real do trabalho medido pela PNAD Contínua tem crescido de forma mais moderada.

No trimestre finalizado em outubro, o rendimento médio real habitual aumentou 0,7% após ter subido 0,6% no trimestre anterior, ritmo inferior ao médio de 1,4% observado nos três trimestres anteriores. A desaceleração do rendimento real é maior que a do rendimento nominal – que cresceu 2,1% em outubro e 1,7% em julho, ante média de 2,4% nos três trimestres anteriores – sinalizando que, em parte, o arrefecimento decorre do aumento recente da inflação. Observa-se, ainda, que a moderação do ritmo de crescimento é explicada pela evolução do rendimento dos trabalhadores formais, cujos reajustes são geralmente mais rígidos²² do que dos informais (Gráfico 1.2.16). Considerando-se a variação interanual, o rendimento médio real habitual desacelerou para 3,9%, patamar ainda elevado. Em perspectiva mais longa, o rendimento médio real está 6,0% acima da média de 2019 e ligeiramente acima do nível que seria obtido extrapolando-se a tendência de crescimento do período pré-pandemia, de 2017 a 2019.

Gráfico 1.2.16 – Rendimento médio real do trabalho

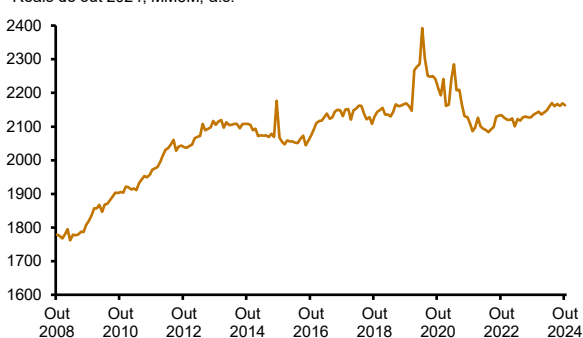
Dez 2019 = 100, MM3M, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.17 – Salário de admissão

Reais de out 2024, MM3M, a.s.



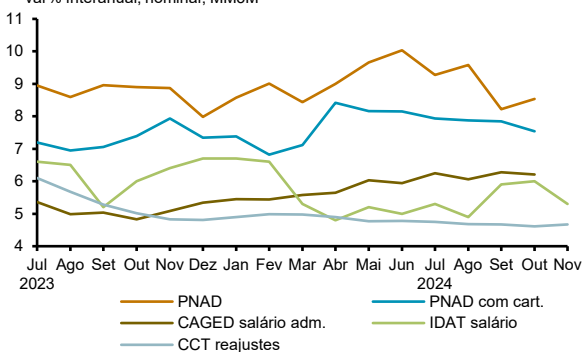
Fonte: MTE

Indicadores complementares da dinâmica salarial, que ao longo do último ano têm mostrado crescimento real menos acentuado do que a PNAD, também moderaram.

Os salários reais de admissão²³ (dados dessazonalizados) recuaram 0,2% no trimestre encerrado em outubro, após cinco trimestre consecutivos de alta, segundo o Novo Caged (Gráfico 1.2.17). Na comparação interanual, o aumento real passou de 1,9% em julho para 1,5% em outubro. Os reajustes salariais nominais coletados das Convenções Coletivas de Trabalho (CCT)²⁴ ficaram, em média, em 4,7% no trimestre setembro-novembro, com desaceleração gradual (Gráfico 1.2.18). Nesse período, a média do reajuste real²⁵ foi de 1,2%, com 90% das negociações realizadas tendo superado a inflação passada.

Gráfico 1.2.18 – Salários e rendimentos

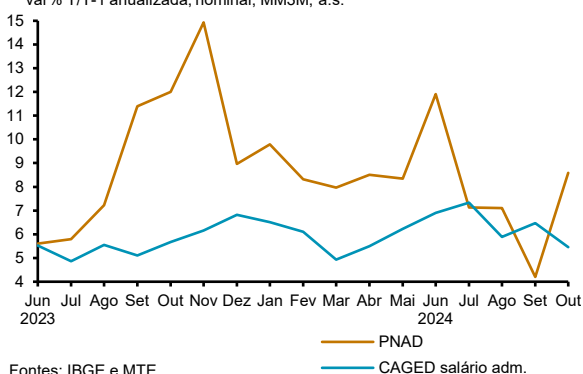
var% interanual, nominal, MM3M



Fontes: IBGE, MTE, Itaú e BC

Gráfico 1.2.19 – Salários e rendimentos

var% T/T-1 anualizada, nominal, MM3M, a.s.



Fontes: IBGE e MTE

22/ Em muitos casos resultam de negociações anuais entre patrões e empregados.

23/ 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.

24/ 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.

25/ 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.

A renda das famílias cresce em ritmo robusto. A Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias (RNDBF) real, que inclui outras fontes de renda além do trabalho, aumentou 1,3% no trimestre findo em outubro, após ajuste sazonal, considerando o conceito restrito²⁶. O crescimento pode ser atribuído ao dinamismo do mercado de trabalho e, em menor medida, à expansão dos benefícios da seguridade social. No trimestre anterior o aumento foi 0,8%. A variação interanual da RNDBF no conceito restrito alcançou 6,8%, em linha com o observado no trimestre anterior nesse tipo de comparação (Gráficos 1.2.20 e 1.2.21).

Gráfico 1.2.20 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita

Bilhões de reais de ago-out 2024, MM3M, a.s.

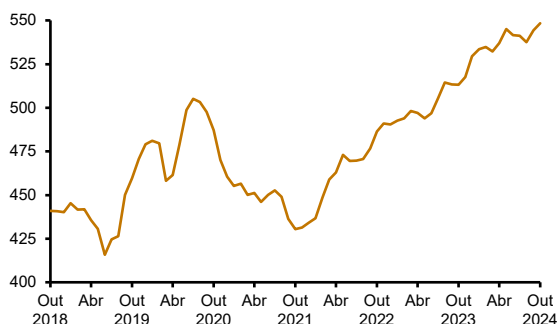
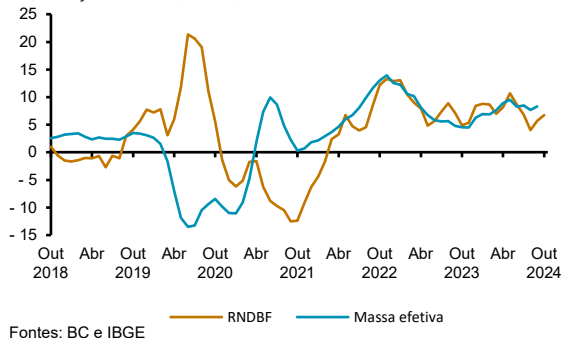


Gráfico 1.2.21 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita e massa de rendimentos efetiva

%, Variação interanual, MM3M, dados reais



Fontes: BC e IBGE

Crédito

O mercado de crédito mostra, possivelmente, sinais incipientes de inflexão. As taxas de juros do crédito livre começaram a subir, ainda que discretamente. As concessões do crédito livre seguiram em nível alto, mas operações para pessoas físicas recuaram. O crescimento do saldo ficou estável, assim como a taxa de inadimplência. As captações nos mercados de capitais doméstico e externo recuaram, mas seguiram em patamares elevados. Tudo isso se deu em cenário de início do ciclo de aperto na política monetária, forte crescimento econômico e mercado de trabalho aquecido. Considerando a inflexão da taxa básica e o aumento relevante já observado nos juros futuros, espera-se nos próximos meses maior repasse do aumento da Selic para o custo do crédito e moderação no volume de concessões.

As taxas de juros do crédito livre aumentaram discretamente, conforme o esperado. No trimestre encerrado em outubro, houve uma alta de 0,2 p.p., tanto no segmento de pessoas físicas como no de pessoas jurídicas (Gráfico 1.2.22). Esse movimento está em linha com o esperado, considerando a variação da taxa Selic nos últimos doze meses (Gráfico 1.2.23) e a estimativa de repasse apresentada no Relatório de setembro de 2022.²⁷ Neste momento de transição, o repasse da alta recente da taxa básica ainda é parcialmente compensado pelos efeitos defasados da redução empreendida nos primeiros meses do ano.

Gráfico 1.2.22 – Taxas de juros do crédito livre

% a.a.

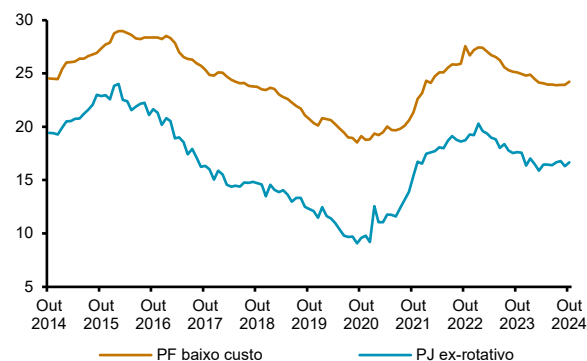
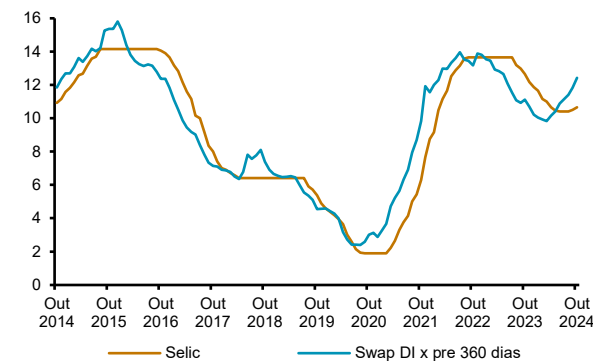


Gráfico 1.2.23 – Taxas de juros

% a.a.



26/ A medida restrita da RNDBF exclui o excedente operacional bruto e rendas de propriedades. Para mais detalhes, ver a [Nota Técnica do Banco Central do Brasil nº 55](#), publicada em dezembro de 2021.

27/ Ver box [Repasse da taxa Selic para o mercado de crédito bancário](#).

As concessões de crédito livre recuaram no segmento de pessoas físicas, mas mantiveram crescimento robusto no segmento de pessoas jurídicas (Gráfico 1.2.24). As concessões a pessoas físicas recuaram 1,4% no trimestre encerrado em outubro, após atingirem nível recorde no trimestre anterior. Esse foi o primeiro resultado trimestral negativo desde fevereiro de 2023. As concessões nas modalidades de custo mais elevado cresceram abaixo do observado entre maio e julho (Gráfico 1.2.25). Entre as modalidades de baixo custo, que ao longo do ano mostraram relativa estabilidade, destaque para a continuidade da alta no financiamento de veículos e para o recuo na margem do crédito consignado (Gráfico 1.2.26). No financiamento às empresas, as concessões bancárias encerraram o trimestre com crescimento de 2,7%, tendo o maior volume sido registrado em agosto. Já as captações nos mercados de capitais doméstico e externo recuaram, mas seguiram em patamar historicamente elevado, após pico observado em julho (Gráfico 1.2.27).

Gráfico 1.2.24 – Concessão de crédito livre

R\$ bilhões de out 2024, a.s., MM3M

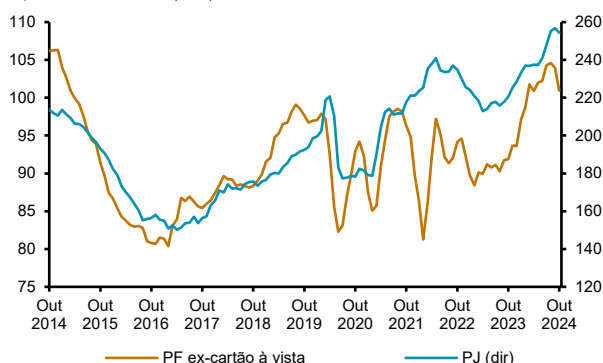


Gráfico 1.2.25 – Concessão de crédito livre a pessoas físicas

R\$ bilhões de out 2024, a.s., MM3M

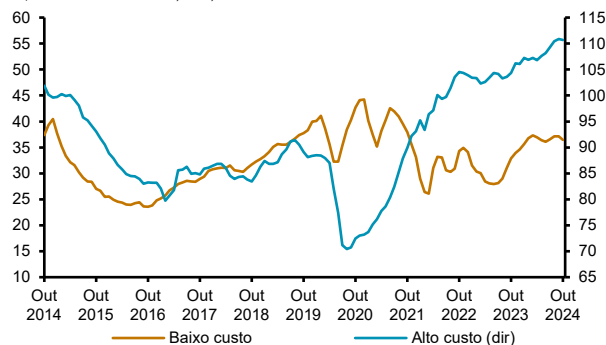


Gráfico 1.2.26 – Concessão de crédito livre a pessoas físicas - Modalidades de baixo custo

R\$ bilhões de out 2024, a.s., MM3M

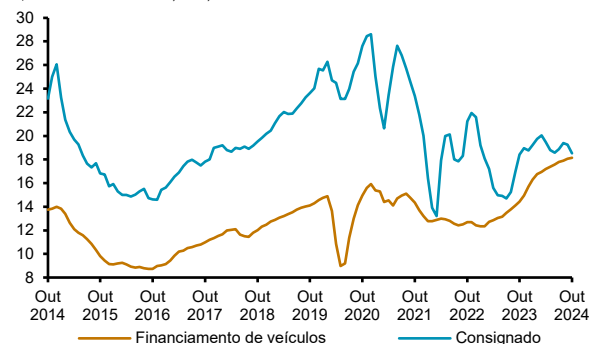
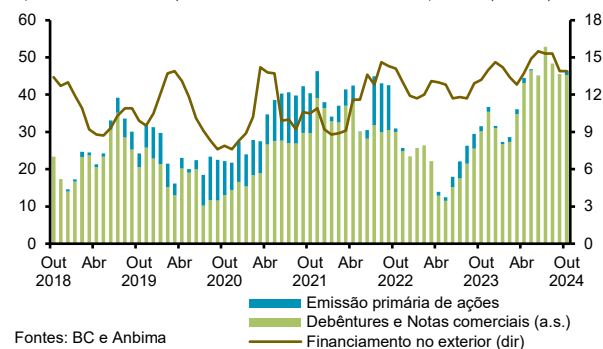


Gráfico 1.2.27 – Financiamentos corporativos não bancários

R\$ bilhões de out 2024, MM3M

US\$ bilhões, MM3M, a.s.



Fontes: BC e Anbima

No crédito direcionado, as concessões recuaram no segmento de pessoas físicas e recuperaram-se no de pessoas jurídicas. Na margem, a queda das concessões para pessoas físicas está associada às operações de financiamento imobiliário, que diminuíram 4,9% no trimestre encerrado em outubro (Gráfico 1.2.28). A tendência de elevação dos juros e condições de oferta mais restritivas devem manter esses financiamentos em níveis moderados. Já a contratação de crédito rural ficou estável na comparação com o trimestre anterior. Contudo, na comparação dos primeiros quatro meses do Plano Safra 2024/25 com igual período do plano anterior, as contratações atuais seguem substancialmente menores (Gráfico 1.2.29). A queda nos preços dos principais produtos agrícolas, que diminuiu a rentabilidade prevista, a redução no custo dos insumos, que diminuiu a necessidade de capital de giro, e o nível já elevado de crédito tomado pelos produtores em anos anteriores estão entre os motivos para essa redução nas concessões de crédito rural bancário. Em relação ao crédito direcionado para as empresas (Gráfico 1.2.30), as concessões cresceram impulsionadas pelas operações do BNDES e do Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (PEAC).

Gráfico 1.2.28 – Concessão de crédito a pessoas físicas com recursos direcionados

R\$ bilhões de out 2024, a.s., MM3M

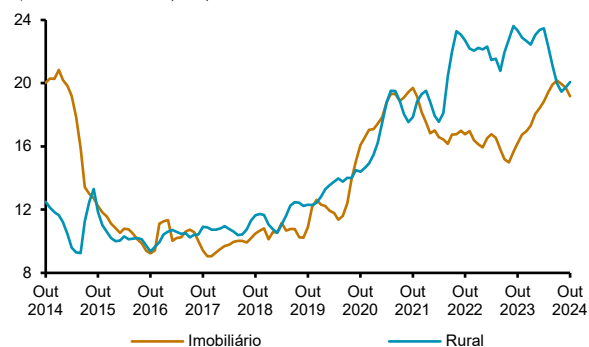


Gráfico 1.2.29 – Concessão de crédito rural com recursos direcionados

R\$ bilhões de out 2024, a.s.

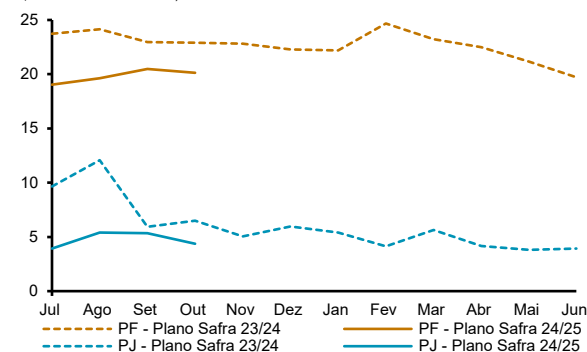
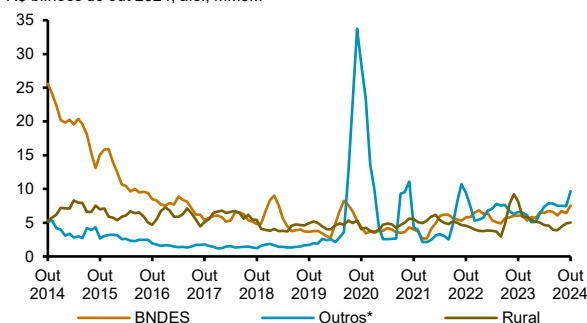


Gráfico 1.2.30 – Concessão de crédito direcionado a pessoas jurídicas

R\$ bilhões de out 2024, a.s., MM3M



* Inclui Pronampe, PEAC, PESE, entre outros.

A taxa de crescimento do saldo de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) se manteve relativamente estável. A taxa de crescimento interanual do saldo, que de abril para julho havia passado de 9,2% para 10,7%, oscilou para 10,8% em outubro. Esse aumento discreto do ritmo de crescimento do saldo total acompanhou a moderação na evolução das carteiras. A taxa de expansão do crédito livre às empresas acelerou, mas em boa medida em razão do repasse da variação cambial nas linhas indexadas a moedas estrangeiras, enquanto a taxa de expansão do crédito livre às famílias se manteve estável. Por sua vez, o crédito direcionado arrefeceu, impactado pela menor expansão do crédito rural, tanto no segmento de pessoas jurídicas como no de pessoas físicas. (Gráficos 1.2.31 e 1.2.32)

Gráfico 1.2.31 – Saldo do crédito livre do SFN

Variação em 12 meses

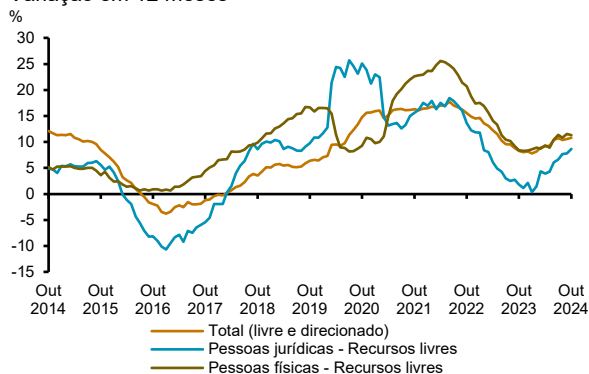
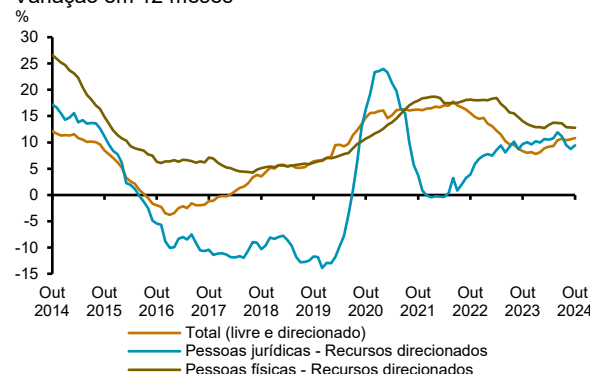


Gráfico 1.2.32 – Saldo do crédito direcionado do SFN

Variação em 12 meses



Indicadores de inadimplência, endividamento e comprometimento de renda seguiram estáveis, mesmo em cenário de crescimento da atividade e da renda disponível das famílias. A taxa de inadimplência tem oscilado em torno de 3,2% desde dezembro de 2023 (Gráfico 1.2.33). O ciclo de melhora desse indicador foi curto e a taxa se estabilizou em nível superior ao piso dos ciclos anteriores.²⁸ Os indicadores de endividamento e comprometimento de renda das famílias (Gráfico 1.2.34) também estacionaram em patamar elevado, desde

28/ A taxa de inadimplência atingiu 2,8% em janeiro de 2014, 2,9% em dezembro de 2018 e 2,1% em março de 2021.

o final do ano passado, mesmo com o quadro positivo do mercado de trabalho e da recuperação da renda. No segmento de pessoas jurídicas, a tendência de alta nos atrasos nos empréstimos para grandes empresas foi revertida, enquanto a inadimplência das micro, pequenas e médias empresas estabilizou-se em nível pouco acima ao observado nos meses anteriores à pandemia (Gráfico 1.2.35).

Gráfico 1.2.33 – Inadimplência do crédito no SFN

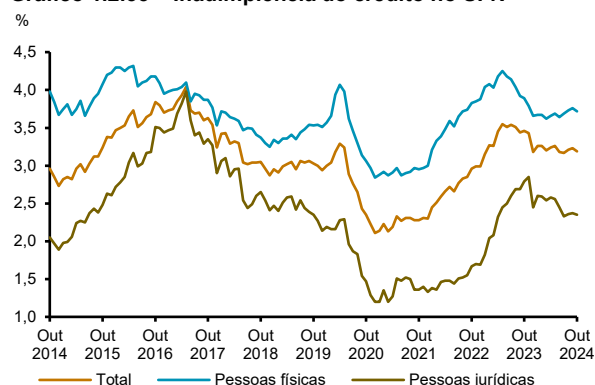


Gráfico 1.2.34 – Endividamento e comprometimento de renda exceto habitacional

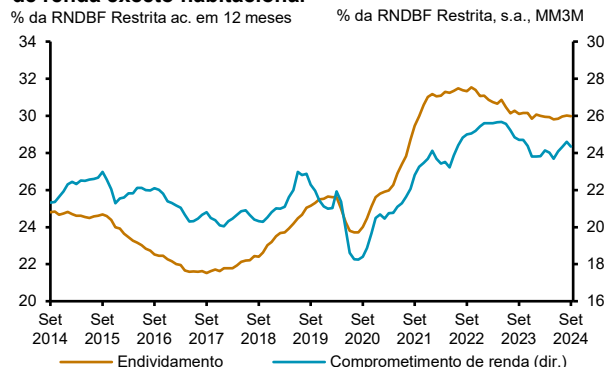
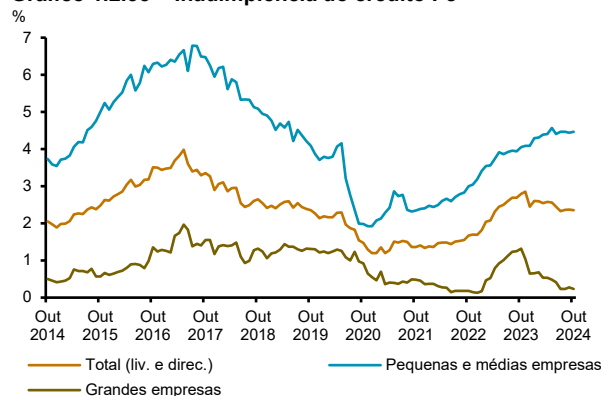


Gráfico 1.2.35 – Inadimplência do crédito PJ



Nesse contexto, a projeção de crescimento do crédito em 2024, detalhada em box deste Relatório, foi ligeiramente reduzida. A projeção para 2024 passou de 11,1% para 10,6%. Houve revisão para baixo na expectativa de crescimento do crédito direcionado a pessoas jurídicas, com a reavaliação da evolução do Crédito Solidário ao RS. Para 2025, a projeção de crescimento do saldo de crédito diminuiu de 10,3% para 9,6%, incorporando o cenário de juros mais elevados.

Fiscal

A meta de resultado primário do Governo Central para 2024 tende a ser cumprida, considerando o limite inferior estabelecido, mas o quadro fiscal ainda demanda atenção. O Governo Central deve encerrar 2024 com déficit primário menor que o observado em 2023 e que o esperado pelos analistas ao longo do ano. A melhora está associada ao comportamento favorável das receitas. Contudo, há incertezas em relação ao cumprimento das metas fiscais nos próximos anos e as projeções indicam trajetória crescente da dívida pública. Nesse cenário, o governo apresentou um pacote de medidas de contenção de despesas, visando garantir a sustentabilidade do arcabouço fiscal.

O resultado primário do setor público consolidado melhorou em relação ao ano anterior. Considerando o acumulado no ano até outubro, o déficit em 2024, R\$57 bilhões, diminuiu ante o mesmo período de 2023, R\$82 bilhões (Tabela 1.2.2). A diminuição do déficit decorreu da melhora do resultado do Governo Central, que em outubro registrou superávit expressivo após cinco meses seguidos de resultados negativos. Como já apontado em Relatórios anteriores, a melhora do resultado do Governo Central é explicada pelo aumento

significativo das receitas líquidas, de 6,9% em termos reais, que superou o também expressivo crescimento das despesas, de 5,8% (Tabela 1.2.3). Por sua vez, os governos regionais mantiveram superávit similar ao observado em 2023 no acumulado do ano, enquanto as empresas estatais apresentaram déficit maior do que o do ano anterior.

Tabela 1.2.2 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário
Acumulado no ano até outubro

Segmento	R\$ bilhões		
	2022	2023	2024
Governo Central	-65	98	66
d/q Governo Federal	-314	-170	-221
d/q INSS	249	267	287
Governos regionais	-87	-19	-17
Empresas estatais	-5	3	8
Total	-158	82	57

Valores positivos indicam déficit e negativos indicam superávit

Tabela 1.2.3 – Resultado primário do Governo Central
Acumulado no ano até outubro

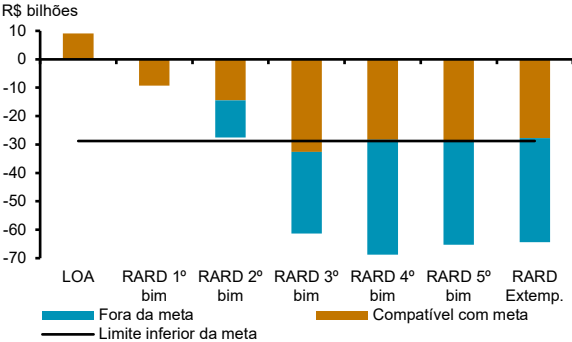
	R\$ Bilhões - Valores correntes		
	2023	2024	Var. real (%)
1. Receita Total	1.936	2.171	7,6
1.1 - Receita administrada pela RFB	1.195	1.403	12,6
1.2 - Incentivos fiscais	0	0	-
1.3 - Arrecadação líquida para o RGPS	467	506	3,9
1.4 - Receitas não administradas pela RFB	274	262	-8,3
2. Transferências por repartição de receita	361	415	10,4
3. Receita líquida (1-2)	1.575	1.756	6,9
4. Despesa total	1.651	1.820	5,8
4.1 Benefícios previdenciários	735	792	3,5
4.2 Pessoal e encargos sociais	281	295	1,0
4.3 Outras despesas obrigatórias	242	300	19,0
4.4 Despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira	394	432	5,3
d/q Bolsa Família	138	140	-2,9
5. Resultado primário do Governo Central - acima da linha (3 - 4)	-76	-64	-18,3

Fonte: STN

O governo federal manteve a expectativa de que cumprirá a meta de resultado primário neste ano, considerando o intervalo em torno da meta. No Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARD) do quinto bimestre de 2024, houve ajuste na projeção de déficit primário, que passou para R\$65,3 bilhões, incluindo R\$36,6 bilhões de créditos extraordinários que não serão considerados na apuração do cumprimento da meta fiscal (Gráfico 1.2.36). Assim, na métrica relevante para apuração de cumprimento da meta, a projeção de déficit foi reduzida para R\$28,7 bilhões, dentro do intervalo de tolerância estabelecido (déficit de até R\$28,8 bilhões), tornando desnecessário o contingenciamento de despesas. Porém, para atender ao limite de despesas primárias de 2024, houve necessidade de um novo bloqueio, aumentando o montante bloqueado de R\$13,3 bilhões para R\$19,3 bilhões.²⁹

29/ No contexto das medidas fiscais discutidas adiante nessa seção, houve a publicação de um RARDP extemporâneo que diminuiu o valor do bloqueio de R\$19,3 bilhões para R\$ 17,6 bilhões em decorrência da publicação de uma medida provisória que diminuiu o montante esperado das despesas obrigatórias em 2024.

Gráfico 1.2.36 – Projeção do Resultado Primário do Gov. Central de 2024



Fonte: Min. Planejamento

Com a aproximação do final do ano e em linha com a melhora do resultado primário do Governo Central, as projeções de mercado passaram a indicar uma maior probabilidade de cumprimento da meta fiscal em 2024. Segundo o Questionário Pré-Copom (QPC), a mediana das projeções para o resultado primário do governo central na métrica relevante para apuração do cumprimento da meta³⁰ é de déficit de R\$28 bilhões, no limite do intervalo de tolerância (Tabela 1.2.4). Dados do QPC mais recente sugerem que o percentual de respondentes que projetam cumprimento da meta em 2024 é de 67%. Ainda segundo o Questionário, os analistas agora esperam um maior nível de receitas líquidas (R\$2.156 bilhões) quando comparado ao Relatório anterior (R\$2.145 bilhões). Essa reavaliação resulta do bom comportamento da receita ao longo do ano, em linha com o desempenho da atividade e com os esforços arrecadatórios do período. Por exemplo, em outubro, R\$6,3 bilhões foram arrecadados em razão de depósitos judiciais provenientes da Caixa Econômica Federal e no último bimestre do ano, uma nova rodada de receitas extras é esperada, incluindo dividendos adicionais por parte do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

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, enviado em agosto, é de déficit primário de R\$40,4 bilhões, que representa superávit de R\$3,7 bilhões na métrica utilizada para aferição do cumprimento da meta.³¹ A projeção do governo é compatível, portanto, com o cumprimento da meta de resultado primário nulo estabelecida para o ano. Já os analistas de mercado têm projeção mediana de R\$91 bilhões para o déficit primário efetivo e de R\$50 bilhões para a métrica de apuração do cumprimento da meta, valor superior ao máximo permitido (Tabela 1.2.5).³²

Tabela 1.2.4 – QPC: Projeções fiscais para 2024

	R\$ Bilhões	
	Copom 265 (set 24)	Copom 267 (dez 24)
Primário do Gov. Central	-67	-62
Receita Líquida	2.145	2.156
Despesas	2.213	2.215
Primário apuração da meta	-	-28

Tabela 1.2.5 – QPC: Projeções fiscais para 2025

	R\$ Bilhões	
	Copom 265 (set 24)	Copom 267 (dez 24)
Primário do Gov. Central	-96	-91
Receita Líquida	2.267	2.285
Despesas	2.369	2.380
Primário apuração da meta	-	-50

Visando garantir o cumprimento das metas de resultado primário de 2025 e 2026 e a sustentabilidade do arcabouço fiscal vigente, o governo propôs, no final de novembro, uma série de medidas de contenção

30/ A projeção para a métrica de resultado primário do governo central para cumprimento da meta fiscal passou a ser objeto de consulta no QPC 266, de novembro de 2024.

31/ A diferença de R\$44,1 bilhões entre esses valores se refere ao pagamento de precatórios, conforme compensação prevista no julgamento das Ações Diretas de Inconstitucionalidade (ADIs) 7064 e 7047.

32/ O limite inferior do intervalo para que a meta seja considerada cumprida, de 0,25% do PIB, é de déficit primário de R\$ 30,9 bilhões.

de despesas.³³ Na avaliação do governo, o conjunto de medidas tem impacto esperado de R\$30,6 bilhões em 2025 e de R\$41,3 bilhões em 2026. Destaque para a mudança na regra de reajuste do salário mínimo, cuja variação real, apesar de continuar refletindo o crescimento do PIB de dois anos atrás, não será inferior ao índice mínimo nem superior ao efetivamente apurado segundo as regras do arcabouço fiscal.³⁴ Outros pontos relevantes da proposta envolvem revisão de critérios de acesso ao Benefício de Prestação Continuada (BPC) e ao abono salarial, bem como a maior focalização dos benefícios do Bolsa Família.

Contudo, o pacote de medidas fiscais não parece ter gerado impacto inicial positivo sobre a percepção dos analistas. Em parte, a reação está associada à avaliação de que as medidas anunciadas são insuficientes. Como citado acima, a maioria dos analistas não espera cumprimento da meta de resultado primário em 2025. Segundo o QPC, os analistas estimam que o impacto potencial do conjunto de medidas sobre o resultado primário é menor que o estimado pelo governo: R\$18 bilhões para 2025 e R\$26 bilhões para 2026. Além disso, a projeção mediana de resultado primário não incorpora nenhum impacto das medidas, o que pode estar associado à visão de que o espaço aberto pelo corte de despesas obrigatórias será preenchido por despesas discricionárias.³⁵ O QPC também indica que a percepção dos analistas sobre o quadro fiscal se deteriorou entre as reuniões do Copom de novembro e dezembro (Gráfico 1.2.37), apesar da melhora de curto prazo do resultado primário, sugerindo que a reação ao pacote fiscal foi um fator relevante. Para os analistas, o quadro fiscal segue desafiador: segundo suas projeções, a razão dívida/PIB não deve estabilizar nesta década (Gráfico 1.2.38).

Gráfico 1.2.37 – QPC: Avaliação da situação fiscal
Proporção de respostas (%) em cada QPC

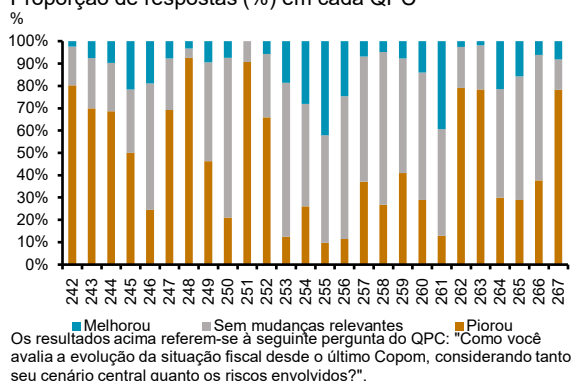
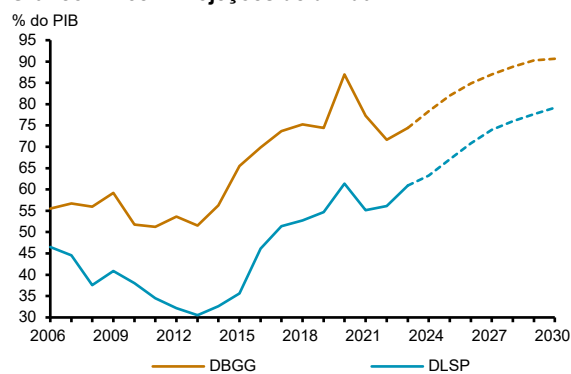


Gráfico 1.2.38 – Projeções de dívida



Projeções de 2024 em diante correspondem ao Focus de 05/12/2024

Contas externas

A situação atual das contas externas, assim como sua perspectiva futura, continua semelhante com o que se observava no Relatório anterior. Considerando dados de janeiro a outubro, o déficit em transações correntes de US\$44 bilhões é o maior desde 2019, tendo apresentado crescimento relevante em relação a 2023 (Tabela 1.2.6). A piora das transações correntes em relação ao ano passado reflete queda do saldo comercial e aumento do déficit nas contas de serviços, em linha com o cenário de atividade econômica forte. De todo modo, o déficit em transações correntes – que se estabilizou nos últimos meses (Gráfico 1.2.39), conforme esperado – segue inferior ao fluxo de investimento direto no país, que acumulou US\$61 bilhões até outubro.

33/ No mesmo momento, o governo anunciou o envio ao Congresso de proposta para reforma do Imposto de Renda (IR), que prevê o aumento da faixa de isenção do IR para até R\$5 mil/mês. Na divulgação, o Ministro da Fazenda afirmou que a pretensão é que a reforma seja neutra do ponto de vista da arrecadação e que o aumento da faixa de isenção seria compensado inclusive pela imposição de uma alíquota efetiva mínima para indivíduos com renda mensal acima de R\$50 mil. Também foi informado que a tramitação das mudanças no imposto de renda será independente das medidas de contenção de despesas.

34/ O limite de crescimento das despesas, quando atingida a meta de superávit primário, equivale a 70% do crescimento da receita líquida ajustada medido nos doze meses encerrados em junho do ano anterior, mas limitado ao intervalo entre 0,6% a 2,5%.

35/ O percentil 75 da distribuição das respostas a essa questão indica que 25% dos analistas já incorporou em suas projeções atuais de resultado primário impactos do pacote iguais ou maiores do que R\$15 bilhões em 2025 e R\$20,5 bilhões em 2026.

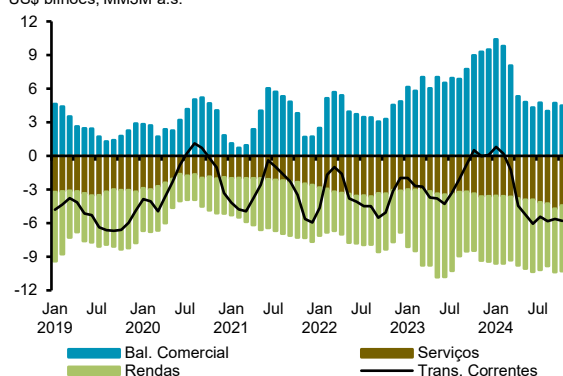
Tabela 1.2.6 – Contas externas

Acumulado no ano até outubro				US\$ bilhões		
Discriminação	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Transações correntes	-56	-14	-25	-34	-19	-44
Balança comercial	23	35	41	43	76	56
Exportações	189	175	239	285	287	287
Importações	167	140	198	242	211	231
Serviços	-32	-20	-21	-33	-33	-40
dos quais: viagens	-10	-2	-2	-6	-7	-6
dos quais: transportes	-8	-5	-10	-17	-11	-12
Renda primária	-47	-31	-48	-46	-65	-61
dos quais: juros	-21	-18	-17	-16	-23	-24
dos quais: lucros e dividendos	-26	-13	-30	-30	-42	-38
Investimentos – passivos	77	4	103	88	76	94
IDP	58	35	47	69	58	61
Inv. Carteira	-6	-19	24	-6	14	14
Outros inv. Passivos ¹	25	-12	32	26	5	19

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

Gráfico 1.2.39 – Transações correntes

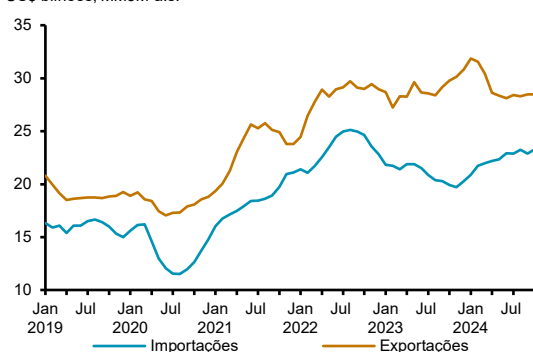
US\$ bilhões, MM3M a.s.



O saldo da balança comercial se estabilizou nos últimos meses em patamar inferior ao observado no início do ano. A queda do saldo observada ao longo do ano ocorreu com estabilidade das exportações e aumento das importações (Gráfico 1.2.40). O valor das exportações, ainda elevado, é sustentado pelos produtos básicos, apesar de prejudicado por alguma retração recente nos preços de grãos. Na margem, o aumento no volume embarcado de produtos importantes da pauta, como o petróleo e as carnes, ajudou a interromper a queda. O *quantum* exportado de manufaturados, que também vinha recuando, recuperou-se, com destaque para as vendas de automóveis de passageiros. Entre os semimanufaturados, o principal destaque positivo foi o açúcar.

Gráfico 1.2.40 – Bal. Comercial

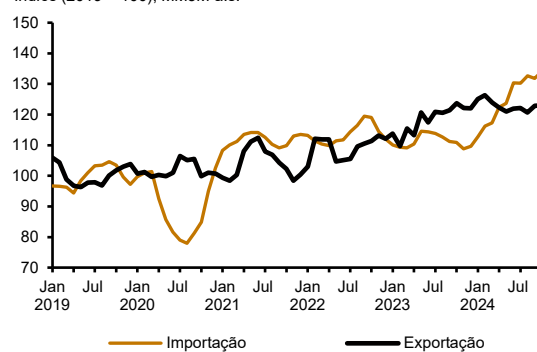
US\$ bilhões, MM3M a.s.



Fonte: Secex/MDIC, BC (ajuste sazonal)

Gráfico 1.2.41 – Índices de quantum

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.

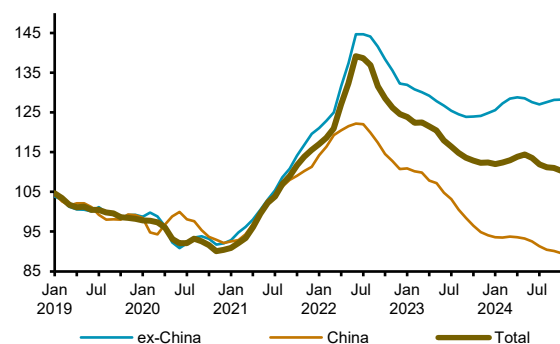


Fonte: BC, metodologia Funcex

Houve moderação na alta do valor importado, que, ainda assim, registrou em outubro o maior valor dos últimos dois anos. O aumento das importações está associado ao crescimento do *quantum*, disseminado entre categorias de uso (Gráfico 1.2.41), em linha com o aquecimento do consumo, dos investimentos e da indústria de transformação. Diferentemente do que ocorreu em 2023, a seca na bacia amazônica teve impacto limitado sobre as importações no Amazonas. Nos últimos meses, destaque para o volume importado de adubos e fertilizantes e das válvulas e tubos termiônicas (painéis solares). Os preços dos bens importados, que vinham em queda, recuperaram-se ligeiramente (Gráficos 1.2.42 e 1.2.43), especialmente os de automóveis. Enquanto isso, os preços de fretes aplicados aos produtos importados pelo Brasil começaram a ceder, seguindo preços internacionais de transporte provenientes da China.³⁶

Gráfico 1.2.42 – Índices de preço de importação

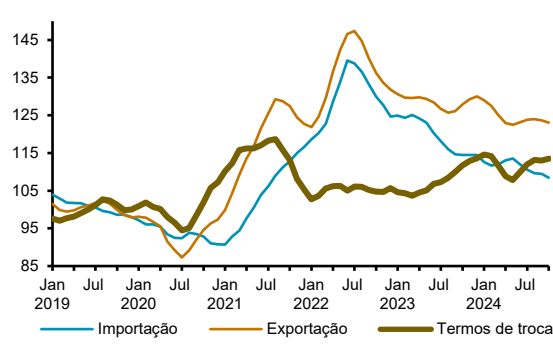
Índice (2019 = 100), MM3M



Fonte: BC, metodologia Funcex

Gráfico 1.2.43 – Índices de preço

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.



Fonte: BC, metodologia Funcex

O déficit na conta de serviços voltou a crescer. O déficit na conta de serviços vem crescendo desde o início de 2023, sendo um fator importante para a piora do saldo de transações correntes. O crescimento dos gastos com serviços de tecnologia e propriedade intelectual (incluído em ‘demais serviços’, no Gráfico 1.2.44) tem se destacado neste ano, mas também houve aumento dos gastos com transportes e com aluguéis de equipamentos. Por sua vez, na conta de renda primária o déficit tem se apresentado relativamente estável, tanto no agregado como nos seus componentes (Gráfico 1.2.45).

Gráfico 1.2.44 – Serviços

US\$ bilhões, MM3M a.s.

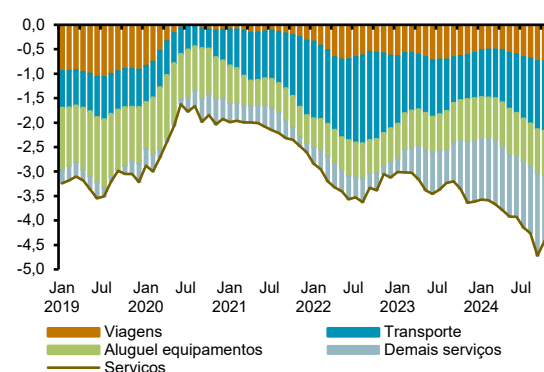
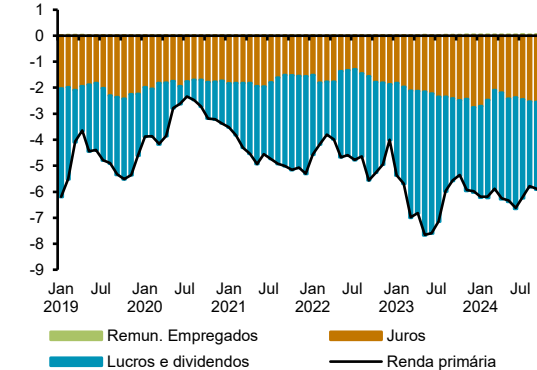


Gráfico 1.2.45 – Renda primária

US\$ bilhões, MM3M a.s.



Os Investimentos Diretos no País (IDP) seguem em ritmo robusto e o fluxo de investimentos em carteira, positivo, é puxado pelos títulos de dívida. O bom resultado recente do IDP está associado à recuperação gradual nos aportes em participação no capital (Gráfico 1.2.46). Em linha com o dinamismo da atividade econômica, a rentabilidade desses investimentos tem se mostrado elevada e uma parte considerável dos lucros estão sendo reinvestidos. Por sua vez, os empréstimos intercompanhia, que haviam sido determinantes para o bom desempenho do IDP no primeiro semestre, recuaram, tendo sido registrada, em outubro, saída líquida pela primeira vez no ano. Quanto aos investimentos em carteira, destacam-se as entradas líquidas para títulos de dívida emitidos no país e no exterior (Gráfico 1.2.47). O aumento do diferencial de juros em

36/ Sobre o assunto, ver o texto [Impacto do aumento nos custos de fretes e seguros nos preços importados da China](#), publicado no BC Blog em 12/nov.

relação aos EUA tem sustentado o interesse estrangeiro por títulos de dívida pública. Os fluxos líquidos para ações e fundos, negativos no primeiro semestre, ficaram próximos à neutralidade ente julho e outubro.

Gráfico 1.2.46 – Investimento direto no país

US\$ bilhões, MM3M a.s.

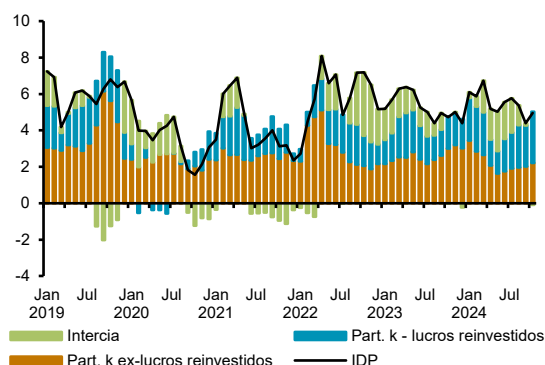
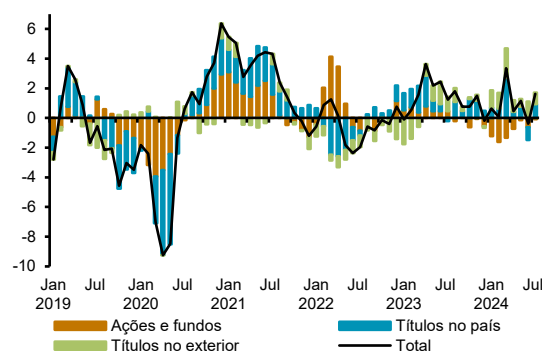


Gráfico 1.2.47 – Investimentos em carteira - passivo

US\$ bilhões, MM3M a.s.



As projeções para as contas externas em 2024 e 2025 foram revisadas marginalmente, sem mudanças qualitativas. A projeção para o déficit em transações correntes em 2024 foi revisada para US\$54 bilhões (2,5% do PIB) e continua menor do que a previsão de ingressos líquidos em IDP, mantida em US\$70 bilhões (3,2% do PIB). Para 2025, segue sendo projetado aumento do déficit em transações correntes em relação a 2024. Espera-se US\$58 bilhões (2,7% do PIB), valor mais uma vez 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

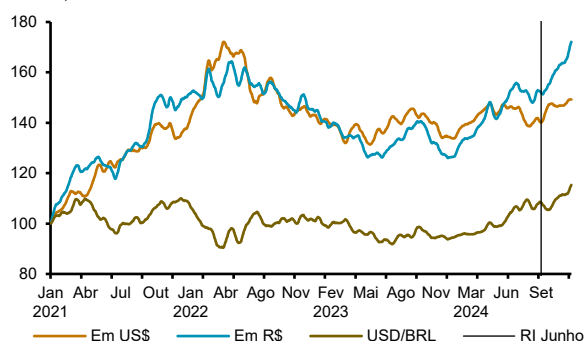
A inflação de preços ao consumidor, que já estava em patamar elevado no trimestre anterior, subiu. As medidas de inflação subjacente também aumentaram e se situam em patamar acima da meta de inflação. Tais elevações ocorrem em meio a cenário que continua caracterizado por resiliência na atividade, pressões no mercado de trabalho, hiato do produto positivo e depreciação cambial acentuada. A esse cenário se soma, agora, expressivo aumento nos preços de alimentos, oriundo principalmente da alta da carne bovina. Nesse contexto, segundo o Relatório Focus, ampliou-se a desancoragem das expectativas de inflação.

Os preços de *commodities* (IC-Br) aumentaram, sobretudo quando cotados em reais. O IC-Br em reais subiu 13,2% desde o Relatório anterior, refletindo a alta de 6,5% nos preços das *commodities* em dólares e a depreciação de 6,3% do real (Gráfico 1.2.48).³⁷ A alta do IC-Br em dólares foi disseminada entre os segmentos (Gráfico 1.2.49). Em relação às *commodities* energéticas, o gás natural nos Estados Unidos continuou volátil e apresentou expressiva elevação no trimestre. O *Brent* permaneceu estável, em contexto de demanda mundial contida. Quanto às *commodities* agropecuárias, houve alta na maioria dos produtos que compõem o IC-Br, ainda com restrição de oferta de café e volatilidade nos preços do cacau. Por fim, as *commodities* metálicas apresentaram elevação, aparentemente associada aos estímulos da China à atividade econômica – casos do zinco, alumínio e minério de ferro. O movimento de alta do IC-Br em reais vem desde o final de 2023, com variação acumulada de 10% em dólares e depreciação do real de 22%.

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

Gráfico 1.2.48 – IC-Br e câmbio

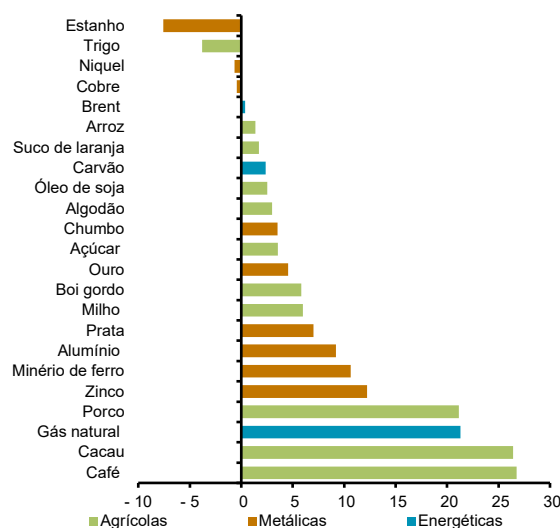
MM10D, 31.12.2020 = 100



Fontes: Bloomberg e BC

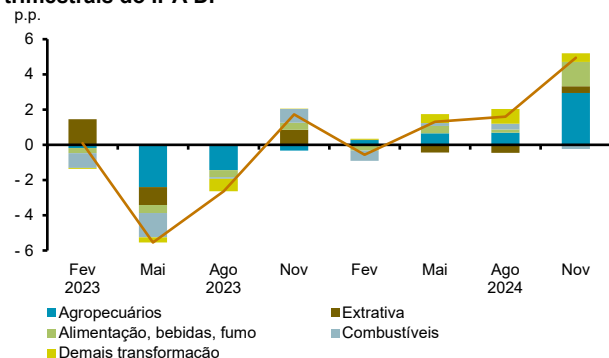
Gráfico 1.2.49 – Variação nos preços de commodities

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

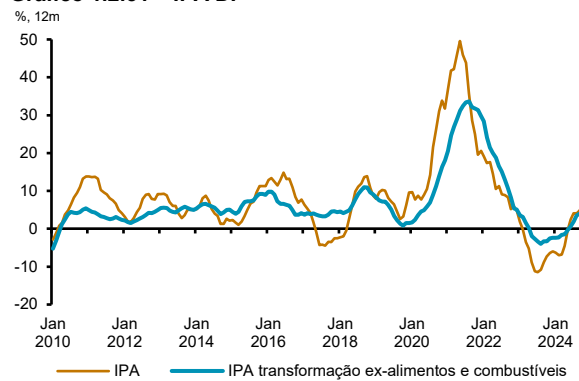


Fonte: Bloomberg

O índice de preços ao produtor, que nos últimos trimestres havia apresentado alta associada à indústria de transformação, acelerou devido ao preço da carne. O Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) apresentou alta significativa no trimestre encerrado em novembro, de 4,95%, após ter subido 1,60% no trimestre encerrado em agosto (Gráfico 1.2.50). O resultado está muito relacionado à alta nos preços do boi gordo e da carne bovina industrializada. Essa alta reflete tanto a demanda aquecida – em particular para a exportação – quanto a oferta mais limitada de animais para o abate, com impacto da estiagem prolongada sobre as pastagens e, possivelmente, da reversão do ciclo do boi. Na indústria de transformação, excluindo combustíveis e alimentos, os preços continuaram com variações elevadas e a alta acumulada em doze meses atingiu 4,78%, ante mínima de -3,98% em agosto de 2023 (Gráfico 1.2.51). Os preços de bens de consumo excluindo alimentos e combustíveis apresentaram variações mais moderadas até o momento, mas há riscos altistas para sua trajetória futura vindo da evolução recente da taxa de câmbio e dos preços em etapas iniciais da cadeia produtiva.

Gráfico 1.2.50 – Contribuições para variações trimestrais do IPA-DI

Fonte: FGV

Gráfico 1.2.51 – IPA-DI

Fonte: FGV

O IPCA acelerou no trimestre, com alta forte em alimentos, e continua indicando inflação corrente elevada. A inflação ao consumidor passou de 0,57% para 1,40% entre os trimestres finalizados em agosto e novembro, respectivamente. A aceleração de preços foi concentrada em alimentação no domicílio, particularmente devido às expressivas elevações em carne bovina, enquanto os demais segmentos permaneceram em patamar elevado (Gráfico 1.2.52). Quando são considerados os valores dessazonalizados dos núcleos³⁸, também se

38/ 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.

verifica elevação entre os trimestres, de 4,40% para 5,47% na métrica anualizada. O mesmo comportamento também foi verificado no acumulado em doze meses – tanto o índice cheio (de 4,24% para 4,87%) quanto a média dos núcleos (de 3,80% para 4,21%) continuaram em alta e em patamar elevado (Gráficos 1.2.53 e 1.2.54).

Gráfico 1.2.52 – Contribuições para variações trimestrais do IPCA

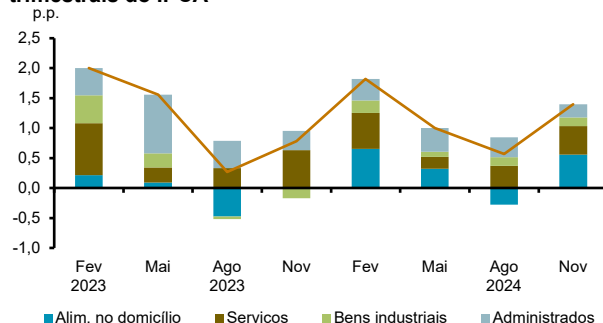


Gráfico 1.2.53 – IPCA

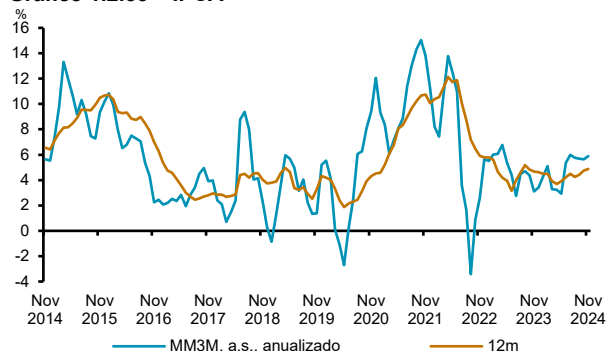
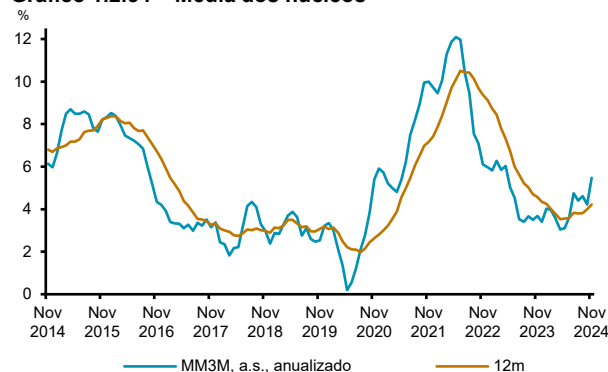


Gráfico 1.2.54 – Média dos núcleos



Preços de alimentos ao consumidor tiveram alta forte no trimestre, puxados por carne bovina. No período, os preços do segmento subiram 3,63%, ante queda de 1,77% nos três meses encerrados em agosto (Gráfico 1.2.55). No acumulado em doze meses, houve aceleração nos preços de alimentos, que alcançaram alta de 8,41% em novembro (Gráfico 1.2.56). Sazonalmente, o segmento tende a apresentar variações mais elevadas nos meses finais do ano, mas a aceleração no período também pode ser observada nos dados trimestrais dessazonalizados. O comportamento dos preços de alimentos foi significativamente influenciado pela forte elevação da carne bovina. Destaca-se, adicionalmente, a pressão exercida pelos preços de café e de óleo de soja. Preços de outros alimentos industrializados também estão em alta, com impacto da depreciação cambial. Já os preços dos alimentos *in natura* voltaram a cair, mesmo em período de sazonalidade menos favorável para o grupo.

Gráfico 1.2.55 – Contribuições para variações trimestrais em alimentação no domicílio – IPCA

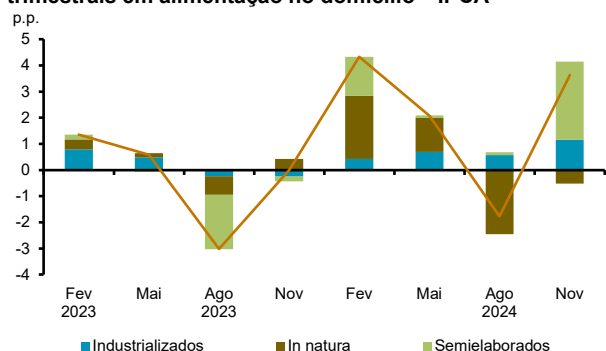
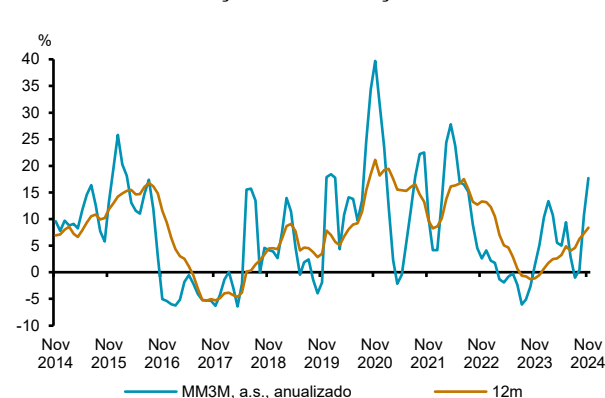
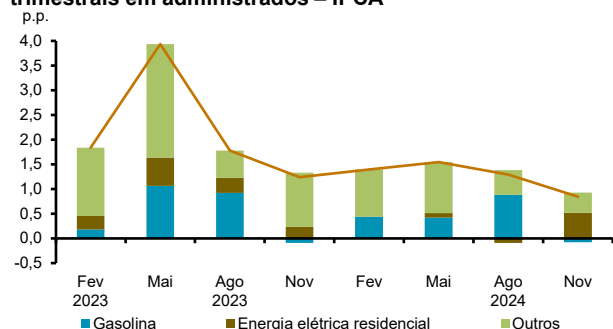


Gráfico 1.2.56 – Inflação de alimentação no domicílio



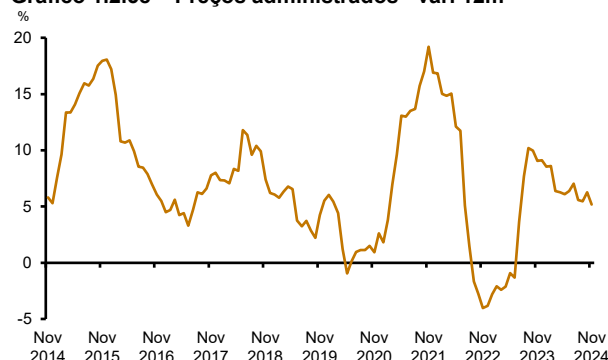
Os preços administrados cresceram em ritmo abaixo do observado no trimestre anterior, passado o efeito de reajuste da gasolina em julho. A alta passou de 1,29% no período encerrado em agosto para 0,84% no trimestre até novembro (Gráfico 1.2.57). A principal contribuição para o resultado veio das variações modestas do preço da gasolina, sem reajustes expressivos desde julho. Por outro lado, os preços do segmento foram pressionados pela energia elétrica residencial – devido à passagem de bandeira verde em agosto para amarela em novembro, por conta de condições hídricas desfavoráveis. Também houve alta mais forte do gás de botijão, devido ao repasse do dissídio dos trabalhadores do setor para os preços finais, característico do período. Em doze meses, os preços administrados acumulam variação de 5,17% e vêm arrefecendo desde setembro de 2023, quando atingiram alta de 10,21% (Gráfico 1.2.58). Tal comportamento deve-se principalmente à desaceleração do subitem emplacamento e licença – com variações mensais mais baixas a partir de janeiro, após fortes altas em 2022 e 2023 –, da gasolina – em ambiente de redução do preço internacional do petróleo – e da energia elétrica – devido a reajustes tarifários mais baixos.

Gráfico 1.2.57 – Contribuições para variações trimestrais em administrados – IPCA



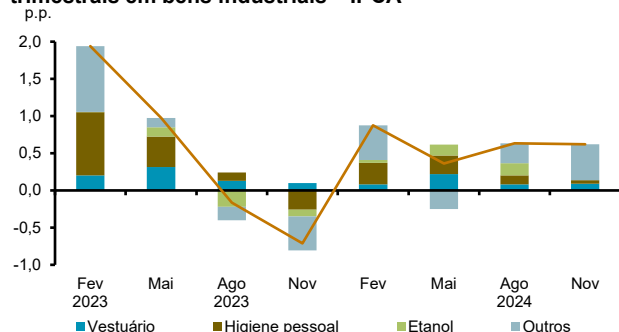
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.58 – Preços administrados - var. 12m



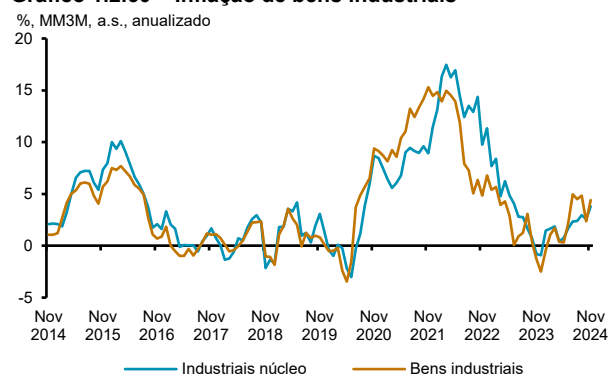
A inflação de bens industriais acumulada em doze meses aumentou, em linha com a evolução recente da taxa de câmbio. A inflação acumulada em doze meses dos preços de bens industriais no IPCA passou de 1,15% em agosto para 2,51% em novembro (Gráfico 1.2.60). No trimestre, os preços do segmento subiram 0,62%, valor semelhante ao observado no período equivalente terminado em agosto (Gráfico 1.2.59). Por um lado, houve os efeitos benignos do período promocional da Black Friday e da variação modesta do preço do etanol, em linha com a relativa estabilidade do preço da gasolina. Por outro lado, houve a pressão exercida pela alta do IPI sobre o cigarro.³⁹ No núcleo de bens industriais, que exclui etanol, cigarro e outros itens⁴⁰, as variações trimestrais dessazonalizadas e anualizadas apresentaram aumento importante nos dois últimos trimestres, passando de 0,75% em maio para 3,78% em novembro, movimento em parte associado ao repasse da depreciação cambial e à alta nos preços ao produtor.

Gráfico 1.2.59 – Contribuições para variações trimestrais em bens industriais – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.60 – Inflação de bens industriais

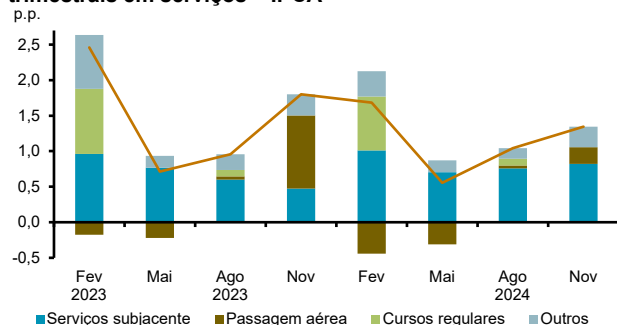


39/ O Decreto 12.127, de 31.07.2024, determinou a elevação, a partir de 01.11.2024, da alíquota específica do IPI sobre a vintena de cigarros de R\$ 1,50 para R\$ 2,25.

40/ A medida de núcleo de bens industriais apresentada no gráfico 1.2.60 e discutida no texto é próxima ao indicador subjacente de bens industriais que compõe o núcleo de inflação Ex-3, apresentado no box [Novas medidas de núcleo de inflação](#) do Relatório de junho de 2018. Ela exclui da sua composição carvão vegetal; eletroeletrônicos; automóvel novo e usado; etanol e cigarro.

A inflação de serviços continua alta e algumas de suas medidas de núcleo aumentaram em relação ao último trimestre. A inflação de serviços passou de 1,04% para 1,35% entre os trimestres finalizados em agosto e novembro, com elevação mais acentuada do componente ex-subjacente (Gráfico 1.2.61). A inflação subjacente de serviços também subiu na métrica trimestral dessazonalizada e anualizada, de 5,2% em agosto para 6,8% em novembro, e no acumulado em doze meses, de 5,1% para 5,7% (Gráfico 1.2.62). Medidas focadas na intensidade do uso de mão de obra⁴¹, que podem estar mais associadas às condições do mercado de trabalho, também apontam para inflação de serviços pressionada, com índices acima de 5% (Gráfico 1.2.63). Por fim, houve também aumento da inflação de alimentação fora do domicílio, de 1,09% no trimestre encerrado em agosto para 1,88% no finalizado em novembro, que pode refletir o aumento recente da inflação de alimentos.

Gráfico 1.2.61 – Contribuições para variações trimestrais em serviços – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.62 – Inflação de serviços



Gráfico 1.2.63 – Inflação de serviços



A expectativa para a inflação em 2024 subiu desde o Relatório anterior e está acima do limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta de inflação. A mediana das expectativas para a variação do IPCA em 2024 passou de 4,35% na data do Relatório de Inflação anterior para 4,84%, de acordo com o Relatório Focus, que coleta informações de analistas econômicos. A alta na projeção deve-se principalmente à revisão do segmento de alimentação no domicílio (Tabela 1.2.7). Os dados do QPC indicam que essa revisão está relacionada ao comportamento do preço de carnes, que acompanha a forte alta do boi gordo. Em sentido contrário, houve ligeira revisão para baixo nas projeções de preços administrados e bens industriais.

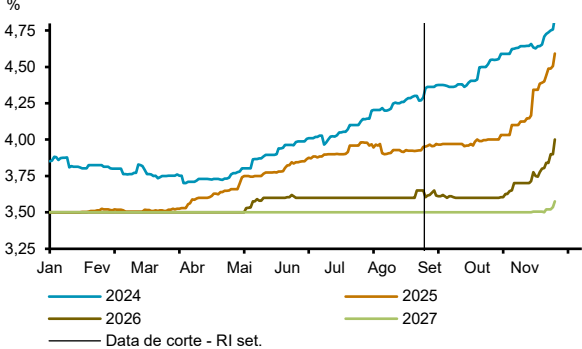
41/ O gráfico 1.2.63 apresenta duas séries focadas na intensidade do uso de mão de obra. A série “intensivos em trabalho” foi apresentada originalmente no box [Segmentação da Inflação de Serviços](#) do Relatório de dezembro de 2013. A série “intensivos em trabalho reponderado” foi apresentada no box [Inflação de serviços reponderada por fatores de produção](#) do Relatório de junho de 2024.

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

	Peso	Projeção Focus (% a.a.)		
		13-set	06-dez	Contr. p/ Δ (p.p.)
IPCA	100	4,35	4,84	+0,49
IPCA (por agregação)	100	4,36	4,81	+0,45
Alimentação no domicílio	15	5,46	8,49	+0,46
Bens industriais	23	2,88	2,71	-0,04
Serviços	36	4,55	4,69	+0,05
Administrados	26	4,78	4,69	-0,02
Livres	74	4,19	4,89	+0,52
Livres (por agregação)	74	4,21	4,85	+0,47

As expectativas de inflação continuam desancoradas para os anos seguintes e apresentaram elevação desde o Relatório anterior. A expectativa mediana para 2025 foi a que subiu mais intensamente, de 3,95% para 4,59% – valor que supera o limite superior do intervalo de tolerância em torno da meta (Gráfico 1.2.64). Essa revisão foi disseminada entre os segmentos. Para alimentação no domicílio, as perspectivas em relação à carne bovina ficaram mais desfavoráveis, segundo o QPC. As expectativas para a inflação de bens industriais e de serviços também pioraram, em linha com a expectativa de câmbio mais depreciado e a percepção de atividade econômica mais resiliente. A mediana das expectativas para 2026, que estava em 3,5% até maio e subiu para 3,60% em junho, já acima da meta de inflação, teve aumento relevante para 4,00%.⁴² Por fim, a expectativa de inflação para 2027, que se situava em 3,50% desde junho de 2023, subiu para 3,58%.

Gráfico 1.2.64 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA



42/ A mediana para a expectativa de inflação de 2026 era 3% em novembro de 2022, subiu até 4% entre dezembro de 2022 e março de 2023 e diminuiu para 3,5% em junho de 2023 após o estabelecimento da meta de inflação em 3% para o ano de referência, mantendo-se em 3,5% até maio de 2024.

Projeções para a evolução do PIB em 2024 e 2025

Este boxe atualiza as projeções para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) nos anos de 2024 e 2025. Em relação ao Relatório anterior, a projeção de crescimento do PIB agregado em 2024 passou de 3,2% para 3,5%, enquanto a projeção para 2025 foi alterada de 2,0% para 2,1%.

Revisão da projeção do PIB para 2024

A alteração na projeção de crescimento do PIB em 2024 reflete a surpresa positiva no resultado do terceiro trimestre e os indicadores do quarto trimestre disponíveis até a data de corte deste Relatório. A revisão das séries históricas das Contas Nacionais Trimestrais (CNT) foi um fator importante para a atualização da projeção de alguns componentes, mas não exerceu grande influência sobre o agregado.

Sob a ótica da oferta, a alta na projeção de crescimento do PIB em 2024, de 3,2% para 3,5%, refletiu uma elevação na projeção para o setor de serviços, parcialmente compensada por recuos nas estimativas para a agropecuária e a indústria.

A projeção para a variação anual da agropecuária foi reduzida de -1,6% para -2,0%. A revisão da série histórica da agropecuária, que incorporou dados das pesquisas estruturais para 2023 e prognósticos atualizados para a safra de 2024, foi particularmente importante. A variação do Valor Adicionado Bruto (VAB) da agropecuária no primeiro semestre de 2024, em comparação com o mesmo período do ano passado, foi revisada de -2,9% para -4,5%, impactando a previsão de crescimento anual.

Para a indústria, a previsão foi ajustada de 3,5% para 3,3%, com alta nas projeções para a indústria de transformação e EGAER¹ e recuo nas estimativas para a indústria extrativa e construção. As surpresas no terceiro trimestre, de baixa para a indústria extrativa e para a construção e de alta para EGAER, explicam parcela expressiva da revisão para esses setores. No caso a indústria de transformação, a surpresa em relação ao resultado do terceiro trimestre foi pequena. A revisão na previsão de crescimento anual para esse segmento reflete, principalmente, uma expectativa mais favorável para o quarto trimestre, bastante influenciada pelo elevado carregamento estatístico da respectiva série de produção industrial mensal. A revisão das séries históricas teve pouco impacto nas projeções para as atividades industriais, exceto para EGAER, cujo crescimento no primeiro semestre de 2024 em relação a igual período ano anterior foi aumentado em 0,8 p.p.

Para o setor de serviços, a projeção de crescimento foi revisada de 3,2% para 3,8%, refletindo estabilidade na estimativa para o comércio e aumento nas previsões para os demais segmentos. A alta na previsão para o setor de serviços foi impulsionada por surpresas positivas no resultado do terceiro trimestre, amplamente disseminadas entre as atividades, e pela revisão das séries históricas. Essa revisão impactou principalmente as projeções para “intermediação financeira e serviços relacionados”, “outros serviços” e “administração, saúde e educação públicas”.

1/ EAGER: eletricidade e gás, água, esgoto, atividades de gestão de resíduos.

Em relação aos componentes domésticos da demanda agregada, a estimativa para a variação do consumo das famílias aumentou de 4,5% para 5,3%, enquanto a da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) subiu de 5,5% para 7,3%. Essas revisões refletem, especialmente, a forte alta que esses componentes tiveram no terceiro trimestre, contrariando a expectativa de desaceleração. Em sentido contrário, a previsão para o crescimento do consumo do governo foi reduzida de 2,7% para 1,9%, refletindo uma menor variação interanual no primeiro semestre após a revisão da série histórica e uma surpresa negativa no resultado do terceiro trimestre.

A projeção para as exportações ficou praticamente estável, passando de 3,2% para 3,0%, enquanto a estimativa para as importações foi aumentada de 11,3% para 13,7%, refletindo, principalmente, uma desaceleração menor do que a prevista no terceiro trimestre. Tendo em vista as novas previsões para os componentes da demanda agregada, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2024 são estimadas em 5,2 p.p. e -1,7 p.p., respectivamente.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2023	2024 ¹	
		Anterior	Atual
Agropecuária	16,3	-1,6	-2,0
Indústria	1,7	3,5	3,3
Extrativa mineral	9,2	1,8	0,5
Transformação	-1,3	3,6	3,9
Construção civil	-0,3	5,4	3,4
EGAER	5,8	3,7	4,0
Serviços	2,8	3,2	3,8
Comércio	0,8	3,8	3,8
Transporte, armazenagem e correio	2,4	1,1	1,9
Serviços de informação	2,9	6,3	6,7
Interm. financ.e serviços relacionados	7,5	2,2	3,6
Outros serviços	3,4	4,5	5,6
Atividades imobiliárias e aluguel	3,0	3,1	3,5
Adm., saúde e educação públicas	1,6	1,6	1,9
Componentes mais cíclicos	1,2	3,9	3,9
Componentes menos cíclicos	5,5	1,6	1,6
Valor adicionado a preços básicos	3,4	2,9	3,3
Impostos sobre produtos	2,3	4,7	5,5
PIB a preços de mercado	3,2	3,2	3,5
Consumo das famílias	3,2	4,5	5,3
Consumo do governo	3,8	2,7	1,9
Formação bruta de capital fixo	-3,0	5,5	7,3
Exportação	8,9	3,2	3,0
Importação	-1,2	11,3	13,7

Fontes: IBGE e BC
1/ Estimativa.

Revisão da projeção do PIB para 2025

O pequeno aumento na projeção de crescimento do PIB em 2025, de 2,0% para 2,1%, resulta de fatores que atuam em direções opostas. Contribuem positivamente a revisão para cima no crescimento esperado da agropecuária, em linha com os prognósticos mais recentes que indicam nova ampliação da safra de grãos, e o aumento do carregamento estatístico de 2024 para o crescimento em 2025, que decorre, principalmente,

da surpresa no terceiro trimestre do ano corrente. Em sentido oposto, a expectativa de menor crescimento trimestral ao longo de 2025, principalmente devido à hipótese de um aperto monetário mais intenso do que o previsto no Relatório anterior², contribui para reduzir a projeção de crescimento. De todo modo, mantém-se a perspectiva de crescimento em 2025 menor que o de 2024, devido à expectativa de menor impulso fiscal; à inflexão da política monetária em andamento; ao reduzido grau de ociosidade dos fatores de produção; e à ausência de forte impulso externo, dada a perspectiva de crescimento mundial em 2025 semelhante ao de 2024.

Sob a ótica da oferta, a ligeira alta na previsão de crescimento do PIB reflete elevação na projeção para a agropecuária e estabilidade nas estimativas para indústria e serviços. Sob a ótica da demanda, as previsões para o consumo das famílias e para a FBCF foram ampliadas de 2,2% para 2,4% e de 2,0% para 2,9%, respectivamente. Em contrapartida, a estimativa para o crescimento do consumo do governo foi reduzida de 2,0% para 1,6%. Por fim, a previsão de crescimento de 2,5% nas exportações e importações foi mantida. As contribuições respectivas da demanda interna e da externa estão estimadas em 2,1% e 0,0%, respectivamente.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %			
	2023	2024 ¹	2025 ¹	Atual
		Atual	Anterior	
Agropecuária	16,3	-2,0	2,0	4,0
Indústria	1,7	3,3	2,4	2,4
Serviços	2,8	3,8	1,9	1,9
Valor adicionado a preços básicos	3,4	3,3	2,0	2,2
Impostos sobre produtos	2,3	5,5	1,9	2,0
PIB a preços de mercado	3,2	3,5	2,0	2,1
Consumo das famílias	3,2	5,3	2,2	2,4
Consumo do governo	3,8	1,9	2,0	1,6
Formação bruta de capital fixo	-3,0	7,3	2,0	2,9
Exportação	8,9	3,0	2,5	2,5
Importação	-1,2	13,7	2,5	2,5

Fontes: IBGE e BC

1/ Estimativa.

Como usual, há diversos riscos em torno desse cenário central. Entre os de origem externa, o crescimento global em 2025 pode ser menor do que o de 2024, em razão, por exemplo, de fatores geopolíticos. No âmbito doméstico, de um lado, o aperto recente nas condições financeiras pode ter um impacto contracionista mais intenso do que o considerado. De outro lado, parte do elevado crescimento nos últimos anos pode estar relacionada a reformas estruturais, o que introduz a possibilidade de novas surpresas positivas, dadas as incertezas em torno da taxa de crescimento potencial.

2/ A comparação das taxas de juros nominal e real com as hipóteses do Relatório anterior é apresentada no segmento “Determinantes da inflação e condicionamentos” da seção 2.2 desse Relatório.

Desempenho recente da indústria de transformação

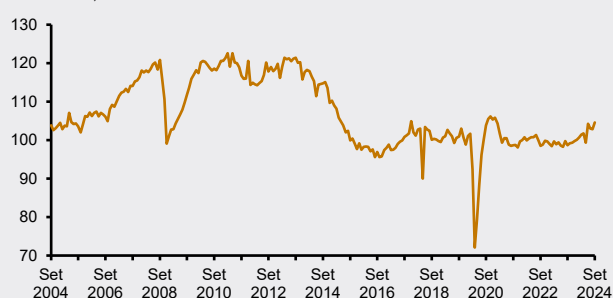
Em 2024, a economia continuou apresentando forte dinamismo e deve encerrar o ano com crescimento maior do que o do ano anterior e maior do que se previa no início deste ano.¹ Além disso, enquanto em 2023 o crescimento foi puxado por setores menos cíclicos, especialmente, a agropecuária e a indústria extrativa, neste ano o crescimento se mostrou mais disseminado e liderado por atividades mais sensíveis ao ciclo econômico², inclusive a indústria de transformação. No contexto recente de crescimento robusto da economia brasileira, este box traz uma análise focada na evolução recente da indústria de transformação.

Ao longo das duas últimas décadas houve relativa estagnação da produção da indústria de transformação (Gráfico 1). Após a expansão observada até meados de 2011³ e a forte queda de 2013 a 2016, os períodos de crescimento da indústria de transformação foram curtos e geralmente sucederam fases de forte retração, como em 2017 e 2021, deixando o nível atual da produção parecido ao observado em 2004.

Gráfico 1 – Produção industrial

Indústria de transformação

2022 = 100, a.s.

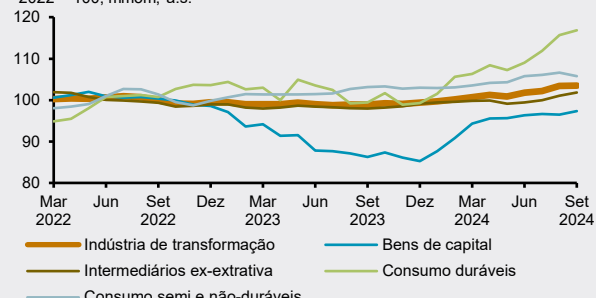


Fonte: IBGE

Gráfico 2 – Produção industrial

Indústria de transformação por categoria de uso

2022 = 100, mm3m, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Contudo, a indústria de transformação tem mostrado maior dinamismo desde o final de 2023. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal (PIM-IBGE), nos quatro trimestres encerrados em setembro de 2024, a produção industrial acumulou crescimento de 4,5%, com altas disseminadas em todas as categorias de uso, destacando-se as expansões em bens de capital e bens de consumo duráveis (Gráfico 2, Tabela 1). A maior contribuição para esse crescimento veio da produção de bens intermediários, dada sua grande participação na indústria de transformação. Bens de capital e bens de consumo duráveis, apesar de corresponderem a pouco mais de 10% da indústria de transformação, contribuíram com um terço do crescimento nesse período.

1/ Ver box “Projeções para a evolução do PIB em 2024 e 2025” neste Relatório e a seção “Atividade econômica” no capítulo 1.

2/ Entre os setores mais sensíveis ao ciclo econômico, além da indústria de transformação, destacam-se os crescimentos de construção, comércio, informação e comunicação e outros serviços, que inclui os serviços prestados às famílias.

3/ A única exceção nesse período foi o ano de 2009, quando a indústria recuou afetada pela crise financeira internacional no final do ano anterior.

Tabela 1 – Produção industrial - transformação por categoria de usoTrimestre ante trimestre imediatamente anterior
Dados dessazonalizados

Discriminação	Peso 2022 (%)									Variação %	
		2023				2024				III/24 / III23 ^{1/}	Contr. III/24 / III23 ^{1/} em p.p.
		I	II	III	IV	I	II	III			
Indústria de transformação	100,0	-0,4	0,0	-0,1	0,5	1,3	1,1	1,7	4,5		4,5
Bens de capital	7,0	-4,4	-6,8	-1,8	-1,2	10,6	2,2	1,1	11,9		0,7
Bens intermediários ex-extrativa	53,8	-1,0	0,5	-0,5	1,2	0,7	-0,4	2,4	3,7		2,0
Bens de consumo duráveis	5,1	-0,6	0,5	-3,9	-0,2	7,1	2,6	7,1	16,4		0,8
Bens de consumo semi e não duráveis	32,2	1,5	0,1	1,6	-0,1	0,6	2,2	0,0	2,7		0,9

Fontes: IBGE e BC

^{1/} Calculado na série sem ajuste sazonal

A Tabela 2 mostra o desempenho da indústria de transformação por categorias de uso e tipo de atividade. A alta na produção de bens de capital se deveu principalmente às atividades de veículos automotores e de produtos de informática, eletrônicos e óticos. O expressivo aumento da primeira atividade resulta majoritariamente do avanço da produção de caminhões e ônibus.⁴ Na categoria de bens intermediários, o crescimento foi puxado principalmente pelas atividades de veículos automotores e de produtos químicos, e atenuado, em parte, pelos recuos em produtos alimentícios e coque, derivados de petróleo e biocombustíveis. Veículos automotores também contribuíram de forma destacada para o crescimento da produção de bens de consumo duráveis, juntamente com máquinas, aparelhos e materiais elétricos. Por fim, para a alta na produção de bens de consumo semi e não duráveis, destacaram-se as contribuições de bebidas e de coque, derivados de petróleo e biocombustíveis⁵. A disseminação do crescimento da produção também pode ser vista na abertura por atividades da indústria de transformação (Tabela 3). No período em análise, dezenove das 24 divisões da indústria de transformação cresceram. Esses dados mostram que o crescimento da produção industrial foi bastante disseminado, ainda que algumas categorias de uso e atividades tenham se destacado.

4/ A produção de caminhão e ônibus cresceu 47,8%, contribuindo com 0,29 p.p. para o crescimento da indústria de transformação no período em análise. Esse crescimento é parcialmente atribuído à normalização da produção, que havia diminuído significativamente no primeiro semestre de 2023 devido à antecipação da produção para 2022, motivada por mudanças nos requisitos de emissão de poluentes a partir de 2023.

5/ Na PIM, os produtos da atividade de coque, produtos derivados de petróleo e biocombustíveis são classificados nas categorias de uso de bens intermediários e de bens de consumo semi e não duráveis. A produção de biocombustíveis, majoritariamente (95,6%) classificada como bens de consumo semi e não duráveis, cresceu 4,4%, contribuindo com 0,20 p.p. para o crescimento da indústria de transformação, enquanto a produção de produtos derivados do petróleo, com 77,6% dos produtos rotulados como bens intermediários, recuou 0,9%, com contribuição de -0,12 p.p. na variação da indústria de transformação.

Tabela 2 – Produção industrial - transformação por categoria de uso e atividades

Dados sem ajuste sazonal

Discriminação	Peso 2022 (%)	Variação %	
		III/24 / III23	Contr. III/24 / III23 em p.p.
Indústria de transformação	100,00	4,47	4,47
Bens de capital	7,03	11,91	0,72
Equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos	0,74	25,11	0,16
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	0,95	11,04	0,08
Máquinas e equipamentos	2,97	1,91	0,05
Veículos automotores, reboques e carrocerias	1,23	36,97	0,37
Outros equipamentos de transporte	0,64	4,21	0,02
Demais atividades	0,51	5,85	0,03
Bens intermediários ex-extrativa	53,82	3,75	1,97
Produtos alimentícios	5,68	-2,88	-0,20
Produtos têxteis	1,19	4,11	0,05
Celulose, papel e produtos de papel	3,66	-0,20	-0,01
Coque, produtos derivados do petróleo e biocombustíveis	10,33	-1,16	-0,12
Produtos químicos	7,15	6,82	0,46
Produtos de borracha e de material plástico	3,68	7,94	0,28
Produtos de minerais não metálicos	3,13	4,87	0,14
Metalurgia	5,78	4,42	0,24
Produtos de metal	3,11	10,34	0,30
Máquinas e equipamentos	1,37	5,96	0,07
Veículos automotores, reboques e carrocerias	3,70	18,18	0,59
Demais atividades	5,04	3,24	0,16
Bens de consumo duráveis	5,10	16,38	0,84
Equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos	0,43	16,06	0,07
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	0,66	23,40	0,16
Veículos automotores, reboques e carrocerias	2,30	13,22	0,31
Outros equipamentos de transporte	0,38	10,61	0,05
Móveis	0,89	16,18	0,14
Demais atividades	0,43	30,49	0,11
Bens de consumo semi e não duráveis	32,17	2,74	0,93
Produtos alimentícios	11,98	0,38	0,05
Bebidas	3,17	5,74	0,17
Produtos têxteis	0,29	11,25	0,03
Confecção de artigos do vestuário e acessórios	2,36	5,30	0,12
Couro e calçados	1,31	9,28	0,12
Impressão e reprodução de gravações	0,22	38,40	0,06
Coque, produtos derivados do petróleo e biocombustíveis	5,50	2,73	0,21
Produtos químicos	1,56	2,00	0,03
Produtos Farmoquímicos e farmacêuticos	2,83	0,41	0,01
Demais atividades	2,95	4,94	0,13
Bens não especificados anteriormente	1,88	0,54	0,01

Fontes: IBGE e BC

Tabela 3 – Produção industrial - transformação por atividades

Dados sem ajuste sazonal

Discriminação	Peso 2022 (%)	Variação %	
		III/24 / III23	Contr. III/24 / III23 em p.p.
Indústria de transformação	100,00	4,47	4,47
Produtos alimentícios	17,66	-0,81	-0,16
Bebidas	3,50	2,71	0,09
Produtos do fumo	0,50	-2,56	-0,01
Produtos têxteis	1,48	5,39	0,08
Vestuário e acessórios	2,36	5,30	0,12
Calçados e couros	1,68	8,55	0,14
Produtos de madeira	1,23	9,45	0,11
Papel e celulose	4,34	-0,68	-0,03
Impressão e reprodução de gravações	0,70	-10,02	-0,09
Coque, produtos deriv. petróleo e biocombustíveis	15,83	0,51	0,09
Produtos químicos	8,70	5,89	0,50
Produtos farmoquímicos e farmacêuticos	2,83	0,41	0,01
Produtos de borracha e de material plástico	4,03	8,05	0,32
Produtos de minerais não metálicos	3,13	4,87	0,14
Metalurgia	5,78	4,42	0,24
Produtos de metal	3,53	10,06	0,33
Informática, eletrônicos e ópticos	2,36	18,02	0,36
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	2,65	13,12	0,30
Máquinas e equipamentos	4,49	4,96	0,20
Veículos automotores	7,24	19,31	1,27
Outros equipamentos de transporte	1,34	12,45	0,18
Móveis	1,34	16,72	0,21
Produtos diversos	1,43	7,90	0,10
Manutenção, reparação e instal. de máq. e equipamentos	1,86	-1,25	-0,02

Fontes: IBGE e BC

O aumento da produção da indústria de transformação parece associado ao aquecimento da demanda doméstica, em particular do consumo das famílias e do investimento. Estimativa da demanda aparente⁶ por bens industriais mostra avanço desde o início do ano, com alta de 7,5% no terceiro trimestre em relação ao mesmo período de 2023 (Gráfico 3). Esse crescimento da demanda aparente supera o da produção doméstica no período, de 4,5%, de forma que também houve aumento das importações, que contribuíram de forma semelhante à produção doméstica para o atendimento à maior demanda.⁷ Também houve crescimento das exportações (que contribuem com sinal negativo para o cálculo de demanda aparente) de bens industriais, mas a contribuição desse fator não foi tão relevante.

O crescimento da demanda por bens industriais pode ser corroborado pela evolução dos estoques da indústria. Os estoques⁸, que estavam em patamar elevado até o início do quarto trimestre de 2023, recuaram e chegaram a níveis considerados adequados no final deste ano (Gráfico 4). Isso ocorreu mesmo com o aumento da produção, sugerindo, novamente, que a demanda cresceu ainda mais.

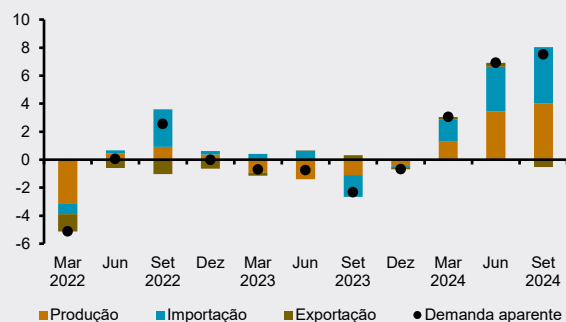
6/ O indicador é uma *proxy* da demanda interna por bens industriais. É definido como a soma da produção industrial doméstica com as importações, subtraindo-se as exportações. Foi calculado a partir dos índices de volume de produção industrial (PIM) e de exportação e importação (MDIC/Secex), agregados com pesos obtidos a partir da Tabela de Recurso e Usos (TRU) das Contas Nacionais de 2021.

7/ O box [Penetração de importados e coeficiente de exportação da indústria de transformação](#) publicado no Relatório de março de 2019 mostrou que a participação das importações na demanda nacional por produtos da indústria de transformação cresceu significativamente na década passada.

8/ Dados qualitativos de estoques obtidos de sondagens empresariais da Fundação Getúlio Vargas (FGV) e da Confederação Nacional da Indústria (CNI).

Gráfico 3 – Demanda aparente por bens industriais

Var % T/T-4 e contribuição dos componentes



Fontes: Secex e BC

Gráfico 4 – Estoques: indústria de transformação

Pontos, a.s.

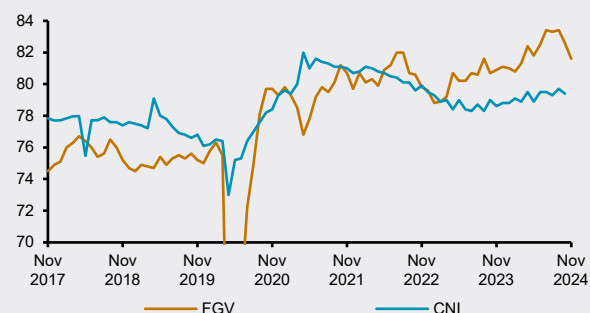


Fontes: CNI e FGV

O crescimento da produção industrial foi acompanhado de maior uso de fatores de produção. Dados da FGV e da CNI mostram que o nível de utilização da capacidade instalada da indústria vem aumentando desde o segundo semestre de 2023 (Gráfico 5). Da mesma forma, as estatísticas de emprego do Caged e da CNI indicam que houve aceleração nas contratações de mão de obra na indústria, no mesmo período (Gráfico 6).

Gráfico 5 – NUCI: indústria de transformação

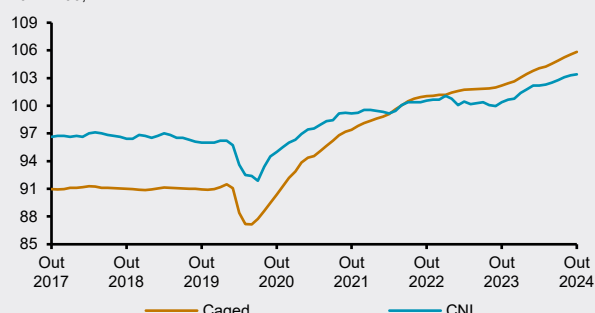
%, a.s.



Fontes: CNI e FGV

Gráfico 6 – Emprego: indústria de transformação

2022=100, a.s.

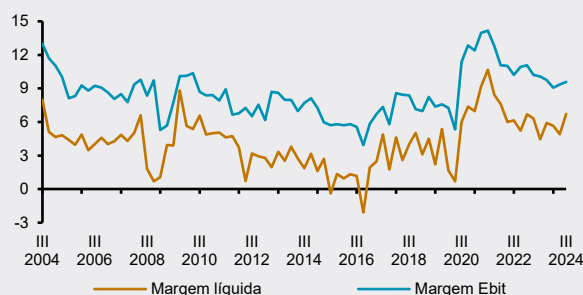


Fontes: CNI e MTE

Outra variável que atesta o momento favorável da indústria de transformação, em comparação ao observado nas últimas duas décadas, é a lucratividade do setor. Dados de empresas de capital aberto mostram que a margem de lucro do setor, medida por indicadores como a margem líquida e a margem Ebit, segue em nível acima do observado antes da crise da Covid-19 (Gráfico 7), o que sugere que o aumento das vendas não foi derivado de maiores sacrifícios da lucratividade do setor.⁹

Gráfico 7 – Margem de lucro da indústria de transformação

%, a.s., mediana painel não balanceado



Fontes: Economática e BC

9/ A margem líquida é calculada como a razão entre o lucro líquido e a receita líquida operacional e a margem Ebit é a razão entre o lucro antes dos juros e impostos e a receita líquida operacional. O cálculo dos indicadores se deu a partir de um painel não balanceado de empresas da indústria de transformação, de acordo com a classificação da Economática. Tomou-se a mediana dos indicadores em cada período.

Por fim, refletindo esse quadro geral, a confiança dos empresários da indústria apresentou três características. Considerando os últimos dois anos e a comparação com os demais setores da economia, a confiança do empresário industrial foi a única com um movimento claro de elevação (Gráfico 8). Todavia, apesar dos indicadores positivos aqui mostrados, a confiança se situa apenas em nível próximo ao da neutralidade, ainda abaixo do nível otimista observado em diversos períodos antes de 2014 (Gráfico 9). Além disso, tem recuado nos últimos meses, com queda mais intensa do componente de expectativa em relação ao futuro (Gráfico 10).

Gráfico 8 – Confiança dos empresários

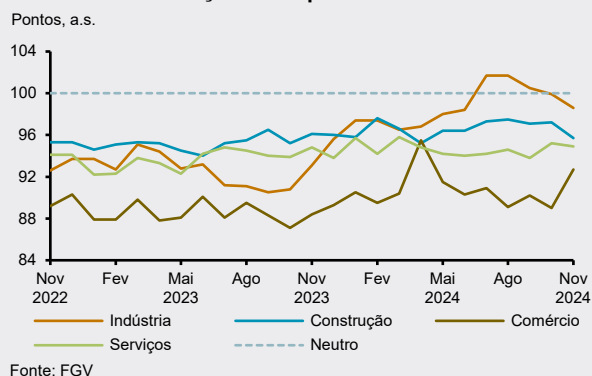
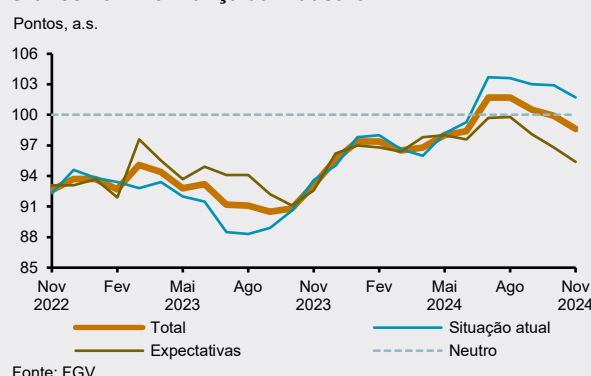


Gráfico 9 – Confiança da indústria



Gráfico 10 – Confiança da indústria



Prospectivamente, a continuidade da expansão da indústria depende da superação de fatores que podem dificultar o aumento da produção no curto ou no médio prazo. Como já citado, a utilização da capacidade instalada encontra-se em patamar elevado, fazendo com que o aumento da produção dependa ainda mais de novos investimentos. Dados da sondagem da CNI sobre os principais problemas da indústria (Gráficos 11A e 11B) mostram dificuldades que podem ser consideradas mais estruturais e outras possivelmente mais conjunturais. No primeiro grupo, podemos apontar a elevada carga tributária, com elevada citação na pesquisa. Misturando aspectos estruturais e mais cíclicos, há o aumento nas reclamações relativas à logística de transporte, que pode ter sido acentuada devido ao aumento da produção e da demanda. Nos últimos trimestres, também houve um aumento nas queixas sobre a falta ou o alto custo de matéria-prima, possivelmente ligado à depreciação do real, embora as reclamações ainda estejam em nível bem abaixo dos observados durante a pandemia. Mesmo com a alta do dólar, houve aumento das menções à competição com importados, o que pode estar relacionado ao aumento das importações principalmente da China, cujos preços diminuíram.¹⁰ A citação da falta ou custo elevado de trabalhador qualificado está em elevação desde 2022, o que é condizente com o cenário de mercado de trabalho apertado¹¹. No último trimestre a menção a taxa de juros elevada aumentou, possivelmente reflexo do aumento da restrição da política monetária a partir do segundo semestre desse ano. Em sentido oposto, e em linha com a análise apresentada anteriormente, destaca-se a menor preocupação dos empresários com o nível de demanda.

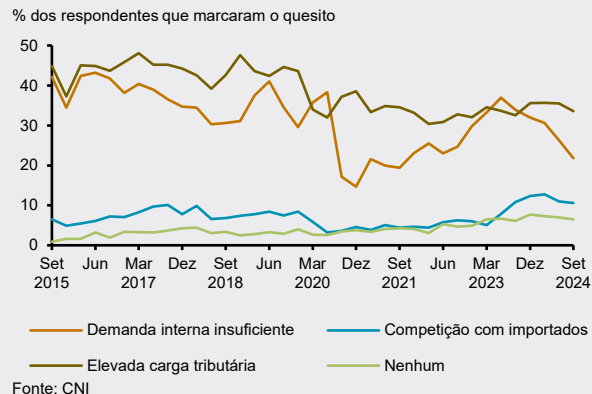
10/ Ver texto [Impacto do aumento nos custos de fretes e seguros nos preços importados da China](#), de autoria de Celso Nozema e Marcos Torres, publicado no BC Blog.

11/ Ver box [Indicadores complementares de mercado de trabalho](#), publicado no Relatório de setembro de 2024.

Gráfico 11A – Principais problemas da indústria



Gráfico 11B – Principais problemas da indústria



Em resumo, este boxe caracterizou o momento favorável da indústria de transformação em 2024. Mostrou-se que houve crescimento disseminado da produção entre as categorias de uso e atividades, que o aumento da produção tem relação com o aquecimento da demanda doméstica e com o maior uso de fatores de produção, que a lucratividade do setor ainda se encontra em patamar relativamente elevado e que a confiança dos empresários aumentou. Aumentar a produtividade e os fatores de produção é essencial para que o setor mantenha a tendência de expansão. No curto prazo, no entanto, a trajetória poderá ser impactada por fatores mais cíclicos, inclusive pela política monetária mais restritiva.

Juros, renda e o consumo de duráveis e não duráveis

Os bens de consumo duráveis, como automóveis e eletrodomésticos, que fornecem utilidade aos seus donos por um tempo prolongado, tendem a ter uma menor necessidade de reposição imediata do que a dos bens de consumo não duráveis, como alimentos e combustíveis. Essa diferença de características pode implicar magnitudes distintas da elasticidade à renda para esses dois tipos de consumo. Além disso, pelo seu preço elevado relativamente à renda mensal, muitas vezes os bens de consumo duráveis são comprados de forma parcelada, sendo sua aquisição, portanto, mais influenciada pela taxa de juros. Este boxe avalia empiricamente essa possível heterogeneidade dos efeitos da taxa de juros e da renda sobre esses dois tipos de consumo para a economia brasileira.

Para tanto, estimou-se um modelo de vetores autorregressivos (VAR) relacionando as quatro variáveis – *proxies* para o consumo de bens duráveis e não duráveis, uma medida de renda das famílias e uma medida da taxa de juros. As *proxies* para o consumo foram construídas a partir de agregações dos itens da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).¹ A medida de renda utilizada foi a Renda nacional disponível bruta das famílias restrita (RNDBF restrita), deflacionada pelo IPCA, calculada pelo Banco Central,² enquanto a medida da taxa de juros foi a taxa Selic real *ex-ante* obtida a partir das expectativas compiladas no Relatório Focus. As variáveis de consumo e renda foram utilizadas em primeira diferença logarítmica nas séries com ajuste sazonal, enquanto na taxa de juros foi empregada apenas a primeira diferença. Os Gráficos 1 a 4 apresentam a evolução das variáveis usadas no modelo.

Gráfico 1 – Selic

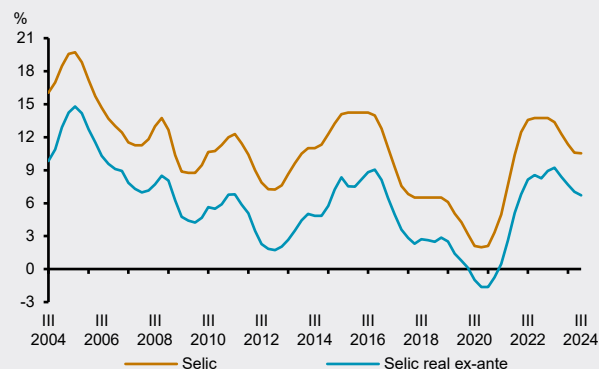
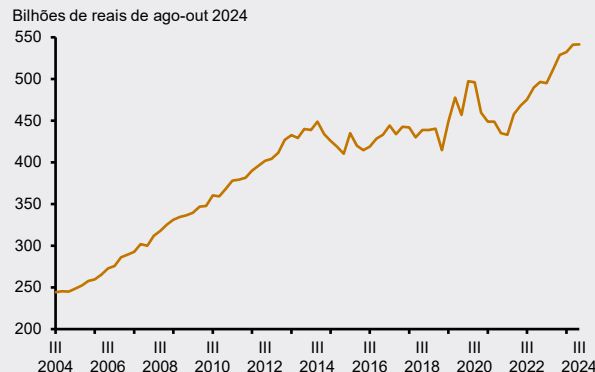


Gráfico 2 – RNDBF restrita



- 1/ Para duráveis considerou-se os itens “móveis e eletrodomésticos”, “equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação”, “material de construção” e “veículos, motocicletas, partes e peças”; para não duráveis utilizou-se “combustíveis e lubrificantes”, “hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo”, “tecidos, vestuário e calçados”, “artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e cosméticos” e “livros, jornais, revistas e papelaria”. O ajuste sazonal de duráveis e não duráveis foi construído de maneira indireta, agregando os componentes já ajustados sazonalmente.
- 2/ Disponível no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) sob código 29028.

Gráfico 3 – PMC - não duráveis

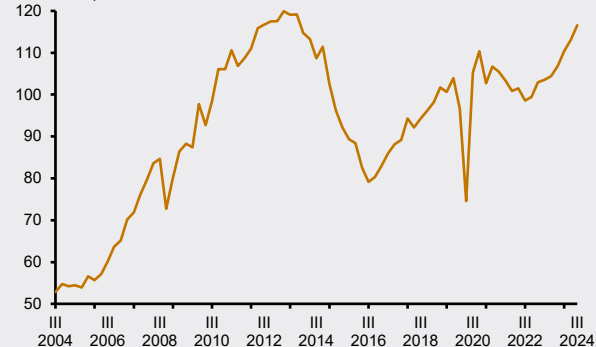
2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 4 – PMC - duráveis

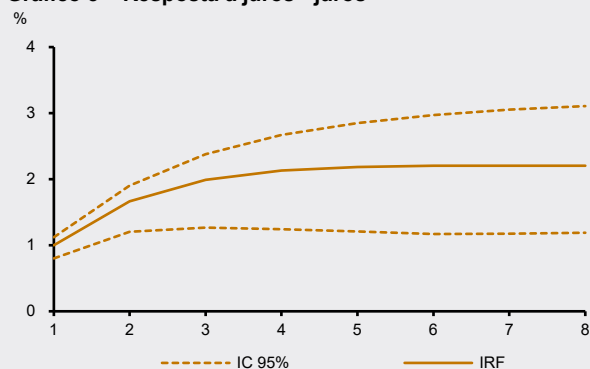
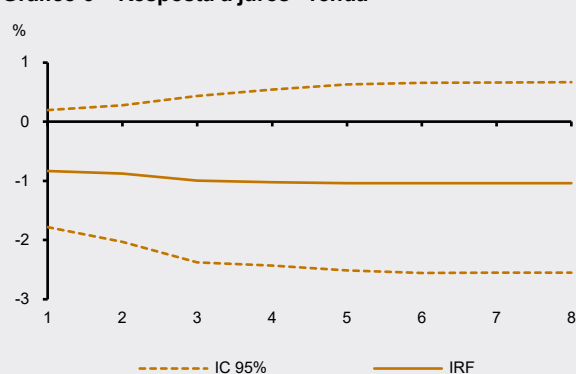
2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

O VAR foi estimado em frequência trimestral com uma defasagem³ e a amostra utilizada para a estimação compreendeu o período entre primeiro trimestre de 2004 e o quarto trimestre de 2019.⁴ Para a identificação dos choques estruturais foi utilizada identificação recursiva, através da decomposição de Cholesky⁵, supondo que a ordem das variáveis, da mais exógena para a mais endógena, seja: juros, renda, não duráveis e duráveis. A escolha por supor a taxa de juros como mais exógena do que a renda foi permitir ao modelo encontrar efeitos contemporâneos da política monetária sobre essas atividades. Contudo, em uma especificação alternativa, com a renda mais exógena do que a taxa de juros, não foram encontradas alterações significativas nas respostas de duráveis e não duráveis.

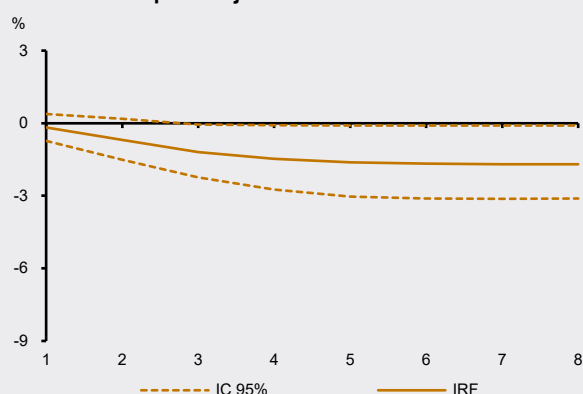
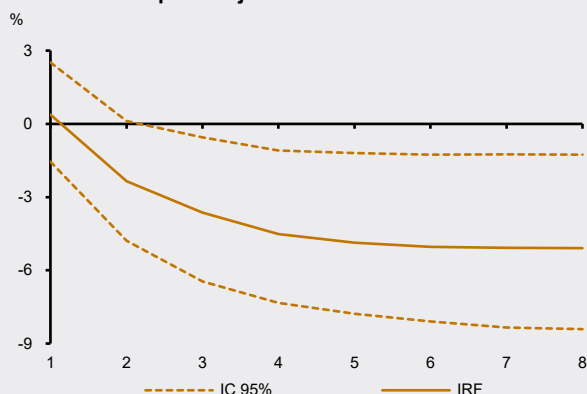
Os Gráficos 5 a 8 mostram as funções de impulso-resposta (IRF) estimadas a um choque de 1 p.p. na taxa de juros. Trata-se de funções de impulso-resposta acumuladas e, portanto, apesar do modelo ser estimado em primeira diferença, os Gráficos 5 a 8 devem ser interpretados como efeitos sobre os níveis das variáveis. Esse choque inicial de 1 p.p. na taxa de juros levaria essa própria variável a um patamar aproximadamente 2 p.p. mais alto após sete trimestres (Gráfico 5). Por sua vez, os Gráficos 9 a 12 apresentam as funções de impulso resposta a um choque de 1 p.p. na variação da renda – que igualmente levam a um aumento permanente em nível.

Gráfico 5 – Resposta a juros - juros**Gráfico 6 – Resposta a juros - renda**

3/ Defasagem escolhida automaticamente segundo o critério Akaike.

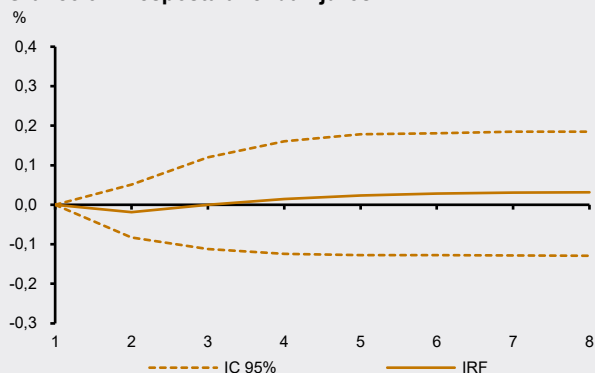
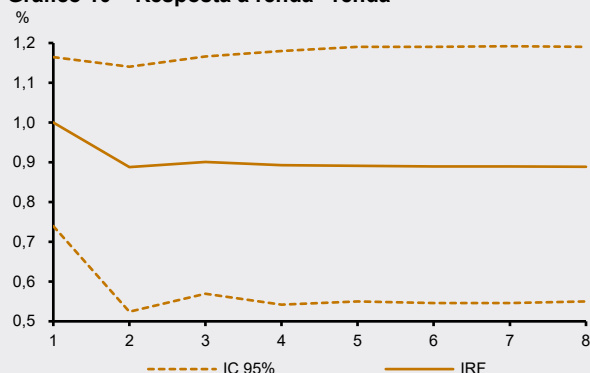
4/ Optou-se por estimar o modelo utilizando apenas dados anteriores à pandemia devido à dificuldade em tratar de maneira satisfatória os efeitos da crise sanitária nas variáveis econômicas. Contudo, em especificação alternativa incluindo o período pós pandemia (até o terceiro trimestre de 2024), os resultados mostraram-se qualitativamente próximos à estimação base, mas com efeitos menores e maior incerteza.

5/ O método de identificação de Cholesky se baseia na hipótese de ordenação do componente mais exógeno ao mais endógeno. Na forma estrutural das equações, o componente considerado mais exógeno não sofre impacto contemporâneo dos demais componentes. Seguindo esta ordenação, cada um dos componentes seguintes, considerados relativamente mais endógenos, sofrerá o impacto contemporâneo apenas de choques sobre os componentes anteriores.

Gráfico 7 – Resposta a juros - não duráveis**Gráfico 8 – Resposta a juros - duráveis**

Como esperado, bens de consumo duráveis respondem mais aos juros do que os não duráveis. Um choque inicial de 1 p.p. na taxa de juros leva a uma redução de 2,3 p.p. no consumo de duráveis no trimestre seguinte, atingindo uma contração de aproximadamente 5 p.p., três trimestres após o choque.⁶ A razão dessas respostas de taxa de juros e de consumo de duráveis equivale a uma elasticidade de 2,3. Apesar da estimativa da resposta dos duráveis aos juros ser alta e, após o segundo trimestre, estatisticamente diferente de zero no nível de confiança de 95%, essa estimativa vem acompanhada de grande incerteza. De acordo com o modelo estimado, no mesmo nível de confiança, a resposta após sete trimestres pode ser tão elevada quanto -8,4 p.p. ou tão reduzida quanto -1,3 p.p. Por sua vez, a resposta de não duráveis ao mesmo choque em juros chega a pouco mais de 1,5 p.p., implicando uma elasticidade à taxa de juros levemente menor do que um. Ao mesmo nível de 95% de confiança, a resposta de não duráveis é levemente diferente de zero a partir do segundo trimestre após o choque. A principal conclusão, portanto, é a maior reação do consumo de bens duráveis, em comparação ao consumo de não duráveis, a movimentos nas taxas de juros, apesar da incerteza sobre a magnitude.

Por sua vez, a resposta a um choque inicial de 1 p.p. na renda é mais próxima para as duas classes de bens, porém ainda maior nos duráveis. Após dois trimestres, em resposta ao choque, há altas de aproximadamente 1 p.p. para o consumo de duráveis e de 0,5 p.p. para consumo de não duráveis. Portanto, de acordo com as estimativas pontuais, o consumo de duráveis tem elasticidade à renda próxima de 1, enquanto o consumo de não duráveis tem elasticidade menor do que um. Ambas as respostas são estatisticamente diferentes de zero no nível de confiança de 95%.

Gráfico 9 – Resposta a renda - juros**Gráfico 10 – Resposta a renda - renda**

6/ Nessa especificação do modelo o choque na taxa de juros também impacta a renda das famílias. Todavia, resultado similar é obtido na especificação em que a renda é considerada a variável mais exógena na ordenação da decomposição de Cholesky.

Gráfico 11 – Resposta a renda - não duráveis

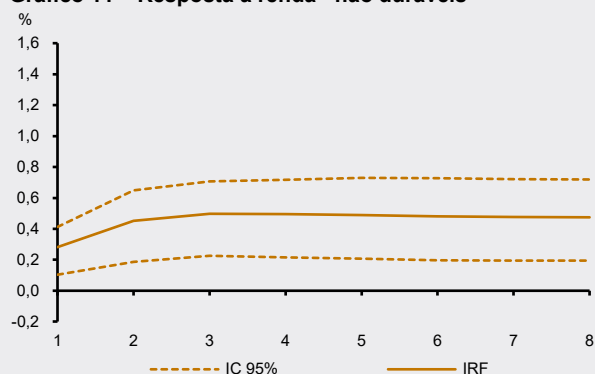
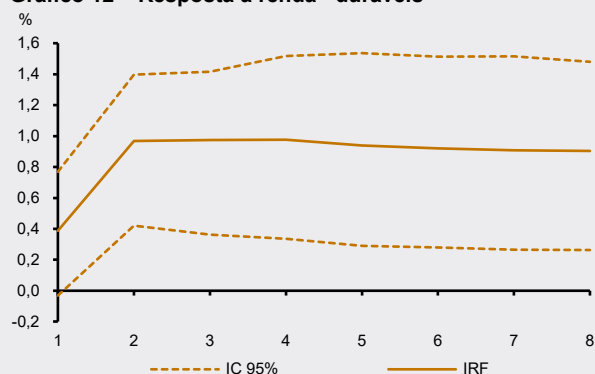


Gráfico 12 – Resposta a renda - duráveis



Outra maneira de analisar os efeitos da taxa de juros e da renda sobre os diferentes tipos de consumo é através da decomposição da variância do erro de previsão, na qual, para cada variável, decompõe-se a variância do seu erro de previsão para um determinado número de períodos à frente nos choques estruturais do modelo. A Tabela 1 apresenta essa decomposição para as projeções oito trimestres à frente. Choques nos juros mostram-se mais importantes para a variância de duráveis, sendo responsáveis por 18% da variância do erro de previsão da variável, ao passo que sua importância para não duráveis é de 10%. Por sua vez, o choque na renda tem importância maior para o consumo de não duráveis (24%). Já sobre os duráveis, a importância dos choques na renda é menor (12%). Os choques do consumo de não duráveis também tem alguma relevância para a explicação da variação do consumo de duráveis. Assim sendo, essa métrica também sugere uma maior importância das variações da taxa de juros sobre o consumo de bens duráveis.

Tabela 1 – Decomposição do erro de variância de projeção
Oito trimestres à frente

Choque	%			
	Juros	Renda	Não duráveis	Duráveis
Juros	93,2	5,0	10,4	18,5
Renda	0,8	94,7	23,8	11,9
Não duráveis	4,8	0,1	63,5	12,4
Duráveis	1,3	0,2	2,3	57,3

Em resumo, os exercícios apresentados indicam que taxa de juros e renda das famílias – que inclui a remuneração do trabalho e benefícios sociais – influenciam significativamente o consumo. Além disso, a análise mostra que, conforme o esperado, o consumo de bens duráveis é mais sensível a mudanças na taxa de juros. Esses resultados são particularmente relevantes na conjuntura atual, caracterizada por passado recente em que houve diminuição da taxa de juros, pelo atual ciclo de aperto monetário e por expansão robusta da renda das famílias.

Projeção para a evolução do crédito em 2024 e 2025

As projeções de crescimento nominal do saldo do crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) para 2024 e 2025 foram revisadas para baixo. A projeção para 2024 passou de 11,1% para 10,6%; e a para 2025, de 10,3% para 9,6% (Tabela 1). A revisão nas projeções considerou, em particular, o cenário de política monetária mais restritiva e a reavaliação da trajetória dos financiamentos com recursos direcionados, que prevaleceram sobre as expectativas de maior crescimento da atividade econômica e mercado de trabalho mais aquecido.

A principal alteração na projeção do crédito em 2024 foi a redução no crescimento do segmento de pessoas jurídicas com recursos direcionados. O crescimento esperado para essa carteira diminuiu em função da reavaliação do crédito rural e dos empréstimos do Crédito Solidário ao Rio Grande do Sul, que têm evoluído abaixo do previsto anteriormente. No crédito livre, a elevação do crescimento esperado no segmento de pessoas jurídicas compensou a diminuição no de pessoas físicas.

A queda na projeção do crédito em 2025 refletiu, principalmente, a diminuição do crescimento do saldo dos empréstimos com recursos livres a pessoas físicas. Os efeitos do aperto da política monetária devem se concentrar no próximo ano, afetando especialmente as operações de crédito livre. O crescimento esperado da carteira de crédito livre às empresas foi mantido, porém em patamar inferior ao da carteira de pessoas físicas. No segmento direcionado, as condições de oferta mais restritivas do financiamento imobiliário¹ e o crédito rural mais contido devem afetar tanto as operações com pessoas físicas como as com pessoas jurídicas. Em termos reais, projeta-se crescimento de 4,9% no saldo de crédito total no próximo ano, discretamente menor que a variação de 5,4% esperada para 2024 (Gráfico 1).

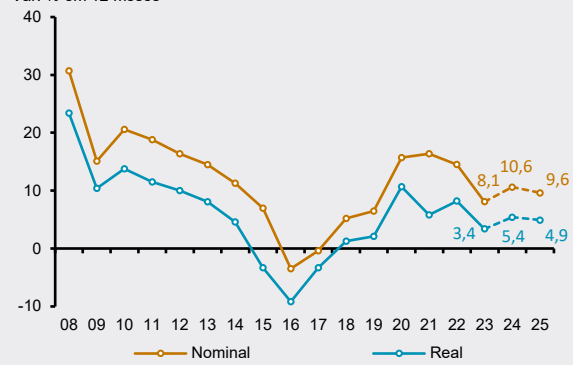
Tabela 1 – Saldo de crédito

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

1/ Conforme mostra a edição mais recente da [Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito](#) (PTC) conduzida pelo Banco Central.

Gráfico 1 – Saldo de crédito total

Var. % em 12 meses



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 2025. Projeta-se aumento relevante do déficit em transações correntes entre 2023 e 2024 e um acréscimo mais modesto entre 2024 e 2025. Contudo, o déficit em transações correntes nesses anos deve seguir inferior ao fluxo líquido de investimento direto no país (IDP).

Tabela 1 – Projeções das contas externas

Discriminação	US\$ bilhões					
	2023	2024	Projeção 2024		Projeção 2025	
	Ano	Jan - Out	Anterior	Atual	Anterior	Atual
Transações correntes	-25	-44	-51	-54	-60	-58
Balança comercial	92	56	68	65	64	65
Exportações	344	287	335	337	341	338
Importações	252	231	267	272	277	274
Serviços	-40	-40	-48	-48	-49	-49
dos quais: viagens	-8	-6	-8	-8	-10	-10
dos quais: transportes	-13	-12	-16	-15	-15	-14
Renda primária	-79	-61	-72	-73	-75	-75
dos quais: juros	-30	-24	-29	-28	-31	-31
dos quais: lucros e dividendos	-50	-38	-43	-46	-44	-44
Investimentos – passivos	85	94	102	108	85	85
IDP	62	61	70	70	70	70
Inv. Carteira	14	14	12	18	15	15
Outros inv. Passivos ¹	9	19	20	20	0	0

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

Projeções para 2024

A projeção para o déficit em transações correntes em 2024 foi revisada ligeiramente para cima, de US\$51 bilhões para US\$54 bilhões (Tabela 1), equivalente a 2,5% do Produto Interno Bruto (PIB) (Gráfico 1). A revisão reflete a expectativa de menor saldo comercial, devido principalmente às maiores importações. As projeções para as contas de serviços e renda primária ficaram relativamente estáveis.

O valor projetado para as exportações foi ligeiramente majorado. O cenário se mantém muito similar, com expectativa de pequeno aumento no volume exportado em relação a 2023 contraposto por preços de *commodities* em patamar mais baixo. A nova projeção para as importações considera *quantum* maior de bens de capital e bens intermediários, incorporando os bons resultados dos meses de setembro e outubro. Os preços dos importados, em contrapartida, devem sofrer retração um pouco mais acentuada em relação ao ano passado do que previamente esperada.

Para a conta de serviços, a projeção de déficit foi mantida. Em relação ao ano passado, destacam-se as altas esperadas nos déficits de transporte e de serviços de tecnologia e TI. O déficit em renda primária, cuja projeção

teve aumento pequeno, considera maiores despesas líquidas com lucros e dividendos diante do ritmo mais intenso da atividade doméstica, o que aumenta a lucratividade dos investimentos diretos no país.

Na conta financeira, a principal mudança ocorreu na projeção para os investimentos em carteira, revisada para cima, de US\$12 bilhões para US\$18 bilhões. Apesar do contexto de incertezas, tanto nos cenários externo como doméstico, o aumento do diferencial de juros tem atraído fluxos estrangeiros para títulos de dívida no país. Já a projeção para o fluxo líquido de IDP foi mantida desde o Relatório anterior em US\$70 bilhões, equivalente a 3,2% do PIB (Gráfico 2). A estimativa considera a recuperação ao longo do ano do componente de participação no capital, associado a lucros que são reinvestidos no país.

Projeção para 2025

As projeções para as contas externas em 2025 também sofreram alterações pequenas em relação às do Relatório anterior. Em relação a 2024, projeta-se aumento marginal do déficit em transações correntes para US\$58 bilhões, equivalente a 2,7% do PIB, com alterações modestas em todas suas contas. Em particular, destacam-se as despesas líquidas com juros na conta de renda primária. Apesar da perspectiva de redução das taxas de juros nos Estados Unidos da América ao longo do horizonte de projeção em relação ao que vigorou em 2023, o custo médio do estoque de dívida deve aumentar devido à rolagem de empréstimos de longo prazo a taxas de juros mais elevadas do que quando originados.

A projeção de ligeiro aumento do déficit na conta de serviços, em relação a 2024, considera moderada recuperação nas despesas líquidas com viagens, que ainda não voltaram ao nível pré-pandemia. Por sua vez, a estabilidade do saldo comercial em relação a 2024 resulta de aumentos módicos nas exportações e nas importações. O aumento de ambos deve se dar pelo maior *quantum* comercializado, já que na média anual os preços devem recuar em relação a 2024.

O IDP deve manter-se estável em US\$70 bilhões. A boa perspectiva para as exportações e o ritmo da atividade doméstica favorecem os aportes de capital estrangeiro em empresas no país. A entrada líquida representaria 3,2% do PIB, 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, favorecida pelo diferencial de juros mais atrativo.

Gráfico 1 – Transações correntes

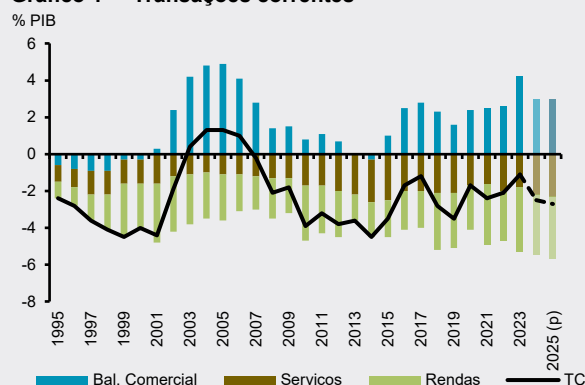
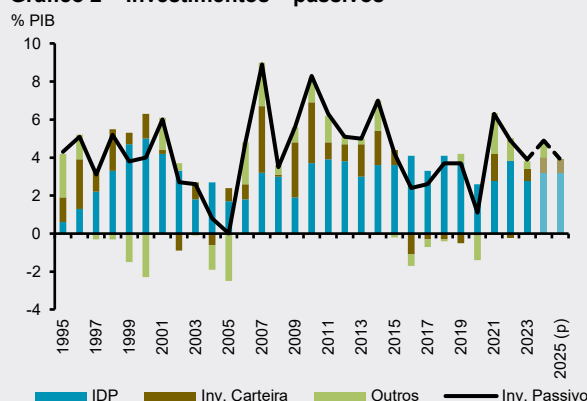


Gráfico 2 – Investimentos – passivos



2

Perspectivas para a inflação

Este capítulo analisa as perspectivas para a inflação. As projeções de inflação apresentadas se estendem até o 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 Itaipu 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

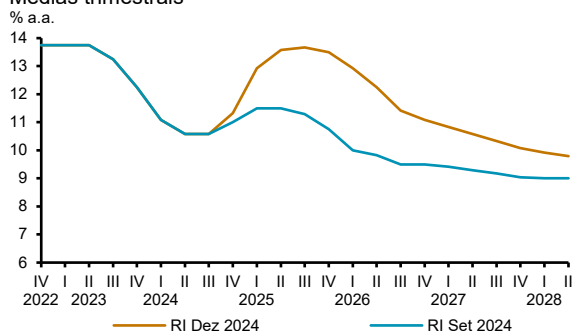
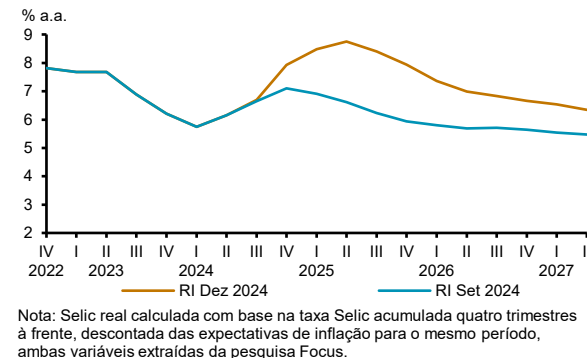


Gráfico 2.2.2 – Selic real acum. quatro trimestres à frente
Médias trimestrais



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

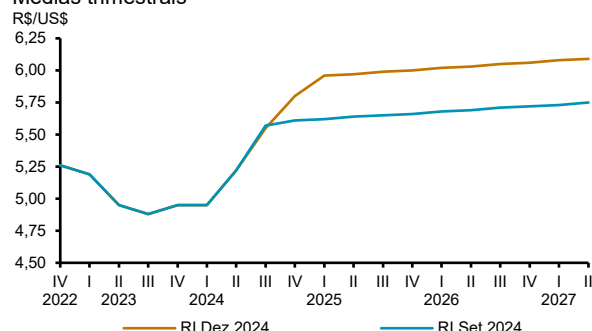
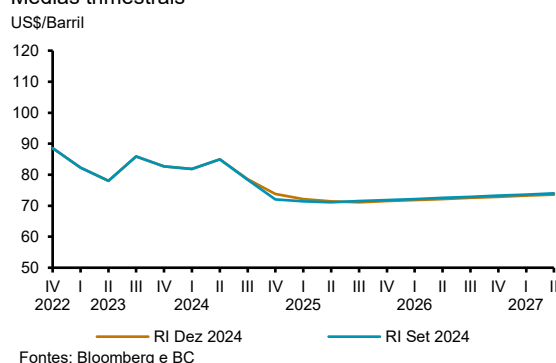


Gráfico 2.2.4 – Preço do petróleo Brent
Médias trimestrais



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.

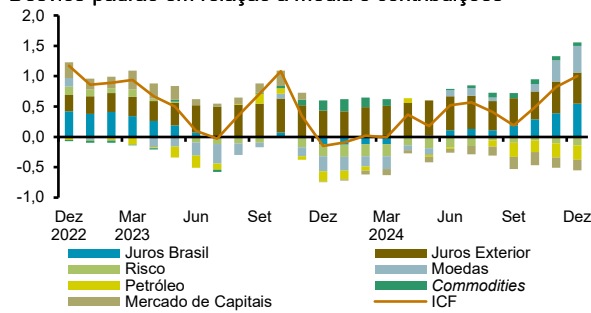
As condições financeiras ficaram bem mais restritivas desde o Relatório anterior, principalmente em decorrência da depreciação cambial e da elevação dos juros futuros domésticos. As condições financeiras, depois de arrefecerem parcialmente em agosto e setembro, ficaram crescentemente restritivas ao longo 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

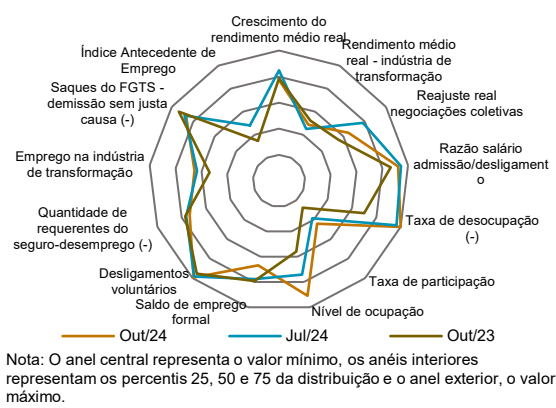
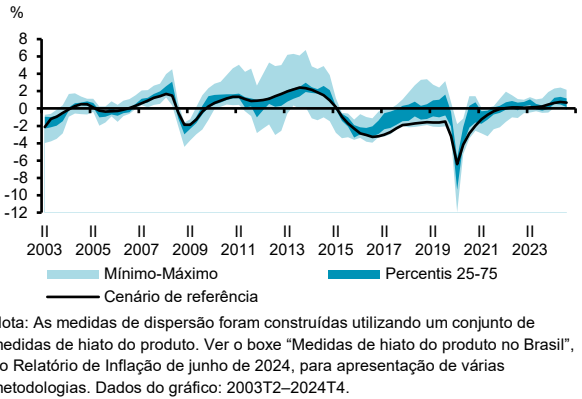


Gráfico 2.2.8 – Hiato do produto: estimativas e dispersão



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

	%															
	2023		2024			2025				2026				2027		
Índice de preços	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.

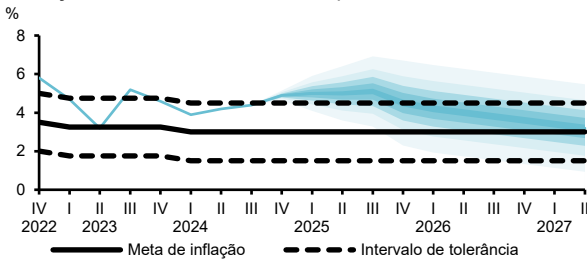
Na comparação com o Relatório anterior, as projeções de inflação subiram em todo o horizonte apresentado, aumentando assim o distanciamento em relação à meta e tornando a convergência para a meta mais desafiadora. A projeção para o segundo trimestre de 2026 aumentou 0,5 p.p. em relação ao Relatório anterior. 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.

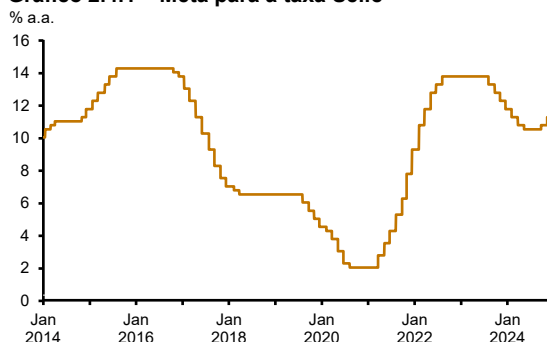
ii. impactos do aperto monetário sobre a desinflação global se mostrarem mais fortes do que o esperado

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.



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
Adin	Ação Direta de Inconstitucionalidade
ANEEL	Agência Nacional de Energia Elétrica
BC	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BoE	Banco da Inglaterra
BPC	Banco do Povo da China
BPC	Benefícios de Prestação Continuada
CCT	Convenções Coletivas de Trabalho
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
CNT	Contas Nacionais Trimestrais
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
FGV	Fundação Getúlio Vargas
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IC-Br	Índice de Commodities – Brasil
ICF	Indicador de Condições Financeiras
IDP	Investimento direto no país
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IR	Imposto de Renda
MDIC	Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços
Mediador	Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
Novo Caged	Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
Nuci	Nível de utilização da capacidade instalada
Opep+	Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados

p.p.	Pontos percentuais
PCE	Deflator dos gastos com consumo
PEAC	Programa Emergencial de Acesso ao Crédito
PIB	Produto Interno Bruto
PIM	Pesquisa Industrial Mensal
PLOA	Projeto de Lei Orçamentária Anual
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
PPC	Paridade do Poder de Compra
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
TRU	Tabelas de Recursos e Usos
VAB	Valor Adicionado Bruto
VAR	Vetor autorregressivo
VIX	Chicago Board Options Exchange Volatility Index