



ISSN 1517-6576

Relatório de Política Monetária

Volume 1 | Número 1 | Março 2025



Relatório de Política Monetária

Volume 1 | Número 1 | Março 2025

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Política Monetária

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 12.079, de 26 de junho de 2024.

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 Política Monetária, volume 1, nº 1.

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 nº 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 referia à inflação do ano-calendário ([Decreto nº 3.088, de 21/6/1999](#)). Desde janeiro de 2025, a meta se refere à inflação acumulada em doze meses, apurada mês a mês ([Decreto nº 12.079, de 26/6/2024](#)). Nessa sistemática, também conhecida como de “meta contínua”, a verificação ocorre todo mês, não ficando mais restrita ao mês de dezembro de cada ano.

A meta é considerada descumprida se a inflação ficar fora do intervalo de tolerância por seis meses consecutivos. 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 (MF), contendo descrição detalhada das causas do descumprimento; as medidas necessárias para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e o prazo esperado para que as medidas produzam efeito. Nova nota e nova carta têm de ser divulgadas caso a inflação não retorne ao intervalo de tolerância da meta no prazo estipulado na nota e na carta ou caso o BC considere necessário atualizar as medidas ou o prazo esperado para o retorno da inflação ao intervalo de tolerância da meta fixado.

- iii. Meta e intervalo de tolerância:** A meta para a inflação fixada pelo CMN para o período iniciado em janeiro de 2025 é 3,00%, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), com intervalo de tolerância de menos 1,50 p.p. e mais 1,50 p.p., isto é, de 1,50% a 4,50% ([Resolução nº 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. As reuniões do Copom contam com 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 Política Monetária (RPM):** publicado até o último dia de cada trimestre civil, traz detalhamento da evolução recente e das perspectivas da economia, com ênfase nas perspectivas para a inflação. Entre 1999 e 2024, esse relatório era denominado Relatório de Inflação (RI).

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 _____	19
Crédito _____	22
Fiscal _____	25
Contas externas _____	27
Preços _____	30
Perspectivas para a inflação	64
2.1 Revisões e projeções de curto prazo _____	64
2.2 Projeções condicionais _____	65
Determinantes da inflação e condicionamentos _____	65
Projeções de inflação _____	69
2.3 Balanço de riscos _____	71
2.4 Condução da política monetária _____	73
Apêndice metodológico _____	74
Boxes	
Ajuste sazonal e incerteza sobre a intensidade da desaceleração do PIB no início de 2025 _____	37
Revisão da projeção do PIB para 2025 _____	44
Fluxo financeiro e impulso de crédito em 2024 _____	46
Projeção para a evolução do crédito em 2025 _____	50
Projeções para as contas externas de 2025 _____	51
Alta do preço boi gordo e efeito nos preços ao consumidor _____	53
Estoques de ativos e passivos públicos nas estatísticas macroeconômicas do setor fiscal _____	58
Decomposição da inflação de 2024 _____	76
Apêndice	79



Sumário executivo

O ambiente externo permanece desafiador e segue exigindo cautela por parte de países emergentes. 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. A conjuntura e a política econômica nos Estados Unidos, em particular a incerteza acerca da sua política comercial, suscitam mais dúvidas sobre os ritmos de desaceleração da atividade econômica e da desinflação e, conseqüentemente, sobre a postura do Fed e o ritmo de crescimento dos demais países.

No cenário doméstico, notam-se sinais que sugerem uma incipiente moderação do crescimento econômico. O PIB cresceu fortemente em 2024, 3,4%, mas desacelerou mais que o esperado no quarto trimestre, ao crescer 0,2%. A desaceleração foi mais nítida nos setores mais sensíveis ao ciclo econômico, no consumo das famílias e na formação bruta de capital fixo. Nesse contexto, a projeção para o crescimento do PIB em 2025 foi revisada para baixo, de 2,1% para 1,9%, com maior redução na expectativa dos componentes mais cíclicos.

A inflação, que já estava em patamar elevado, voltou a subir e a desancoragem das expectativas de inflação aumentou. A inflação acumulada em doze meses, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), aumentou de 4,87% em novembro para 5,06% em fevereiro, com surpresa de +0,33 p.p. em relação ao cenário de referência apresentado no Relatório anterior. As medidas de inflação subjacente também estão mais pressionadas. As expectativas de inflação da pesquisa Focus se deterioraram novamente para todo o horizonte projetado, ampliando a diferença em relação à meta de inflação.

Nas projeções do cenário de referência, a inflação continua acima do limite do intervalo de tolerância ao longo de 2025, começando a cair a partir do quarto trimestre, mas ainda permanecendo acima da meta. Nesse cenário, a inflação acumulada em quatro trimestres fica na faixa de 5,5%-5,6% nos três primeiros trimestres de 2025, cai para 5,1% no final do ano, 3,7% em 2026 e 3,1% no último período considerado, referente ao terceiro trimestre de 2027. No horizonte relevante de política monetária, considerado como sendo o terceiro trimestre de 2026, a inflação projetada é 3,9%. 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 269ª reunião do Copom, realizada em 18 e 19.03.2025.

As projeções de inflação se mantiveram acima da meta, tornando a convergência para a meta desafiadora. A projeção para 2025 aumentou 0,6 p.p. em relação ao Relatório anterior, enquanto para o terceiro trimestre de 2026 aumentou 0,1 p.p. Neste último horizonte, houve aumento das projeções da inflação de preços livres e redução da de preços administrados. Os efeitos dos aumentos das expectativas de inflação e da inércia decorrente das surpresas inflacionárias e da revisão das projeções de curto prazo pressionaram as projeções para cima, enquanto a subida da taxa de juros real, a apreciação cambial e a queda do preço do petróleo contribuíram para baixo.

Em sua reunião mais recente (269ª reunião), o Copom comunicou:

O cenário mais recente é marcado por desancoragem adicional das expectativas de inflação, projeções de inflação elevadas, resiliência na atividade econômica e pressões no mercado de trabalho, o que exige uma política monetária mais contracionista.

O Copom então decidiu elevar a taxa básica de juros em 1,00 ponto percentual, para 14,25% 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 da continuidade do cenário adverso para a convergência da inflação, da elevada incerteza e das defasagens inerentes ao ciclo de aperto monetário em curso, o Comitê antevê, em se confirmando o cenário esperado, um ajuste de menor magnitude na próxima reunião. Para além da próxima reunião, o Comitê reforça que 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 Política Monetária (RPM) 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, que ainda se caracteriza pela resiliência da atividade e pelo processo incompleto de desinflação, permanece desafiador diante do aumento das incertezas relacionadas ao reposicionamento das políticas comerciais globais. A calibragem da política monetária, o impulso de política fiscal e os efeitos das políticas comerciais são os fatores preponderantes para determinar a dinâmica prospectiva dos núcleos de inflação e da atividade econômica no horizonte de referência. A dissipação da alta dos núcleos, nas principais economias, segue incompleta e parou de avançar nos últimos meses, na medida em que se aproximaram dos níveis compatíveis com as respectivas metas de inflação (Gráfico 1.1.1 e Gráfico 1.1.2), enquanto os mercados de trabalho permanecem relativamente robustos. Nesse cenário, observa-se nos últimos meses um aumento da incerteza de política econômica, em geral, e da política comercial, em particular (Gráfico 1.1.3). Essa incerteza justifica atenção sobre o potencial impacto de medidas comerciais nas economias relevantes que possam distorcer preços relativos e deslocar a dinâmica da atividade econômica e da inflação.

Gráfico 1.1.1 – IPC – Países avançados

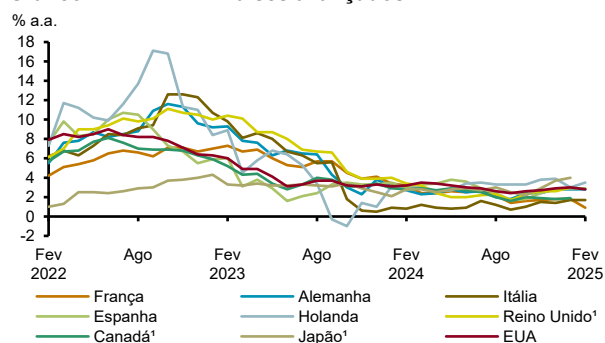


Gráfico 1.1.2 – Núcleo do IPC – Países avançados¹

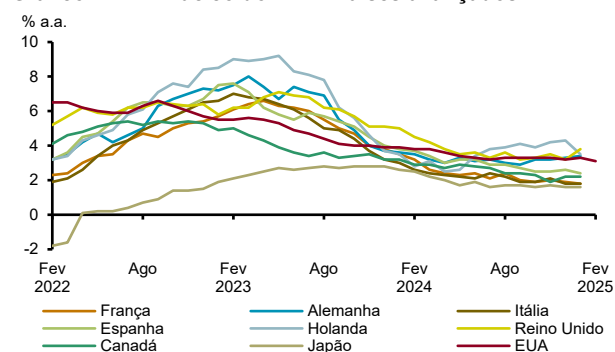


Gráfico 1.1.3 – Medidas de incerteza



Fonte: Bloomberg

1/ Ponderado pela paridade do poder de compra (PPP). Até janeiro de 2025.

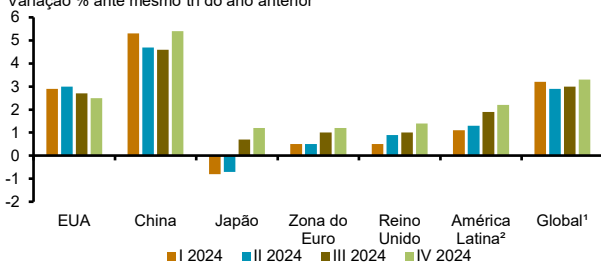
Após um processo contínuo de recuo nos índices cheios de inflação, as últimas leituras apontam para uma relativa estabilidade. Os núcleos de inflação ainda se encontram em níveis elevados, acima da meta em muitas economias, e tiveram seu ritmo de convergência perdendo velocidade, na margem. O bom desempenho dos mercados de trabalho contribui para a persistência dos núcleos, em especial do componente de serviços. Nos últimos meses, a alta dos preços de alimentos tem pressionado para cima os índices de inflação.

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 1.1.4), que se consolida à medida que o rebalanceamento entre demanda e oferta progride para um novo nível de equilíbrio. Esse processo continua 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 mudanças no perfil do consumo das famílias e mercados de trabalho robustos. A manufatura segue com dificuldades de crescimento mais sustentável. Tendências estruturais como endividamento, recuos na integração comercial e 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, em especial na comparação dos EUA com outras economias avançadas, explicando parte do melhor desempenho relativo da economia dos EUA.

Gráfico 1.1.4 – Crescimento do PIB

do 1º tri de 2024 até o 4º 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.

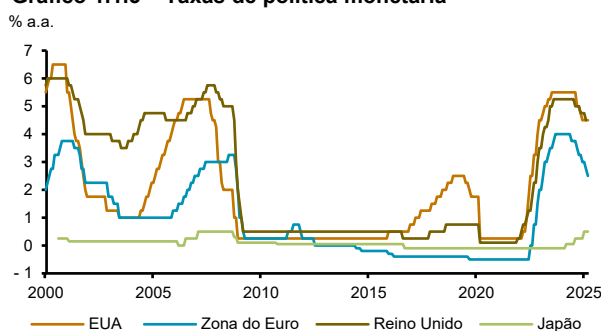
2/ Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

O anúncio de tarifas comerciais pelo governo dos EUA e as dúvidas associadas à sua implementação e à reação de outros governos têm gerado um aumento da incerteza e uma piora nas expectativas e na confiança dos agentes. Essa incerteza já produz comportamentos precaucionais, com impacto nos preços, e deve afetar o comércio internacional, a atividade global e ensejar diversificação ou realocação de fatores menos eficiente, comprometendo as cadeias produtivas globais e pondo em risco a contribuição relativamente favorável do componente de bens na inflação. Outras medidas que acentuam os déficits fiscais ou que limitam a oferta no mercado de trabalho também contribuem para a percepção de maior incerteza. Com isso, os ativos financeiros, em geral, têm experimentado maior volatilidade, com maior procura por ativos menos arriscados, enquanto, no mercado de câmbio, o dólar sofreu depreciação frente aos pares em 2025, após uma forte apreciação no final de 2024

Nas economias avançadas, as expectativas de inflação projetam direções diferentes, impactadas pela perspectiva do impacto inflacionário das tarifas comerciais e deflacionário da redução do volume de comércio internacional. O efeito líquido dos choques de preços e de oferta, bem como sua distribuição intertemporal, permanece incerto. A inflação segue em elevação no Japão, superando sua meta. Para as economias emergentes, verifica-se uma elevação nas expectativas em vários países, em especial para 2025, a despeito da apreciação das suas moedas refletindo, em parte, o movimento global de depreciação do dólar. Observa-se uma redução no apetite ao risco pelos ativos de economias emergentes, pois preocupações domésticas se somam às relativas ao transbordo dos riscos crescentes de geofragmentação.

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 no período pós-pandemia entre 2021 e 2023, os determinantes do processo de desinflação tendem a não ser tão sincronizados entre os países, o que torna esse processo mais heterogêneo, implicando em menor sincronia no afrouxamento monetário quando comparado com o ciclo de aperto (Gráfico 1.1.5). Os bancos centrais, em geral, continuam comunicando 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 bancos centrais indicam que o balanço de riscos tem levado em conta tanto pressões sobre a convergência da inflação à meta, quanto sobre o nível equilibrado de emprego.

Gráfico 1.1.5 – Taxas de política monetária¹



Fonte: Bloomberg
1/ Até 19 de março.

A avaliação adequada do impacto das tarifas comerciais em seus respectivos países será fundamental para ajudar a definir os próximos passos da política monetária. Neste sentido, os impactos sobre a inflação e atividade são contingentes a:

(i) Como se combinam com fatores usuais, como o aumento dos preços internos decorrentes dos aumentos das tarifas de importação; (ii) Quais os parâmetros específicos das tarifas; qual sua magnitude efetiva; quando serão implementadas; por quanto tempo irão vigorar; quais jurisdições serão atingidas e sua importância relativa; quais produtos serão afetados; e se haverá isenções ou compensações; (iii) Quais serão as estratégias de resposta ou retaliação; (iv) Qual será a resposta dos importadores e dos consumidores finais, se absorvem custos em margens de lucro ou se buscam substituição; (v) Quais os investimentos requeridos e o tempo para aumentar a produção doméstica de produtos tarifados; (vi) Quais os investimentos requeridos para redirecionar produção e logística para outros mercados; (vii) Qual o esforço resultante para viabilizar novo equilíbrio de produção; (viii) Qual o comportamento das taxas de câmbio locais em relação ao dólar americano.

Ao final, esses fatores interagem, restando a avaliação se haverá mudança estrutural da produção e do consumo, novo equilíbrio de preços relativos e fragmentação estrutural do comércio internacional. Todas essas incertezas exigem uma política monetária centrada em combater efeitos de segunda ordem dos choques resultantes.

A atividade econômica dos EUA mantém sinais de solidez, mas com perspectivas de desaceleração. No quarto trimestre de 2024, o PIB cresceu 2,3% T/T anualizado, impulsionado pelo consumo das famílias, que continua se beneficiando da evolução favorável do nível de renda e do uso da liquidez acumulada ao longo dos últimos anos. O investimento fixo se contraiu, embora com expansão na margem de gastos residenciais, apesar das taxas de juros historicamente elevadas. A reduzida taxa de poupança das famílias, as condições restritivas de crédito, o aumento recente da incerteza econômica e a consequente piora dos indicadores de confiança reforçam as perspectivas de abrandamento da atividade econômica nos próximos trimestres.

O mercado de trabalho nos EUA tem demonstrado sinais mais evidentes de acomodação nos últimos meses, com o rebalanceamento progressivo entre oferta e demanda. O nível de contratações foi ameno no período recente (média de 138 mil nos dois primeiros meses de 2025), em comparação com a média mensal de 168 mil em 2024 e de 216 mil em 2023, refletindo cenário de moderação e eventos climáticos específicos no período de sondagem. A taxa de desemprego tem oscilado em torno de 4,0% desde 2024, registrando 4,1% em fevereiro de 2025, nível que pode ser considerado historicamente baixo e próximo às estimativas de pleno emprego. As vagas de emprego em aberto têm se estabilizado em níveis próximos aos vigentes antes da pandemia do Covid-19, após declínio mais evidente até o primeiro semestre do ano passado, confirmando a redução do desequilíbrio entre oferta e demanda de trabalhadores. A taxa de participação tem se mantido relativamente estável, após recuperação nos anos anteriores, permanecendo ainda em níveis inferiores aos pré-pandemia. Os salários nominais continuam crescendo a taxas altas (4,0% a.a. em fevereiro¹), porém sofrendo erosão em termos reais pela inflação (1,2 % a.a.).

A inflação nos EUA mantém a perspectiva de desaceleração gradual e de convergência à meta ao longo dos próximos dois anos. O IPC (Índice de Preços ao Consumidor) registrou alta de 2,8% a.a. em fevereiro, enquanto o núcleo de inflação, que tem demonstrado maior persistência, registrou avanço de 3,1%. Os componentes de moradias, que exibem dinâmica historicamente 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 do mercado de trabalho, têm evidenciado maior grau de resiliência.

O Federal Reserve (Fed) tem expressado cautela nas últimas reuniões de política monetária. A taxa dos *Fed Funds* se manteve estável no intervalo entre 4,25%-4,50% na reunião ocorrida em março. O *Federal Open Market Committee* (FOMC) comunicou que considera adequada a postura monetária atual e que não há pressa para novos ajustes na taxa de juros, enfatizando o aumento da incerteza nos últimos meses e mantendo uma posição dependente do fluxo de dados recebidos. O nível atual permite flexibilidade para ajustes em ambas as direções conforme se reduza a incerteza sobre efeitos adversos ao seu mandato. Em março, o Fed comunicou a desaceleração da redução do estoque de títulos públicos em seu balanço, iniciada em junho/2022, para uma contração programada de até US\$5 bilhões ao mês a partir do mês de abril. Foi mantida a redução do estoque mensal de *mortgage-backed securities* (MBS) em até US\$35 bilhões mensais. Em paralelo, iniciaram-se discussões para a revisão do novo framework de política monetária, que deve ser completada até o final do verão no hemisfério norte.

O PIB da Área do Euro registrou crescimento dessazonalizado de 0,2% T/T no quarto trimestre de 2024, ante 0,4% no período anterior. Na comparação com o mesmo trimestre de 2023, houve expansão de 1,2%. O crescimento anual em 2024 foi de 0,9%. O consumo privado aumentou 0,4% no trimestre, resultando na maior contribuição para o crescimento nesse período (+0,2 p.p.). O investimento também apresentou desempenho positivo (+0,6%), contribuindo com 0,1 p.p. para o PIB. A contribuição do setor externo foi neutra no trimestre. Entre as principais economias da união monetária, destaque para a Espanha, com expansão de 0,8% T/T pelo terceiro trimestre consecutivo e Países Baixos, com crescimento de 0,4% T/T, ante 0,8% no trimestre anterior. Tanto a Alemanha como a França registraram contração do PIB no período, de 0,2% e 0,1% respectivamente, revertendo desempenho positivo no trimestre anterior. Mais recentemente, cresceram as expectativas para uma retomada mais forte da atividade na região, apoiada especialmente pela flexibilização da regra fiscal e aumento dos gastos públicos, ainda em debate, na Alemanha.

1/ Valor referente ao indicador "Average Hourly Earnings"

A inflação da Área do Euro no início do ano oscilou em torno do patamar alcançado no fechamento de 2024. A variação anual dos preços, que terminou o ano em 2,4%, manteve-se estável na prévia de fevereiro. De forma semelhante, o núcleo da inflação também registrou pouca variação desde o segundo semestre de 2024. O índice, que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e tabaco situou-se em 2,6% na prévia de fevereiro. Já a inflação anual de serviços, que registrou 4,0% no fechamento de 2024, caiu para 3,7% na prévia do último mês.

No Reino Unido, o processo desinflacionário apresentou uma dinâmica ligeiramente diferente, sofrendo maior impacto das recentes altas nos preços de energia. A inflação fechou 2024 em 2,5%, mas elevou-se para 3,0% em janeiro. Houve aceleração também nos preços do núcleo, que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e tabaco, registrando variação de 3,7% em janeiro (ante 3,2% em dezembro). A inflação de serviços registrou 5,0% em janeiro (ante 4,4% no mês anterior). Com relação a atividade, o PIB registrou crescimento de apenas 0,1% T/T no quarto trimestre de 2024, mesmo valor registrado no trimestre anterior.

A taxa de depósito do Banco Central Europeu (BCE) está atualmente em 2,50%, após seis reduções de 0,25 p.p. desde o início do processo de afrouxamento monetário, em junho de 2024. No comunicado da reunião do início de março, o BCE ressaltou que a política monetária está se tornando significativamente menos restritiva, com redução no custo dos empréstimos para as famílias e empresas e crescimento do crédito. As incertezas sobre o ambiente macroeconômico, que podem se agravar em um cenário de comércio global mais adverso, levaram o BCE a não se comprometer com uma trajetória preestabelecida para a taxa de juros futura. No Reino Unido, a taxa básica de juros está em 4,50%, após 3 cortes de 0,25 p.p. entre o início do afrouxamento monetário, em agosto de 2024, e a última reunião do conselho do Banco da Inglaterra (BoE) em fevereiro. Nessa ocasião, o BoE ressaltou que projeta alta da inflação até o terceiro trimestre do ano, antes de convergir para a meta de 2,0%. Além disso, há incerteza quanto às trajetórias da demanda agregada e oferta, reforçando a opção do Banco por uma flexibilização gradual dos juros, decidida a cada reunião.

Na China, a atividade econômica apresentou forte recuperação no último trimestre de 2024, interrompendo a tendência de desaceleração que prevaleceu nos trimestres anteriores. O crescimento do PIB registrou taxa interanual de crescimento de 5,4% no quarto trimestre, o que representou aceleração de 0,8 p.p. relativamente à taxa no trimestre anterior. Esse resultado possibilitou crescimento do PIB de 5,0% em 2024, atendendo à meta estabelecida pelo Congresso Nacional do Povo. Pela ótica da oferta, a aceleração da atividade foi disseminada na economia, liderada pelo setor terciário (+1,0 p.p.), seguida pelo setor secundário (+0,6 p.p.), sempre na comparação interanual. O valor adicionado pelo setor de incorporação imobiliária registrou taxa positiva (+2,0%) pela primeira vez desde o primeiro trimestre de 2023. Pela ótica da demanda, o aumento do PIB foi disseminado por todos os seus componentes, mas cabe destaque para a demanda externa, cuja contribuição representou metade (0,4 p.p.) da aceleração total do PIB. Em um contexto de ampliação de medidas restritivas ao comércio internacional, a demanda externa deve perder impulso ou eventualmente tornar-se negativa em 2025, razão pela qual o governo manifesta firme propósito de incentivar a ampliação da demanda interna, particularmente os gastos do governo e o consumo das famílias.

O crescimento do PIB chinês deve manter um ritmo forte no primeiro trimestre deste ano. Indicadores de atividade econômica referentes ao primeiro bimestre sinalizam que a produção industrial, a atividade dos serviços, as vendas no varejo e o investimento em ativo fixo registraram taxas de crescimento superiores às do ano passado. O setor de incorporação imobiliária, porém, prossegue em ajuste estrutural contracionista. O comércio exterior perdeu impulso no início de 2025, com desaceleração do aumento das exportações e redução das importações, o que pode se prolongar pelo restante deste ano, em um contexto global de elevação de tarifas comerciais.

As metas econômicas para este ano foram apresentadas no Congresso Nacional do Povo no início de março. Dentre essas metas, destacam-se: (1) crescimento real do PIB de aproximadamente 5%, igual ao de 2024; (2) inflação ao consumidor de 2% (a menor já determinada); (3) déficit fiscal de 4% do PIB (1,0 p.p. acima do ano passado); (4) aumento da emissão de títulos dos governos locais de RMB 500 bilhões, relativamente ao ano anterior; (5) aumento da emissão de títulos do governo central; e (6) manutenção da taxa de desemprego

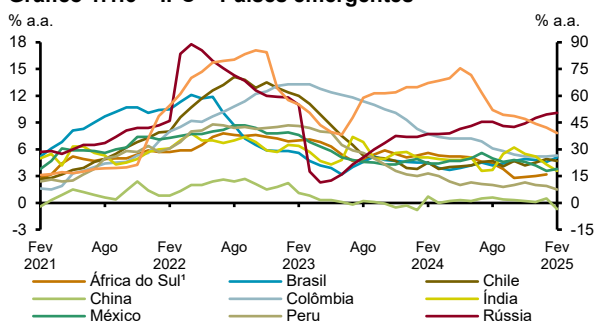
em 5,5% (o mesmo nível mantido desde 2021). A política monetária será conduzida de acordo com a evolução da economia no decorrer do ano, não se descartando a possibilidade de redução das taxas de juros básicas e da taxa de depósito compulsório, se o Banco do Povo da China (BPC) julgar necessário.

As economias emergentes apresentaram, em geral, crescimento do PIB no quarto trimestre de 2024 na comparação interanual, mas as incertezas e os riscos aumentaram. Na América Latina, todas as maiores economias apresentaram variação positiva do PIB no período, na comparação interanual, embora na margem, o México tenha experimentado contração. Os indicadores de condições financeiras mais relevantes para as economias emergentes voltaram a apresentar comportamentos divergentes. Houve relativa piora a partir de meados de fevereiro com o aumento das tensões comerciais, além de elementos idiossincráticos. As moedas das economias emergentes tiveram apreciação na maioria dos países, principalmente em decorrência do movimento global de depreciação do dólar norte-americano.

Os riscos e as incertezas para as economias emergentes aumentaram com o anúncio da implementação de tarifas comerciais pelos EUA. Essas tarifas devem afetar negativamente o comércio e a atividade também na região, embora a dimensão de seus impactos seja difícil de ser mensurada neste momento, em que não há ainda uma definição de sua magnitude e de possíveis ações retaliatórias. Outros riscos importantes permanecem no cenário macroeconômico, principalmente associados às incertezas sobre o desempenho da economia chinesa e à indefinição sobre os rumos dos conflitos bélicos no mundo e seus impactos nos preços das matérias-primas.

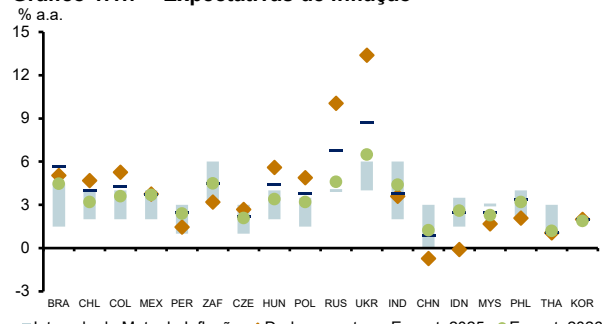
As expectativas para inflação de 2025 nas principais economias emergentes tiveram significativa piora, com reflexos nas perspectivas para a política monetária. As taxas de inflação corrente (Gráfico 1.1.6) seguiram em níveis distintos e, em várias importantes economias emergentes na América Latina e na Europa, situam-se acima das respectivas metas. As expectativas de inflação para o ano de 2025 antecipam taxas acima da meta em vários países nessas regiões (Gráfico 1.1.7), enquanto na Ásia, as expectativas mantêm-se na meta de forma geral. As expectativas para as taxas básicas de juros seguem apontando majoritariamente para taxas menores ao final de 2025 (Gráfico 1.1.8), embora a magnitude de cortes tenha sido reavaliada para menor em várias importantes economias emergentes. Na Ásia, dentre as principais economias, as expectativas apontam que o ciclo de cortes já terminou. Na América Latina, as expectativas de quedas mais relevantes seguem concentradas na Colômbia e no México.

Gráfico 1.1.6 – IPC – Países emergentes



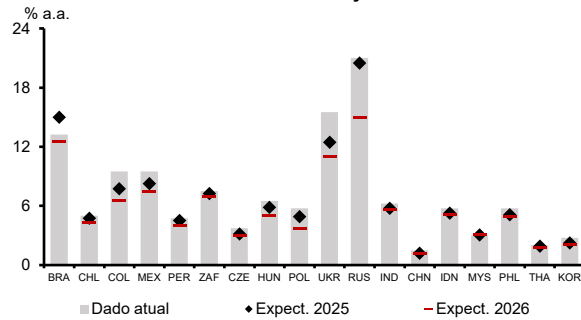
Fonte: Bloomberg
1/ Até janeiro/2025.

Gráfico 1.1.7 – Expectativas de inflação¹



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 14 de março.

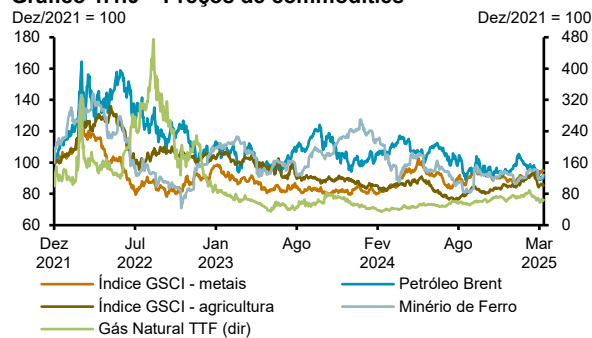
Gráfico 1.1.8 – Taxas básicas de juros¹



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 14 de março.

Os preços de **commodities** energéticas apresentaram queda no início do ano, com a expectativa de ampliação do excesso de oferta em um cenário de incerteza. O petróleo experimentou forte variação no primeiro trimestre, com elevação até meados de janeiro após a imposição de sanções do governo americano aos setores de energia russo e iraniano. Desde então, os preços passaram a recuar ante as expectativas de políticas de incentivo à produção americana de petróleo, o anúncio de aumento de produção da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados (OPEP+), e expectativas de um acordo de cessar-fogo entre Rússia e Ucrânia, ampliando assim as perspectivas de maior oferta. O preço do gás natural na Europa, por sua vez, sofreu forte queda no período, em meio a maior oferta de gás natural liquefeito, clima favorável e possibilidade de redução de restrições à oferta, em caso de um cessar-fogo entre Rússia e Ucrânia. Apesar do alívio no trimestre, os estoques de gás na Europa estão em níveis abaixo dos dois últimos anos, sobretudo após a expiração do acordo de trânsito de gás pelo território ucraniano, o que deve manter a alta sensibilidade de preços a qualquer variação na oferta. Além disso, os preços do petróleo e do gás também foram afetados pela imposição de tarifas comerciais por parte do novo governo americano e as medidas retaliatórias, que ampliaram a incerteza sobre a demanda, contribuindo para a queda dos preços (Gráfico 1.1.9).

Gráfico 1.1.9 – Preços de commodities¹



Fonte: Bloomberg
1/ Até 14 de março.

Nas **commodities** metálicas, preocupações com tarifas comerciais têm elevado os preços, se sobrepondo às dúvidas relacionadas à robustez do crescimento chinês. **Commodities** como cobre, aço e alumínio têm sido impactadas pela imposição ou receio de tarifas comerciais, o que tem causado variações distintas nos preços a depender da jurisdição. O aumento da incerteza tem ditado os movimentos de curto prazo, eventualmente se sobrepondo ao movimento esperado de médio e longo prazo em função dos fundamentos de oferta e demanda. À exceção das demais metálicas, o minério de ferro segue com dinâmica relacionada às incertezas sobre o crescimento chinês e a efetividade de suas políticas de incentivo econômico. No período de referência, o preço recuou em linha com notícias de uma menor demanda em função de cortes de produção de aço na China e atividade mais fraca da indústria siderúrgica, o que tem mantido os estoques em níveis elevados para padrões históricos.

No complexo de **commodities** agrícolas, houve leve recuo nos preços com os possíveis impactos de medidas tarifárias compensando preocupações relativas à menor oferta por questões climáticas. Durante o período de referência, a continuidade de um cenário de oferta ampla no complexo trigo, milho e soja foi colocada em risco em meio ao aperto na oferta por possíveis danos às colheitas advindas de seca na Argentina. Esta preocupação não se materializou conforme esperado ou tem sido compensada pela safra brasileira.

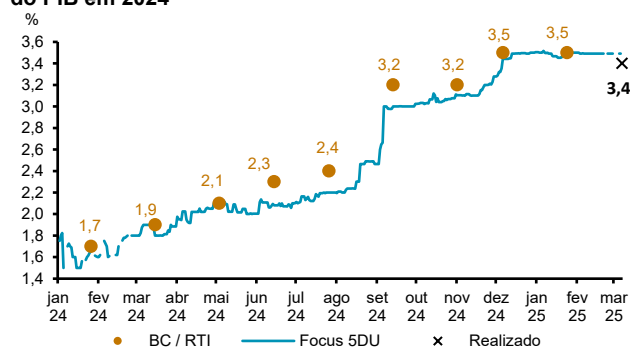
Em síntese, a persistência das pressões inflacionárias, a maior moderação da atividade e o aumento das incertezas advindas do reposicionamento das políticas comerciais pesam contra uma recuperação mais promissora da economia global. O realinhamento de preços relativos, a robustez da atividade no setor de serviços e o reequilíbrio gradual 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. Considerando que o processo de desinflação, embora em velocidade menor, 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 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. A avaliação adequada do impacto de políticas comerciais distorcivas em seus respectivos países será fundamental para definir os próximos passos da política monetária, em que pese o alto grau de incerteza sobre magnitude, implementação e canais de transmissão para a atividade e para a inflação. Fundamentalmente, é importante entender qual o equilíbrio econômico possível resultante desta sequência de choques. Somadas, essas incertezas tornam a condução da política monetária mais desafiadora no momento.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica

A economia brasileira apresentou nova alta expressiva em 2024, mais uma vez superando as previsões iniciais, mas desacelerou no quarto trimestre. O PIB aumentou 3,4% em 2024, após altas de 3,0% em 2022 e 3,2% em 2023. O resultado superou significativamente as expectativas do início do ano: na data de corte do Relatório de Inflação (RI) de março de 2024, o BC projetava um crescimento de 1,9%, enquanto a mediana das projeções do relatório Focus estava em 1,8% (Gráfico 1.2.1). Todavia, o crescimento foi menor do que o esperado pelo BC no Relatório de dezembro, 3,5%.² O crescimento em 2024 concentrou-se nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico, padrão distinto do observado no ano anterior. Sob a ótica da demanda, destacaram-se os aumentos expressivos no consumo das famílias, na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e nas importações, corroborando a avaliação de atividade econômica aquecida. Contudo, o PIB arrefeceu no último trimestre do ano passado, com desaceleração mais pronunciada nos setores mais cíclicos e na demanda interna. No primeiro trimestre de 2025, a produção agrícola deve contribuir para o crescimento robusto do PIB e os indicadores mensais da indústria e dos serviços já disponíveis não sugerem uma desaceleração muito acentuada.

Gráfico 1.2.1 – Evolução das projeções para crescimento do PIB em 2024



Fonte: BC e IBGE

2/ Mediana do Focus era 3,4% na data de corte do Relatório de Inflação de dezembro e 3,5% na véspera de divulgação do PIB do quarto trimestre de 2024.

Tabela 1.2.1 – Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação anual							Tri ante tri -1 (a.s.)								%
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2023				2024				
								I	II	III	IV	I	II	III	IV	
PIB a preços de mercado	1,8	1,2	-3,3	4,8	3,0	3,2	3,4	1,4	0,7	0,1	0,4	1,0	1,3	0,7	0,2	
Agropecuária	1,3	0,4	4,2	0,0	-1,1	16,3	-3,2	15,3	-3,9	-4,9	-2,5	5,8	-2,3	-1,1	-2,3	
Indústria	0,7	-0,7	-3,0	5,0	1,5	1,7	3,3	0,1	0,9	0,7	1,4	0,5	0,7	1,0	0,3	
Extrativa	0,4	-9,1	0,9	3,6	-1,4	9,2	0,5	4,2	2,5	-0,0	4,0	0,6	-4,4	-0,6	0,7	
Transformação	1,4	-0,4	-4,7	3,8	-0,5	-1,3	3,8	-0,7	-0,1	0,5	-0,2	1,2	2,1	1,3	0,8	
Construção	-3,0	1,9	-2,1	12,6	6,8	-0,3	4,3	-0,6	1,1	-2,8	3,4	0,5	3,1	-1,1	2,5	
EGAER	3,7	2,6	-1,0	1,5	10,5	5,8	3,6	-0,0	0,2	3,6	6,3	-3,8	2,2	-0,8	-1,2	
Serviços	2,1	1,5	-3,7	4,8	4,3	2,8	3,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,9	1,6	0,7	0,1	
Comércio	2,6	1,6	-1,5	4,5	0,9	0,8	3,8	0,2	0,6	0,2	-0,7	2,6	1,5	0,4	0,3	
Transportes	2,1	0,1	-12,7	6,5	8,1	2,4	1,9	0,3	1,2	-1,3	-1,1	1,7	1,3	0,6	0,4	
Serviços de informação	1,8	4,5	2,1	13,9	5,2	2,9	6,2	-1,7	1,1	0,1	0,8	2,9	1,7	2,0	-0,4	
Intermediação financeira	1,0	1,1	3,3	-0,7	-0,2	7,5	3,7	3,6	1,1	1,1	2,2	-1,1	2,3	1,3	-0,3	
Outros serviços	3,5	2,8	-9,3	9,0	11,4	3,4	5,3	-0,1	0,9	0,6	1,6	1,3	1,6	1,4	-0,1	
Atividades imobiliárias	3,3	2,4	1,7	1,9	1,9	3,0	3,3	0,2	0,8	1,3	0,5	1,1	0,9	0,9	0,1	
APU	0,1	-0,4	-4,5	2,6	1,6	1,6	1,8	0,9	0,8	0,3	-0,2	0,8	0,3	0,4	0,0	
Componentes mais cíclicos	2,2	1,7	-5,2	6,8	5,1	1,3	4,3	-0,4	0,6	0,3	0,7	1,4	1,8	0,9	0,3	
Componentes menos cíclicos	1,2	0,0	-0,4	1,6	0,6	6,0	1,5	3,8	0,2	-0,3	0,5	1,2	-0,1	0,3	-0,3	
Consumo das famílias	2,4	2,6	-4,6	3,0	4,1	3,2	4,8	0,5	0,8	0,9	0,5	2,5	1,0	1,3	-1,0	
Consumo do governo	0,8	-0,5	-3,7	4,2	2,1	3,8	1,9	1,3	2,6	0,8	0,5	0,1	-0,2	0,8	0,6	
FBCF	5,2	4,0	-1,7	12,9	1,1	-3,0	7,3	-3,2	-0,0	-2,5	1,4	4,4	2,3	2,3	0,4	
Exportação	4,1	-2,6	-2,3	4,4	5,7	8,9	2,9	0,6	2,5	3,2	0,9	-1,0	1,2	-0,7	-1,3	
Importação	7,7	1,3	-9,5	13,8	1,0	-1,2	14,7	-7,9	5,8	1,1	0,7	4,1	7,5	0,9	-0,1	

Fonte: IBGE

Diferentemente de 2023, o crescimento anual teve contribuição negativa da agropecuária e foi sustentado pelos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico.

Setorialmente, a indústria e os serviços avançaram em 2024, enquanto a agropecuária recuou. A indústria cresceu 3,3%, acelerando em relação ao ano anterior, quando havia avançado 1,7% (Tabela 1.2.1). Esse crescimento foi disseminado, com altas expressivas na indústria de transformação, na construção e em EGAER³ e um pequeno crescimento na indústria extrativa. O setor de serviços cresceu 3,7%, também acelerando em relação à alta de 2,8% em 2023. Todos os segmentos do setor terciário cresceram no ano, cinco deles com altas superiores a 3,0%. Em sentido oposto, a agropecuária recuou 3,2%, após um crescimento recorde de 16,3% no ano anterior. Esse resultado refletiu quebras de safra em importantes regiões produtoras, decorrentes de adversidades climáticas. Considerando a classificação discutida em diversas edições do RI,⁴ os setores mais sensíveis ao ciclo econômico cresceram 4,3%, evidenciando o dinamismo subjacente da atividade econômica. Em comparação, os setores menos cíclicos apresentaram alta mais modesta, de 1,5%. Esses números contrastam com os de 2023, quando os setores mais cíclicos cresceram apenas 1,3% e os menos cíclicos avançaram 6,0%, influenciados pelos crescimentos expressivos na agricultura e na indústria extrativa.

Em 2024, a demanda interna cresceu fortemente, com aumentos significativos no consumo das famílias e na FBCF, que repercutiram sobre as importações.

O consumo das famílias avançou 4,8%, após um crescimento de 3,2% em 2023, impulsionado pelo crescimento da renda das famílias e pela expansão do crédito. A abertura do PIB pelo lado da oferta e diversos indicadores coincidentes sugerem que houve crescimento tanto do consumo de bens como de serviços (Gráfico 1.2.2). A FBCF, por sua vez, cresceu 7,3%, após recuar 3,0% no ano anterior, possivelmente favorecida, especialmente na primeira metade do ano, pela distensão da política monetária ocorrida entre agosto de 2023 e junho de 2024. O crescimento na FBCF também foi generalizado,

3/ EGAER: eletricidade e gás, água, esgoto e atividades de gestão de resíduos.

4/ Classificação dos setores mais e menos sensíveis ao ciclo econômico, discutida nas seis 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.

com altas em máquinas e equipamentos, construção e sistemas de informação (Gráfico 1.2.3). O consumo do governo avançou 1,9% em 2024, desacelerando em relação à alta de 3,8% registrada em 2023. Com esses resultados, a demanda interna contribuiu com 5,2 p.p. para o crescimento de 3,4% do PIB. Em contrapartida, a contribuição da demanda externa foi de -1,8 p.p. As exportações aumentaram 2,9% em 2024, após uma alta de 8,9% em 2023, com desaceleração bastante influenciada por produtos básicos, em ano de recuo na agropecuária e de alta modesta na indústria extrativa. Em linha com a demanda doméstica aquecida, após recuarem 1,2% em 2023, as importações cresceram 14,7%, com altas em serviços e em bens, com destaque para bens de consumo duráveis e bens de capital.

Gráfico 1.2.2 – Indicadores de consumo das famílias

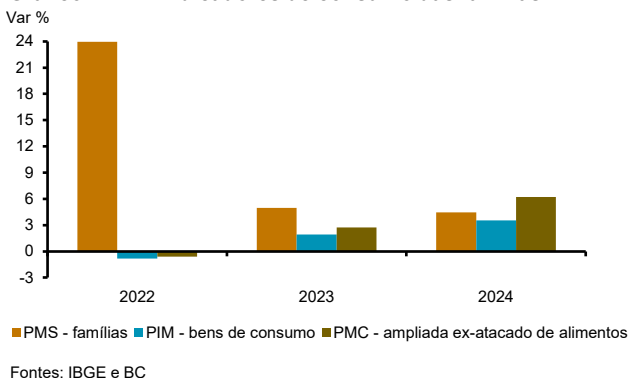
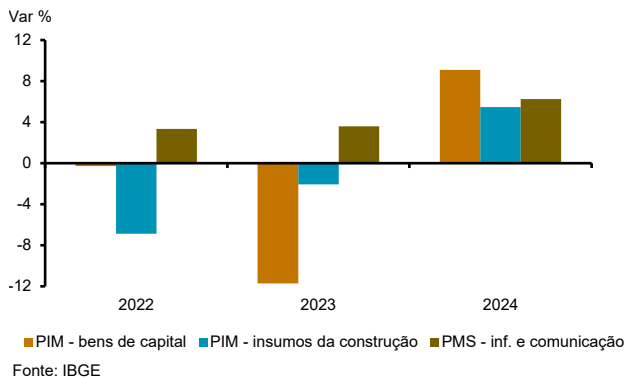


Gráfico 1.2.3 – Indicadores de investimentos



O PIB arrefeceu mais que o esperado no quarto trimestre de 2024, com desaceleração dos setores mais sensíveis ao ciclo econômico e da demanda doméstica.

O PIB aumentou 0,2% nesse período, após crescer 0,7% no terceiro trimestre e, em média, 1,2% nos dois primeiros trimestres do ano (Gráfico 1.2.4). Setorialmente, a redução no ritmo de crescimento decorreu de recuo na agropecuária⁵ e de desacelerações na indústria, inclusive na indústria de transformação⁶, e em todas as atividades do setor de serviços (Tabela 1.2.1). Considerando a classificação mencionada anteriormente, os setores mais cíclicos avançaram apenas 0,3% no último trimestre de 2024, depois de crescerem em média 1,6% no primeiro semestre e 0,9% no terceiro trimestre (Gráfico 1.2.5).⁷ Sob a ótica da demanda, a desaceleração foi mais evidente no consumo das famílias, que recuou 1,0%, e na FBCF, que avançou 0,4%, após altas acima de 2% nos três trimestres anteriores. O recuo do consumo contrasta com o aumento da renda disponível das famílias, o que sugere elevação da taxa de poupança no trimestre.

Gráfico 1.2.4 – PIB - Variação trimestral

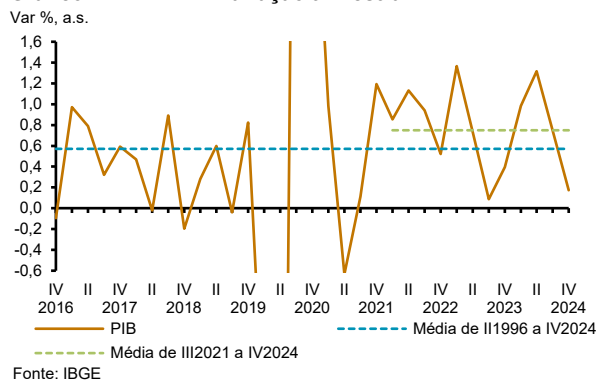
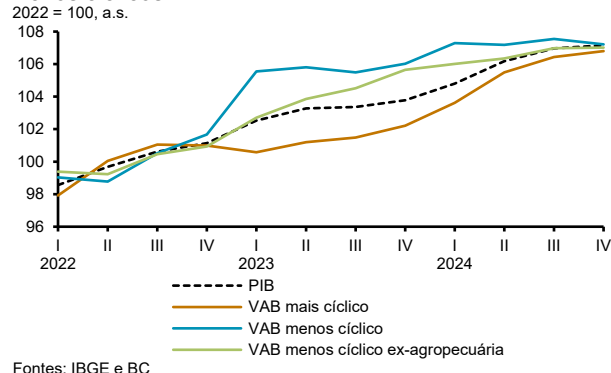


Gráfico 1.2.5 – PIB – Componentes mais cíclicos e menos cíclicos



5/ Refletindo quedas na produção anual de alguns produtos com parcela importante da colheita realizada no quarto trimestre, tais como laranja, fumo, trigo e cana-de-açúcar.
 6/ Dados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) mostravam desaceleração ainda maior na indústria de transformação, com variações de 1,4% no terceiro trimestre e de -0,1% no quarto trimestre.
 7/ Os setores menos sensíveis ao ciclo econômico, após crescerem 1,2% no primeiro trimestre, sob influência da forte alta na agropecuária, apresentaram variações modestas, sem tendência clara, nos últimos três trimestres do ano.

Os indicadores mensais da indústria e dos serviços disponíveis até o momento exibem sinais de uma moderação do crescimento no primeiro trimestre de 2025.

Os principais indicadores mensais de atividade econômica, que recuaram no fim de 2024, se recuperaram, ao menos parcialmente, em janeiro de 2025 (Gráfico 1.2.6). O Índice Banco Central de Atividade Econômica (IBC-Br) – que aumentou até o final do terceiro trimestre, ficou razoavelmente estável de setembro a novembro e recuou em dezembro – cresceu em janeiro, deixando um carregamento estatístico de 0,6% para o primeiro trimestre. A indústria de transformação e o comércio⁸ apresentaram comportamento similar: recuaram nos dois últimos meses de 2024 e cresceram em janeiro; os serviços, que também recuaram no fim de 2024, ficaram estáveis em janeiro. Considerando os dados de fevereiro já disponíveis, o destaque negativo fica com a diminuição acentuada da confiança dos empresários, notadamente os do comércio, e dos consumidores no início do ano, segundo os índices da Fundação Getulio Vargas (FGV) (Gráfico 1.2.7). Contudo, outros indicadores coincidentes da atividade econômica baseados em dados mais quantitativos, em geral, não corroboram uma visão tão negativa do primeiro bimestre do ano (Tabela 1.2.2). Por fim, os prognósticos bastante favoráveis para a produção de grãos em 2025 – em especial de soja, cultura com colheita bastante concentrada no início do ano – indicam forte crescimento da agropecuária no trimestre corrente, que deve impactar positivamente outros setores, especialmente no primeiro semestre.⁹

Gráfico 1.2.6 – Indicadores de atividade econômica

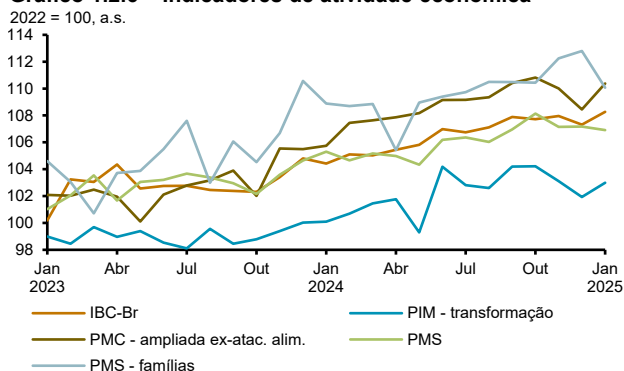


Gráfico 1.2.7 – Índices de confiança

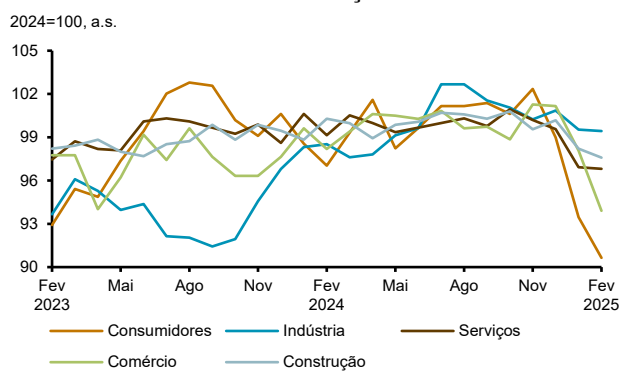


Tabela 1.2.2 – Indicadores coincidentes da atividade

Dados dessazonalizados

Discriminação	2024						2025			Variação %
	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	1º Bi ¹	
Circulação de veículos pesados	-0,5	-0,4	1,0	1,5	-2,9	-3,3	3,3	0,0	0,0	
Expedição de papelão ondulado	0,7	-0,6	0,3	3,5	-0,6	-4,6	-0,5	1,2	-3,3	
Produção de veículos leves	8,2	-2,3	-2,2	6,3	-4,0	-4,3	3,4	-1,8	-1,8	
Produção de caminhões	0,9	-0,5	5,2	0,6	-4,8	-3,5	-13,5	9,7	-12,9	
Licenciamento de veículos	5,3	-2,5	3,7	6,1	-4,4	-5,6	-1,4	-3,4	-8,2	
Índice Cielo de varejo ampliado	0,2	-0,1	-0,3	0,8	0,8	-0,6	0,3	-0,5	-0,1	
IGET ampliado	0,3	0,2	-1,3	1,8	5,0	0,1	-0,7	1,3	1,7	
IGET serviços às famílias	1,9	-3,1	0,8	-2,3	-4,5	3,6	0,4	2,0	1,4	
IDAT bens ²	-0,4	0,2	0,6	-0,3	0,0	-1,0	1,0	0,6	0,6	
IDAT serviços ²	-2,2	2,1	1,2	-0,9	3,4	-1,7	-0,9	2,1	0,1	

Fontes: ABCR, ABPO/Empapel, Anfavea, Cielo, Fenabrave, Itaú e Santander.

¹ Média de janeiro e fevereiro de 2025 ante 4º tri de 2024.

² Meios de pagamentos expandidos.

8/ No conceito restrito e no conceito ampliado excluindo apenas o setor de “atacado especializado em produtos alimentícios, bebidas e fumos”, menos relacionado ao consumo das famílias.

9/ Outros componentes do PIB podem ser influenciados pela dinâmica da agropecuária, como impostos, comércio, transportes e o processamento industrial direto de alguns produtos agrícolas, como alimentos e biocombustíveis. Veja o box [Impacto da safra agrícola sobre a atividade econômica](#) do RI de junho 2017 e o box [Efeitos indiretos dos setores produtores de bens básicos para o crescimento da atividade em 2023](#) do Boletim Regional de 2023.

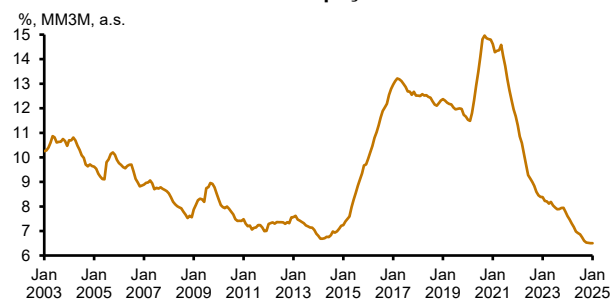
Conforme detalhado em boxe deste Relatório, a projeção de crescimento do PIB em 2025 foi reduzida de 2,1%, no Relatório de Inflação de dezembro, para 1,9%. A mudança refletiu recuos nas previsões para indústria e serviços, relacionados com surpresas negativas no quarto trimestre e com uma expectativa de desaceleração mais pronunciada ao longo do ano, parcialmente compensados por alta na projeção para a agropecuária. Na demanda, continua-se esperando desaceleração no consumo das famílias, na FBCF e nas importações. Em termos de trajetória do PIB ao longo do ano, projeta-se um crescimento mais expressivo no primeiro trimestre, após a alta modesta no quarto trimestre de 2024, e certa estabilidade nos trimestres seguintes. A previsão de forte alta na agropecuária, juntamente com o aumento no valor do salário-mínimo e a liberação de recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS)¹⁰, deve contribuir para a aceleração da atividade no primeiro trimestre. Contudo, parte do crescimento esperado para o primeiro trimestre, especialmente ao se excluir do PIB o setor agropecuário, parece influenciado por especificações do ajuste sazonal, conforme discutido em boxe deste Relatório¹¹. Os resultados sugerem que interpretações sobre o grau de aquecimento da atividade no início de 2025 devem ser feitas com cautela.

Mercado de trabalho

O mercado de trabalho se manteve aquecido, mas com algum arrefecimento nos últimos meses. Após mais de três anos de queda, a taxa de desemprego ficou estável no trimestre encerrado em janeiro, com ligeiro recuo do nível de ocupação e da taxa de participação na força de trabalho.¹² A geração de empregos com carteira desacelerou. Por outro lado, indicadores de salário e renda permanecem com variação elevada.

A taxa de desocupação permaneceu em seu mínimo histórico, mas com possível inflexão do nível de ocupação. A taxa de desocupação se manteve estável no trimestre encerrado em janeiro em 6,5%, o mínimo das últimas décadas (Gráfico 1.2.8).¹³ A estabilidade da taxa de desocupação no trimestre findo em janeiro se deu com estagnação na população ocupada e na força de trabalho, após trimestres de crescimento. Para a estabilidade na ocupação, que resultou em pequena queda do nível de ocupação no trimestre encerrado em janeiro, concorreram a expansão de 0,7% do emprego formal e o recuo de 1,1% da população ocupada informal. A taxa de participação situou-se em 62,2%, ligeiramente abaixo do nível registrado no trimestre anterior e bastante distante dos patamares observados em meados de 2022 e antes da pandemia (Gráfico 1.2.9).

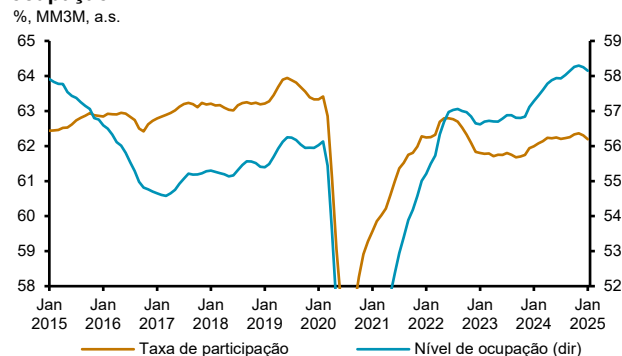
Gráfico 1.2.8 – Taxa de desocupação¹



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 1.2.9 – Taxa de participação e nível de ocupação



Fonte: IBGE

A geração de empregos com carteira desacelerou, mas ainda está em patamar elevado. Segundo dados do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged), dessazonalizados pelo BC, foram gerados em média 89 mil empregos por mês no trimestre novembro-janeiro. Este nível ainda é historicamente

10/ A partir de março serão liberados recursos do fundo aos indivíduos aderentes do saque-aniversário e demitidos sem justa causa.

11/ Boxe [Ajuste sazonal e incerteza sobre a intensidade da desaceleração do PIB no início de 2025](#).

12/ Nível de ocupação é fração da população em idade de trabalhar (PIT) que está ocupada, enquanto a taxa de participação na força de trabalho é a fração da PIT que está na força de trabalho.

13/ Segundo dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), retropolados conforme [Alves e Fasolo \(2015\)](#) e dessazonalizados.

elevado, mas está abaixo dos 129 mil verificados no trimestre anterior (Gráfico 1.2.10). Nos trimestres encerrados em dezembro e janeiro, a geração média trimestral situou-se abaixo de 100 mil, o que não ocorria desde meados de 2020.¹⁴ A desaceleração foi disseminada entre as atividades, com exceção da agropecuária. Mesmo com a desaceleração recente, o saldo de empregos atingiu 1,7 milhão em 2024, superando em 198 mil o observado em 2023. Em 2022, o saldo havia sido de 2,0 milhões. O dinamismo do mercado de trabalho ainda é observado na participação dos desligamentos voluntários no total de desligamentos, que se encontra no seu máximo histórico (Gráfico 1.2.11).

Gráfico 1.2.10 – Geração de emprego formal

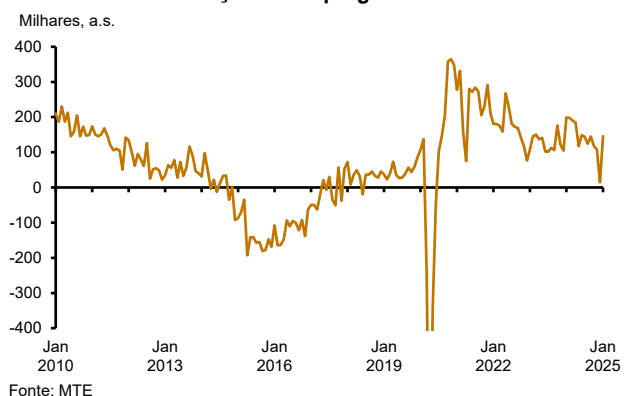
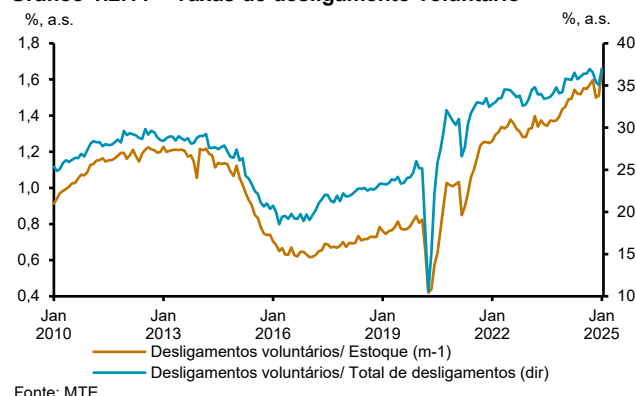


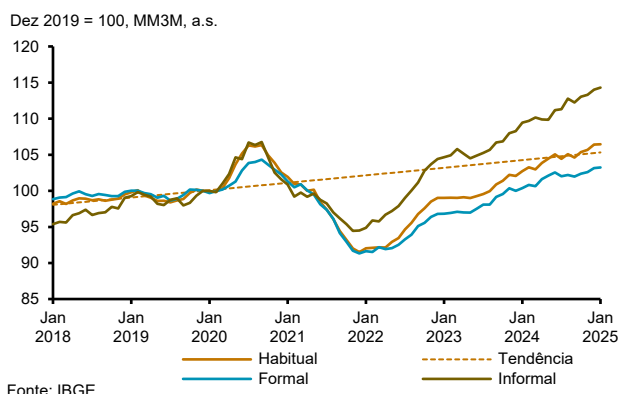
Gráfico 1.2.11 – Taxas de desligamento voluntário



O rendimento médio do trabalho medido pela PNAD Contínua continua crescendo fortemente em termos reais, ainda que tenha moderado no segundo semestre de 2024.

No segundo semestre de 2024 o rendimento médio real habitual cresceu a uma taxa trimestral média de 0,6%, com desaceleração relevante em relação à taxa média de 1,5% registrada no primeiro semestre. No trimestre finalizado em janeiro, o rendimento médio real habitual aumentou 1,0%, ligeiramente acima do observado no trimestre anterior, mas ainda abaixo do observado no início de 2024. Essa desaceleração do rendimento médio real é maior em atividades com reajustes nominais mais rígidos (sobretudo no setor público) e maior que a do rendimento nominal. Esse fato sinaliza que, em parte, o arrefecimento do ganho real decorre do aumento recente da inflação. Considerando-se a variação interanual, o rendimento médio real habitual passou para 3,7% no trimestre finalizado em janeiro, patamar ainda elevado, ante 3,9% e 4,8% nos trimestres findos em outubro e julho respectivamente. Em perspectiva mais longa, o rendimento médio real está 7,3% acima da média de 2019 e 1,2% acima do nível que seria obtido extrapolando-se a tendência de crescimento do período pré-pandemia, de 2017 a 2019 (Gráfico 1.2.12).

Gráfico 1.2.12 – Rendimento médio real do trabalho

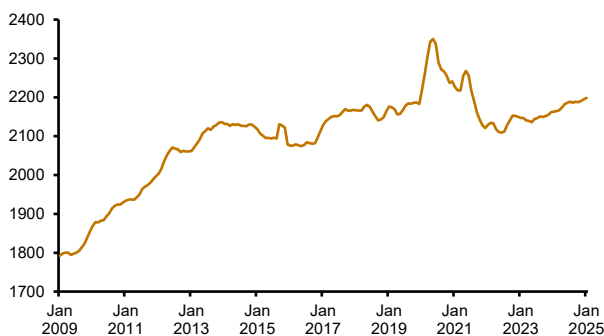


14/ Convém lembrar que o Novo Caged substituiu o Caged anterior a partir de janeiro de 2020. Mais referências sobre as mudanças no Caged estão disponíveis na seção de mercado de trabalho dos Relatórios de Inflação de março e dezembro de 2021.

Indicadores complementares da dinâmica salarial seguem mostrando crescimento real menos acentuado do que a PNAD. Os salários reais de admissão¹⁵ (dados dessazonalizados) avançaram 0,5% no trimestre encerrado em janeiro, após recuo no trimestre anterior, segundo o Novo Caged (Gráfico 1.2.13). Assim como observado nos dados de rendimento da PNAD Contínua, a expansão verificada no segundo semestre de 2024 foi menor que a observada no semestre anterior (médias trimestrais de 0,2% e 0,6%, respectivamente). Na comparação interanual, o aumento real está em 1,7%, relativamente estável há vários meses. Os reajustes dos salários nominais coletados das Convenções Coletivas de Trabalho (CCT)¹⁶, que abrangem o mercado formal privado, ficaram, em média, em 4,9% no trimestre dezembro-fevereiro, situando-se abaixo de 5% há cerca de um ano (Gráfico 1.2.14). A média do reajuste real¹⁷ do trimestre foi de 0,9%, com 81% das negociações realizadas tendo superado a inflação passada.

Gráfico 1.2.13 – Salário de admissão

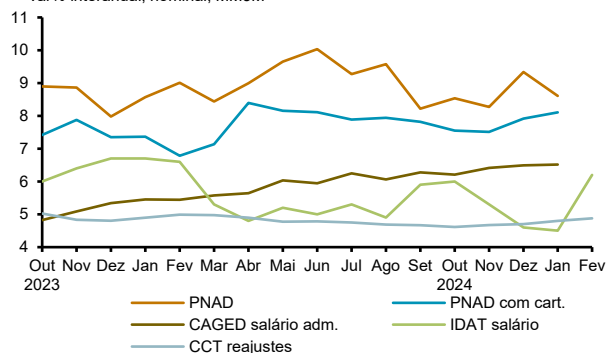
Reais de jan 2025, MM3M, a.s.



Fonte: MTE

Gráfico 1.2.14 – Salários e rendimentos

var% interanual, nominal, MM3M



Fontes: IBGE, MTE, Itaú e BC

A renda das famílias apresentou mais um ano de crescimento robusto em 2024, mas desacelerou no trimestre encerrado em janeiro de 2025. A Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias (RNDBF) real, que inclui outras fontes de renda além do trabalho, aumentou 0,3% no trimestre findo em janeiro, após ajuste sazonal, considerando o conceito restrito. No trimestre anterior o aumento foi de 1,3%. A desaceleração no último trimestre reflete, principalmente, a evolução da massa de rendimento do trabalho, com menores crescimentos da população ocupada e do rendimento efetivo médio¹⁸. Em 2024, a RNDBF restrita cresceu 5,9%, ante 7,5% em 2023 e 7,2% em 2022 (Gráficos 1.2.15 e 1.2.16). Nos próximos meses, a RNDBF deverá se beneficiar do aumento real do salário-mínimo, que afeta tanto o rendimento do trabalho como o de benefícios sociais, da elevação salarial de parte do setor público e de liberações de recursos do FGTS aos demitidos que haviam utilizado o saque aniversário, previstas para ocorrer em março e junho.

Gráfico 1.2.15 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita

Bilhões de reais de nov-jan 2025, MM3M, a.s.

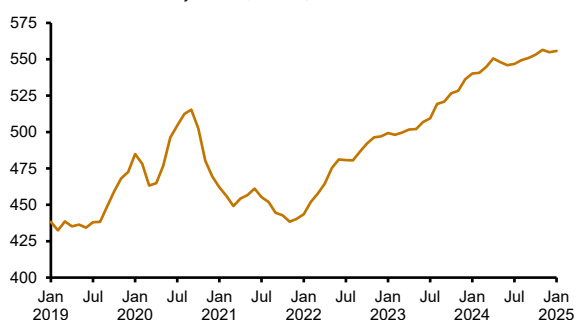
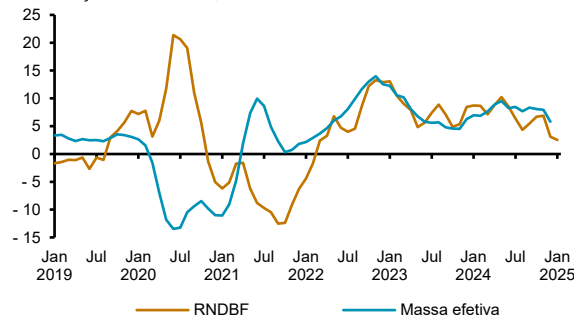


Gráfico 1.2.16 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita e massa de rendimentos efetiva

% Variação interanual real, MM3M



Fontes: BC e IBGE

15/ 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.

16/ 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).

17/ 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.

18/ Medida de rendimento utilizada no cálculo da RNDBF e que desacelerou mais que o rendimento médio habitual no final de 2024.

Crédito

O mercado de crédito começa a exibir os efeitos do novo ciclo de aperto da política monetária. As taxas de juros aumentaram em diversas modalidades, com o repasse da alta da taxa Selic iniciada em setembro. Também se observa algum arrefecimento das concessões de crédito com recursos livres para pessoas físicas e para pessoas jurídicas, embora ambas ainda se mantenham em nível elevado. As emissões de títulos privados no mercado de capitais também seguem em patamar historicamente alto, mas mostraram alguma inflexão nos últimos meses. A inadimplência do crédito bancário permanece relativamente estável.

As taxas de juros do crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) aumentaram, como esperado pelo repasse da alta recente da Selic. Já se observa aumento do custo do crédito bancário (Gráfico 1.2.17), ainda que, por enquanto, o repasse da alta da taxa básica¹⁹ iniciada em setembro esteja parcialmente compensado pelos efeitos defasados da redução empreendida nos primeiros meses de 2024. No segmento de pessoas físicas, a taxa de juros média do crédito livre subiu 1,5 p.p. entre outubro e janeiro. O encarecimento do crédito às famílias foi disseminado e atingiu tanto modalidades de curto prazo e alta rotatividade, geralmente destinadas ao atendimento de necessidades emergenciais, quanto modalidades de longo prazo, mais associadas ao endividamento planejado. No segmento de pessoas jurídicas, a taxa média teve alta de 2,8 p.p., também disseminada entre diversas linhas de crédito livre. Prospectivamente, espera-se que o processo de repasse do aperto monetário recente continue ocorrendo ao longo do ano (Gráfico 1.2.18).

Gráfico 1.2.17 – Taxas de juros do crédito livre

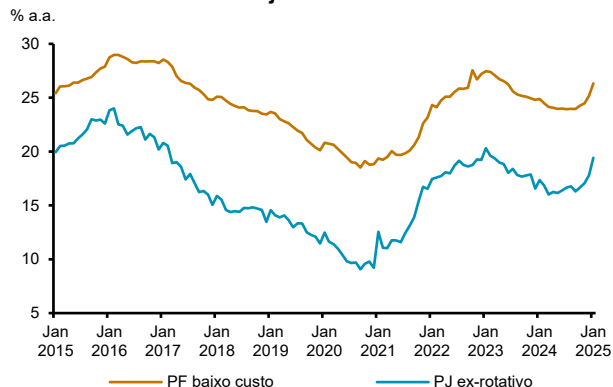
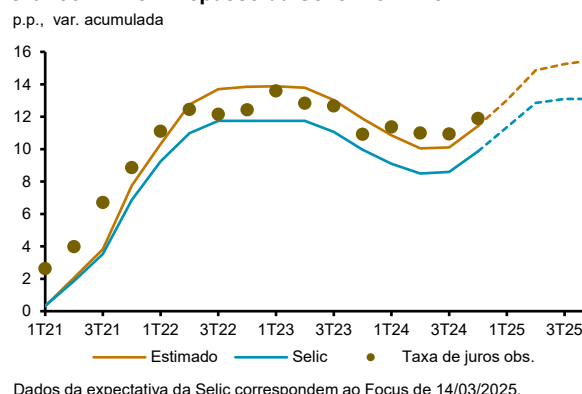


Gráfico 1.2.18 – Repasse da Selic: PJ Livre



Dados da expectativa da Selic correspondem ao Focus de 14/03/2025.

As concessões de crédito livre arrefeceram, mas seguem em nível elevado. Em linha com a redução da taxa básica de juros entre agosto de 2023 e maio de 2024 e a conjuntura de expansão da atividade econômica, mercado de trabalho aquecido e aumento da renda das famílias, as concessões de crédito livre aceleraram nos primeiros trimestres de 2024 (Gráfico 1.2.19). Nos últimos meses, em situação característica de períodos de transição, induzida em parte pela inflexão na política monetária em setembro, observou-se moderação na evolução das concessões de crédito às famílias. Apesar dessa acomodação, as novas contratações das famílias permanecem em patamar alto, visto que alcançaram valores recordes em 2024. O crescimento no ano foi impulsionado por modalidades de longo prazo²⁰, com destaque para financiamento de veículos e crédito pessoal não consignado. Já o crescimento das modalidades emergenciais²¹ se reduziu em relação a 2023 (Gráfico 1.2.20). Na margem, as contratações de crédito consignado seguiram em declínio, os financiamentos de veículos interromperam longa trajetória de crescimento e as operações de crédito pessoal não consignado moderaram o ritmo de expansão (Gráfico 1.2.21). As contratações de crédito livre pelas empresas desaceleraram, após seis trimestres de forte crescimento, sendo o movimento disseminado entre diversas modalidades. Por sua vez, a captação de recursos no mercado de capitais doméstico diminuiu pelo segundo trimestre consecutivo (Gráfico 1.2.22), mas também continua em nível historicamente alto, tendo o volume de emissões de debêntures e notas comerciais alcançado a melhor marca em 2024.

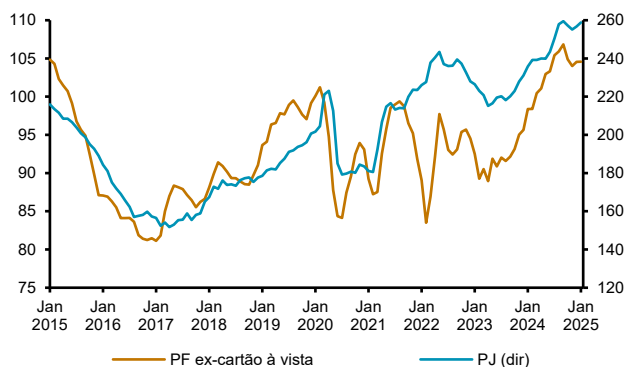
19/ Ver boxe [Repasse da taxa Selic para o mercado de crédito bancário](#), no Relatório de setembro de 2022.

20/ Modalidades de longo prazo: crédito consignado, crédito pessoal não consignado, financiamento de veículos, financiamento de outros bens e leasing.

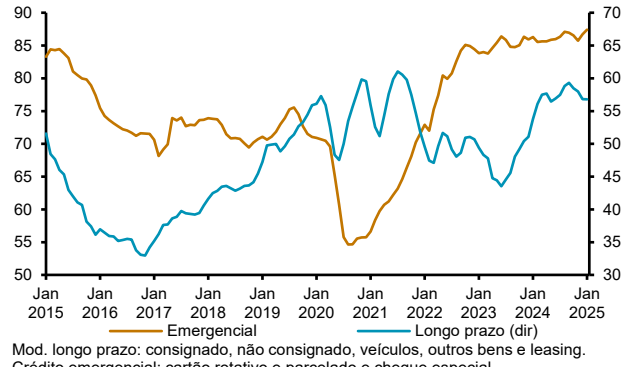
21/ Crédito emergencial: cartão rotativo e parcelado e cheque especial.

Gráfico 1.2.19 – Concessão de crédito livre

R\$ bilhões de jan 2025, a.s., MM3M

**Gráfico 1.2.20 – Concessão de crédito livre - PF**

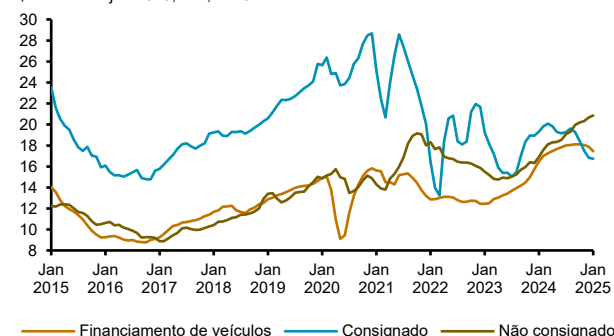
R\$ bilhões de jan 2025, a.s., MM3M



Mod. longo prazo: consignado, não consignado, veículos, outros bens e leasing.
Crédito emergencial: cartão rotativo e parcelado e cheque especial.

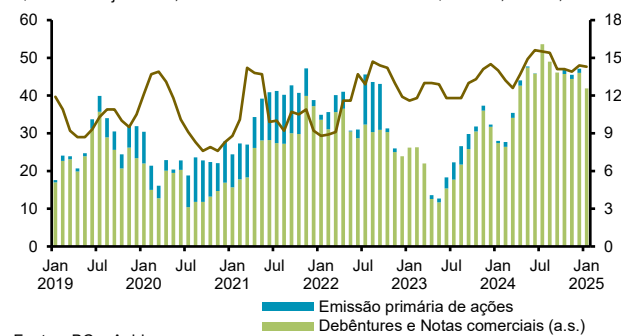
Gráfico 1.2.21 – Concessão de crédito livre a pessoas físicas - Modalidades longo prazo

R\$ bilhões de jan 2025, a.s., MM3M

**Gráfico 1.2.22 – Financiamentos corporativos não bancários**

R\$ bilhões de jan 2025, MM3M

US\$ bilhões, MM3M, a.s.



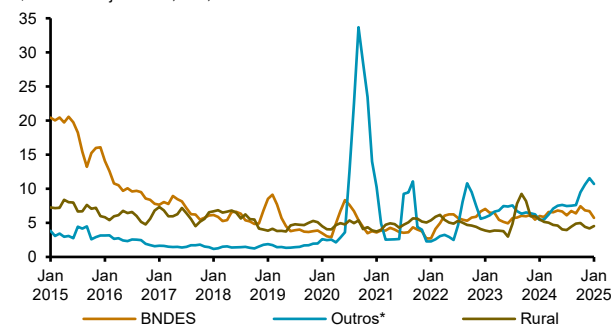
Fontes: BC e Anbima

— Emissão primária de ações
— Debêntures e Notas comerciais (a.s.)
— Financiamento no exterior (dir)

No crédito direcionado, as concessões aumentaram no trimestre, tanto no segmento de pessoas físicas como no de pessoas jurídicas. As concessões de crédito direcionado a pessoas jurídicas, sustentadas por operações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e dos programas garantidores de crédito, tiveram nova alta no trimestre novembro-janeiro, mas menor que no período anterior (Gráfico 1.2.23). Por outro lado, as contratações de crédito imobiliário pelas famílias seguiram em queda (Gráfico 1.2.24), influenciadas pelo aumento dos juros e por condições de financiamento mais restritivas.

Gráfico 1.2.23 – Concessão de crédito direcionado a pessoas jurídicas

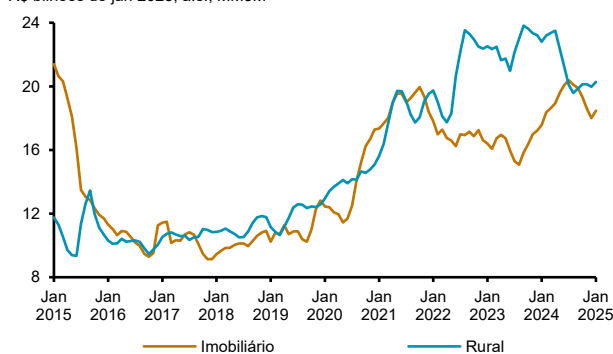
R\$ bilhões de jan 2025, a.s., MM3M



* Inclui Pronampe, PEAC, PESE, entre outros.

Gráfico 1.2.24 – Concessão de crédito a pessoas físicas com recursos direcionados

R\$ bilhões de jan 2025, a.s., MM3M



O crescimento do saldo de crédito no SFN aumentou ao longo de 2024. A taxa de crescimento interanual do saldo de crédito passou de 8,1% em dezembro de 2023 para 10,4% em junho e 11,5% em dezembro de 2024 (Gráfico 1.2.25), quando a relação crédito SFN/PIB alcançou 54,7%. A taxa de crescimento do crédito direcionado em 2024 foi similar à do ano anterior, com a redução da variação na carteira de pessoas físicas (Gráfico 1.2.26), impactada pela desaceleração do crédito rural, compensada pelo aumento na carteira de pessoas jurídicas, alavancada por operações do BNDES. Nesse cenário, apesar de atenuado no segundo

semestre, o impulso de crédito foi positivo em 2024, haja vista que o fluxo líquido de recursos do setor real (famílias e empresas) absorvido pelo sistema financeiro foi menor do que no ano anterior.²²

Gráfico 1.2.25 – Saldo do crédito livre do SFN
Variação em 12 meses

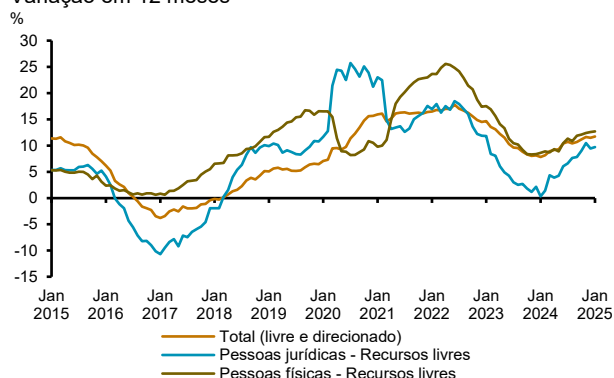
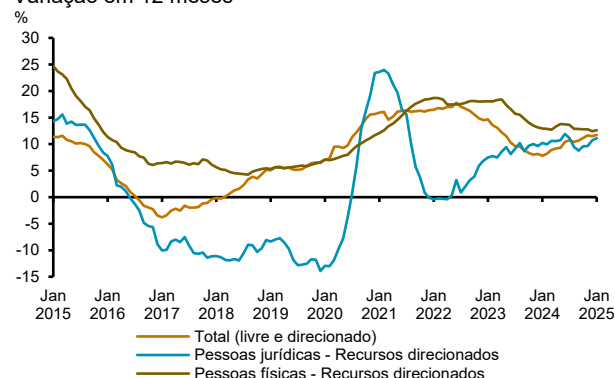


Gráfico 1.2.26 – Saldo do crédito direcionado do SFN
Variação em 12 meses



A inadimplência do crédito do SFN e os indicadores de endividamento e comprometimento de renda das famílias permaneceram relativamente estáveis. Após se situar próxima a 3,2% ao longo do ano, a taxa de inadimplência apresentou melhora modesta em dezembro e encerrou 2024 em 2,9%, redução de 0,3 p.p. na comparação com dezembro de 2023. Contudo, em janeiro, a taxa retornou para 3,2%, persistindo em nível superior ao vale de ciclos anteriores (Gráfico 1.2.27).²³ O percentual dos atrasos acima de 90 dias no crédito livre às famílias registrou relativa estabilidade ao longo do ano. Por outro lado, no segundo semestre indicadores de endividamento e comprometimento de renda interromperam a tendência de queda e seguem em patamar elevado, mesmo com o crescimento da renda das famílias. No segmento de pessoa jurídica, houve recuo da inadimplência concentrado nas operações com grandes empresas (Gráfico 1.2.28). Já a inadimplência dos empréstimos a micro, pequenas e médias empresas aumentou, retornando aos níveis de meados de 2019, ainda bastante inferior ao pico observado em 2017. O endividamento amplo das empresas – empréstimos, títulos e dívidas externas – como proporção do PIB aumentou significativamente em 2024, impulsionado por captações no mercado de capitais doméstico e pelo crescimento das dívidas externas, estas afetadas pela depreciação cambial.

Gráfico 1.2.27 – Inadimplência do crédito no SFN

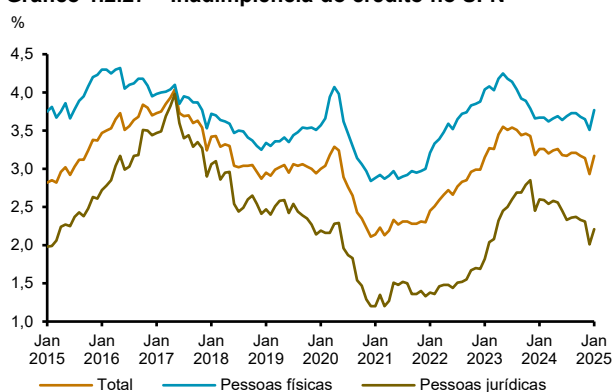
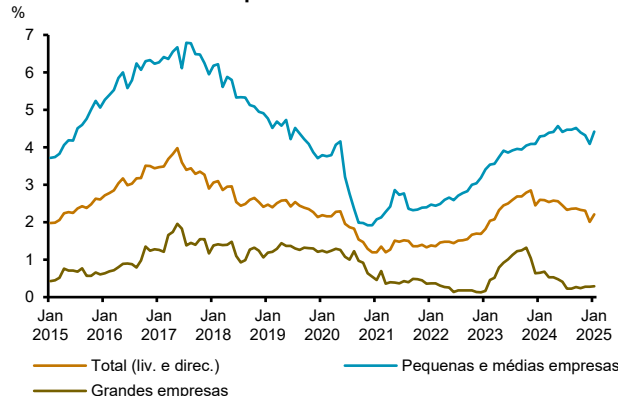


Gráfico 1.2.28 – Inadimplência do crédito PJ



Nesse contexto, a projeção de crescimento do crédito em 2025, detalhada em box deste Relatório, foi reduzida de 9,6% para 7,7%. A expansão nominal esperada representa uma diminuição em relação à observada em 2024, de 11,5%, em linha com o cenário prospectivo de juros mais altos e de menor crescimento da atividade econômica nesse ano do que no ano anterior. A projeção é consistente com a percepção das instituições financeiras de uma inflexão nas condições de crédito a partir do quarto trimestre de 2024, com a expectativa de um agravamento no trimestre corrente.²⁴

22/ Ver box [Fluxo financeiro e impulso de crédito em 2024](#), publicado neste Relatório.

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

24/ Segundo os resultados de dezembro de 2024 da [Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito](#) do BC, que teve coleta em janeiro de 2025.

Fiscal

Desde o Relatório anterior, não se observa alteração relevante na forma como os analistas avaliam a situação fiscal, que continua bastante desafiadora. O Governo Central cumpriu a meta de resultado primário de 2024, considerando-se o intervalo de tolerância, e a mediana das projeções dos analistas para 2025 é de que, novamente usando o intervalo de tolerância, a meta de resultado primário também será cumprida neste ano. Todavia, os analistas esperam que 2025 tenha déficit primário maior do que o ano anterior – o que interromperia a recente trajetória de melhora – e que a razão dívida/PIB siga crescendo ao longo da década. A avaliação qualitativa da maior parte dos analistas é de que não houve mudança relevante na situação fiscal desde o Relatório anterior, após a piora de percepção registrada no Questionário Pré-Copom (QPC) de dezembro.

Em 2024 o déficit primário do setor público diminuiu, com boa parte da melhora associada ao pagamento extraordinário de precatórios no final de 2023, e a dívida pública aumentou. A diferença de pouco mais de R\$200 bilhões no déficit, em comparação a 2023, é explicada exclusivamente pela melhora no resultado do Governo Central (Tabela 1.2.3). Contribuíram o bom desempenho da arrecadação e o fato de que o resultado de 2023 foi prejudicado pelo pagamento excepcional de R\$95 bilhões em precatórios em dezembro, incluindo antecipação de valores que seriam pagos em 2024. Por sua vez, o superávit dos governos regionais diminuiu e o déficit das empresas estatais aumentou. A piora no resultado dos entes regionais foi concentrada nos governos municipais, possivelmente influenciada pelas eleições municipais do ano passado e pelas enchentes ocorridas no Rio Grande do Sul (RS). Apesar da melhora no resultado primário do setor público, a dívida bruta do governo geral (DBGG) continuou crescendo, alcançando 76,1% do PIB (+2,2 p.p. em relação a 2023).

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

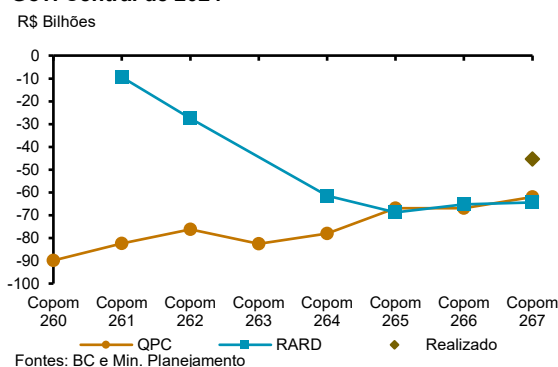
Acumulado no ano

Segmento	R\$ bilhões		
	2022	2023	2024
Governo Central	-55	265	45
d/q Governo Federal	-317	-42	-253
d/q INSS	261	306	297
Governos regionais	-65	-18	-6
Empresas estatais	-6	2	8
Total	-126	249	48

Valores positivos indicam déficit e negativos indicam superávit

O Governo Central cumpriu a meta de resultado primário para 2024 e surpreendeu positivamente a expectativa dos analistas de mercado. O resultado efetivo foi deficitário em R\$45,4 bilhões, considerando métrica divulgada pelo BC, mas foram pagos R\$32 bilhões em créditos extraordinários para enfrentamento da calamidade do RS, para combate a queimadas no Pantanal e na Amazônia e em favor do Poder Judiciário e do Ministério Público. Como estas despesas não são consideradas para fins de cumprimento da meta de resultado primário, o déficit do Governo Central compatível com a meta foi de R\$13,4 bilhões, dentro do intervalo de tolerância de $\pm 0,25\%$ do PIB, ficando mais próximo do centro da meta do que do limite de R\$28,7 bilhões. O déficit primário de R\$45,4 bilhões foi menor do que o esperado pelos analistas ao longo do ano de 2024. Segundo a mediana das projeções presentes no QPC, o déficit esperado em janeiro (R\$90 bilhões) foi sendo revisado para baixo ao longo do ano, até alcançar R\$62 bilhões em dezembro (Gráfico 1.2.29).

Gráfico 1.2.29 – Projeções do resultado primário do Gov. Central de 2024



A melhora no resultado primário do Governo Central em 2024 decorreu de crescimento significativo das receitas e de pequena redução das despesas, em termos reais. O aumento da receita líquida (8,9%) foi influenciado, principalmente, pelo crescimento da atividade econômica, com reflexos positivos no mercado de trabalho, junto dos resultados das medidas de aumento de arrecadação aprovadas pelo Congresso Nacional em 2023 (Tabela 1.2.4). A redução das despesas (-0,7%) foi determinada, sobretudo, pela queda nos valores dos precatórios pagos em 2024, em virtude do pagamento antecipado de parte deles em dezembro de 2023, em cumprimento de decisão do Supremo Tribunal Federal. As despesas primárias excluindo precatórios cresceram 3,4% em termos reais (Tabela 1.2.4), com destaque para o aumento nas despesas com Benefícios de Prestação Continuada (BPC), que vêm apresentando expansão muito acima do esperado pelo governo. Também na comparação anual, os gastos tributários do governo federal, uma forma de renúncia fiscal, passaram de 4,8% do PIB em 2023 para 4,4% do PIB em 2024.²⁵ A recomposição dos impostos sobre combustíveis, parcial no ano de 2023 e integral no ano passado, contribuiu para a diminuição. Todavia, o patamar da renúncia fiscal continua similar ao observado na última década (média de 4,5%) e acima do período anterior (por exemplo, 3,5% em 2011).

Tabela 1.2.4 – Resultado primário do Governo Central
Acumulado no ano

	R\$ Bilhões - Valores correntes		
	2023	2024	Var. real (%)
1. Receita Total	2.353	2.679	9,0
1.1 - Receita administrada pela RFB	1.439	1.690	12,5
1.2 - Arrecadação líquida para o RGPS	593	641	3,6
1.3 - Receitas não administradas pela RFB	322	348	3,6
2. Transferências por repartição de receita	452	518	9,7
3. Receita líquida (1-2)	1.901	2.162	8,9
4. Despesa total	2.130	2.205	-0,7
d/q Ex Precatórios	1.978	2.134	3,4
4.1 Benefícios previdenciários	899	939	0,1
d/q Ex Precatórios	842	912	3,8
4.2 Pessoal e encargos sociais	364	367	-3,2
d/q Ex Precatórios	344	363	1,2
4.3 Outras despesas obrigatórias	358	358	-3,6
d/q Ex Precatórios	282	319	8,3
4.4 Despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira	510	540	1,6
d/q Bolsa Família	166	168	-3,2
5. Resultado primário do Governo Central - acima da linha (3 - 4)	-228	-43	-

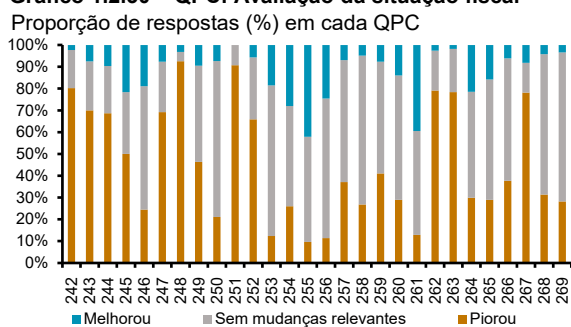
Fonte: STN

25/ Segundo a estimativa mais recente da Receita Federal do Brasil disponível no [Demonstrativo de Gastos Tributários](#).

O superávit do Governo Central em janeiro de 2025 superou o observado no ano anterior. A sazonalidade é positiva para os meses de janeiro, em razão do calendário do pagamento de alguns tributos. As receitas continuaram apresentando desempenho favorável, em especial, a arrecadação de impostos correlacionados à atividade econômica (Imposto sobre Produtos Industrializados e Imposto de Importação). Contudo, mesmo com o atraso na aprovação do Orçamento de 2025, que limitou a execução orçamentária no começo do ano, as despesas registraram expansão significativa na comparação com janeiro de 2024, destacando-se as despesas com o Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (Fundeb) e os gastos com o BPC.

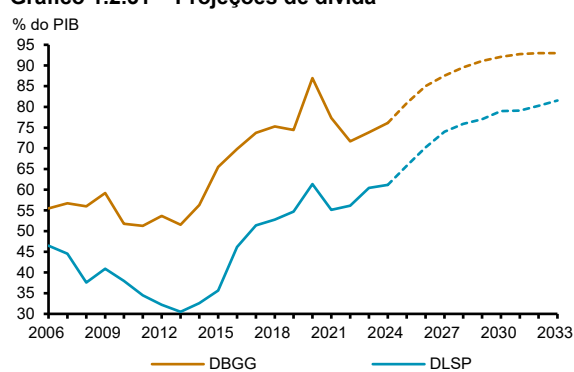
As projeções dos analistas apontam para a possibilidade de que a meta de resultado primário venha a ser cumprida novamente em 2025, mas seguem sinalizando que o quadro fiscal é bastante desafiador. No QPC, a projeção mediana dos analistas é de um déficit primário efetivo de R\$75 bilhões e de um déficit de R\$32 bilhões na métrica de apuração do cumprimento da meta. Este valor está muito próximo do limite previsto para este ano (R\$31 bilhões), considerando o intervalo de tolerância. Essa distância era mais significativa no QPC de dezembro de 2024. Mesmo com a surpresa positiva no resultado primário de 2024 e a expectativa de novo cumprimento da meta em 2025, a avaliação qualitativa dos analistas é de que não houve melhora relevante do quadro fiscal nos últimos três meses (Gráfico 1.2.30).²⁶ Ainda mais relevante, o cenário continua sendo de déficit primário nos próximos três anos e de aumento da dívida pública até 2033 (Gráfico 1.2.31), segundo as projeções coletadas pela pesquisa Focus.

Gráfico 1.2.30 – QPC: Avaliação da situação fiscal



Os resultados acima referem-se à seguinte pergunta do QPC: "Como você avalia a evolução da situação fiscal desde o último Copom, considerando tanto seu cenário central quanto os riscos envolvidos?".

Gráfico 1.2.31 – Projeções de dívida



Projeções de 2025 em diante correspondem ao Focus de 14/3/2025

Contas externas

O déficit em transações correntes aumentou em 2024, influenciado pelo dinamismo da atividade econômica. O saldo negativo de US\$61 bilhões foi o maior desde 2019, refletindo a retração do superávit comercial e déficits expressivos nas contas de serviços e renda primária. A queda no superávit comercial resultou de aumento substancial das importações, que é sensível à demanda doméstica. Apesar da alta, o déficit em transações correntes permanece moderadamente abaixo da entrada líquida de investimentos diretos no país, que avançou em 2024, impulsionada pelo reinvestimento de lucros.

26/ A edição de fevereiro da [Pesquisa de Estabilidade Financeira](#) (PEF) corrobora a percepção sobre o quadro fiscal captada nas edições dezembro de 2024 e de janeiro de 2025 do QPC. Segundo a PEF, os participantes avaliam que os riscos fiscais, que já eram preponderantes na pesquisa anterior, realizada entre fim de outubro e início de novembro, ganharam ainda maior relevância. O impacto médio esperado, cuja magnitude é superior ao dos outros riscos, aumentou e foi descrito como o mais importante por mais da metade dos respondentes, com destaque para preocupações com a sustentabilidade da dívida pública.

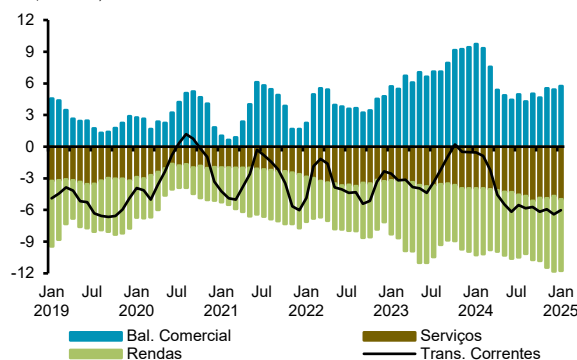
Tabela 1.2.5 – Contas externas

	US\$ bilhões			
Discriminação	2021	2022	2023	2024
Transações correntes	-40	-42	-28	-61
Balança comercial	42	52	92	66
Exportações	284	340	344	340
Importações	242	289	252	274
Serviços	-27	-41	-43	-55
dos quais: viagens	-2	-9	-11	-12
dos quais: transportes	-14	-19	-13	-15
Renda primária	-59	-57	-79	-75
dos quais: juros	-21	-20	-30	-30
dos quais: lucros e dividendos	-38	-37	-50	-46
Investimentos – passivos	106	95	85	100
IDP	46	75	62	71
Inv. Carteira	23	-3	14	10
Outros inv. Passivos ¹	36	24	9	19

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

Gráfico 1.2.32 – Transações correntes

US\$ bilhões, MM3M a.s.

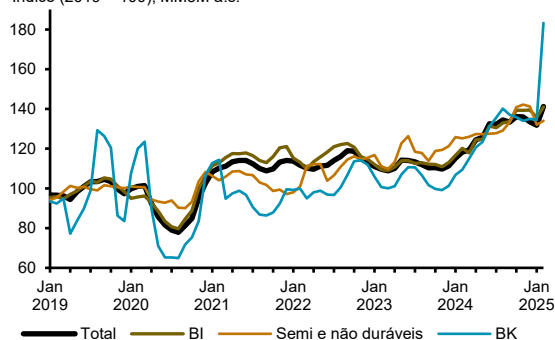


As importações registraram em 2024 o segundo maior valor da série histórica, impulsionadas pelo aumento significativo do quantum, em particular de bens oriundos da China. Exceto pelos combustíveis, o crescimento do volume importado foi disseminado entre as categorias de uso (Gráfico 1.2.33). Por sua vez, os preços, em geral, recuaram em relação a 2023, atenuando o impacto da desvalorização cambial sobre o custo desses produtos em reais.

As compras de produtos chineses foram cruciais tanto para o aumento de volume, quanto para a redução dos preços (Gráfico 1.2.34), destacando-se veículos elétricos e máquinas, equipamentos e componentes eletrônicos. O quantum importado em 2024 refletiu o crescimento robusto do consumo, do investimento e da indústria de transformação. No início de 2025 o patamar elevado se manteve, especialmente nas categorias de bens intermediários e bens de capital, esta última refletindo a importação de uma plataforma de petróleo em fevereiro.

Gráfico 1.2.33 – Índices de quantum de importação

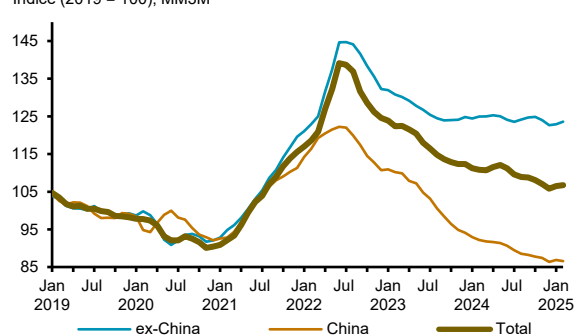
Índice (2019 = 100), MM3M a.s.



Fonte: BC, metodologia Funcex

Gráfico 1.2.34 – Índices de preço de importação

Índice (2019 = 100), MM3M

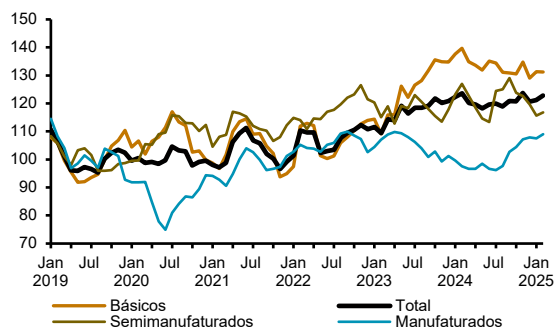


Fonte: BC, metodologia Funcex

O valor exportado manteve-se elevado em 2024, embora ligeiramente abaixo do ano anterior, com aumento no quantum e queda nos preços se contrapondo. Os produtos básicos, predominantes na pauta, foram os principais responsáveis pelo crescimento dos embarques (Gráfico 1.2.35), com destaque para minério de ferro, petróleo e carnes. Em contrapartida, o volume exportado de soja e de milho recuou. Esses dois produtos também registraram as quedas de preços mais expressivas, enquanto, o café se destacou entre as altas. Por fim, como a redução dos preços importados superou a dos exportados, os termos de troca melhoraram (Gráfico 1.2.36).

Gráfico 1.2.35 – Índices de quantum de exportação

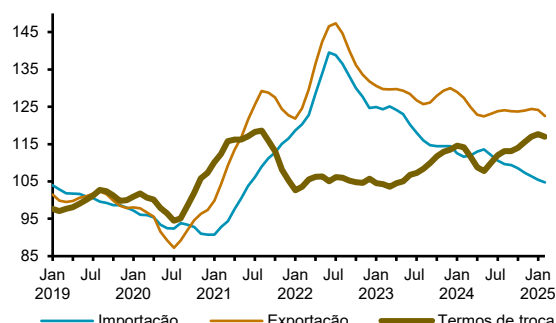
Índice (2019 = 100), MM3M a.s.



Fonte: BC, metodologia Funcex

Gráfico 1.2.36 – Índices de preços de exportação

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.



Fonte: BC, metodologia Funcex

A China continuou sendo o maior parceiro comercial do Brasil em 2024, com 28% das exportações e 24% das importações brasileiras. Além disso, cerca de 41% do superávit comercial brasileiro se deveu ao comércio com a China. Já no comércio com os EUA, Argentina e União Europeia, outros importantes parceiros comerciais do Brasil, exportações e importações mostram maior equilíbrio (Tabela 1.2.6). O restante do superávit comercial brasileiro tem origem bastante pulverizada entre parceiros na Ásia, no Oriente Médio e na América Latina.

Tabela 1.2.6 – Saldo comercial bilateral do Brasil

US\$ bilhões	2024		
Principais parceiros	Exportações	Importações	Saldo
Total	337	263	74
China	94	64	31
União Europeia	48	47	1
Argentina	14	14	0
Estados Unidos	40	41	-0
Demais	140	98	43

Fonte: Secex

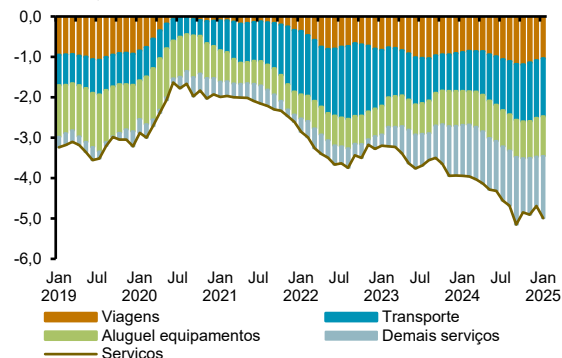
O aumento do déficit na conta de serviços, o maior desde 2014, também foi determinante para o resultado mais negativo da conta de transações correntes em 2024. O crescimento dos gastos com serviços de tecnologia e propriedade intelectual (incluído em 'demais serviços' no Gráfico 1.2.37) se destacou, mas também houve aumento dos gastos com transportes e aluguéis de equipamentos. O déficit na subconta de viagens enfim retornou ao patamar pré pandemia, superando o de 2019.²⁷

Na conta de renda primária, o déficit recuou marginalmente em relação a 2023, mas continuou elevado, sendo o segundo maior da série histórica. As despesas líquidas com juros, que em 2023 já eram substancialmente maiores do que nos dois anos anteriores, aumentaram ligeiramente e atingiram o maior nível da histórica (Gráfico 1.2.38). Essa elevação das despesas líquidas com juros nos últimos dois anos reflete tanto o nível mais alto das taxas de juros internacionais desde 2022 como o maior estoque de passivos (títulos, empréstimos e operações intercompanhia), com alguma compensação oriunda da maior renda das reservas. Por sua vez, os gastos líquidos com lucros e dividendos se sustentaram em patamar elevado, em linha com o dinamismo da atividade econômica.

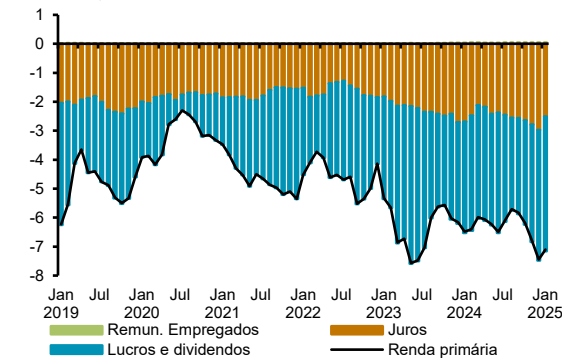
27/ Na publicação dos dados de janeiro de 2025, foi implementada uma revisão extraordinária nos gastos com viagens. As despesas dessa rubrica foram majoradas em US\$1,3 bilhão em 2022, US\$3,4 bilhões em 2023 e US\$4,8 bilhões em 2024, aumentando o déficit em conta corrente na mesma magnitude.

Gráfico 1.2.37 – Serviços

US\$ bilhões, MM3M a.s.

**Gráfico 1.2.38 – Renda primária**

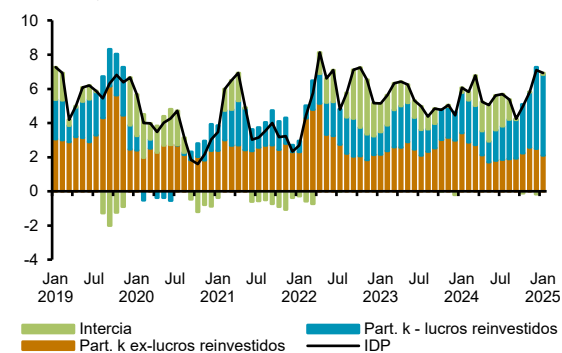
US\$ bilhões, MM3M a.s.



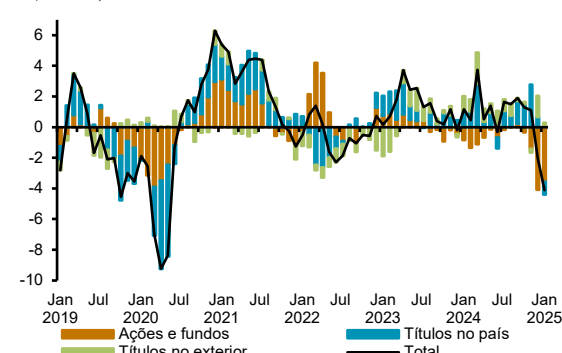
Em 2024 a entrada líquida de investimentos diretos no país (IDP) foi robusta e a de investimentos em carteira foi positiva, apesar das saídas no final do ano. Os fluxos do IDP somaram US\$71 bilhões no ano. Destaque para os fluxos de participação no capital (Gráfico 1.2.39), principalmente lucros reinvestidos, que se beneficiaram do maior dinamismo da atividade econômica. A maior parte dos lucros e dividendos devidos a não residentes foi reinvestida no país, ao invés de ser remetida de volta às matrizes no exterior, o que não ocorria desde 2011. Por sua vez, os empréstimos intercompanhia perderam força no decorrer do ano. Quanto aos investimentos em carteira, o saldo positivo em 2024 resultou de entradas líquidas para títulos de dívida emitidos no país e no exterior (Gráfico 1.2.40), ante saques substanciais de ações e fundos. Em particular, houve saídas líquidas expressivas em ações e fundos e em títulos da dívida negociados no mercado doméstico em dezembro, mês com movimentos relevantes da taxa de câmbio, que reagiu, notadamente, às notícias fiscais domésticas, às notícias da política econômica norte-americana e ao diferencial de juros.

Gráfico 1.2.39 – Investimento direto no país

US\$ bilhões, MM3M a.s.

**Gráfico 1.2.40 – Investimentos em carteira - passivo**

US\$ bilhões, MM3M a.s.



As projeções para as contas externas em 2025 foram revisadas marginalmente. Espera-se déficit em transações correntes de US\$62 bilhões (2,8% do PIB), valor similar ao de 2024 e mais uma vez moderadamente 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 continuou em patamar elevado e a desancoragem das expectativas de inflação aumentou. O IPCA em doze meses passou de 4,87% no trimestre encerrado em novembro para 5,06% no período equivalente terminado em fevereiro. As medidas de inflação subjacente mostraram movimento semelhante, tanto no acumulado em doze meses, quanto na média trimestral dessazonalizada anualizada. Variações elevadas são observadas em alimentação, bens industriais e serviços. Tal comportamento ocorre em meio a cenário que continua caracterizado por resiliência na atividade, pressões no mercado de trabalho e

hiato do produto positivo. Além disso, a recente apreciação do real reverte apenas parcialmente o expressivo aumento da taxa de câmbio ao longo do último ano. Nesse contexto, segundo o Relatório Focus, ampliou-se a desancoragem das expectativas de inflação para o período 2025-2028.

O Índice de Commodities – Brasil (IC-Br) medido em reais recuou desde o Relatório anterior, refletindo, principalmente, a apreciação do real. A queda do IC-Br em reais desde o Relatório anterior foi de 3,5%, com retração de 0,8% do IC-Br em dólares e apreciação do câmbio de 2,7% (Gráficos 1.2.41 e 1.2.42).²⁸ Em relação ao Relatório de março de 2024, houve elevação de 22,5% do IC-Br em reais, sendo 4,8% do IC-Br em dólares e 17,0% da depreciação do real. Na comparação anual, a maior elevação em dólares veio das *commodities* metálicas, 19,2%. Quanto às *commodities* agropecuárias, houve alta de 2,8%, devido às fortes elevações do preço do café. Já as *commodities* energéticas recuaram 1,7% no período, com a forte alta do gás natural nos Estados Unidos sendo compensada pela queda do *Brent*.

Gráfico 1.2.41 – IC-Br e câmbio

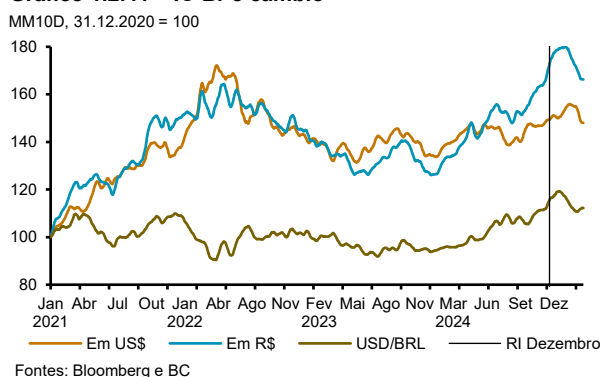
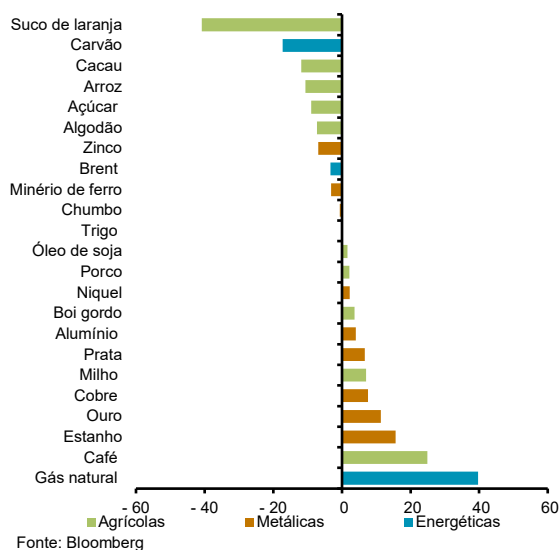


Gráfico 1.2.42 – Variação nos preços de commodities

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

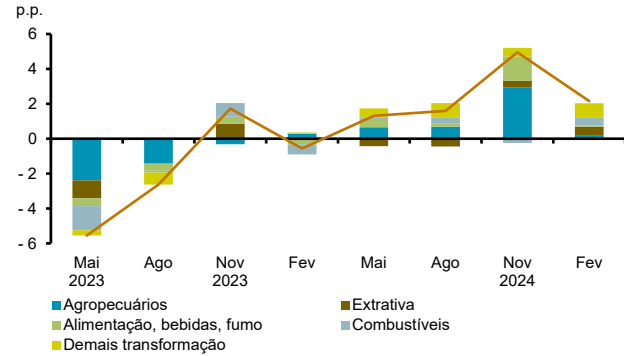


Os preços ao produtor desaceleraram, com moderação em produtos agropecuários e alimentos industrializados, mas componentes menos voláteis têm mostrado altas relevantes. A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) passou de 4,95% no trimestre encerrado em novembro para 2,15% no trimestre terminado em fevereiro (Gráfico 1.2.43). A moderação nos preços agropecuários e em alimentos industrializados está associada, em grande medida, à dinâmica do mercado de bovinos. Após as fortes elevações observadas entre setembro e novembro, os preços do boi gordo apresentaram recuo em dezembro e relativa estabilidade no início de 2025, embora ainda continuem em patamar alto.²⁹ A soja também contribuiu para menores variações no período mais recente, com o início da safra no Brasil e perspectiva de oferta mundial ampla. Por outro lado, na indústria de transformação, excluindo combustíveis e alimentos, os preços apresentaram alta mais intensa e a variação acumulada em doze meses chegou a 6,79%, ante mínima de -3,98% em agosto de 2023 (Gráfico 1.2.44). Tais elevações devem refletir, em parte, o repasse da depreciação cambial. Na mesma direção, os preços de bens de consumo excluindo alimentos e combustíveis apresentaram variações mais elevadas, tanto no trimestre quanto no acumulado em doze meses. Essa trajetória de elevação tende a persistir, dada a depreciação cambial acumulada desde o início de 2024 e as altas de preços em etapas iniciais da cadeia produtiva.

28/ 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 Relatórios.

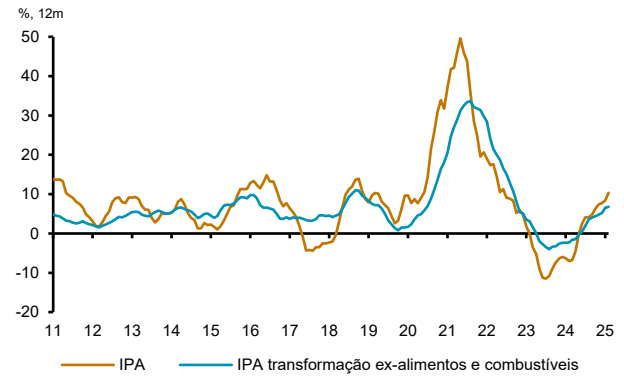
29/ Ver boxe [Alta do preço boi gordo e efeito nos preços ao consumidor](#) neste Relatório.

Gráfico 1.2.43 – Contribuições para variações trimestrais do IPA-DI



Fonte: FGV

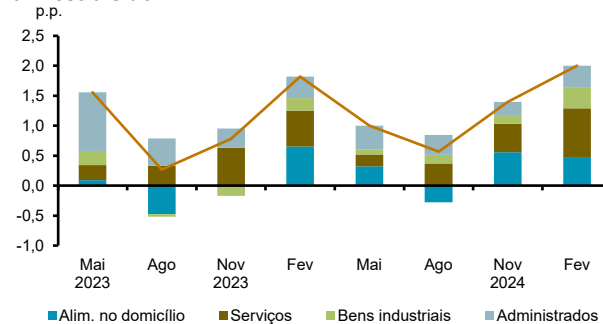
Gráfico 1.2.44 – IPA-DI



Fonte: FGV

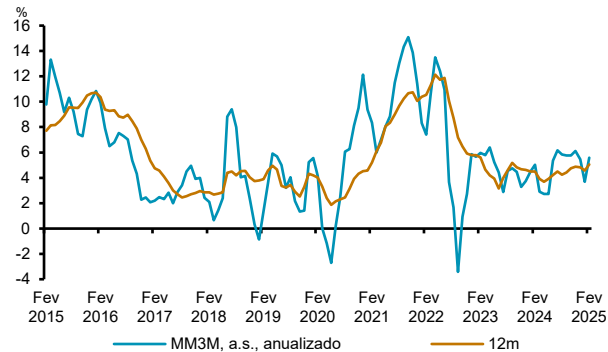
A inflação acumulada em doze meses, medida pelo IPCA, aumentou desde o relatório anterior e a inflação trimestral continua alta. A inflação ao consumidor passou de 1,40% para 2,00% entre os trimestres finalizados em novembro e fevereiro, respectivamente. A aceleração de preços foi verificada em quase todos os segmentos, com exceção da alimentação no domicílio (Gráfico 1.2.45). A média dos núcleos também apresentou alta, indicando o caráter disseminado do movimento.³⁰ Quando são consideradas as séries dessazonalizadas, os núcleos passaram de variação anualizada de 5,32% no trimestre anterior, para 5,63% no trimestre encerrado em fevereiro. O mesmo comportamento foi verificado no acumulado em doze meses. Tanto a variação do IPCA (de 4,87% para 5,06%) quanto a média dos núcleos (de 4,21% para 4,64%) continuaram em alta e em patamar elevado (Gráficos 1.2.46 e 1.2.47).

Gráfico 1.2.45 – Contribuições para variações trimestrais do IPCA



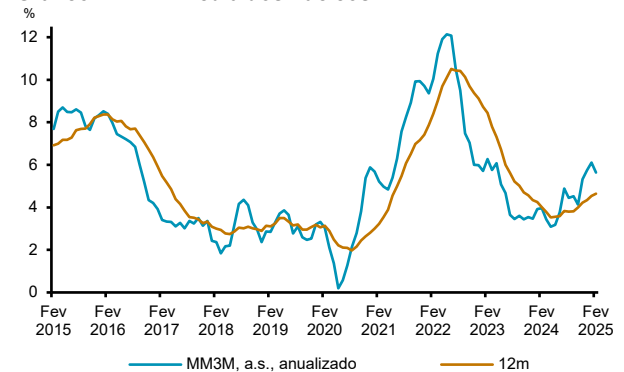
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.46 – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.47 – Média dos núcleos

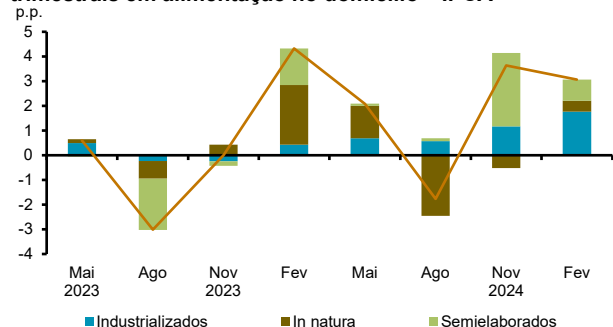


Os preços de alimentos ao consumidor seguiram com variação elevada, apesar de alguma moderação em relação ao trimestre anterior. Os preços do segmento subiram 3,06% no trimestre encerrado em fevereiro e acumulam alta de 7,09% em doze meses (Gráficos 1.2.48 e 1.2.49). A variação trimestral é levemente menor do

30/ São considerados os núcleos Ex-0, Ex3, MS, DP e P55, discutidos no boxe [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.

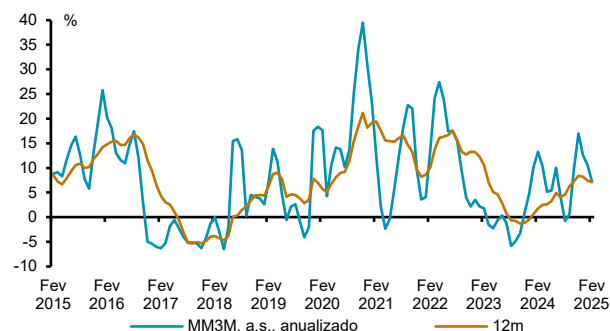
que a observada nos três meses até novembro, 3,63%, apesar da sazonalidade menos favorável. Os preços da carne bovina tiveram variação bastante abaixo da observada nos meses anteriores, em linha com a moderação nos preços do boi gordo. Também em linha com os preços no atacado, houve arrefecimento do óleo de soja e queda nos preços do leite longa vida e do arroz – neste último caso, seguindo a boa perspectiva de safra para 2025. Mesmo com o arrefecimento no óleo de soja, no entanto, alimentos industrializados seguiram, em geral, com variação elevada. O resultado tem contribuição relevante da alta do café moído, com repasse dos preços recordes do café em grão, mas a dispersão da alta de preços dos alimentos industrializados sugere a influência de fatores macroeconômicos, em particular do aumento da taxa de câmbio. Por outro lado, os alimentos *in natura* seguiram com variações abaixo do que indica o padrão sazonal do grupo, apesar da alta expressiva no preço do ovo em fevereiro.

Gráfico 1.2.48 – Contribuições para variações trimestrais em alimentação no domicílio – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.49 – Inflação de alimentação no domicílio

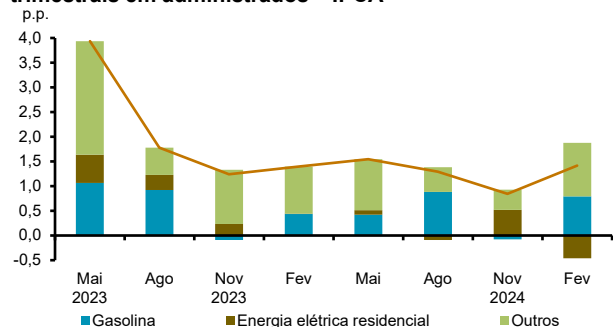


Fontes: IBGE e BC

Os preços administrados cresceram em ritmo acima do observado no trimestre anterior, enquanto a sua variação acumulada em doze meses ficou relativamente estável. A alta no segmento passou de 0,84% no período encerrado em novembro para 1,41% no trimestre até fevereiro (Gráfico 1.2.50).

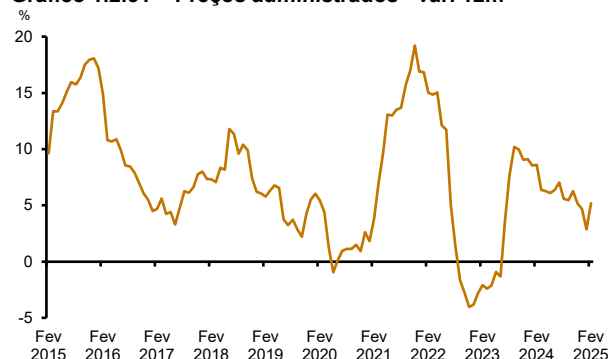
A principal contribuição para o resultado veio da alta da gasolina, que reflete a majoração do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) *ad rem* sobre o combustível no início de fevereiro e o forte aumento do etanol. Também houve reajustes mais elevados nas tarifas de ônibus no início do ano, após reajustes contidos em 2024. Contribuição adicional veio da maior variação em emplacamento e licença de automóvel. Até dezembro, o subitem apresentou variações mensais equivalentes a uma redução anual de 1,03%, passando a incorporar variações mensais equivalentes a reajuste anual de 2,43% a partir de janeiro. Em sentido oposto, houve queda dos preços de energia elétrica residencial, com transição da bandeira tarifária de amarela, em novembro, para verde, a partir de dezembro, em linha com a melhoria das condições hidrológicas.^{31,32} Em doze meses, os preços administrados acumularam variação de 5,19% até fevereiro, ante 5,17% até novembro (Gráfico 1.2.51).

Gráfico 1.2.50 – Contribuições para variações trimestrais em administrados – IPCA



Fontes: IBGE e BC

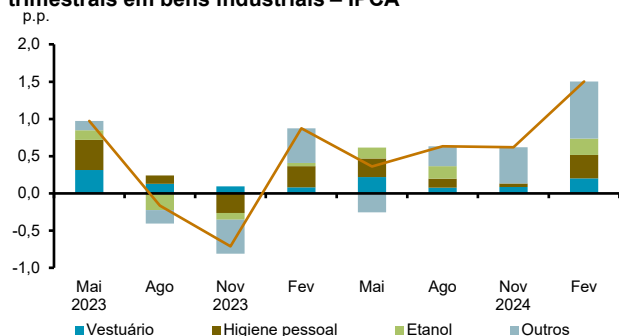
Gráfico 1.2.51 – Preços administrados - var. 12m



31/ Em janeiro foram aplicados descontos nas contas de energia elétrica dos consumidores, relacionados à distribuição do bônus de Itaípu. O IPCA incorporou o efeito desses descontos, com forte variação negativa no item energia elétrica em janeiro e posterior alta em fevereiro. Dessa forma, o desconto pontual não tem impacto sobre a variação do IPCA no trimestre encerrado em fevereiro.
 32/ Como discutido no capítulo 2 deste Relatório, após o início de ano bastante favorável, houve piora no cenário hidrológico mais recentemente. Ao longo de fevereiro e março houve redução das chuvas e nas últimas semanas o nível de energia armazenada nos reservatórios das hidrelétricas, que vinha crescendo, mostrou uma leve inflexão.

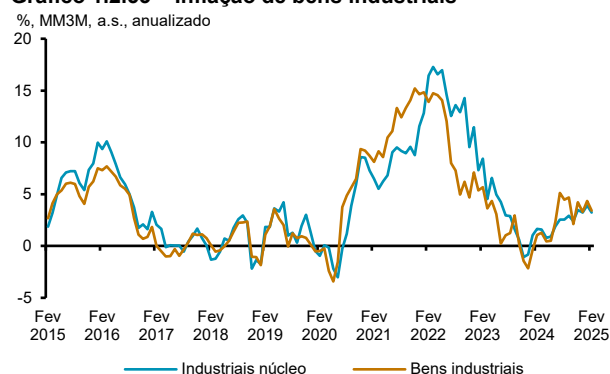
Preços de bens industriais tiveram alta intensa pelo terceiro trimestre consecutivo. No trimestre encerrado em novembro, os preços do segmento subiram 0,62%, acelerando para 1,50% no período equivalente terminado em fevereiro (Gráfico 1.2.52). O resultado corrobora notícias de pressão por repasse de preços para o varejo no início do ano, em linha com a depreciação cambial e a alta nos preços ao produtor de bens industriais. No núcleo de bens industriais, que exclui etanol, cigarro e outros itens, a variação trimestral passou de 0,41% em novembro para 1,28% em fevereiro, indicando movimento de alta disseminada.³³ Os itens mais voláteis também apresentaram aceleração, com destaque para o etanol, cuja variação acumulada no trimestre passou de 0,00% para 7,53%. As variações dessazonalizadas e anualizadas do núcleo apresentaram aceleração nos últimos trimestres, passando de 0,90% em maio de 2024 para 3,23% em fevereiro deste ano, patamar elevado para o segmento (Gráfico 1.2.53). A inflação acumulada em doze meses passou de 2,51% em novembro para 3,15% em fevereiro. Quando excluídos os itens mais voláteis, houve elevação de 2,12% para 2,54%.

Gráfico 1.2.52 – Contribuições para variações trimestrais em bens industriais – IPCA



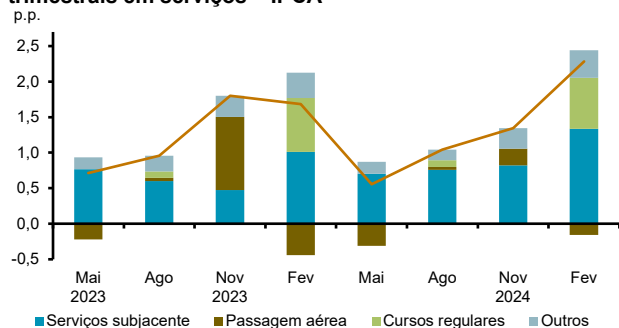
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.53 – Inflação de bens industriais



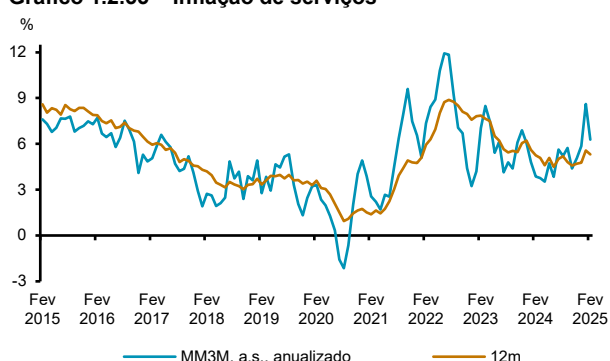
O segmento de serviços continua com inflação alta, disseminada entre seus componentes. A inflação de serviços passou de 1,35% para 2,28% entre os trimestres finalizados em novembro e fevereiro (Gráfico 1.2.54). O componente subjacente teve alta forte, passando de 1,38% para 2,24%. A alta é parcialmente sazonal, mas a série dessazonalizada também indica elevação intensa, com variação anualizada de 7,5%. Alimentação fora do domicílio teve alta expressiva no período, com provável repasse da alta da carne bovina.³⁴ No mesmo sentido, aluguel residencial, condomínio e serviços de salão de beleza também apresentaram elevações mais intensas. Diversas medidas da inflação subjacente de serviços indicam variações anualizadas acima de 6% nas séries com ajuste sazonal (Gráfico 1.2.56), inclusive medidas mais associadas ao trabalho, que tinham arrefecido no segundo semestre de 2024.³⁵ O componente ex-subjacente da inflação de serviços também acelerou no trimestre encerrado em fevereiro. O resultado deveu-se, particularmente, ao efeito sazonal do reajuste em educação, que se concentra no IPCA de fevereiro. O segmento de serviços apresentou aceleração expressiva no acumulado em doze meses, passando de 4,71% em novembro para 5,32% em fevereiro (Gráfico 1.2.55).

Gráfico 1.2.54 – Contribuições para variações trimestrais em serviços – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.55 – Inflação de serviços

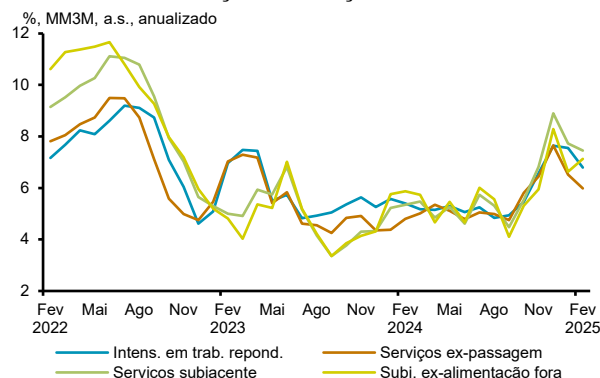


33/ A medida de núcleo de bens industriais apresentada no gráfico 1.2.60 e discutida no texto é próxima ao indicador subjacente de bens industriais que compõe o núcleo de inflação Ex-3, apresentado no box [Novas medidas de núcleo de inflação](#) do Relatório de junho de 2018. Ela exclui da sua composição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

34/ Ver box [Alta do preço boi gordo e efeito nos preços ao consumidor](#) neste Relatório.

35/ A série “intensivos em trabalho reponderado”, no gráfico 1.2.63, foi descrita no box [Inflação de serviços reponderada por fatores de produção](#) do Relatório de junho de 2024.

Gráfico 1.2.56 – Inflação de serviços

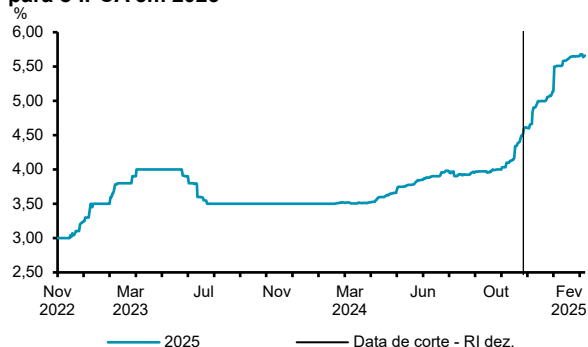


A mediana das expectativas para a inflação em 2025 voltou a apresentar alta relevante e se mantém acima do limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta de inflação. A mediana das expectativas passou de 4,59% para 5,66% desde o Relatório de Inflação de dezembro, que já havia apontado elevação de 0,6 p.p. em relação ao Relatório anterior (Gráfico 1.2.57). A elevação das expectativas foi disseminada entre os segmentos, mas foi mais intensa em serviços (Tabela 1.2.7). A alta generalizada sugere a importância de fatores macroeconômicos como determinantes, particularmente a persistência do câmbio em patamar mais depreciado, a inflação corrente com medidas subjacentes mais pressionadas e o hiato do produto positivo.

Tabela 1.2.7 – Abertura da revisão na projeção do Focus para 2025

	Peso	Projeção Focus (% a.a.)		
		06-dez	14-mar	Contr. p/ Δ (p.p.)
IPCA	100	4,59	5,66	+0,48
IPCA (por agregação)	100	4,58	5,58	+0,49
Alimentação no domicílio	16	5,75	7,31	+0,12
Bens industriais	23	3,30	4,12	+0,06
Serviços	36	5,21	6,15	+0,24
Administrados	26	4,13	5,05	+0,06
Livres	74	4,82	5,80	+0,49
Livres (por agregação)	74	4,73	5,77	+0,43

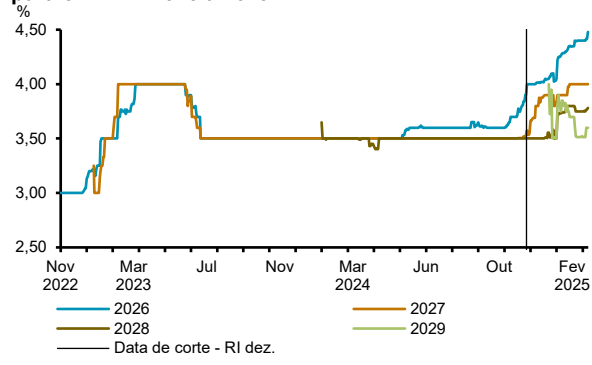
Gráfico 1.2.57 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA em 2025



As expectativas de inflação continuam desancoradas para os anos seguintes e voltaram a apresentar elevação. Para 2026, as expectativas passaram de 4,00% para 4,48%, superando os valores atingidos no início de 2023³⁶, com destaque para a elevação no segmento de serviços (de 4,3% para 5,0%). As expectativas para o IPCA de 2027 subiram 0,42 p.p., chegando a 4,00%, com elevações disseminadas entre os segmentos. A expectativa mediana para 2028 aumentou de 3,50%, patamar que manteve ao longo do ano passado, para 3,78%. Por sua vez, as expectativas para 2029, que começaram a ser coletadas em janeiro deste ano, também mostram desancoragem em relação à meta de 3% (Gráfico 1.2.58).

36/ 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.

Gráfico 1.2.58 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA - 2026 a 2029



Ajuste sazonal e incerteza sobre a intensidade da desaceleração do PIB no início de 2025

Projeções apontam para um forte crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) no primeiro trimestre de 2025, em parte devido à expectativa de boa colheita no período. Porém, as previsões de crescimento são elevadas mesmo para o PIB ex-agropecuária. Exercício neste box mostra que parte desse crescimento alto do PIB ex-agropecuária pode ser atribuída ao método de ajuste sazonal.

O crescimento do PIB diminuiu na segunda metade de 2024, especialmente no quarto trimestre.¹ Para o primeiro trimestre de 2025, as projeções apontam para um forte crescimento, decorrente em grande parte da expectativa de boa safra agrícola para os produtos cuja colheita é concentrada no primeiro trimestre, em especial a soja.² Contudo, mesmo as projeções para o crescimento trimestral do PIB ex-agropecuária são elevadas³, o que aumenta a incerteza sobre a intensidade da desaceleração econômica no início de 2025.

Este box mostra que essa interpretação de uma atividade econômica forte no primeiro trimestre, já excluindo os efeitos diretos da agropecuária,⁴ depende do método utilizado para o ajuste sazonal. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) utiliza o método direto para a dessazonalização do PIB a preços de mercado, ou seja, o PIB com ajuste sazonal é obtido dessazonalizando-se a série original (sem ajuste) do próprio PIB. Uma alternativa seria o método indireto, no qual o PIB com ajuste sazonal é calculado pela agregação⁵ das séries dessazonalizadas de seus componentes, que são o valor adicionado a preços básicos (VAB) dos setores da economia e os impostos sobre produtos líquidos de subsídios. Ambos os métodos são válidos, apresentando vantagens e desvantagens. A principal vantagem do ajuste indireto é manter a aditividade das séries que compõem o agregado.⁶ Já a principal vantagem do método direto é ter um ajuste mais preciso para a série agregada, mais suave e com menores revisões e sazonalidade residual (FMI 2017, p. 156 e 157); porém, quando as séries constituintes possuem padrões sazonais bastante distintos, como é o caso da agropecuária, o ajuste indireto pode resultar em uma série agregada mais suave e estável (FMI 2017, p. 158). Neste primeiro trimestre em particular os dois métodos contam histórias diferentes, com o ajuste direto resultando em um crescimento na margem⁷ substancialmente maior do que o da agregação dos seus componentes pelo método indireto.

O exercício apresentado a seguir compara os ajustes direto e indireto do PIB para várias combinações de projeções dos seus componentes. A análise de várias combinações é importante porque os resultados das Contas Nacionais Trimestrais (CNT) do primeiro trimestre ainda não são conhecidos e porque o mesmo valor para a série do PIB pode ser obtido a partir de diferentes combinações de valores para os componentes, que

1/ As variações trimestrais do PIB ao longo de 2024 foram 1,0%, 1,3%, 0,7% e 0,2%, nesta ordem (trimestre sobre trimestre anterior, com ajuste sazonal).

2/ Segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projeta-se para 2025 um novo recorde para a safra de grãos, 2,7% acima do produzido em 2023, maior safra até então, e 10,6% acima da produção de 2024. Para o valor adicionado da atividade agropecuária como um todo, a expectativa mediana coletada na pesquisa Focus é de um crescimento de 6,0% em 2025.

3/ Utilizando-se as projeções para as variações interanuais do PIB e do VAB da agropecuária, é possível calcular as projeções para o crescimento do PIB ex-agropecuária de cada respondente do Questionário Pré-Copom (QPC). A mediana dessas previsões para o PIB ex-agropecuária no primeiro trimestre de 2025 é de crescimento interanual 2,2%, que resulta em uma variação em relação ao trimestre anterior de 0,9% após a série obtida ser ajustada sazonalmente de acordo com a metodologia adotada pelo IBGE.

4/ Outros componentes do PIB podem ser influenciados pela dinâmica da agropecuária, como impostos, comércio, transportes e o processamento industrial direto de alguns produtos agrícolas, como alimentos e biocombustíveis. Veja o box [Impacto da safra agrícola sobre a atividade econômica](#) do Relatório de Inflação de junho 2017 e o box [Efeitos indiretos dos setores produtores de bens básicos para o crescimento da atividade em 2023](#) do Boletim Regional de 2023.

5/ Agregação em base móvel igual à usada no PIB sem ajuste sazonal.

6/ No caso das CNT, seriam preservados os índices de base móvel, uma vez que o método de cálculo em base móvel já implica na não aditividade dos componentes em outras métricas mesmo nas séries sem ajuste sazonal, como a variação interanual, por exemplo.

7/ Neste texto, variação na margem sempre se refere à variação em um trimestre ante o trimestre imediatamente anterior usando dados dessazonalizados.

na dessazonalização pelo método indireto podem resultar em valores diferentes para a variação do PIB na margem, com ajuste sazonal.

Para cada um dos treze componentes do PIB pelo lado da oferta nas CNT,⁸ estimou-se o melhor modelo SARIMA nas séries em diferença logarítmica interanual.⁹ Especificamente para a agropecuária, utilizou-se a série da safra de grãos divulgada no LSPA do IBGE, inclusive sua previsão para 2025, como variável explicativa no SARIMA.¹⁰ Estimados os modelos para cada um dos componentes, calculou-se a matriz de covariância dos seus resíduos, que foi utilizada para obter choques aleatórios para cada componente do PIB. Foram simuladas mil trajetórias para os choques ao longo de 2025, compatíveis com a estrutura de dependência estimada entre os componentes.¹¹ Para cada componente, os choques simulados foram utilizados para gerar projeções consistentes com os modelos SARIMAs estimados. Então, para cada uma das mil trajetórias obtidas para os componentes do PIB, obteve-se a série do PIB ajustado sazonalmente pelos métodos direto e indireto.

O Gráfico 1 apresenta as variações na margem para o primeiro trimestre de 2025 resultantes dos ajustes sazonais direto e indireto, com cada ponto representando uma das simulações. Considerando variações interanuais do PIB próximas à mediana das projeções do QPC (2,8%), observa-se crescimento muito forte do PIB na margem: 1,4% com o ajuste sazonal direto e 1,0% com o indireto.¹² No ajuste direto, as variações altas na margem no primeiro trimestre não decorrem somente do bom desempenho da agropecuária. Novamente considerando a variação interanual próxima à da mediana das projeções do QPC (2,2%), observa-se crescimento na margem de 0,9% para o PIB ex-agropecuária no primeiro trimestre de 2025. Contudo, quando se ajusta a mesma projeção interanual mediana do QPC (2,2%) pelo método indireto, obtém-se uma projeção mais baixa para o crescimento do PIB ex-agropecuária no primeiro trimestre de 2025, de 0,3%, um valor próximo ao crescimento registrado no quarto trimestre de 2024. Essa diferença deixa claro como, para a mesma projeção, a interpretação sobre a desaceleração da atividade econômica, já excluindo o efeito direto da agropecuária, difere de acordo com a escolha do método de ajuste sazonal.

O Gráfico 1 também mostra que as variações na margem no primeiro trimestre usando o ajuste sazonal direto superam as calculadas usando o ajuste indireto, tanto para o PIB como para o PIB ex-agropecuária, para praticamente qualquer hipótese de crescimento interanual. Portanto, a conclusão não é válida somente para valores ao redor da mediana do QPC, mas para uma gama mais ampla de possíveis resultados. Para a indústria total¹³ também se verifica que variações na margem segundo o ajuste direto são maiores do que no indireto, mas a magnitude da diferença é bem menor do que nos casos do PIB e do PIB ex-agropecuária. Nos serviços¹⁴ a diferença entre os métodos é menos clara do que nos demais casos analisados.

8/ Agropecuária, quatro atividades da indústria, sete atividades do setor de serviços e impostos sobre produtos líquidos de subsídios.

9/ Para a estimação foram utilizados dados até o 4º trimestre de 2024 e incluídas *dummies* para o 4º trimestre de 2008 e para o 2º trimestre de 2020. O melhor modelo foi escolhido através da minimização do critério de informação de Akaike corrigido (AICc).

10/ A safra anual foi trimestralizada utilizando a distribuição sazonal do VAB da agropecuária. Para 2025 assumiu-se a mesma distribuição de 2023, outro ano com boas safras de soja e milho.

11/ Adicionalmente, supôs-se que os resíduos não possuem autocorrelação temporal, compatível com os modelos SARIMAs estimados.

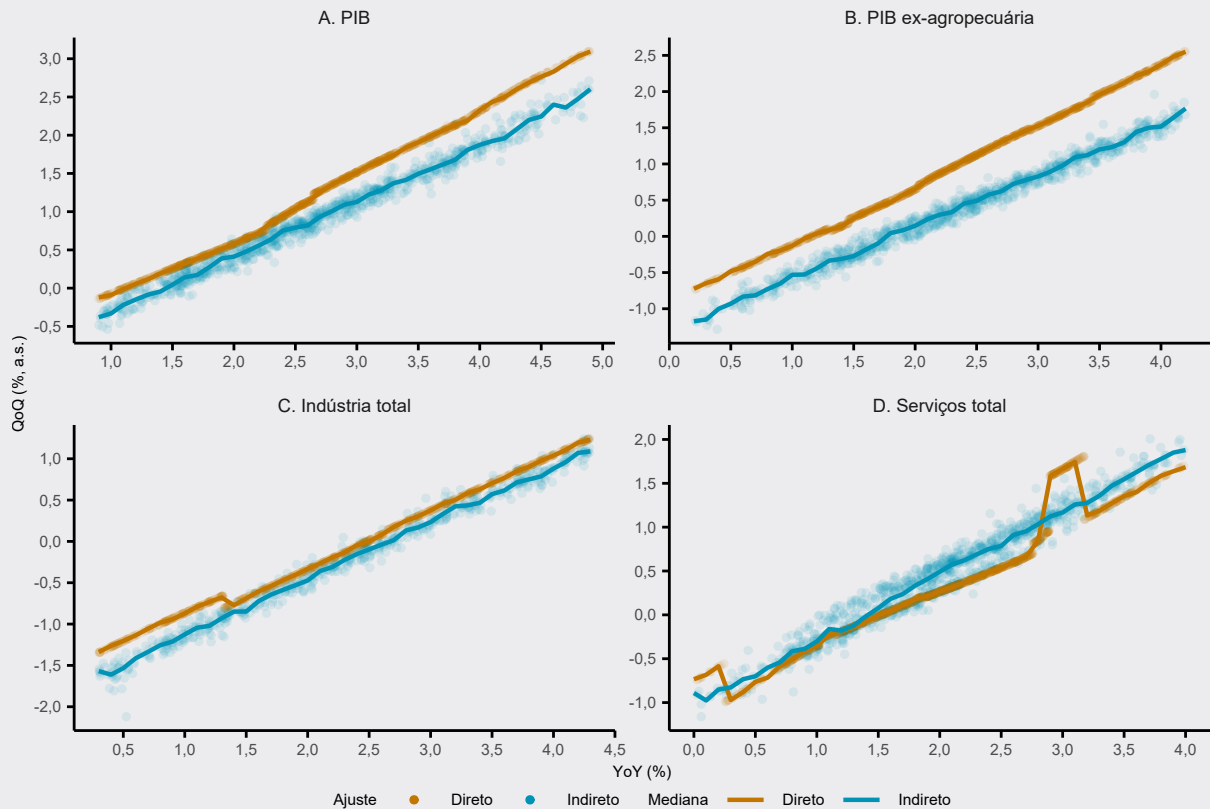
12/ Para a associação entre a variação interanual e a variação na margem, considerou-se a mediana das variações na margem de cada simulação cujo seu interanual arredondado para uma casa decimal coincida com o valor de interesse. Procedimento igual foi realizado no restante do texto.

13/ Equivale ao setor secundário, uma agregação de quatro atividades industriais: i) extrativa; ii) transformação; iii) construção e iv) eletricidade e gás, água, esgoto, atividade de gestão de resíduos.

14/ Setor terciário, uma agregação de sete atividades econômicas diferentes.

Gráfico 1 — 2025T1: variação na margem por tipo de ajuste sazonal

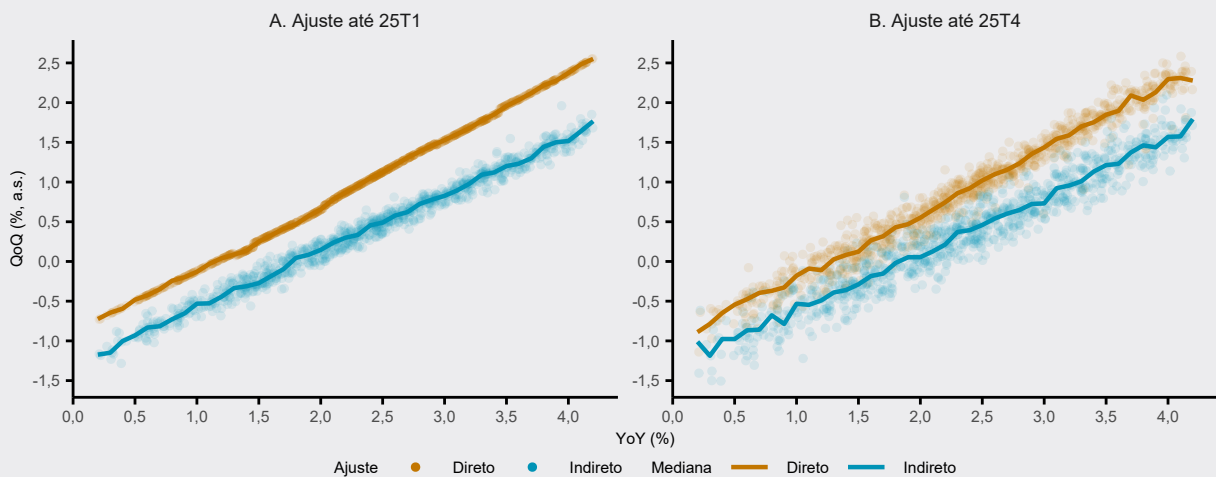
Ajuste sazonal usando dados até 2025T1



Para cada tipo de ajuste os pontos representam diferentes simulações. A mediana (linha contínua) foi calculada em intervalos de 0,1 da variação interanual.

O maior crescimento do PIB ex-agropecuária na margem no primeiro trimestre de 2025 segundo o ajuste direto comparativamente ao indireto deverá se manter mesmo com a incorporação dos dados dos demais trimestres de 2025 nas divulgações seguintes das CNT. O Gráfico 2 mostra o crescimento do PIB ex-agropecuária no 1º trimestre de 2025 para diferentes horizontes do ajuste sazonal, sempre usando as simulações discutidas anteriormente. Mesmo com a incorporação progressiva dos demais trimestres de 2025, o crescimento no primeiro trimestre continuará sendo substancialmente maior com o ajuste direto do que com o indireto. Por exemplo, após a incorporação do último trimestre de 2025, o crescimento na margem do primeiro trimestre, para uma variação interanual de 2,2%, seria de 0,7% no ajuste direto contra 0,2% no indireto.

Gráfico 2 — PIB ex-agropecuária 2025T1: variação na margem por horizonte do ajuste sazonal

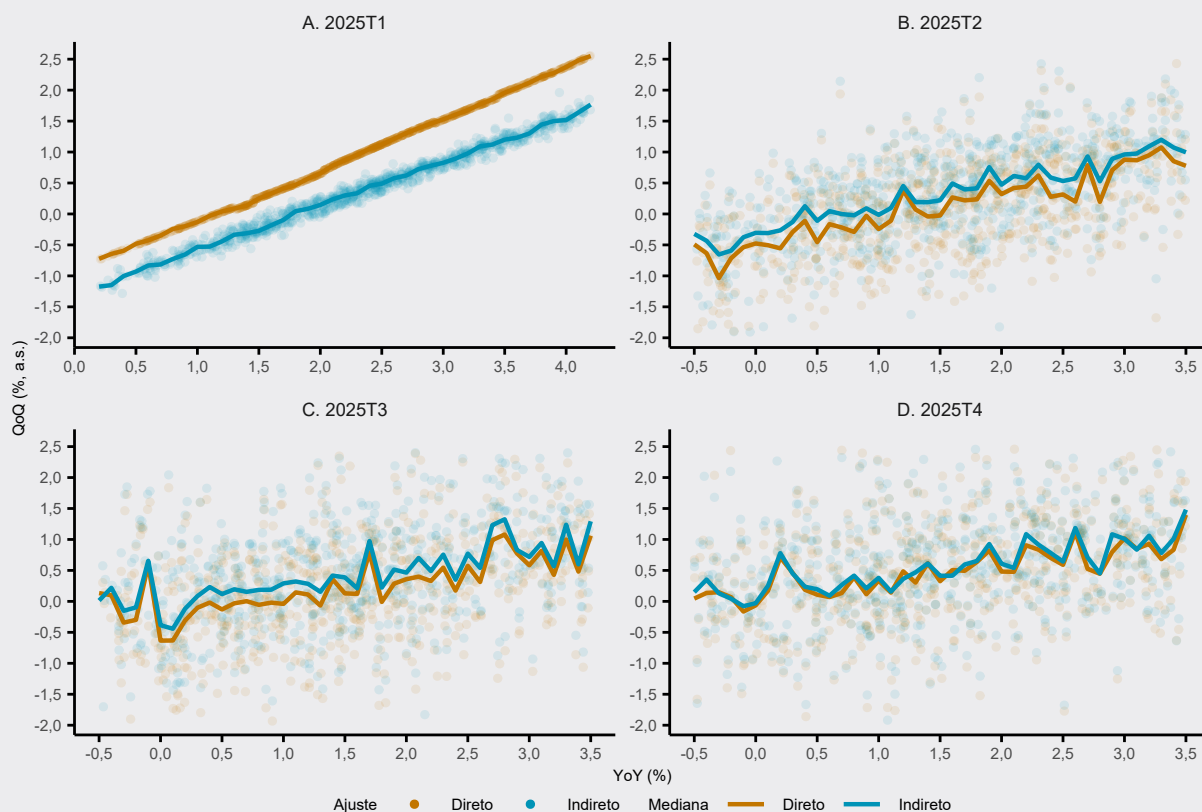


Para cada tipo de ajuste os pontos representam diferentes simulações. A mediana (linha contínua) foi calculada em intervalos de 0,1 da variação interanual.

Contudo, não se deve observar discrepância tão significativa nas variações trimestrais obtidas pelos métodos direto e indireto de dessazonalização nos demais trimestres de 2025. O Gráfico 3, que apresenta as taxas de crescimento de cada trimestre com o ajuste sazonal indo até o próprio trimestre, indica que, nos demais trimestres de 2025, a variação obtida pelo ajuste indireto deverá ser em geral ligeiramente maior do que a obtida pelo ajuste direto, compensando parte do efeito observado no primeiro trimestre.

Gráfico 3 — PIB ex-agropecuária: variação na margem

Ajuste sazonal utilizando dados até o respectivo trimestre



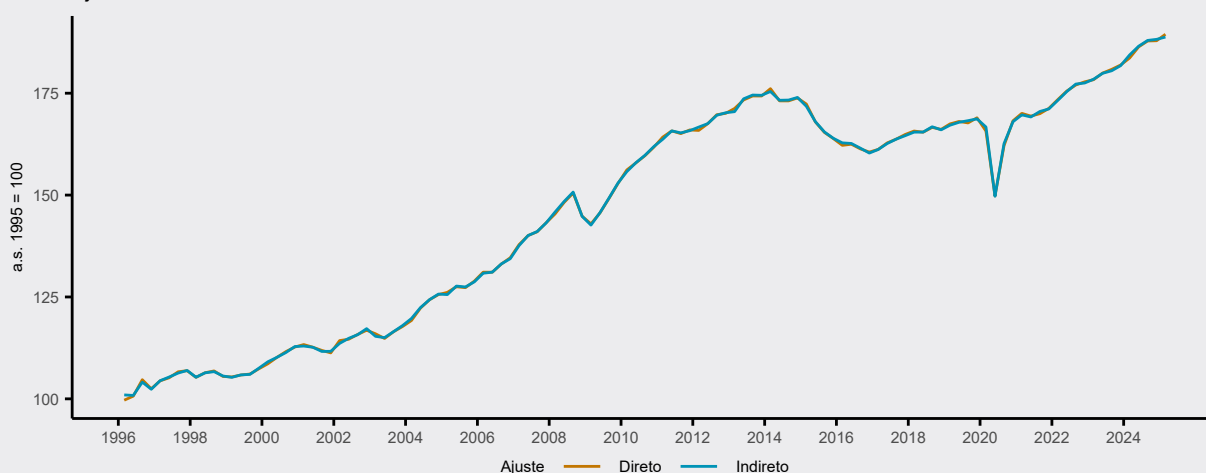
Para cada tipo de ajuste os pontos representam diferentes simulações.
A mediana (linha contínua) foi calculada em intervalos de 0,1 da variação interanual.

O Gráfico 4 apresenta as séries do PIB ex-agropecuária com ajuste sazonal direto e indireto em nível, considerando ajuste até o primeiro trimestre de 2025, período para o qual se usa a mediana das variações resultantes de crescimento interanual de 2,2% (mediana do QPC). Quando se analisa um movimento mais longo, os dois métodos de ajuste sazonal contam a mesma história. Porém, quando se analisam as variações na margem trimestre a trimestre, diferenças consideráveis aparecem. O Gráfico 5 mostra a diferença entre os crescimentos na margem entre os ajustes direto e indireto: valores positivos indicam crescimento maior no ajuste direto, como é o caso para o primeiro trimestre de 2025. Como o maior interesse é comparar o resultado que será divulgado referente ao primeiro trimestre de 2025, o gráfico considera, para cada trimestre, o ajuste sazonal utilizando dados indo apenas até o respectivo trimestre. Apesar da média das diferenças ser praticamente zero,¹⁵ como o gráfico em nível já indicava, as variações na margem divergem frequentemente, com a média dos desvios absolutos igual a 0,21 p.p. No entanto, o desvio do primeiro trimestre de 2025, de 0,55 p.p., é o mais pronunciado desde 2010 – embora outros trimestres tenham apresentado desde então diferenças de magnitudes semelhantes – e mais que o dobro da média para primeiro trimestre (0,23 p.p.).

15/ Considerando dados a partir de 2010. Mesmo por trimestre as diferenças médias são pequenas. Considerando somente os primeiros trimestres de cada ano, a média da diferença é de 0,07 p.p.

Gráfico 4 — PIB ex-agropecuária: Ajustes direto e indireto

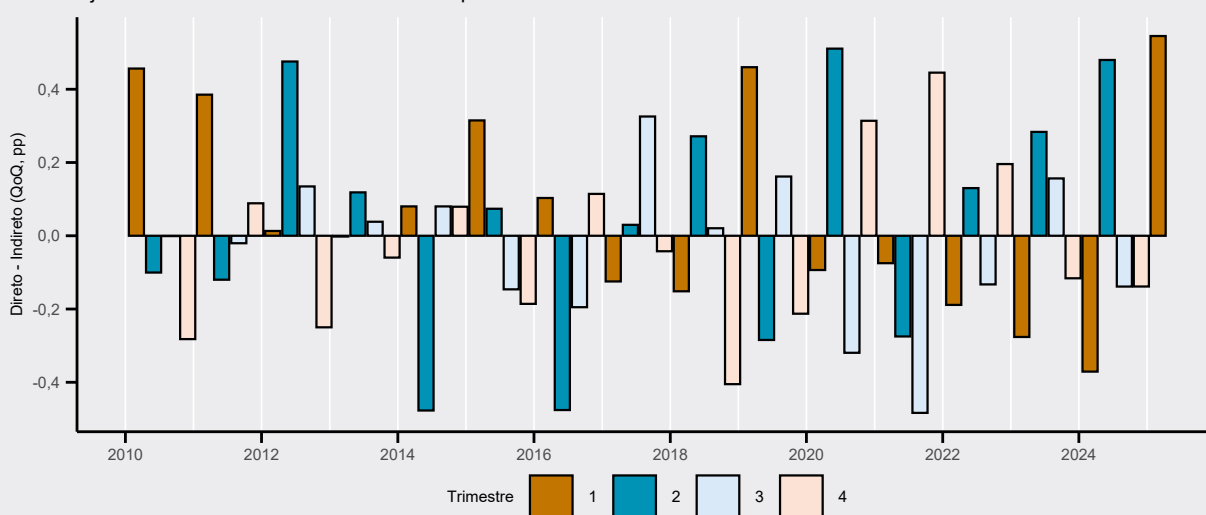
Ajuste sazonal utilizando dados até 2025T1.



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 5 — PIB ex-agropecuária: Ajuste direto - indireto

Ajuste sazonal utilizando dados até o respectivo trimestre.



Um possível motivo para a diferença entre os ajustes direto e indireto no primeiro trimestre de 2025 é a devolução do ano bissexto ocorrido no ano anterior. A especificação oficial utilizada no ajuste sazonal do PIB desconta o dia extra do ano bissexto mecanicamente,¹⁶ o que pode superestimar o efeito desse dia a mais. Além disso, o ajuste oficial utiliza para a estimação dos fatores de calendário apenas o número de dias de semana, sem levar em conta os feriados nacionais que ocorrem sempre no mesmo mês e que podem reduzir os dias úteis.¹⁷ Para avaliar os efeitos do ano bissexto e dos dias úteis na diferença entre os ajustes direto e indireto, repetiu-se o exercício com um ajuste alternativo, com tratamento para os dias úteis, e não apenas os dias de semana, e sem aplicar o ajuste mecânico do ano bissexto. O Gráfico 6 mostra que a discrepância entre esses ajustes direto e indireto modificados diminuiu bastante, com a média dos desvios absolutos em 0,15 p.p. (ante 0,21 p.p.), enquanto a discrepância do primeiro trimestre de 2025 cai para 0,24 p.p., menos da metade da diferença de 0,55 p.p. registrada com o ajuste convencional (valores obtidos com a mediana

16/ O ajuste mecânico consiste em multiplicar a série sem ajuste sazonal nos primeiros trimestres dos anos bissextos por 90,25/91. O ajuste mecânico é efetuado quando o algoritmo identifica sazonalidade multiplicativa, o que vem sendo o caso para o PIB, mas não necessariamente para todos seus componentes.

17/ Tomando com o exemplo o Natal, seu efeito sazonal sempre é captado no mês de dezembro (no quarto trimestre no caso dos dados trimestrais), independentemente se o feriado do dia 25 ocorre num fim de semana ou num dia de semana. Todavia, esse feriado pode ter um efeito diferente em termos de calendário caso ocorra num domingo ou numa segunda-feira, por exemplo.

das variações referentes a um interanual de 2,2%). O Gráfico 7 mostra que essa discrepância menor entre o ajuste direto e o ajuste indireto modificados é robusta a diferentes possíveis realizações e a diferentes horizontes do ajuste sazonal. Além disso, sua diminuição em relação ao ajuste sazonal oficial dá-se por uma redução na variação na margem resultante do ajuste direto e por um aumento na variação do ajuste indireto: considerando a mediana das variações relativas à variação interanual do QPC (2,2%), o ajuste direto cai de 0,9% para 0,7% e o indireto sobe de 0,3% para 0,5%. É possível, ainda, que efeitos da pandemia ainda afetem o resultado do ajuste sazonal, dificultando interpretações baseadas nos movimentos de maior frequência.¹⁸

Gráfico 6 — PIB ex-agropecuária: Ajuste direto - indireto (ajuste alternativo)

Ajuste sazonal utilizando dados até o respectivo trimestre.

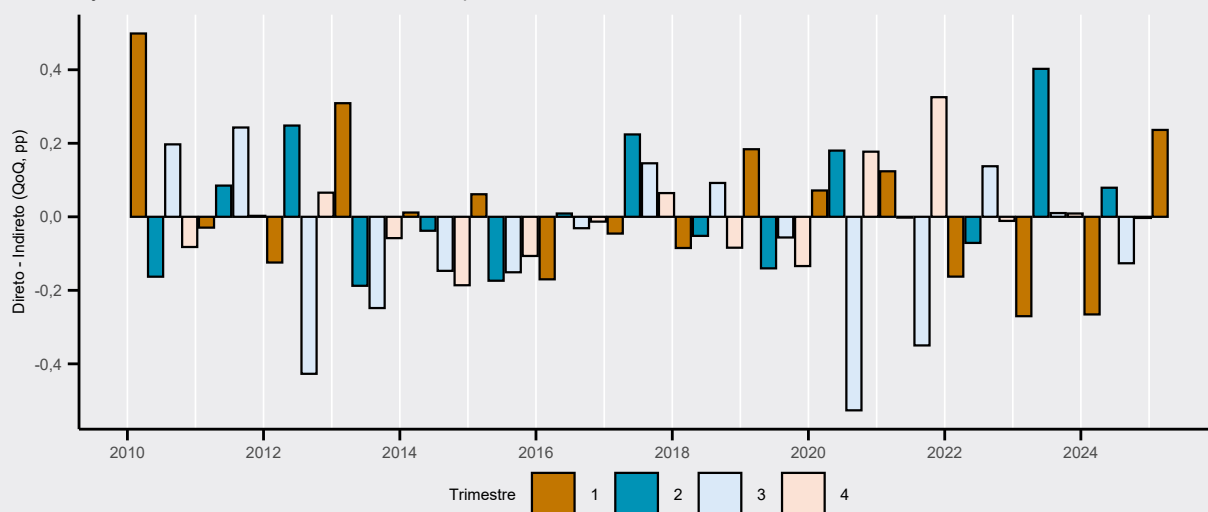
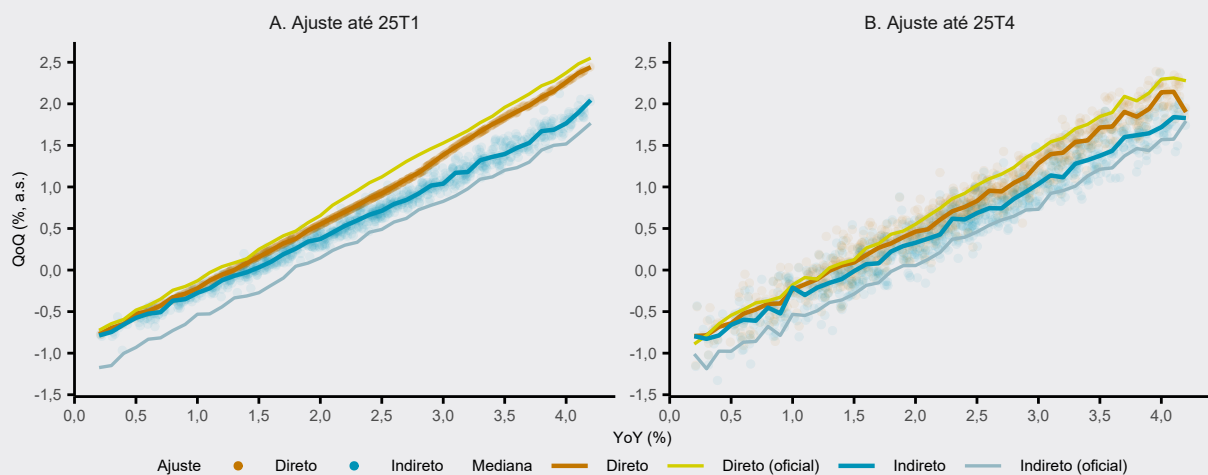


Gráfico 7 — PIB ex-agropecuária 2025T1: variação na margem por horizonte do ajuste sazonal (Ajuste alternativo)



Para cada tipo de ajuste os pontos representam diferentes simulações. A mediana (linha contínua) foi calculada em intervalos de 0,1 da variação interanual.

A projeção do Banco Central do Brasil (BC) para o crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2025 é igual a da mediana do QPC: variação de 2,8% em relação ao mesmo período do ano anterior, o que equivale, considerando a metodologia de dessazonalização do IBGE, a um crescimento de 1,4% na margem no ajuste direto e de 1,0% no ajuste indireto. Para o PIB ex-agropecuária, a projeção é de um crescimento interanual de 2,2%, também em linha com o QPC, que resulta em crescimentos na margem de 0,9% no ajuste direto e de apenas 0,3% no ajuste indireto. Portanto, a projeção para o primeiro trimestre de 2025 é consistente com

18/ Uma análise sobre os efeitos da pandemia sobre o ajuste sazonal pode encontrado no box [Efeitos da pandemia sobre o ajuste sazonal dos indicadores econômicos](#) do Relatório de Inflação de junho de 2021.

um ritmo de crescimento do PIB ex-agropecuária mais lento do que nos primeiros três trimestres de 2024. Obviamente há grande incerteza quanto ao resultado, especialmente considerando o ajuste indireto, que depende da composição a ser realizada.

A economia brasileira desacelerou no último trimestre de 2024 e o forte crescimento esperado da agropecuária no primeiro trimestre torna mais difícil identificar a continuidade ou a reversão desse processo no começo de 2025. Este boxe discutiu aspectos técnicos dos métodos de ajuste sazonal e mostrou que mesmo calculando o crescimento do PIB ex-agropecuária ainda haverá incerteza sobre a evolução desse processo de desaceleração no primeiro trimestre. À primeira vista, a mediana das projeções do mais recente QPC pode parecer compatível com um crescimento elevado do PIB ex-agropecuária no primeiro trimestre de 2025. Todavia, os exercícios aqui apresentados mostram que esse resultado pode refletir, em parte, complexidades do processo de ajuste sazonal, que parecem particularmente acentuadas para o trimestre corrente, justamente quando há grande interesse sobre o valor exato da taxa de crescimento da economia. Por exemplo, considerando o método indireto de ajuste sazonal, uma projeção de crescimento interanual do PIB ex-agropecuária em linha com a mediana do QPC parece resultar em crescimento na margem que corroboraria a desaceleração vista no quarto trimestre de 2024. Nesse contexto, sem negar o papel central do PIB, será particularmente importante o acompanhamento do conjunto amplo de indicadores, inclusive os de frequência mensal, da atividade econômica e dos mercados de trabalho e de crédito, para se avaliar o grau de desaceleração da economia.

Referências

FMI. Quarterly National Accounts Manual. Washington, D.C.: FMI, 2017.

Revisão da projeção do PIB para 2025

A projeção de crescimento do PIB em 2025 continua consistente com a perspectiva de desaceleração da economia ante 2024 e os anos anteriores. A mudança na projeção, de 2,1% para 1,9%, reflete uma redução no crescimento esperado para os setores mais cíclicos, parcialmente compensada por um aumento nos demais.

A projeção central de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2025 passou de 2,1%, no Relatório de dezembro, para 1,9%. Assim como nas duas edições anteriores do Relatório, mantém-se a perspectiva de crescimento em 2025 menor que o de 2024, que foi 3,4%. A desaceleração esperada continua associada à política monetária mais contracionista, ao menor impulso fiscal, ao reduzido grau de ociosidade dos fatores de produção e à moderação do crescimento global. Todavia, a incerteza em torno do cenário central aumentou, considerando fatores externos e domésticos.

A revisão reflete uma redução no crescimento esperado para os setores mais cíclicos, parcialmente compensada por um aumento nos demais.¹ A expectativa de um menor ritmo de crescimento da economia ao longo de 2025, em especial dos setores mais sensíveis ao ciclo econômico, foi influenciada por uma política monetária mais contracionista, evidenciada por taxas de juros reais a partir do primeiro trimestre de 2025 superiores às esperadas na época do Relatório de dezembro.² Já a melhora nas previsões para os setores menos sensíveis ao ciclo econômico deve-se, principalmente, ao aumento nas estimativas de produção agrícola e aos prognósticos mais favoráveis para a produção de petróleo. Pelo lado da demanda, continua-se esperando desaceleração relevante no consumo das famílias, na formação bruta de capital fixo (FBCF) e nas importações.

Em termos de trajetória do PIB ao longo do ano, projeta-se um crescimento mais expressivo no primeiro trimestre, após a alta modesta no quarto trimestre de 2024, e certa estabilidade nos trimestres seguintes. A previsão de forte alta na agropecuária – bastante influenciada pela expectativa de safra recorde de soja, cuja colheita é concentrada no início do ano –, juntamente com o aumento no valor do salário-mínimo e a liberação de recursos extras do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS)³, deve contribuir para a aceleração da atividade no primeiro trimestre. Contudo, o crescimento esperado para o primeiro trimestre, especialmente ao se excluir do PIB o setor agropecuário, parece sensível à especificação do ajuste sazonal, conforme discutido em boxe deste Relatório.⁴ Os resultados sugerem que interpretações sobre o grau de aquecimento da atividade no início de 2025 devem ser feitas com cautela.

Setorialmente, a redução na projeção de crescimento do PIB repercute diminuição na indústria e nos serviços, que tiveram surpresas negativas no quarto trimestre de 2024, e alta na agropecuária. A expansão esperada na agropecuária passou de 4,0% para 6,5%, diante de expectativas mais favoráveis para a produção agrícola, em especial a de grãos.⁵ Na indústria, a projeção de crescimento passou de 2,4% para 2,2%, com resultados heterogêneos em seus componentes. A menor projeção para a indústria de transformação está bastante relacionada à expectativa de um menor ritmo médio de crescimento ao longo do ano, com desaceleração já no primeiro trimestre. Por outro lado, a revisão altista na indústria extrativa resulta dos prognósticos mais

1/ Classificação dos setores mais e menos sensíveis ao ciclo econômico, discutida em diversas edições do Relatório de Inflação. 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.

2/ Ver gráfico 2.2.2, no Capítulo 2 deste Relatório.

3/ A partir de março serão liberados recursos do fundo aos indivíduos aderentes do saque-aniversário e demitidos sem justa causa.

4/ Boxe [Ajuste sazonal e incerteza sobre a intensidade da desaceleração do PIB no início de 2025](#).

5/ O prognóstico do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para a produção agrícola para 2025 divulgado em dezembro previa um crescimento de 5,9% na produção de grãos, enquanto o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE divulgado em março prevê uma alta de 10,6%, com forte expansão na produção de soja, milho, arroz e feijão.

favoráveis para a produção de petróleo, enquanto na construção ela deriva, principalmente, da surpresa positiva no quarto trimestre de 2024, que implicou elevação do carregamento estatístico para o crescimento anual em 2025. A projeção para o setor de serviços recuou de 1,9% para 1,5%, com redução ou estabilidade na maioria de suas sete atividades. Em geral, as mudanças são resultado das surpresas no quarto trimestre, predominantemente negativas, e da expectativa de taxas de crescimento ao longo do ano um pouco menores do que se previa anteriormente.

Sob a ótica de demanda, destacam-se as reduções nas previsões do consumo das famílias, de 2,4% para 1,5%, e da FBCF, de 2,9% para 2,0%, enquanto a estimativa para a variação no consumo do governo ficou estável, em 1,6%. O recuo na previsão para o consumo das famílias decorre, predominantemente, da surpresa negativa no quarto trimestre, quando experimentou queda acentuada (-1,0%). A diminuição na previsão para a FBCF resulta da expectativa de desaceleração um pouco mais intensa do que se previa anteriormente, diante de condições financeiras mais restritivas. As previsões de crescimento das exportações e das importações foram aumentadas de 2,5% para 4,0%. A alteração das exportações decorre de prognósticos mais favoráveis para a agropecuária e para a indústria extrativa, setores com elevada participação na pauta de exportações do país. O aumento das importações reflete, majoritariamente, surpresas positivas nos volumes importados no primeiro bimestre do ano. Mesmo com alta na projeção, ainda se prevê uma forte desaceleração das importações em relação a 2024, quando cresceram 14,7%, em linha com a expectativa de arrefecimento da demanda doméstica. Dadas as projeções atualizadas, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2025 são estimadas em 1,9 p.p. e 0,0 p.p., ante 5,2 p.p. e -1,8 p.p. em 2024.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2024	2025 ¹	
		Anterior	Atual
Agropecuária	-3,2	4,0	6,5
Indústria	3,3	2,4	2,2
Extrativa mineral	0,5	2,0	4,5
Transformação	3,8	3,0	1,5
Construção civil	4,3	1,0	2,5
EGAER ²	3,6	1,5	1,5
Serviços	3,7	1,9	1,5
Comércio	3,8	1,5	1,9
Transporte, armazenagem e correio	1,9	2,0	2,1
Serviços de informação	6,2	3,6	3,6
Interm. financ. e serviços relacionados	3,7	1,7	1,7
Outros serviços	5,3	2,5	1,0
Atividades imobiliárias e aluguel	3,3	2,3	1,8
Adm., saúde e educação públicas	1,8	1,0	0,7
Componentes mais cíclicos	4,3	2,3	1,7
Componentes menos cíclicos	1,5	2,0	2,3
Valor adicionado a preços básicos	3,1	2,2	2,0
Impostos sobre produtos	5,5	2,0	1,9
PIB a preços de mercado	3,4	2,1	1,9
Consumo das famílias	4,8	2,4	1,5
Consumo do governo	1,9	1,6	1,6
Formação bruta de capital fixo	7,3	2,9	2,0
Exportação	2,9	2,5	4,0
Importação	14,7	2,5	4,0

Fontes: IBGE e BC

1/ Estimativa.

2/ Eletricidade e gás, água, esgoto e atividades de gestão de resíduos

Fluxo financeiro e impulso de crédito em 2024

Este box apresenta uma atualização das métricas de fluxo financeiro e impulso de crédito, apresentadas anteriormente em [boxe do Relatório de setembro de 2021](#), e uma extensão para o mercado de debêntures. Os resultados indicam que o setor financeiro, por meio do mercado de crédito bancário, recebeu em 2024, em termos líquidos, 0,9% do Produto Interno Bruto (PIB) em recursos do setor não financeiro (famílias e empresas), abaixo dos 2,1% registrados em 2023. Com isso, o impulso de crédito bancário foi positivo em 1,1% do PIB. Adicionalmente, o volume relevante emitido em debêntures no mercado de capitais também gerou um impulso positivo para as empresas de 1,0% do PIB.

O saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) cresceu 11,5% em 2024, ante variação de 8,1% no ano anterior. Esse acréscimo no ritmo de crescimento do saldo decorreu principalmente da expansão das concessões, de 10,7% em termos reais, a maior da série histórica. A flexibilização da política monetária entre agosto de 2023 e maio de 2024 e a relativa estabilidade na inadimplência possibilitaram a redução das taxas de juros do crédito livre, impulsionando novas contratações de crédito. Os pagamentos efetuados pelas famílias e empresas ao SFN – estimados conforme a metodologia empregada no box [Fluxo financeiro e impulso de crédito](#)¹ – continuaram superando as concessões (Gráfico 1) e o fluxo financeiro – diferença entre concessões e pagamentos – seguiu negativo. Mas, dado o forte aumento das concessões, o fluxo líquido de recursos do setor real para o sistema bancário se reduziu: de 2,1% do PIB em 2023 para 0,9% em 2024 (Gráfico 2).

Gráfico 1 – Concessões e Pagamentos

R\$ bilhões de jan 2025. MM3M, a.s.

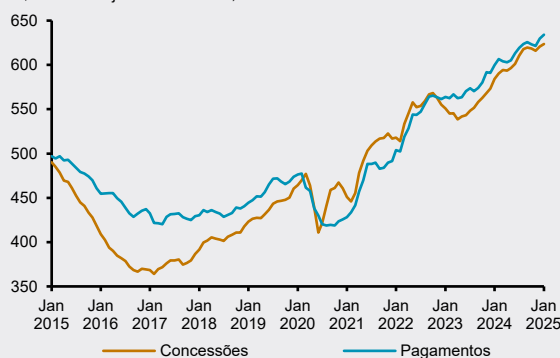
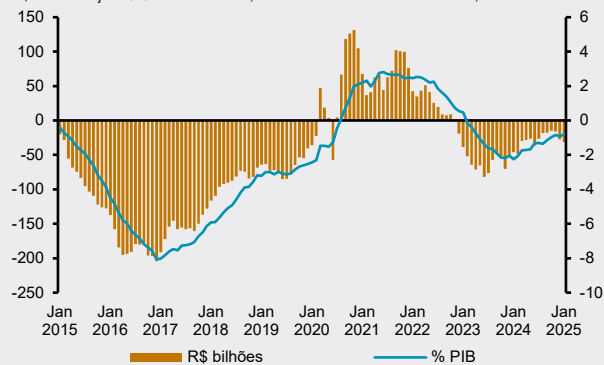


Gráfico 2 – Fluxo financeiro

R\$ bilhões de jan 2025. ac. no trimestre, a.s.



A maior contribuição para a redução do fluxo absorvido pelo SFN em 2024 veio do crédito com recursos livres, especialmente do segmento de pessoas jurídicas. As empresas pagaram em termos líquidos 0,5% do PIB para o SFN em 2024 (Gráfico 3), abaixo dos 1,3% registrados em 2023. Esse resultado refletiu o crescimento das concessões de crédito com recursos livres, lembrando que as novas contratações pelas empresas em 2023 foram negativamente impactadas pelo aumento das incertezas ocasionado por pedidos de recuperação de grandes empresas no início daquele ano. Parte do crescimento robusto das concessões em 2024 é explicada, portanto, pelo efeito base do fraco desempenho em 2023. No caso das famílias, também se observou redução nos pagamentos líquidos destinados ao SFN. O fluxo pago pelas famílias passou de 0,7% do PIB para 0,4% (Gráfico 4), também refletindo majoritariamente o crescimento das novas contratações no segmento com recursos livres. A queda nas concessões de crédito rural, por sua vez, impactou o fluxo financeiro dos financiamentos com recursos direcionados na direção contrária, tanto no segmento de pessoas físicas como no de pessoas jurídicas.

1/ O valor dos pagamentos é estimado a partir da variação mensal do saldo, seguindo metodologia descrita no box publicado em set/21.

Gráfico 3 – Decomposição do fluxo financeiro
Pessoas jurídicas

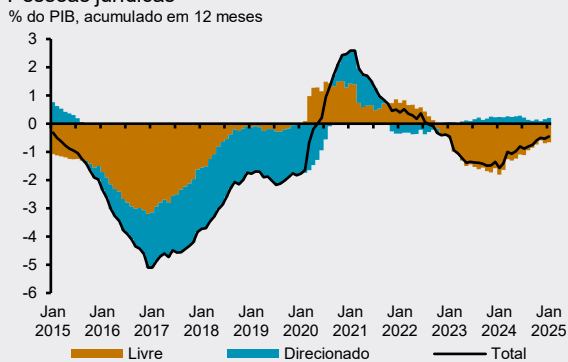
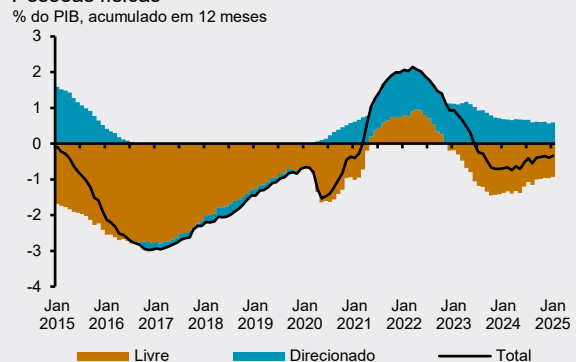


Gráfico 4 – Decomposição do fluxo financeiro
Pessoas físicas



Como resultado do menor fluxo de recursos do setor não financeiro para o SFN, o impulso de crédito – definido como a variação do fluxo financeiro – foi positivo em 2024. Considerando dados a preços constantes, o impulso totalizou R\$128,1 bilhões no ano, o equivalente a 1,1% do PIB.² O impulso foi positivo nas operações com recursos livres e ligeiramente negativo nas com recursos direcionados (Gráfico 5). Analisando-se a contribuição das concessões e dos pagamentos, observa-se que o movimento de 2024 se deu pela expansão das concessões, que cresceram mais do que os pagamentos (Gráfico 6).

Gráfico 5 – Decomposição do impulso de crédito

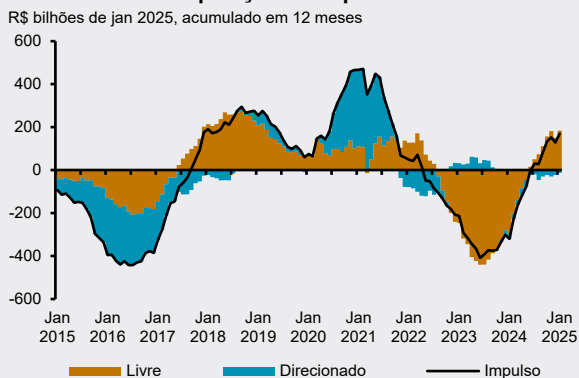
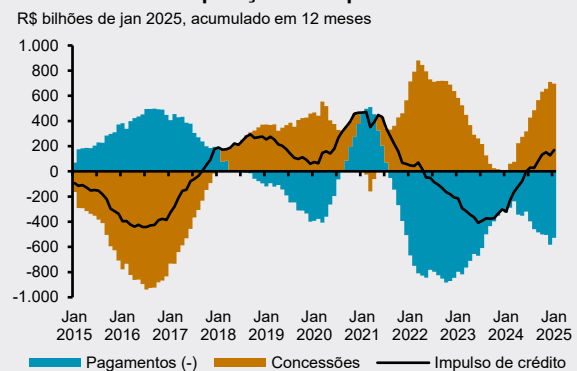


Gráfico 6 – Decomposição do impulso de crédito



Em retrospectiva histórica, após o forte impulso de crédito nos anos de pandemia, 2020 e 2021, quando o SFN postergou o pagamento de parte dos financiamentos e aumentou as concessões para as empresas, o aperto da política monetária no biênio 2022/2023 contribuiu para que o fluxo financeiro e o impulso de crédito retornassem ao campo negativo, mesmo em cenário de forte crescimento econômico (Gráfico 7). Em 2024, o impulso de crédito voltou a ser positivo, contribuindo para a expansão econômica registrada no ano (Gráfico 8).

Gráfico 7 – Impulso de crédito e PIB

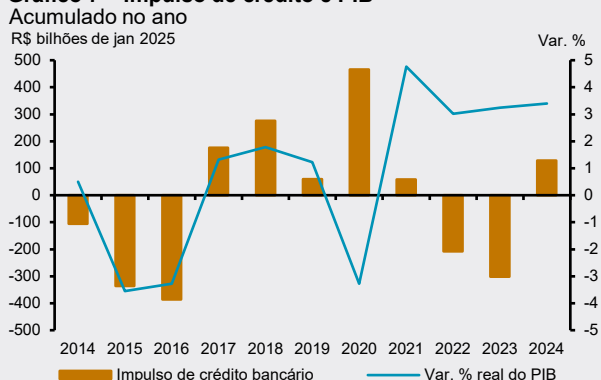
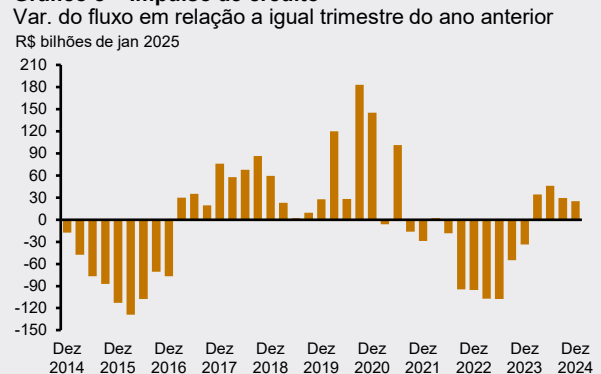


Gráfico 8 – Impulso de crédito



2/ O impulso de crédito no ano foi calculado pela diferença dos fluxos financeiros para os anos de 2023 e 2024, apurados pela soma dos dados mensais do respectivo ano, corrigidos pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Adicionalmente, é importante destacar o papel do mercado de capitais, que tem crescido nos últimos anos e se tornado uma importante fonte de financiamento às empresas. O estoque de títulos de dívida das empresas passou de 10,2% do PIB, em 2019, para 18,1% em 2024 (Gráfico 9).³ Grande parte desse financiamento se dá via debêntures, cujas emissões atingiram R\$489 bilhões em 2024, recorde da série histórica em termos reais. Utilizando dados de emissão⁴ e amortização⁵ desse instrumento, construiu-se um indicador semelhante ao de fluxo financeiro⁶, obtido pela diferença dessas duas variáveis. Os resultados indicam que o fluxo financeiro das debêntures atingiu 1,2% do PIB em 2024, ante 0,2% em 2023, refletindo principalmente o crescimento das emissões, que atingiram 4,2% do PIB (Gráfico 10). As amortizações também aumentaram, porém em menor magnitude do que as emissões. O impulso gerado – calculado pela diferença do fluxo anual – alcançou R\$121,5 bilhões, considerando dados a preços constantes, o equivalente a 1,0% do PIB (Gráfico 11). O resultado positivo do impulso ocorreu após dois anos com valores negativos. Conclui-se, assim, que, o impulso de crédito em 2024 para pessoas jurídicas foi ainda maior se considerarmos os financiamentos no mercado de capitais doméstico.

Gráfico 9 – Estoque de crédito amplo empresas

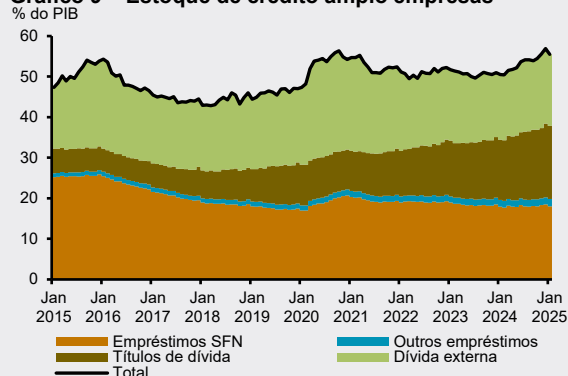


Gráfico 10 – Decomposição do fluxo financeiro de Debêntures

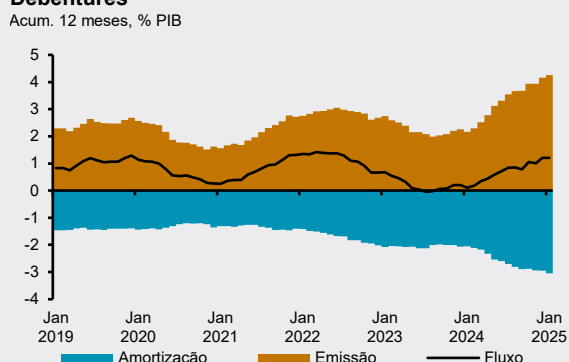
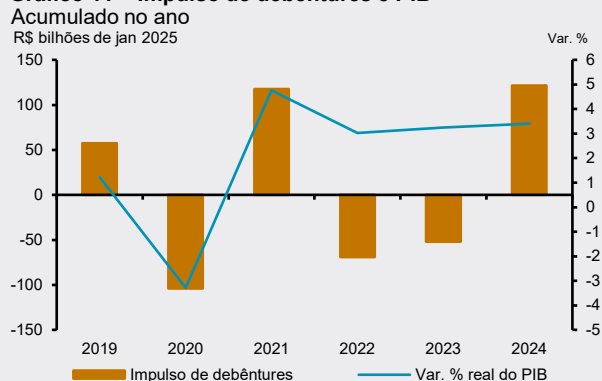


Gráfico 11 – Impulso de debêntures e PIB



Prospectivamente, o aperto da política monetária a partir de setembro de 2024 tende a atuar para reverter novamente o impulso do crédito. No crédito bancário, a magnitude do impulso de crédito já se reduziu nos últimos dois trimestres de 2024 (Gráfico 8), considerando-se a variação interanual do fluxo. Esse movimento tende a se intensificar à medida que o encarecimento do crédito desacelere as concessões e aumente o valor dos pagamentos. O conseqüente aperto das condições financeiras também pode implicar uma desaceleração

3/ Segundo informações do crédito ampliado ao setor não financeiro, disponíveis na Nota econômico-financeira das [Estatísticas monetárias e de crédito](#). Além de fatores cíclicos, esse mercado apresenta uma alta estrutural e ainda responde a mudanças legais e de regulação. Veja, por exemplo, as discussões sobre crédito amplo e sua tendência de longo prazo e crédito às pessoas jurídicas na seção “1.2.2 Crédito” do [Relatório de Estabilidade Financeira de novembro de 2024](#).

4/ Os dados de emissão são provenientes da Cetip/B3. O valor corresponde ao preço unitário (PU) original da emissão multiplicado pela quantidade de debêntures negociada no mês.

5/ Os dados são provenientes da Cetip/B3. Similarmente ao cálculo do fluxo financeiro bancário, os valores de amortização são estimados a partir da variação do estoque, e correspondem a principal e juros.

6/ Diferente dos empréstimos bancários, o financiamento via emissão de títulos no mercado de capitais não necessariamente gera um fluxo financeiro entre setor bancário e setor real (famílias e empresas). No mercado de capitais, os títulos podem ser comprados por famílias ou mesmo outras empresas não financeiras, o que geraria um fluxo financeiro dentro do setor real.

do mercado de capitais. Avaliação semelhante é compartilhada por parcela relevante dos analistas econômicos. Para 61% dos respondentes no Questionário Pré-Copom (QPC), o desempenho do mercado de capitais deve ser mais fraco do que o observado em 2024.⁷

7/ A pergunta era “Qual sua expectativa para o desempenho do mercado de capitais em 2025?”

Projeção para a evolução do crédito em 2025

A projeção de crescimento nominal do saldo do crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) para 2025 foi revisada para baixo, passando de 9,6% para 7,7%, em linha com cenário de menor crescimento e maior aperto monetário.

Desde o Relatório anterior, os saldos do crédito no SFN vieram acima do esperado, principalmente nos segmentos de crédito livre a pessoas físicas e crédito direcionado a pessoas jurídicas. Dessa forma, o saldo do crédito encerrou 2024 com crescimento de 11,5%, superior à projeção de 10,6% publicada no Relatório de dezembro e à variação de 8,1% registrada em 2023.

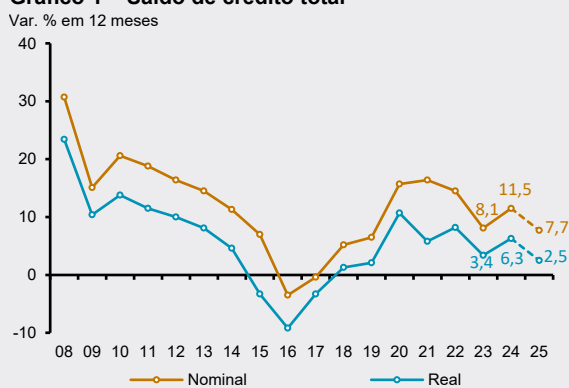
Para 2025, a projeção foi revisada de 9,6% para 7,7% (Tabela 1), com ajuste baixista disseminado entre os segmentos. As revisões refletiram perspectiva de cenário de taxas de juros mais altas, menor crescimento da atividade econômica e arrefecimento do mercado de trabalho, em contexto de endividamento e comprometimento de renda elevados, além de condições mais restritivas de oferta crédito.¹ No crédito livre, a projeção passou de 10% para 8,5% para pessoas físicas² e de 9% para 7% para pessoas jurídicas.

No crédito direcionado, a projeção de crescimento do crédito para pessoas físicas diminuiu de 10% para 7,5%, incorporando perspectiva de condições de crédito mais restritivas, com impacto nas novas contratações de financiamento imobiliário, que já vêm apresentando queda, conforme destacado no primeiro capítulo deste Relatório. A projeção de crescimento do crédito direcionado para pessoas jurídicas foi ajustada de 9% para 7,5%, considerando que a surpresa no final de 2024 resultou em uma base de comparação maior. Em termos reais, projeta-se crescimento de 2,5% no saldo de crédito total no ano (Gráfico 1), que representaria o menor valor desde 2019.

Tabela 1 – Saldo de crédito

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

Gráfico 1 – Saldo de crédito total



- 1/ Segundo os resultados de dezembro de 2024 da [Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito](#) do Banco Central do Brasil (BC), que teve coleta em janeiro de 2025, a percepção das instituições financeiras é de inflexão nas condições de crédito a partir do quarto trimestre de 2024, com expectativa de agravamento no trimestre corrente.
- 2/ A projeção não incorpora estimativa dos potenciais efeitos do programa Crédito do Trabalhador, de crédito consignado para os trabalhadores do setor privado, dada a incerteza sobre a magnitude e a distribuição temporal dos impactos.

Projeções para as contas externas de 2025

As projeções para as contas externas em 2025 sofreram alterações pequenas em relação às do Relatório anterior. Em particular, espera-se níveis similares aos de 2024 para o déficit em transações correntes e o investimento direto no país (IDP).

Este box apresenta a revisão da projeção das contas externas da economia brasileira para 2025. Projeta-se um déficit em transações correntes relativamente estável em relação a 2024, mantendo-se inferior à projeção do fluxo líquido de investimento direto no país (IDP). Os riscos para o cenário, no entanto, aumentaram, com a maior a incerteza gerada pela intensificação das disputas no comércio internacional.

Tabela 1 – Projeções das contas externas

Discriminação	US\$ bilhões			
	2024	2025	Projeção 2025	
	Ano	Jan	Anterior	Atual
Transações correntes	-61	-9	-58	-62
Balança comercial	66	1	65	61
Exportações	340	25	338	343
Importações	274	24	274	282
Serviços	-55	-5	-49	-52
dos quais: viagens	-12	-1	-10	-14
dos quais: transportes	-15	-1	-14	-13
Renda primária	-75	-6	-75	-72
dos quais: juros	-30	-3	-31	-31
dos quais: lucros e dividendos	-46	-3	-44	-41
Investimentos – passivos	100	2	85	80
IDP	71	7	70	70
Inv. Carteira	10	-5	15	10
Outros inv. Passivos ¹	19	0	0	0

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

As projeções para as contas externas em 2025 sofreram alterações pequenas em relação às do Relatório anterior. O déficit em transações correntes projetado aumentou ligeiramente, para US\$62 bilhões, equivalente a 2,8% do Produto Interno Bruto (PIB). O aumento do déficit projetado está associado às expectativas de um saldo comercial menor e de um déficit maior na conta de serviços.

A nova projeção considera que o saldo comercial deve se reduzir em relação a 2024, com as exportações crescendo menos que as importações. O valor projetado para as exportações foi ligeiramente majorado, mantendo-se a expectativa de aumento moderado no volume exportado em relação a 2024 contraposto por preços de *commodities* em patamar mais baixo, em geral. Exceções importantes são o café e a carne bovina, cujos preços devem manter patamar mais elevado. A nova projeção para as importações considera

quantum maior de bens de capital, especialmente devido a importação de plataformas de petróleo, e de bens intermediários, cujas compras provenientes da China seguem fortes.¹

O déficit projetado para a conta de serviços foi revisado para cima ligeiramente, mas segue um pouco inferior ao registrado em 2024. A projeção considera pequena recuperação nas despesas líquidas com viagens, mas redução nas despesas líquidas com transporte. Em relação ao Relatório anterior, a estimativa contempla ainda o aprimoramento metodológico do cálculo das despesas de viagens, que ocasionou majoração das despesas líquidas estimadas para o período de 2022 a 2024. Por outro lado, os preços de transportes marítimos têm se reduzido e tendem a impactar as despesas com transportes de mercadorias por esse modal.²

Na conta de renda primária, espera-se agora uma pequena queda no déficit em relação a 2024. A revisão ficou concentrada da despesa líquida com lucros e dividendos, revisada marginalmente para baixo considerando o menor crescimento do PIB projetado para 2025.

Apesar de maior incerteza no cenário, espera-se que o IDP se mantenha estável em US\$70 bilhões. A boa perspectiva para as exportações e o ritmo de atividade doméstica ainda favorecem os aportes de capital estrangeiro em empresas no país. As entradas representariam 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 positiva pelo terceiro ano consecutivo e concentrada em títulos, tendo em vista o diferencial de juros mais atrativo.

Gráfico 1 – Transações correntes

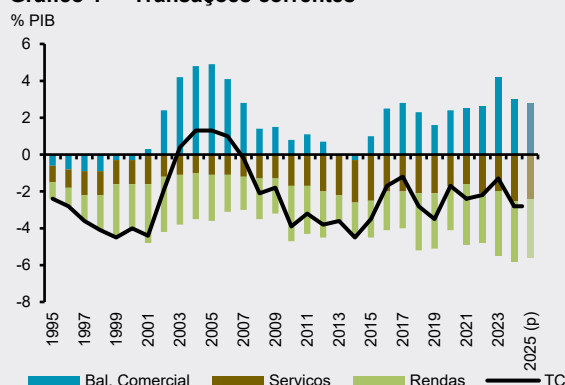
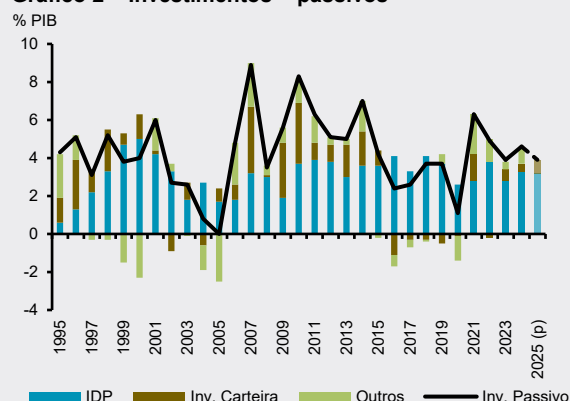


Gráfico 2 – Investimentos – passivos



1/ 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.

2/ Maiores detalhes sobre a mudança metodológica na conta de viagens em [Notas econômico-financeiras - setor externo – fevereiro 2025](#).

Alta do preço boi gordo e efeito nos preços ao consumidor

A alta do preço boi gordo desde setembro foi intensa, está parcialmente associada a elementos de oferta no setor e ajuda a explicar o aumento dos preços das carnes e da alimentação fora do domicílio nos meses seguintes. A perspectiva para a oferta de carne sugere que esses preços ainda devem continuar pressionados neste ano.

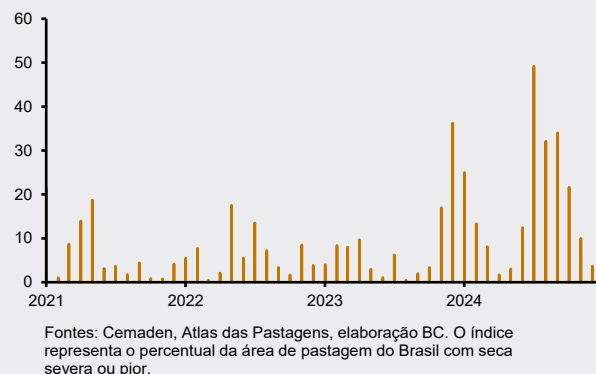
Após um período prolongado de queda, com início ainda em 2022, o preço do boi gordo apresentou alta intensa a partir de setembro de 2024. A arroba do boi gordo chegou à mínima de R\$215 em junho, em período de preços sazonalmente mais baixos, e chegou a R\$353 no final de novembro, antes de recuar para o patamar de R\$320 em dezembro e R\$310 mais recentemente (Gráfico 1).

Essa alta recente ocorre em contexto de demanda interna e externa aquecidas e de expressiva depreciação do real ao longo do ano, mas é provável que restrições de oferta tenham desempenhado papel relevante para o movimento de preços. O ano de 2024 foi caracterizado por um período longo com poucas chuvas e temperaturas mais elevadas, entre maio e outubro, que prejudicou safras importantes, como as de milho, café e laranja. Notícias do setor e levantamentos baseados em sensoriamento remoto também indicam que a estiagem afetou parcela significativa das áreas de pastagem (Gráfico 2).¹

Gráfico 1 – Preço do boi gordo



Gráfico 2 – Índice de impacto da seca nas pastagens



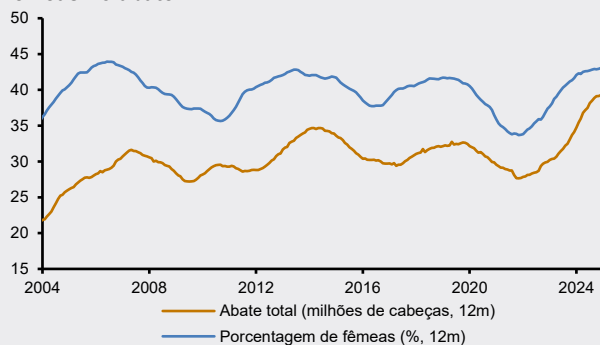
O possível fim do ciclo de baixa do preço do boi também foi apontado como um dos fatores para a alta dos preços no final de 2024. O ciclo do boi pode ser descrito como uma oscilação do rebanho ou da oferta de animais para a produção de carne, com período plurianual. Essa oscilação está vinculada a uma decisão econômica do pecuarista, entre destinar as vacas e novilhas para a reprodução ou para o abate (descarte de matrizes).² No Gráfico 3 é possível observar o comportamento cíclico da quantidade de animais abatidos e a sua correlação positiva com o percentual de fêmeas no abate. Ainda para o caso do Brasil, é possível observar, no Gráfico 4, que o preço do boi gordo também apresenta um comportamento cíclico, que está negativamente correlacionado ao ciclo de abate – como seria esperado no caso de movimentos ligados à

1/ O Gráfico mostra uma estimativa do percentual da área de pastagens do Brasil afetadas pela estiagem em 2024. A estimativa relaciona o índice mensal de seca por município, produzido pelo Centro Nacional de Monitoramento e Alertas de Desastres Naturais (Cemaden) do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação (MCTI), com informações da área de pastagens por município (2023), disponibilizadas pelo Atlas das Pastagens, do Laboratório de Processamento de Imagens e Geoprocessamento da Universidade Federal de Goiás (Lapig/UFG).

2/ No ciclo de baixa, os pecuaristas destinam mais vacas e novilhas para o abate, o que aumenta a oferta de carne, mas tende a reduzir a disponibilidade futura de animais. No ciclo de alta, os pecuaristas destinam mais vacas e novilhas para a reprodução, o que deprime a oferta de carne. O ciclo do boi é discutido, por exemplo, em Wedekin et al. (2017), para o caso do Brasil, e em Rosen et al. (1994), para o caso dos Estados Unidos da América (EUA).

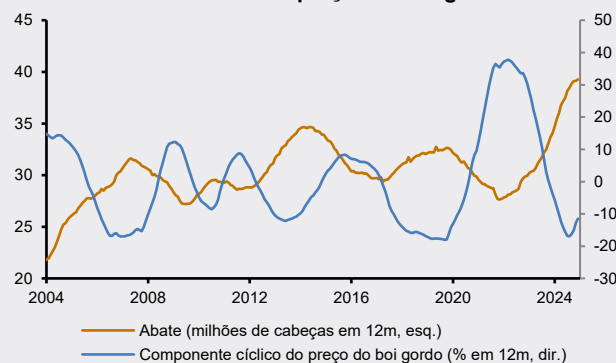
oferta.³ De 2022 até meados de 2024, observou-se um forte ciclo de baixa no país, com aumento no abate total, descarte maior de matrizes e queda de preços. Analistas do setor em geral mantinham expectativa de reversão do ciclo pecuário do Brasil ao longo de 2024 ou 2025.⁴ A queda no abate de bovinos no quatro trimestre de 2024 (Gráfico 5) e a forte alta do preço do boi gordo a partir de setembro (Gráfico 1) parecem corroborar a hipótese de virada do ciclo, mas o abate de fêmeas ainda não mostra sinais de queda nos dados até dezembro (Gráfico 6).

Gráfico 3 – Abate total de bovinos e porcentagem de fêmeas no abate



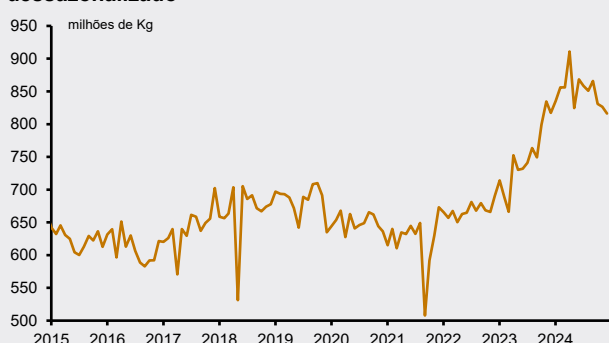
Fontes: IBGE, elaboração BC.

Gráfico 4 – Abate e ciclo de preços do boi gordo



Fontes: IBGE, Cepea, elaboração BC.

Gráfico 5 – Abate total de bovinos - mensal dessazonalizado



Fontes: IBGE, elaboração BC.

Gráfico 6 – Percentual de fêmeas no abate - dessazonalizado

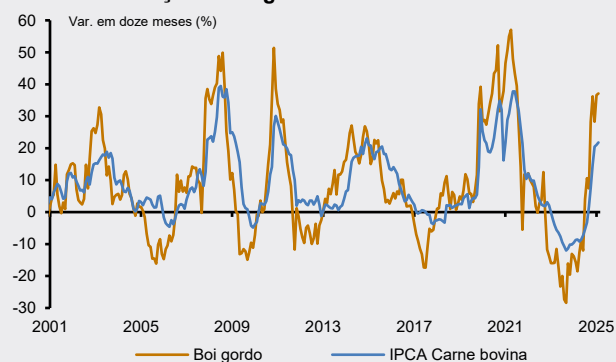


Fontes: IBGE, elaboração BC. Percentual calculado com base no número de cabeças abatidas.

A alta do boi gordo foi transmitida rapidamente para os preços da carne bovina ao consumidor. Os preços da carne bovina subiram 22,4% entre setembro e janeiro, segundo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). A associação estreita entre os preços do boi gordo e da carne ao consumidor pode ser observada, visualmente, no Gráfico 7, que compara as variações em doze meses das duas séries de preço. Um modelo de regressão mensal entre as variações mensais das duas séries sugere padrão semelhante.⁵ Segundo esse modelo, o repasse é concentrado nos primeiros meses após a alta do boi gordo, com coeficiente de repasse acumulado da ordem de 50% no curto prazo (Gráfico 8).⁶

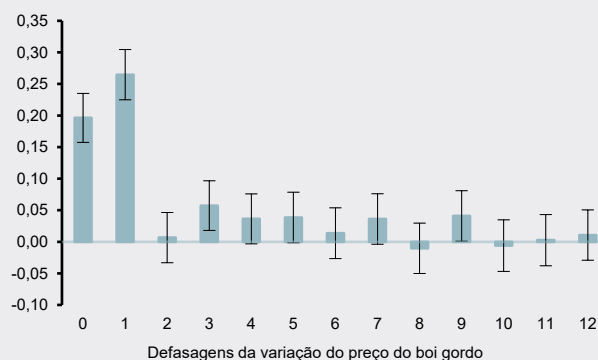
- 3/ No Gráfico 4, a parcela cíclica do preço do boi gordo é obtida como o resíduo da regressão do logaritmo do preço do boi gordo em uma tendência linear no período 2000-2025. O resíduo mensal tem amplitude próxima de 30 p.p., entre vale e pico, mas com amplitude muito acentuada no ciclo recente, desde o vale de preços de 2019.
- 4/ Apesar da perspectiva de virada no ciclo pecuário, para uma fase de alta de preços, as projeções para o item “Carnes” no IPCA de 2024 ainda tinham mediana de 0,6% e percentil 90 de 2,9% no Questionário Pré-Copom de julho de 2024. No questionário de setembro, quando já se observava alta mais intensa do boi gordo, a mediana das projeções subiu para 1,8% e o impacto da estiagem sobre o preço dos alimentos foi um dos riscos de alta citados na pergunta qualitativa sobre riscos para a inflação. A alta efetivamente observada do item “Carnes” em 2024 foi de 20,8%.
- 5/ O modelo foi estimado com séries mensais, no período 2000-2025, usando *dummies* sazonais como controle. A série da carne bovina no IPCA é construída como a agregação dos seguintes subitens: cortes bovinos do item “Carnes”, “Hamburger”, “Carne-seca e de sol” e “Carne em conserva”.
- 6/ Esse percentual de repasse é consistente com estimativas derivadas das contas nacionais. A razão entre a oferta total de bovinos e a oferta total de carne bovina, ambos a preços do consumidor, é 0,45 na Tabela de recursos e usos (TRU) das Contas Nacionais de 2021. O repasse em horizonte maior é mais incerto. Os coeficientes de defasagens maiores são em geral positivos, o que sugere repasse ainda mais elevado, mas não são estatisticamente significativos. Em 12 meses, os coeficientes acumulam repasse da ordem de 70%. Por outro lado, uma regressão entre as variações em doze meses do preço do boi gordo e da carne bovina sugere coeficiente de repasse pouco acima de 50%.

Gráfico 7 – Preço do boi gordo e IPCA Carne bovina



Fontes: IBGE, Cepea, elaboração Depec/BC.

Gráfico 8 – Coeficientes do boi gordo e suas defasagens na regressão mensal da carne bovina



A alta do preço da carne bovina também tem influência sobre o preço de proteínas substitutas, embora a relação entre os movimentos seja menos clara. Em particular, é possível observar períodos longos em que há descolamento significativo entre o preço da carne bovina e de proteínas substitutas. De todo modo, um modelo simples de regressão sugere que o efeito médio é relevante, com elasticidade próxima de 0,5 entre os preços da carne bovina e da carne de frango e de 0,3 entre a carne bovina e a carne de porco no IPCA (Gráficos 9 e 10).⁷

Gráfico 9 – Coeficientes da carne bovina e suas defasagens na regressão mensal da carne de frango

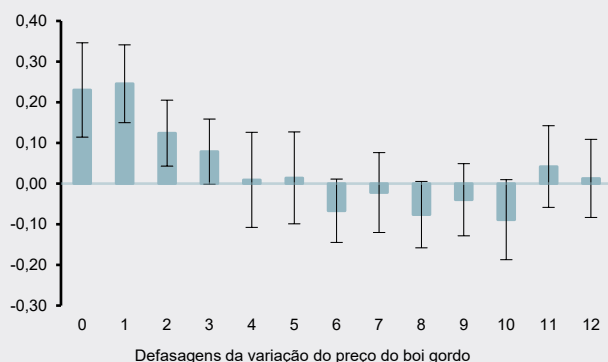
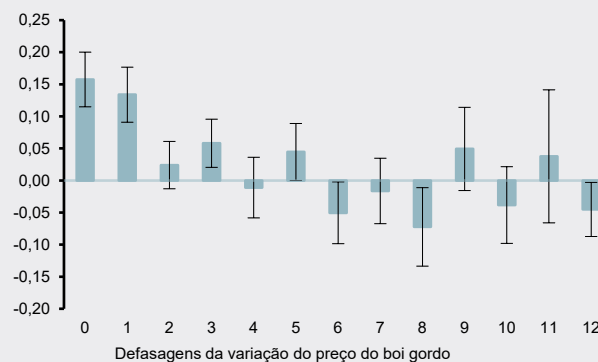


Gráfico 10 – Coeficientes da carne bovina e suas defasagens na regressão mensal da carne suína



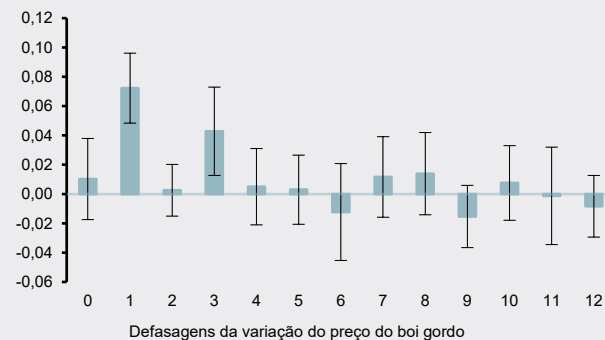
A alta da carne bovina parece explicar em grande parte a aceleração recente nos preços da alimentação fora do domicílio, que tem peso relevante na inflação subjacente de serviços. Carnes e outras proteínas representam um custo importante para o setor de alimentação fora do domicílio⁸ e o aumento desse custo tende a ser repassado para o consumidor, em especial considerando o dinamismo atual da atividade econômica. Modelos simples de regressão sugerem que variações no custo dos alimentos têm coeficiente de repasse da ordem

7/ Os modelos foram estimados com séries mensais, no período 2000-2025, com os seguintes controles: dummies sazonais, variação do câmbio e variação em doze meses da alimentação no domicílio excluindo a carne bovina. A série da carne suína no IPCA é construída como a agregação dos seguintes subitens: "Carne de porco", "Presunto", "Bacon", "Salsicha", "Linguiça", "Mortadela", "Salame", "Carne de porco salgada e defumada", e "Salsicha em conserva". A série da carne de frango no IPCA é construída como a agregação dos seguintes subitens: "Frango inteiro", "Frango em pedaços", "Peito de frango", "Coxa de frango" e "Asa de frango". Nos gráficos 9 e 10, o intervalo de confiança de 95% é construído com erros padrão robustos a heteroscedasticidade e autocorrelação.

8/ Com base nas tabelas de recursos e usos das Contas Nacionais 2021, por exemplo, o consumo intermediário do produto "Carne de bovinos e outros produtos de carne" representa 8% do valor da produção da atividade "Alimentação". Proteínas como um todo (aves, ovos, suínos, pescados e carne bovina) têm peso de 12%, enquanto alimentos em geral, excluindo bebidas e café beneficiado, têm peso de 24%.

de 30% para os preços da alimentação fora do domicílio, com contribuição elevada das variações da carne bovina e repasse concentrado nos primeiros meses após a alta da carne (Gráfico 11).⁹

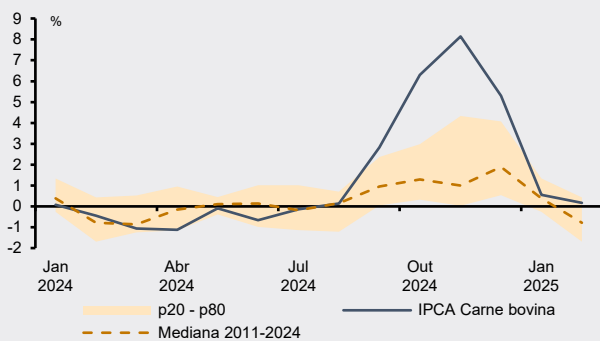
Gráfico 11 – Coeficientes da carne bovina e suas defasagens na regressão mensal da alimentação fora do domicílio



Como discutido na seção de preços do Capítulo 1.2, no entanto, o patamar elevado e a recente alta da inflação subjacente de serviços têm natureza mais disseminada e podem ser observados em medidas que excluem a alimentação fora do domicílio. Esse processo mais disseminado reflete determinantes mais gerais do processo inflacionário, como inércia, expectativas de inflação futura e o hiato do produto positivo.

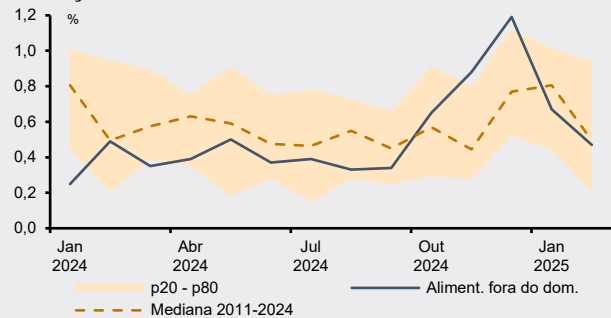
Os coeficientes e as defasagens estimados nos modelos da carne bovina e da alimentação fora do domicílio sugerem que a maior parte do impacto da alta do boi gordo ocorrida até o momento já foi repassada para os preços ao consumidor. Essa avaliação é corroborada pela evolução mensal desses dois itens no IPCA. Tanto o preço da carne bovina como o da alimentação fora do domicílio apresentaram variações mais moderadas em janeiro e fevereiro (Gráficos 12 e 13).

Gráfico 12 – Carne bovina no IPCA - variação mensal



Fontes: IBGE, elaboração BC.

Gráfico 13 – Alimentação fora do domicílio no IPCA - variação mensal



Fontes: IBGE, elaboração BC.

Prospectivamente, apesar do recuo do preço do boi gordo desde o pico do final de novembro, a perspectiva de reversão do ciclo do boi e o contexto de demanda externa aquecida sugerem oferta doméstica de carne bovina mais contida ao longo deste ano. Em especial, projeções da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab) indicam queda de 5% na produção de carne bovina em 2025 e de 8,5% na disponibilidade interna

9/ Foram estimadas duas regressões, no período 2000-2019. Além das séries da alimentação fora do domicílio (variável dependente) e da carne bovina no IPCA, foram usadas como controle a variação da alimentação no domicílio excluindo a carne bovina e a inflação subjacente de serviços, excluindo a alimentação fora do domicílio. O primeiro modelo tem todas as variáveis acumuladas em doze meses. A estimativa pontual para as variáveis explicativas são 0,10 para a carne bovina, 0,19 para a alimentação no domicílio ex-carne bovina e 0,75 para o componente subjacente de serviços ex-alimentação fora do domicílio. Um segundo modelo foi estimado para avaliar a velocidade de transmissão da alta da carne para os preços da alimentação fora do domicílio. Esse modelo tem variações mensais para a alimentação fora do domicílio e para a série de carnes, incluindo suas defasagens, e variações acumuladas em doze meses para as duas variáveis de controle já mencionadas, além de dummies sazonais. O período 2020-2024 foi excluído das estimações, em função das restrições de mobilidade do período mais crítico da pandemia, que afetaram em especial as atividades econômicas presenciais. Os resultados são qualitativamente similares, se o período é incluído. No gráfico 11, o intervalo de confiança de 95% é construído com erros padrão robustos a heteroscedasticidade e autocorrelação.

da proteína, com persistência na alta das exportações.¹⁰ Nesse contexto, o preço do boi gordo deve voltar a subir e os preços das carnes devem continuar pressionados neste ano. Segundo o Questionário Pré-Copom de março/25, a projeção mediana para a alta de carnes em 2025, no IPCA, é de 9,6%, mesmo após a elevação de 20,8% em 2024.¹¹ Essa projeção é compatível com nova alta do preço da carne no restante do ano, além do que sugere o padrão sazonal, e se alinha com a perspectiva de oferta mais restrita do boi gordo.

Referências bibliográficas

WEDEKIN, I., et al (2017). Economia da Pecuária de Corte – Fundamentos e o Ciclo de Preços. *São Paulo: Wedekin Consultores*, 180.

ROSEN, S; MURPHY, K. M.; SHEINKMAN, J. A. (1994). Cattle Cycles. *Journal of Political Economy*, 102(3), 468-492.

10/ Projeções de [oferta e demanda](#) da Conab, publicadas em 27 de janeiro de 2025.

11/ Para comparação, a variação acumulada do item “Carnes” no IPCA de janeiro e fevereiro é 0,44%.

Estoques de ativos e passivos públicos nas estatísticas macroeconômicas do setor fiscal

O Banco Central do Brasil (BC) publica diferentes estatísticas de endividamento público, entre as quais a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), essa última nos conceitos do próprio BC e do Fundo Monetário Internacional (FMI), que passarão a ser igualmente destacados nas estatísticas fiscais. Também é publicado o Patrimônio Financeiro Líquido do Governo Geral (PFLGG), que é a metodologia mais abrangente, incluindo instrumentos financeiros que não entram nas estatísticas de endividamento.

A mensuração do patrimônio e da dívida públicos pode ser feita sob diferentes conceitos e definições, que captam características específicas da situação fiscal. Diversos aspectos metodológicos e operacionais precisam ser considerados na compilação dessas estatísticas, incluindo a comparabilidade internacional e a disponibilidade de dados primários para o órgão compilador. O presente boxe analisa comparativamente três estatísticas fiscais de estoque compiladas pelo Banco Central do Brasil : a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e o Patrimônio Financeiro Líquido do Governo Geral (PFLGG). Essas estatísticas têm como base o arcabouço institucional brasileiro e o padrão internacional¹ definido pelos seguintes manuais: [Government Finance Statistics Manual 2014 \(GFSM 2014\)](#), publicado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), e [Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users](#), publicado por um conjunto de organismos internacionais sob a coordenação do FMI.

Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)

Em relação às estatísticas de dívida, a de maior abrangência divulgada pelo BC é a DLSP, que abarca todo o setor público não financeiro, composto, segundo o GFSM 2014, pelo governo geral e pelas corporações públicas não financeiras. O governo geral, por sua vez, compõe-se de instituições que executam prioritariamente atividades de governo, o que inclui o governo central (federal), os governos estaduais e municipais/locais e os fundos de seguridade social, no caso de países que adotam essa estrutura político-administrativa. Também são incluídas na DLSP as corporações públicas não financeiras que possuem, entre outras, a característica de serem entidades com constituição legal separada da de seus detentores/acionistas, e, no caso brasileiro, incluem as empresas públicas e sociedades de economia mista não financeiras pertencentes às três esferas de governo, exceto as empresas do Grupo Petrobras, que deixaram de compor a DLSP em 2009².

Os bancos centrais, de acordo com o GFSM 2014 (e com todos os demais manuais estatísticos internacionais, a começar pelo [System of National Accounts, de 2008](#)), devem ser incluídos no subsetor das corporações públicas financeiras (setor público financeiro). No caso brasileiro, o BC está incluído na DLSP como integrante do governo central desde o início da compilação das estatísticas fiscais pelo BC, em 1991. Essa exceção ao padrão internacional decorre das especificidades do arranjo institucional do país, em que parte das receitas

-
- 1/ O padrão internacional define o conjunto de ativos e passivos financeiros do setor público e os classifica por instrumentos financeiros, os quais formam o alicerce das estatísticas macroeconômicas do setor fiscal, compiladas pelo BC. Esses instrumentos, consideradas primariamente suas características legais e de liquidez, incluem, entre outros, financiamentos, depósitos, títulos públicos, contas a pagar e a receber, participações acionárias e derivativos financeiros. Esses dois últimos instrumentos financeiros, embora componham o patrimônio líquido dos entes públicos, não são instrumentos de dívida, uma vez que não requerem pagamento de principal e juros. O padrão internacional também reconhece ativos não financeiros (prédios, terras, estoques minerais etc.) como integrantes do patrimônio do setor público. No entanto, esses ativos não são incluídos nas estatísticas fiscais do BC. Dessa forma, essas estatísticas não englobam o patrimônio líquido total (financeiro e não financeiro), seja do governo geral, seja do setor público.
 - 2/ Para permitir a comparabilidade das estatísticas fiscais, as estatísticas excluindo a Petrobras foram retroagidas a dezembro de 2001. Ressalte-se também que, em 2010, houve a exclusão das empresas do Grupo Eletrobras (privatizada em 2022) da DLSP, e adotou-se procedimento semelhante, retroagindo as estatísticas fiscais igualmente a dezembro de 2001. Mais informações sobre a exclusão dessas empresas podem ser encontradas no [Manual de Estatísticas Fiscais](#).

e despesas da Autoridade Monetária integra o Orçamento Geral da União (OGU). Dessa maneira, para as estatísticas fiscais brasileiras, o BC faz parte, economicamente, do governo central e a estatística reflete esse fato. O [Manual de Estatísticas Fiscais](#) (MEF) do BC é explícito sobre esse tema:

“O Banco Central é incluído na apuração da dívida líquida e das necessidades de financiamento em função das especificidades do arranjo institucional brasileiro, destacando-se a sistemática de transferência do resultado da Autoridade Monetária para o Tesouro Nacional e a inclusão de suas despesas com custeio administrativo e pessoal na lei orçamentária da União, conforme estabelece a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) (art. 5º, § 6º).”

Nos passivos e ativos financeiros contabilizados na DLSP incluem-se dívida mobiliária em mercado, operações compromissadas realizadas pelo BC, base monetária, dívida bancária, dívida externa líquida, depósitos e aplicações dos entes públicos e reservas internacionais. A DLSP evidencia, portanto, o balanceamento entre passivos e ativos de todas as esferas componentes do setor público não financeiro.

Na metodologia seguida pelo BC, não são incluídas na DLSP as contas a pagar (por exemplo, os restos a pagar) e a receber (como a dívida ativa), não obstante sejam reconhecidas como instrumentos financeiros de dívida pelo padrão internacional. Essa discrepância metodológica deriva do fato de que a apuração das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) – que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados – é realizada a partir da variação da DLSP, em metodologia conhecida como “abaixo da linha”, que permite o cálculo do resultado fiscal sob a ótica do financiamento líquido concedido ao setor público. Em seu conceito primário, as NFSP brasileiras são apuradas pelo critério de caixa, enquanto as contas a pagar e a receber estão mais diretamente relacionadas ao critério de competência. Por essa razão, sua inclusão na DLSP significaria modificar a metodologia de apuração do resultado primário do setor público. As contas a pagar e a receber são incluídas no PFLGG, que será tratado mais adiante.

Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)

O BC divulga também outro conceito de dívida pública, a DBGG, que considera tão somente os passivos do Governo Federal, inclusive Previdência Social, e dos governos estaduais e municipais. Duas características a distinguem, portanto, da DLSP: i) inclui somente passivos financeiros e ii) exclui as empresas estatais e o próprio BC, seguindo, nesse caso, a definição de governo geral consistente com o padrão internacional. Destaque-se que são publicadas também pelo BC informações sobre a Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG), com a incorporação de ativos financeiros detidos pelo governo geral.

A abrangência mais restrita da DBGG tem contribuído para que essa estatística seja bastante difundida entre os países, com ampla utilização em comparações internacionais. Não por coincidência, esta foi uma das principais razões para sua inclusão, a partir de 1998, nas estatísticas fiscais compiladas pelo BC.

Na metodologia seguida até 2007, a DBGG incorporava todos os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, inclusive aqueles constantes da carteira do BC. Além de alinhada à metodologia internacional, razão pela qual essa metodologia ficou conhecida como “DBGG no conceito FMI” (DBGG - Conceito FMI), essa inclusão relacionava-se ao fato de que, até a promulgação da Lei Complementar nº 101 (LRF), em 2000, o BC estava autorizado a emitir títulos próprios³. Os últimos resgates desses títulos ocorreram em novembro de 2006, conforme sua estrutura de vencimentos. Enquanto havia dívida mobiliária do BC em mercado, era possível fazer certa distinção entre títulos emitidos para a cobertura de déficits orçamentários e títulos emitidos para operacionalização da política monetária. Isso justificava a inclusão de toda a dívida mobiliária do Tesouro Nacional – inclusive a integralidade dos títulos na carteira do BC – na DBGG, tendo em vista que as operações compromissadas podiam ser realizadas com títulos próprios da Autoridade Monetária, mesmo considerando que também era possível utilizar títulos do Tesouro Nacional na gestão da política monetária.

3/ A LRF permitiu que o BC emitisse títulos próprios até dois anos após sua promulgação.

No início de 2008, o BC mudou sua metodologia de apuração da DBGG, adotando a “DBGG no conceito BC” (DBGG - Conceito Bacen), retroagindo a nova série a dezembro de 2006. Com o resgate dos últimos títulos de emissão do BC e a vedação legal a novas emissões, a execução da política monetária passou a ser realizada exclusivamente por meio de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional. Esse estreito relacionamento da carteira de títulos no ativo do BC com o gerenciamento da política monetária reforçou a perspectiva de que aqueles títulos não constituíam efetivamente dívida de natureza fiscal. Por essa razão, eles passaram a ser excluídos da DBGG⁴. Por outro lado, as operações compromissadas realizadas pelo BC foram incorporadas à DBGG, dada sua vinculação com a dívida do Tesouro Nacional em mercado, uma vez que, ao contrário dos títulos em carteira, que não demandam do Tesouro Nacional seu efetivo pagamento de principal atualizado, as operações compromissadas exprimem compromisso assumido pelo BC com as instituições financeiras, utilizando aqueles papéis como garantia. Nesse sentido, sua inclusão na DBGG representa a incorporação de toda a dívida mobiliária federal em poder do mercado.

Em suma, a metodologia de DBGG adotada pelo BC a partir de 2008 reflete as características institucionais brasileiras. No entanto, o padrão internacional, a partir de critérios como harmonização e comparabilidade entre os países, recomenda que todos os títulos do Tesouro Nacional na carteira do BC sejam incluídos na estatística fiscal, uma vez que representam dívida com unidade institucional fora da abrangência regular do governo geral.

Nesse sentido, em agosto de 2024 foi realizada missão de assistência técnica do Departamento de Estatísticas do FMI, a pedido da Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Seu objetivo foi avaliar a adequação das estatísticas fiscais do Brasil ao GFSM 2014. Dentre as recomendações do relatório final da missão está a de classificar o BC como corporação financeira pública e, conseqüentemente, incluir na DBGG todos os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional na carteira do BC. A adoção dessa e das demais recomendações ainda depende da análise dos compiladores nacionais, entre outros, referente à sua adequação ao arcabouço institucional do país.

É importante ressaltar que, prezando pela transparência, mesmo após a mudança metodológica na compilação da DBGG, o BC prosseguiu publicando a DBGG - Conceito FMI em suas tabelas especiais⁵. Seguindo essa mesma diretriz de transparência e comparabilidade, a partir da próxima Nota para a Imprensa – Estatísticas Fiscais, a tabela 17 passará a apresentar a DBGG tanto na metodologia atual (DBGG - Conceito Bacen) quanto na metodologia utilizada até 2007 (DBGG - Conceito FMI). A diferença entre os dois conceitos, que corresponde ao montante dos títulos livres na carteira do BC⁶, também seguirá sendo explicitada. Na tabela e no gráfico a seguir pode-se visualizar as duas metodologias para compilação da DBGG. Os títulos livres na carteira do BC apresentaram valor médio equivalente a 11,2% do PIB ao longo dos últimos quatro anos.

4/ Ver sobre o assunto a Nota Técnica que consta do texto da [Nota para Imprensa – Estatísticas Fiscais, publicada em 27 de fevereiro de 2008](#) e o box [Alteração na Metodologia de Cálculo da Dívida Bruta do Governo Geral \(DBGG\)](#), publicado no Relatório de Inflação de março de 2008.

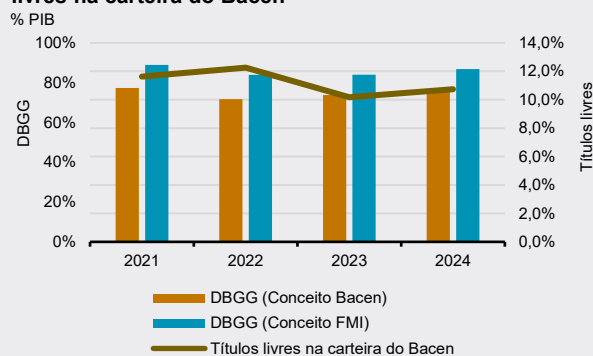
5/ Ver a tabela especial [Divida líquida e bruta do governo geral \(metodologia vigente até 2007\)](#).

6/ A carteira livre do BC equivale à diferença entre a dívida mobiliária do Tesouro Nacional na carteira do BC e o estoque das operações compromissadas. Ressalte-se que o cálculo do montante da carteira livre, para efeito da Lei nº 13.820, de 2019, é apresentado na Tabela 5 da [Nota para a Imprensa – Estatísticas do Mercado Aberto](#).

Tabela 1 – Dívida líquida e bruta do Governo Geral

Acumulado no ano

Discriminação	R\$ milhões			
	Dezembro 2023		Dezembro 2024	
	Saldos	%PIB	Saldos	%PIB
Dívida Bruta do Governo Geral - Conceito FMI (A=B+J)	9 192 466	84,0	10 251 233	86,8
Dívida Bruta do Governo Geral - Conceito Bacen (B=E+F)	8 079 270	73,8	8 984 237	76,1
				0
Dívida Líquida do Setor Público (C=D+L+M)	6 612 830	60,4	7 220 738	61,2
Dívida Líquida do Governo Geral (D=B+G+J)	6 521 378	59,6	7 445 160	63,1
				0
Dívida interna do Governo Geral (E)	7 119 695	65,1	7 780 063	65,9
Dívida mobiliária em mercado	5 654 952	51,7	6 236 545	52,8
Operações compromissadas do Bacen	1 205 385	11,0	1 250 516	10,6
Dívida bancária	259 359	2,4	293 002	2,5
Dívida externa do Governo Geral (F)	959 575	8,8	1204 174	10,2
Créditos do Governo Geral (G=H+I)	-2 671 087	-24,4	-2 806 073	-23,8
Créditos internos (H)	-2 670 859	-24,4	-2 805 786	-23,8
Disponibilidades do Governo Geral	-1 883 850	-17,2	-1 887 151	-16,0
Aplicações em fundos e programas	- 310 745	-2,8	- 359 321	-3,0
Recursos do FAT na rede bancária	-402 477	-3,7	-448 227	-3,8
Demais	- 73 787	-0,7	- 111 088	-0,9
Créditos externos (I)	-229	-0,0	-287	-0,0
Títulos livres na carteira do Bacen (J)	1 113 196	10,2	1 266 997	10,7
Dívida líquida do Banco Central (L)	44 007	0,4	-267 060	-2,3
Memo: Depósitos voluntários remunerados	128 979	1,2	164 526	1,4
Dívida líquida das empresas estatais (M)	47 444	0,4	42 639	0,4
PIB	10 943 345		11 804 452	

Gráfico 1 – Dívida Bruta do Governo Geral e títulos livres na carteira do Bacen

Patrimônio Financeiro Líquido do Governo Geral (PFLGG)

A mensuração do estoque de ativos e passivos financeiros do governo geral ou do setor público pode restringir-se aos instrumentos financeiros de dívida ou englobar um conjunto ainda mais amplo do balanço dos entes públicos, referidos na metodologia estatística como patrimônio financeiro. Como parte do processo de aprimoramento e harmonização das estatísticas fiscais aos padrões internacionais, o BC divulga também, desde 2017, o PFLGG, estatística integrante do GFSM 2014 e alinhada com as orientações desse manual, inclusive quanto ao critério de competência para a apuração dos fluxos fiscais. Iniciado com periodicidade anual, o PFLGG passou a ser publicado trimestralmente a partir de 2020.

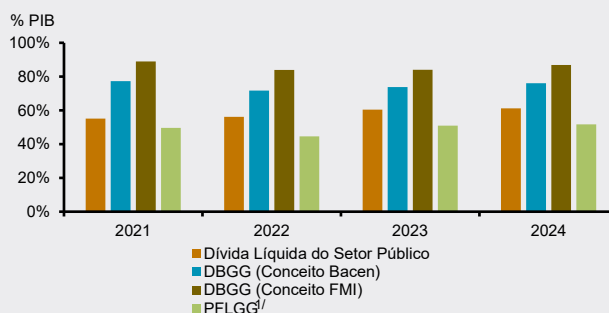
O PFLGG, embora inclua apenas o governo geral, amplia o escopo de instrumentos financeiros em relação aos indicadores de endividamento publicados pelo BC (DLSP e DBGG). Além da já mencionada inclusão das contas a pagar e a receber, características da compilação por competência, que são instrumentos de dívida não incluídos na DLSP e na DBGG, considera também os demais ativos e passivos financeiros que não constituem instrumentos de dívida, a exemplo das participações acionárias. A incorporação de contas a pagar e a receber permite calcular a variação do patrimônio financeiro de forma mais compatível com o critério de competência previsto no GFSM 2014. Outra distinção no PFLGG é que a valoração dos títulos públicos e das participações acionárias é realizada pelo valor de mercado, diferentemente das estatísticas da DLSP e DBGG, em que todos os ativos e passivos são registrados pelo valor nominal.

Tabela 2 – Patrimônio financeiro líquido do Governo Geral^{1/}
Setembro de 2024

Discriminação	R\$ milhões	% PIB
Ativos Financeiros	4 113 053	35,7
<i>por instrumento</i>		
Moedas e depósitos	2 804 991	24,3
Títulos, exceto ações	59 303	0,5
Empréstimos	103 306	0,9
Ações e outras participações de capital	747 485	6,5
Outras contas a receber	397 968	3,5
<i>por residência</i>		
Doméstico	4 112 844	35,7
Externo	210	0,0
Passivos	10 075 482	87,4
<i>por instrumento</i>		
Títulos, exceto ações	9 172 420	79,6
Empréstimos	482 808	4,2
Outras contas a pagar	420 254	3,6
<i>por residência</i>		
Doméstico	8 979 335	77,9
Externo	1 096 147	9,5
Patrimônio Financeiro Líquido	-5 962 428	-51,7
(Ativos financeiros - Passivos)		

O gráfico a seguir apresenta, como percentual do PIB, a DLSP, a DBGG – Conceito Bacen, a DBGG – Conceito FMI e o PFLGG nos últimos 4 anos. A inclusão da carteira livre do BC implica aumento de 10,7 p.p. do PIB na comparação entre a DBGG – Conceito Bacen, 76,1% do PIB, e a DBGG – Conceito FMI, 86,8% do PIB, em 2024. No quadriênio analisado, também é possível observar que o PFLGG se manteve em patamar (negativo) próximo de 50% do PIB, abaixo do verificado na DLSP^{7/}.

Gráfico 2 – DLSP, DBGG e PFLGG



1/ Para facilitar a comparação visual, o saldo devedor (negativo) do PFLGG registrado no período encontra-se expresso com sinal positivo. Em 2024, dados referentes a setembro.

7/ No caso do PFLGG, valores negativos indicam passivos maiores que ativos.

Este boxe apresentou os distintos conceitos de estoques de ativos e passivos financeiros constantes das estatísticas macroeconômicas do setor fiscal, compiladas pelo BC. Dentre os conceitos de dívida pública, a DLSP é o de maior abrangência. Em relação à DBGG, o BC publica regularmente dois conceitos. A partir de março, as estatísticas fiscais ampliarão sua transparência e explicitarão os dois conceitos. A DBGG – Conceito Bacen permanece o conceito utilizado nas estatísticas fiscais, nos termos do MEF. Por fim, o PFLGG é a metodologia mais abrangente atualmente publicada, por incluir instrumentos financeiros adicionais aos incluídos nos demais conceitos.

2

Perspectivas para a inflação

Este capítulo analisa as perspectivas para a inflação. As projeções de inflação apresentadas se estendem até o terceiro trimestre de 2027, compreendendo assim dez trimestres à frente.³⁷ As projeções utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 269ª reunião do Copom, realizada em 18 e 19.3.2025. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 14.3.2025, a menos de indicação contrária.

As projeções de inflação apresentadas representam a visão do Copom e são condicionais em um conjunto de variáveis. As projeções são geradas utilizando-se um conjunto de modelos e de informações disponíveis, combinados com exercício de julgamento.³⁸ 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 PPC.³⁹ 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 RPM 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 fevereiro foi maior do que esperada e teve composição menos favorável. A inflação observada ficou 0,32 p.p. acima da projetada (Tabela 2.1.1). Entre os grandes segmentos do IPCA, a surpresa foi concentrada em preços administrados, principalmente na gasolina. Além da elevação do preço etanol anidro, que compõe o preço do produto ao consumidor final, o repasse da majoração do ICMS *ad rem* sobre a gasolina foi mais rápido que o antecipado. Nos demais segmentos do IPCA, a inflação observada foi mais próxima das projeções, mas com composição desfavorável. As surpresas para baixo ocorreram, em geral, em componentes mais voláteis, enquanto as surpresas de alta ocorreram em componentes que tendem a apresentar maior persistência nos movimentos de preço. Na alimentação no domicílio, os alimentos industrializados tiveram variação acima da esperada, principalmente em função da alta do café – com forte repasse do preço do grão no atacado. Por outro lado, alimentos semi-elaborados e *in natura* tiveram variações menores do que a antecipada. No segmento de serviços, houve surpresa para cima em seu componente subjacente e para baixo no ex-subjacente. Nos bens industriais, houve variações

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

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

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

mais elevadas em automóvel novo e usado e vestuário. Além da surpresa observada nos meses de dezembro a fevereiro, a projeção de inflação para março foi revista de 0,42% no Relatório anterior para 0,63% no atual, com perspectiva de variação mais elevada em alimentação no domicílio e serviços.

Tabela 2.1.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2024		2025		
	Dez	Jan	Fev	No trim. até fev.	
Cenário do Copom ^{1/}	0,58	-0,08	1,17	1,68	4,72
IPCA observado	0,52	0,16	1,31	2,00	5,06
Surpresa (p.p.)	-0,06	0,24	0,14	0,32	0,33

Fontes: IBGE e BC

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

Nos próximos meses, os preços ao consumidor devem seguir com variações mensais elevadas e a inflação acumulada em doze meses deve permanecer ao redor de 5,5%, acima do intervalo de tolerância da meta (Tabela 2.1.2). Os preços da alimentação no domicílio devem seguir pressionados, mesmo com alguma moderação em alimentos industrializados em comparação aos últimos meses. Alimentos *in natura*, que tiveram variações relativamente baixas no período recente, devem apresentar evolução mais próxima ou acima da sazonalidade. No caso das proteínas, permanece o cenário de oferta restrita de boi gordo em 2025 e de demanda externa aquecida. Apesar da queda sazonal esperada para o preço do etanol, os preços de bens industriais também devem seguir pressionados, em linha com a alta recente nos preços ao produtor e com os efeitos da depreciação do real acumulada ao longo do último ano. Os preços administrados devem seguir com variações mais moderadas, passado o efeito da majoração do ICMS e da alta do etanol sobre os preços da gasolina ao consumidor. Em relação à energia elétrica residencial, após um início de ano favorável, houve piora do cenário hídrico em fevereiro e março. Nesse contexto volátil, a projeção ainda considera bandeira tarifária verde até junho. A projeção para o segmento de serviços é de variações em patamar elevado, mesmo com o arrefecimento da alimentação fora do domicílio. A inflação alta de serviços mostra-se disseminada, consistente com o cenário de mercado de trabalho ainda apertado e de inércia mais elevada. Por fim, a média trimestral dessazonalizada e anualizada dos núcleos deve se situar acima de 5% e, conseqüentemente, sua variação acumulada em dozes meses deve continuar subindo até superar 5%.

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

	Variação %			
	2025			
	Mar	Abr	Mai	Jun
Variação mensal	0,63	0,42	0,26	0,27
Variação trimestral	2,11	2,38	1,32	0,95
Variação em 12 meses	5,55	5,59	5,38	5,45

Fontes: IBGE e BC

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

2.2 Projeções condicionais

Determinantes da inflação e condicionamentos⁴⁰

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 de 2024 iniciou ciclo

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

de aperto monetário, com aumento de 0,25 p.p. da taxa Selic, seguido de elevação de 0,50 p.p. em novembro e de 1,00 p.p. nas reuniões de dezembro e janeiro, chegando a 13,25% a.a. Na trajetória Focus considerada, a taxa Selic aumenta 1,00 p.p. em março, 0,50 p.p. em maio e 0,25 p.p. em junho, atingindo máximo de 15,00%, terminando o ano nesse valor. A taxa retoma trajetória descendente no início de 2026, terminando o ano em 12,50% e 2027 em 10,50% (Gráfico 2.2.1). Em todo horizonte de projeção, a taxa é superior à do Relatório anterior, que trazia aumentos de 0,75 p.p. em dezembro de 2024 e janeiro de 2025 e de 0,5 p.p. em março e maio, atingindo ponto de máximo de 13,75% e terminando 2025, 2026 e 2027 em 13,50%, 11,00% e 10,00%, respectivamente. A significativa elevação na expectativa da taxa de juros no Focus reflete a piora do quadro inflacionário – com o aumento da inflação corrente, das suas expectativas e dos seus riscos de alta e atividade econômica robusta – e a condução da política monetária, com a elevação da taxa Selic maior do que o esperado e a sinalização dada pelo Copom na reunião de dezembro.

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 4,59% para 5,66% para 2025, de 4,00% para 4,48% para 2026 e de 3,58% para 4,00% para 2027. Portanto, a diferença em relação à meta de 3,00%, 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 Firmus⁴¹.

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 começou trajetória ascendente no segundo trimestre de 2024, alcança o pico de 9,4% no segundo trimestre de 2025, ante 8,8% no Relatório anterior, e depois entra em trajetória de queda, alcançando 6,5% 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.

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

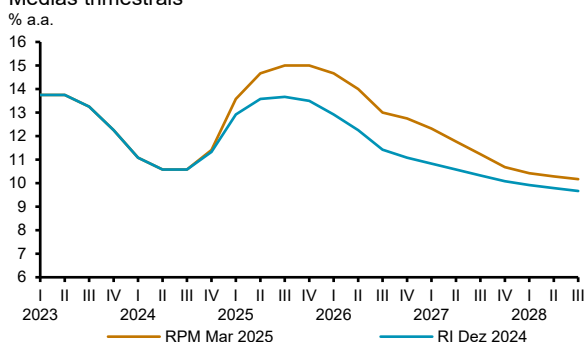
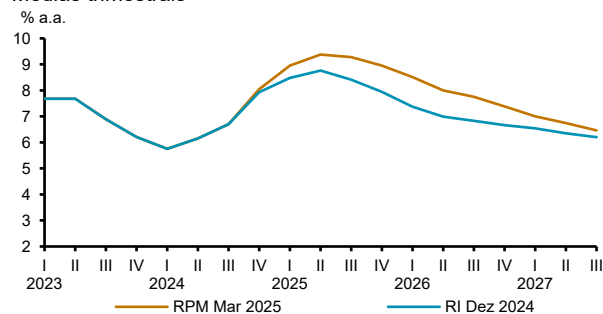


Gráfico 2.2.2 – Selic real acum. quatro trimestres à frente
Médias trimestrais



Nota: Selic real calculada com base na taxa Selic acumulada quatro trimestres à frente, descontada das expectativas de inflação para o mesmo período, ambas variáveis extraídas da pesquisa Focus.

A taxa de câmbio continuou depreciando até o final de 2024 e depois apreciou, refletindo fatores externos e internos. Nas projeções de inflação do cenário de referência, a taxa de câmbio parte de R\$5,80/US\$, valor 2,5% menor do que o considerado no Relatório anterior, de R\$5,95/US\$, e segue trajetória de acordo com a PPC (Gráfico 2.2.3). O valor do dólar a nível global tem oscilado bastante, refletindo inicialmente as expectativas em relação à nova administração dos EUA e, posteriormente, às decisões anunciadas ou tomadas desde então. De forma geral, o dólar valorizou entre outubro de 2024 e meados de janeiro e depois depreciou. Internamente, a percepção dos agentes sobre o cenário fiscal, com preocupações sobre a capacidade de geração de resultados primários que estabilizem a dívida pública, tem se refletido nos preços

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

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 2025 e 2026 são de R\$5,84/US\$ e R\$5,90/US\$, respectivamente.

O preço do petróleo aumentou no início do ano, mas logo entrou em trajetória descendente, atingindo níveis inferiores aos do último trimestre do ano passado. Na trajetória considerada, o preço do petróleo médio do tipo *Brent* para o segundo trimestre de 2025 é de cerca de US\$70, 1,8% inferior ao do Relatório anterior, caindo para US\$69 no segundo semestre do ano e depois crescendo a 2% a.a. (Gráfico 2.2.4). Os preços têm sido pressionados para baixo em função de vários de fatores, como o risco de desaceleração da economia global em função da política tarifária dos EUA, a decisão da Opep+ de aumentar a produção a partir de abril deste ano, a perspectiva de resolução de conflitos geopolíticos, a priorização pelo governo dos EUA de aumento da produção petrolífera e as previsões contidas de aumento da demanda global, inferiores inclusive às de elevação da oferta de países não integrantes da Opep+. Os preços de *commodities*, medidos pelo IC-Br em dólares, apresentaram movimento semelhante, com elevação em janeiro, estabilização em fevereiro e queda na média de março até a data de corte.

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

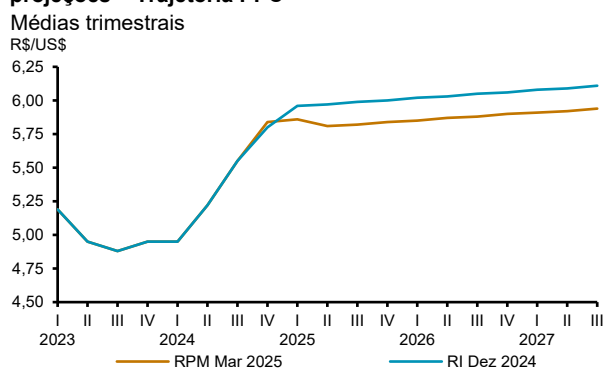
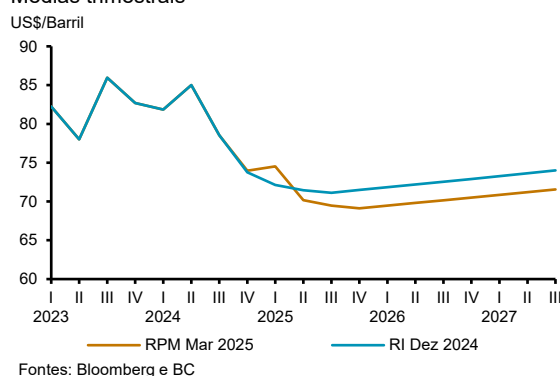


Gráfico 2.2.4 – Preço do petróleo Brent
Médias trimestrais



A taxa de juros real neutra considerada para as projeções do cenário de referência é 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.⁴² No processo de análise e decisão, são também considerados cenários alternativos de inflação com diferentes valores para a taxa neutra.

Do ponto de vista fiscal, supõe-se que os resultados melhoram gradualmente 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. Em 2024 essa variável registrou déficit inferior ao de 2023. Para o restante do horizonte, supõe-se, assim como nos Relatórios anteriores, que essa variável continua se recuperando gradualmente 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.

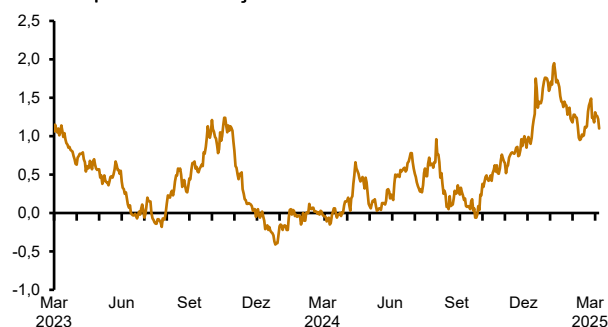
Apesar da recente piora do cenário hídrico, manteve-se o cenário de bandeiras tarifárias de energia elétrica utilizado no Relatório anterior, que já considerava o acionamento de bandeiras mais caras no segundo semestre. Após um início de ano bastante favorável, houve piora no cenário hidrológico mais recentemente. Ao longo de fevereiro e março, houve redução das chuvas e, nas últimas semanas, o nível de energia armazenada nos reservatórios das hidrelétricas, que vinha crescendo, mostrou uma leve inflexão. Nesse contexto volátil, manteve-se a mesma hipótese usada no Relatório anterior, que já considerava o acionamento de bandeiras mais caras no segundo semestre. Para 2025 o detalhamento mensal é o seguinte: bandeira verde

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

até junho, amarela em julho e agosto, vermelha 1 em setembro e outubro, amarela em novembro e verde em dezembro. Considera-se a mesma sequência para os meses finais de trimestre de 2026 em diante: verde em março e junho, vermelha 1 em setembro e verde em dezembro. A hipótese de sequência de bandeiras “neutra” do ponto de vista das projeções interanuais garante que as projeções de médio prazo, especialmente para o horizonte relevante, não sejam afetadas por esse fator incerto e específico.

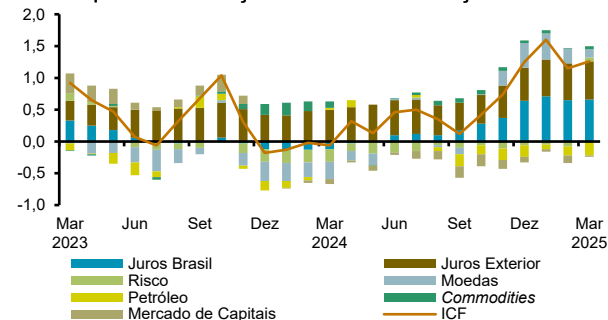
As condições financeiras oscilaram desde o Relatório anterior, mas chegaram em meados de março em níveis mais restritivos, refletindo os grupos juros domésticos e externos, risco e mercado de capitais, que mais se contrapuseram aos grupos moedas e petróleo. Como medido pelo Indicador de Condições Financeiras (ICF), calculado pelo BC, as condições financeiras, que já haviam ficado mais restritivas em outubro e novembro, atingiram máximo restritivo em torno de meados de janeiro (Gráficos 2.2.5 e 2.2.6). A piora nas condições financeiras envolveu a maioria dos grupos componentes do ICF, com destaque para a elevação dos juros futuros domésticos, depreciação do real e valorização global do dólar norte-americano. Também contribuíram a elevação dos juros futuros externos, do prêmio de risco país e do preço do petróleo e a queda da bolsa de valores doméstica. Em seguida, as condições financeiras arrefeceram, mas continuaram em níveis mais restritivos do que os do início de dezembro.⁴³ A redução do ICF entre meados de janeiro e março decorreu principalmente da apreciação do real, da depreciação global do dólar e da queda do preço do petróleo, além da redução dos juros futuros domésticos, que mais se contrapuseram ao efeito do aumento do VIX.⁴⁴

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



Nota: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Dados do gráfico: 01.03.2023–14.03.2025.

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 março/2025 refere-se à média até o dia 14.

O crescimento do PIB arrefeceu no final de 2024. O PIB, ajustado sazonalmente, cresceu 0,2% no quarto trimestre de 2024 na comparação com o trimestre anterior, após crescimento de 1,3% e 0,7% nos segundo e terceiro trimestres do ano, respectivamente. Na mesma base de comparação, destaca-se, do lado da demanda agregada, a redução do consumo das famílias, de 1,0%, após uma sequência de treze aumentos consecutivos. O crescimento da FBCF foi positivo, 0,4%, mas inferior ao dos quatro trimestres anteriores. O menor dinamismo da atividade se refletiu na relativa estabilidade das importações no trimestre. Para 2025, a projeção de crescimento do PIB foi reduzida de 2,1% do Relatório anterior para 1,9%.⁴⁵

Os indicadores de mercado de trabalho e de utilização da capacidade instalada também dão sinais compatíveis com arrefecimento. A taxa de desocupação interrompeu trajetória de queda, ficando relativamente estável em torno de sua mínima histórica. A taxa de desocupação ficou em 6,5% no trimestre encerrado em janeiro (ajustado sazonalmente), mesmo valor de outubro, quando atingiu a menor taxa da série histórica. As contratações líquidas medidas pelo Novo Caged oscilaram nos últimos meses, mas ficaram

43/ Notar que o Relatório anterior utilizou dados do ICF até 6.12.2024 e o atual, até 14.3.2025. 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 Inflação 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 Inflação de dezembro de 2022.

44/ 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.

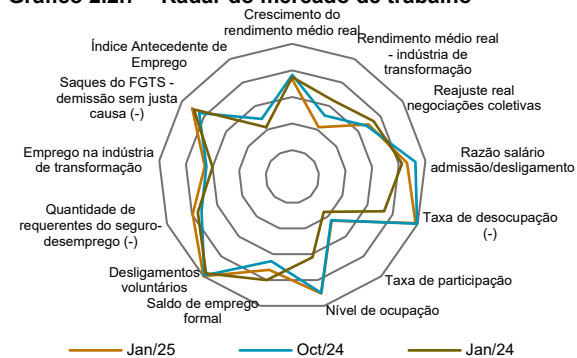
45/ Ver o box [Revisão da projeção do PIB para 2025](#), deste Relatório.

em 89 mil empregos na média mensal entre novembro e janeiro, ante média de 129 mil no trimestre anterior (dados ajustados sazonalmente). O Nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), calculado pela FGV com ajuste sazonal, reduziu, de 81,6% em novembro para 80,9% em fevereiro.

O radar do mercado de trabalho continua mostrando aquecimento. Essa medida considera informações históricas de uma série de indicadores de mercado de trabalho até janeiro de 2025 (Gráfico 2.2.7).⁴⁶ A maioria das variáveis encontra-se nos dois quartis mais elevados, isto é, estão acima da mediana histórica. Na comparação de janeiro de 2025 com outubro de 2024, a maioria das medidas de rendimento (crescimento do rendimento médio real da PNAD, rendimento médio real da indústria de transformação e razão entre salário de admissão e desligamento) e a de expectativas (Índice Antecedente de Emprego) indicam um menor aquecimento. Por outro lado, as métricas de emprego indicam estabilidade (taxas de desocupação e de participação e saldo de emprego formal) ou maior aquecimento (saldo de emprego formal e quantidade de requerentes do seguro-desemprego). Ainda nas métricas de emprego, destacam-se os desligamentos voluntários no mercado formal, medidos pelo Novo Caged, que atingiram o valor máximo da janela histórica. No comparativo com doze meses atrás, também são observados menor aquecimento na maioria dos indicadores de rendimento e maior nos de emprego.

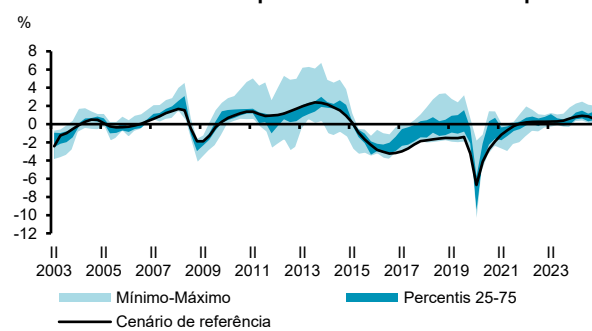
O hiato do produto continua em níveis positivos, pressionando assim a inflação, mas a projeção é de queda ao longo dos próximos trimestres. O hiato do produto estimado para o quarto trimestre de 2024 e o primeiro trimestre de 2025 é de 0,8% e 0,6%, respectivamente (Gráfico 2.2.8)⁴⁷. Considera-se que valores positivos para o hiato são consistentes com a pressão inflacionária observada recentemente. Entretanto, antecipa-se uma redução do hiato para valores negativos ao longo dos próximos trimestres, atingindo -0,8% no terceiro trimestre de 2026. As condições monetárias restritivas desempenham papel fundamental nesse movimento. O elevado nível da taxa de juros real *ex-ante* superior ao do Relatório anterior, é o principal fator na desaceleração da atividade econômica do cenário de referência. Como tem sido ressaltado nas edições deste relatório trimestral, o hiato apresentado neste capítulo incorpora informações de diferentes metodologias e julgamento do Copom. Ressalta-se ainda que, em virtude da elevada incerteza existente nas estimativas do hiato do produto, o Copom avalia projeções com diferentes estimativas e cenários para essa variável.

Gráfico 2.2.7 – Radar do mercado de trabalho



Nota: O anel central representa o valor mínimo, os anéis interiores representam os percentis 25, 50 e 75 da distribuição e o anel exterior, o valor máximo.

Gráfico 2.2.8 – Hiato do produto: estimativas e dispersão



Nota: As medidas de dispersão foram construídas utilizando um conjunto de medidas de hiato do produto. Ver o box "Medidas de hiato do produto no Brasil", do Relatório de Inflação de junho de 2024, para apresentação de várias metodologias. Dados do gráfico: 2003T2–2025T1.

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,

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

47/ Para o primeiro trimestre de 2025, utilizaram-se projeções das variáveis de atividade quando os dados não estavam disponíveis.

de modelos específicos para os itens de preços administrados e de estudos; iii. construção de trajetórias e hipóteses sobre os condicionantes;⁴⁸ e iv. avaliação sobre o estado e perspectivas da economia.⁴⁹

A inflação em 2024 ficou acima do intervalo de tolerância da meta em decorrência do ritmo forte de crescimento da atividade econômica, da depreciação cambial e de fatores climáticos, em contexto de expectativas de inflação desancoradas e inércia da inflação do ano anterior. Portanto, a inflação envolveu uma gama ampla de fatores. No sentido contrário, destaca-se a queda do preço internacional do petróleo no segundo semestre do ano. A pressão inflacionária envolveu diferentes segmentos que compõem o IPCA, refletindo a diversidade das fontes inflacionárias. A inflação em 2024 foi 4,83%, ante limite superior do intervalo de tolerância de 4,50% e meta de 3,00%. Seguindo o estabelecido no Decreto nº 3.088, de 21.6.1999, foi divulgada carta aberta do Presidente do BC ao Ministro da Fazenda com as razões do descumprimento.⁵⁰

Nas projeções do cenário de referência, a inflação continua acima do limite do intervalo de tolerância ao longo de 2025, começando a cair a partir do quarto trimestre, mas ainda permanecendo acima da meta.

Nesse cenário, que utiliza taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a PPC, a inflação acumulada em quatro trimestres fica na faixa de 5,5%-5,6% nos três primeiros trimestres de 2025, cai para 5,1% no final do ano, 3,7% em 2026 e 3,1% no último período considerado, referente ao terceiro trimestre de 2027 (Tabela 2.2.1). No horizonte relevante de política monetária, considerado como sendo o terceiro trimestre de 2026, a inflação projetada é 3,9%. Considerando as projeções mensais, a inflação acumulada em doze meses fica superior ao limite superior do intervalo de tolerância da meta por seis meses consecutivos em junho deste ano (ver Seção 2.1). No caso de concretização desse cenário, se caracterizará descumprimento da meta para a inflação e será necessária a publicação das razões desse descumprimento por meio de nota neste Relatório e de carta aberta ao Ministro da Fazenda.⁵¹

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

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

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.

As projeções de inflação se mantiveram acima da meta, tornando a convergência para a meta desafiadora.

A projeção para 2025 aumentou 0,6 p.p. em relação ao Relatório anterior, enquanto para o terceiro trimestre de 2026 aumentou 0,1 p.p. Neste último horizonte, houve aumento das projeções da inflação de preços livres e redução da de preços administrados. Os efeitos dos aumentos das expectativas de inflação e da inércia decorrente das surpresas inflacionárias e da revisão das projeções de curto prazo pressionaram as projeções para cima, enquanto a subida da taxa de juros real, a apreciação cambial e a queda do preço do petróleo contribuíram para baixo. As projeções de preços administrados foram bastante afetadas pela evolução do câmbio e do preço do petróleo, fazendo com que o comportamento de suas projeções fosse diferente dos preços livres. Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em janeiro (268ª reunião), as projeções nesse horizonte reduziram 0,1 p.p. (ver Ata da 268ª reunião).

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

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

50/ Ver [carta2024.pdf](#).

51/ A aferição do número de meses começa a partir de janeiro de 2025, primeiro mês de validade do chamado “sistema de metas contínuas”, estabelecido pelo [Decreto 12.079](#), de 26.6.2024. A nota e a carta deverão conter: I - a descrição detalhada das causas do descumprimento; II - as medidas necessárias para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e III - o prazo esperado para que as medidas produzam efeito.

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 50% para 70% no caso de 2025 e de 26% para 28% no caso de 2026 (Tabela 2.2.2). Como as projeções são superiores à meta, as probabilidades de ultrapassar o limite superior são maiores do que as de ultrapassar o limite inferior. Embora essas probabilidades não representem a probabilidade de descumprimento da meta⁵², funcionam ainda como uma das referências para avaliação dos riscos envolvidos nas projeções.

Gráfico 2.2.9 – Projeções e leque de inflação – Cenário de referência

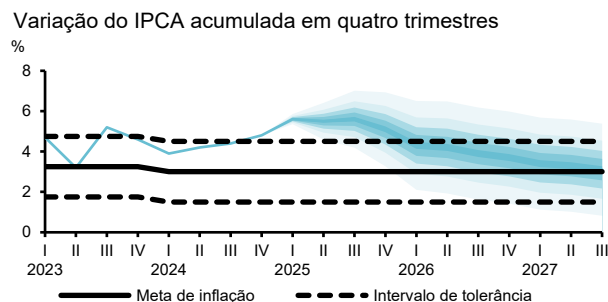


Tabela 2.2.2 – Probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites do intervalo de tolerância da meta

Ano	Limite inferior	Probabilidade de ultrapassar o limite inferior	Limite superior	Probabilidade de ultrapassar o limite superior
2025	1,50	0	4,50	70
2026	1,50	6	4,50	28

Nota: Probabilidades estimadas arredondadas para o valor inteiro mais próximo. As probabilidades não representam probabilidades de descumprimento da meta, pois, desde janeiro 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 taxa Selic, do câmbio e do preço do petróleo, que não necessariamente refletem o cenário mais provável avaliado pelo Comitê. A segunda advém da avaliação sobre a possibilidade de materialização de determinados eventos e respectivos impactos sobre a inflação não considerados como os mais prováveis quando da construção do cenário de referência. Esses eventos podem ocorrer tanto no curto como no médio prazo.

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

Em sua reunião mais recente (269ª reunião), o Copom ressaltou que persiste uma assimetria altista no balanço de riscos para os cenários prospectivos para a inflação. Os riscos de alta para o cenário inflacionário e as expectativas de inflação são elencados abaixo.

52/ Com a implementação da nova sistemática de “meta contínua”, vigente desde janeiro deste ano, 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.

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 4,48% para 2026, 4,00% para 2027 e 3,78% 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 de curto prazo, pressionar 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. Nota-se ainda que a presença de incerteza nas mensurações do hiato do produto pode significar a subestimação dos níveis correntes de hiato.

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

No cenário internacional, as incertezas e decisões relacionadas à política tarifária comercial dos EUA têm causado volatilidade nos mercados. Além disso, permanecem incertezas sobre a política fiscal e os efeitos econômicos das restrições sobre a oferta de trabalho. Esse quadro tem aumentado as incertezas sobre o comportamento futuro da atividade econômica e da inflação nos EUA e, conseqüentemente, sobre a política monetária do Fed, e acerca do comportamento do comércio e crescimento global. Se esse cenário for acompanhado de valorização global do dólar e forte redução do apetite ao risco, haveria pressão sobre o valor do real, repercutindo sobre a inflação doméstica. Do ponto de vista doméstico, no caso de verificação de políticas, como as do 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.⁵³

Riscos para inflação abaixo do cenário de referência:

i. impactos sobre o cenário de inflação de uma eventual desaceleração da atividade econômica doméstica mais acentuada do que a projetada

O conjunto dos indicadores de atividade econômica e do mercado de trabalho tem apresentado dinamismo, ainda que sinais sugiram uma incipiente moderação no crescimento. Ressalta-se que a desaceleração da economia faz parte do cenário de referência do Copom e sua concretização está em linha com o funcionamento dos mecanismos de transmissão da política monetária e sua repercussão sobre a inflação. Todavia, o ritmo de desaceleração pode se apresentar mais rápido e pronunciado do que aquele projetado pelo cenário de

53/ 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 boxe [Repasse cambial sob a ótica de um modelo semiestrutural](#), do Relatório de Inflação de setembro de 2018.

referência. Nesse caso, o hiato do produto seria ainda mais negativo no futuro, amplificando os efeitos da desaceleração econômica sobre os preços e expectativas de inflação.

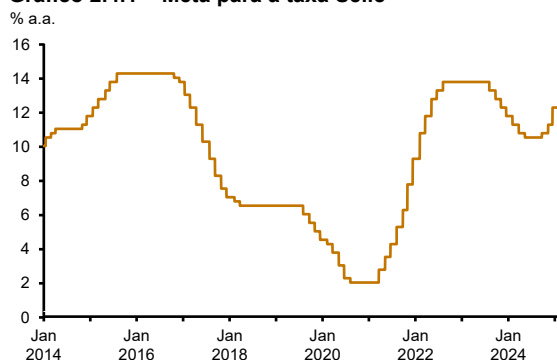
ii. cenário menos inflacionário para economias emergentes decorrente de choques sobre o comércio internacional e sobre as condições financeiras globais

As incertezas e decisões sobre a política tarifária comercial dos EUA, já mencionadas nos riscos de alta para a inflação, podem ter efeitos desinflacionários. De fato, em relação ao já considerado no cenário de referência, uma maior perda de dinamismo no comércio internacional derivada do aumento das incertezas e da implementação de políticas protecionistas poderia causar uma desaceleração mais acentuada da economia norte-americana e de outras economias importantes, com efeito negativo para a atividade global. Esse cenário poderia levar a pressões para baixo dos preços de *commodities* e precificações de maiores cortes nas *Fed Funds Rates*. A redução nos rendimentos dos títulos do tesouro norte-americano favoreceria o valor do real, contribuindo assim para menores pressões inflacionárias domésticas.

2.4 Condução da política monetária

Na reunião de dezembro, considerando que o cenário exigia uma política monetária ainda mais contracionista, o Copom intensificou o ciclo de aperto monetário, aumentando a taxa Selic em 1,00 p.p., para 12,25% (Gráfico 2.4.1). O Copom destacou o cenário 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 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 seguia apresentando dinamismo, com destaque para a divulgação do PIB do terceiro trimestre de 2024, que indicou abertura adicional do hiato. Ressaltou ainda que a inflação cheia e as medidas subjacentes haviam se situado acima da meta para a inflação e apresentavam elevação nas divulgações mais recentes.

Gráfico 2.4.1 – Meta para a taxa Selic



Nota: Valores diários de 1.1.2014 a 21.03.2025.

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

Na reunião de janeiro, o Comitê considerou que o cenário havia se desenrolado de tal maneira que a indicação anterior de elevação de 1,00 p.p. na taxa Selic mostrava-se a decisão apropriada, aumentando assim a taxa Selic para 13,25%. O Copom ressaltou que o cenário mais recente era marcado por desancoragem adicional das expectativas de inflação, elevação das projeções de inflação, resiliência na atividade econômica e pressões no mercado de trabalho, o que exige uma política monetária mais contracionista.

O Comitê considerou ainda que, diante da continuidade do cenário adverso para a convergência da inflação, seguia apropriada a indicação anterior de que antevia, em se confirmando o cenário esperado, um ajuste de mesma magnitude na reunião seguinte. Para além da reunião seguinte, o Comitê ressaltou que a magnitude total do ciclo de aperto monetário seria ditada pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta e dependeria 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.

Na sua última reunião, março, o Comitê considerou que novamente o cenário havia se desenrolado de tal maneira que a indicação anterior de elevação de 1,00 p.p. na taxa Selic mostrava-se a decisão apropriada, aumentando assim a taxa Selic para 14,25%. O Copom destacou que o cenário mais recente é marcado por desancoragem adicional das expectativas de inflação, projeções de inflação elevadas, resiliência na atividade econômica e pressões no mercado de trabalho, o que exige uma política monetária mais contracionista.

O Comitê ressaltou que, diante da continuidade do cenário adverso para a convergência da inflação, da elevada incerteza e das defasagens inerentes ao ciclo de aperto monetário em curso, antevê, em se confirmando o cenário esperado, um ajuste de menor magnitude na próxima reunião. Para além da próxima reunião, o Comitê reforçou que 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 março; trajetória: utilização da mediana das expectativas para a meta da taxa Selic extraída da pesquisa Focus de 14.3.2025. 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*, 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 metodologias⁵⁴. 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.

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

Decomposição da inflação de 2024

De acordo com estimativas de modelos semiestruturais do Banco Central do Brasil (BC), os principais fatores que levaram a inflação em 2024 a ficar acima da meta foram: a inflação importada, a inércia da inflação do ano anterior, o hiato do produto e as expectativas de inflação. Em sentido contrário, atuou a queda do preço do petróleo.

Este box apresenta estimativa de decomposição do desvio da taxa de inflação de 2024, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), em relação à meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).¹ O objetivo é medir a contribuição dos principais fatores determinantes da inflação a partir de modelos semiestruturais do Banco Central do Brasil (BC).²

O desvio da inflação em relação à meta é decomposto em seis componentes: (i) inércia do ano anterior (desvio da inflação do ano anterior em relação à meta);³ (ii) expectativas (diferença entre expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus e a meta para a inflação); (iii) inflação importada (diferença em relação à meta); (iv) hiato do produto; e (v) demais fatores.⁴ Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas às incertezas inerentes ao processo de modelagem e estimação.

Para a estimativa dos componentes, parte-se de um cenário no qual todos os condicionantes são neutros, isto é, não apresentam impactos que levem a inflação a se desviar da meta.⁵ À medida que esses condicionantes neutros são substituídos pelos valores efetivamente observados, obtém-se a contribuição de cada fator para o desvio da taxa de inflação em relação à meta.

A inflação em 2024 foi de 4,83%, 1,83 ponto percentual (p.p.) acima da meta para a inflação de 3,00%, e 0,33 p.p. acima do intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN, de mais ou menos 1,50 p.p. (Gráfico 1 e Tabela 1). A inflação foi 0,21 p.p. superior à verificada em 2023, de 4,62%. A inflação de preços livres se elevou de 3,14% em 2023 para 4,89% em 2024, ao passo que a inflação de preços administrados recuou de 9,12% para 4,66%. Dentre os preços livres, serviços subiram 4,77%, bens industriais aumentaram 2,89% e alimentação no domicílio subiu 8,22%. Entre os administrados, destacam-se as contribuições de Gasolina, Produtos Farmacêuticos e Planos de Saúde.

Os principais resultados da decomposição são os seguintes (Gráfico 2):

i. **A inércia inflacionária impactou a inflação em 2024.** A inflação em 2023 foi 1,37 p.p. acima da meta do ano, de 3,25%, contribuindo com 0,52 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta em 2024. No caso dos preços livres, a inflação passada significa pressão corrente de custos, advinda tanto de outros preços de bens e serviços utilizados como insumos, quanto de mecanismos inerciais informais de indexação salarial. Por exemplo, os reajustes nas negociações salariais não só acompanharam o movimento da inflação passada,

1/ A decomposição da inflação de 2024 foi apresentada anteriormente na Carta Aberta do Presidente do Banco Central do Brasil ao Ministro da Fazenda e Presidente do CMN, em 10.1.2025. A decomposição da inflação baseada em modelos de projeção foi apresentada anualmente nos Relatórios de Inflação. Ver, por exemplo, box [Decomposição da Inflação de 2023](#), do Relatório de Inflação de março de 2024. Para detalhes sobre procedimentos metodológicos, ver box [Decomposição da Inflação de 2017](#), do Relatório de Inflação de março de 2018, e Cusinato et. al (2016).

2/ Ver os boxes [Atualização dos modelos semiestruturais de pequeno porte](#), do Relatório de Inflação de junho de 2024, e [Reformulação dos modelos para projeção de médio prazo dos preços administrados](#), do Relatório de Inflação de setembro de 2017.

3/ O componente “inércia do ano anterior” inclui os efeitos de todos os fatores que afetaram a inflação até o mês de dezembro de 2023.

4/ O item “Demais fatores” inclui fatores não considerados nos itens anteriores, como, por exemplo, fatores específicos de condicionamento dos modelos de preços administrados e termos de resíduo do modelo.

5/ No caso de variáveis que apresentam sazonalidade, os condicionantes neutros também incluem componente sazonal.

como foram superiores à inflação. No caso dos preços administrados, o destaque é para arranjos institucionais que vinculam o reajuste dos preços à inflação passada, com destaque para os casos dos itens planos de saúde e produtos farmacêuticos;

ii. As expectativas de inflação se deterioraram ao longo de 2024, ampliando assim a sua desancoragem.

A contribuição foi de 0,30 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta. O aumento das expectativas refletiu as pressões inflacionárias correntes e prospectivas. De acordo com a pesquisa Focus, a mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente (suavizada) iniciou 2024 em torno de 3,9% e teve declínio até início de maio, quando atingiu 3,6%. Ficou em torno desse valor até início de julho, quando entrou em trajetória rapidamente ascendente, terminando o ano em torno de 5,0% (Gráfico 3). A mediana das expectativas para o ano-calendário de 2024 apresentou movimento semelhante. Iniciou em torno de 3,9%, foi caindo até atingir 3,7% em abril, mas depois entrou em trajetória ascendente, ultrapassando o limite superior do intervalo de tolerância de 4,50% em outubro;

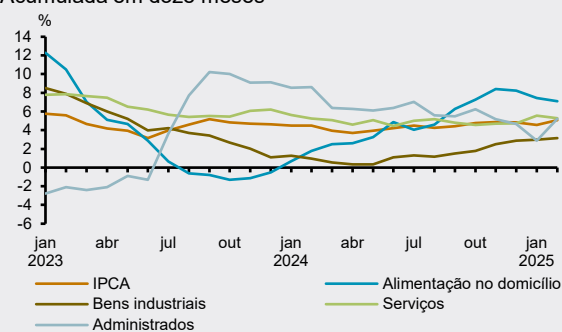
Tabela 1 – Segmentos do IPCA em 2024

Componentes e itens selecionados	Variação (%)	Peso no IPCA (%)	Contribuição para a variação do IPCA (p.p.)
Livres	4,89	74,14	3,62
Alimentação no domicílio	8,22	15,26	1,26
Bens industriais	2,89	23,35	0,67
Serviços	4,77	35,52	1,70
Administrados	4,66	25,86	1,21
IPCA	4,83	100,00	4,83

Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1 – Inflação: IPCA e componentes

Acumulada em doze meses



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 2 – Decomposição do desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2024

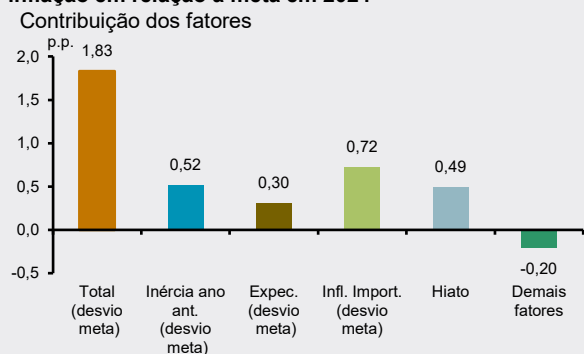


Gráfico 3 – Expectativas de inflação 12 meses à frente (suavizada) – Pesquisa Focus



iii. A inflação importada (como desvio da meta) foi o fator que apresentou a principal contribuição para o desvio da inflação em relação à meta, de 0,72 p.p. Desse montante, a principal contribuição adveio da depreciação cambial (efeito de 1,21 p.p.), seguida das *commodities* em geral, medidas pelo Índice de Commodities – Brasil (IC-Br) (efeito de 0,10 p.p.), as quais mais que contrabalançaram os efeitos estimados da queda do preço internacional do petróleo (efeito de -0,59 p.p.) (Gráficos 4 a 6);

Gráfico 4 – IC-Br (índice em dólares)

Médias mensais

Dez/2019 = 100

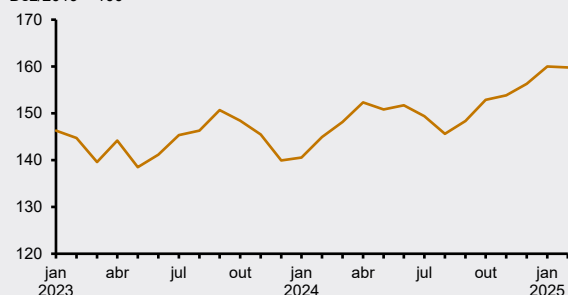
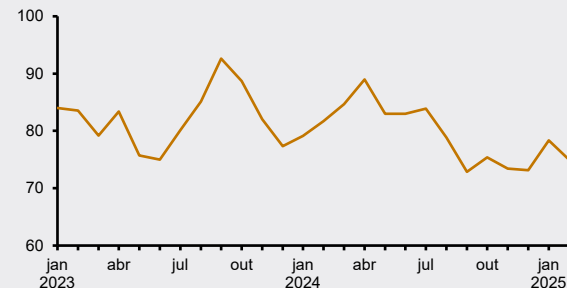


Gráfico 5 – Preço do petróleo Brent

Médias mensais

US\$/Barril

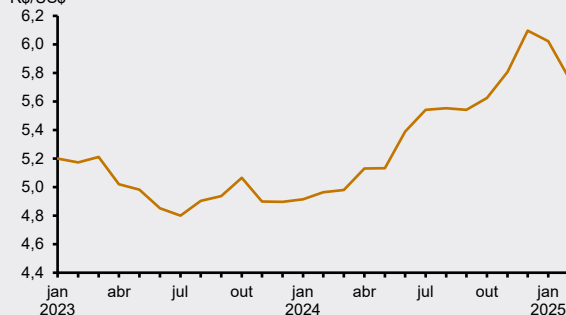


Fontes: Bloomberg e BC

Gráfico 6 – Taxa nominal de câmbio

Médias mensais

R\$/US\$



iv. **O hiato do produto apresentou contribuição de 0,49 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta.** Em 2024, o crescimento da atividade econômica foi forte, surpreendendo para cima ao longo do ano. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 3,4% em 2024 e a taxa de desocupação média caiu de 8,0% em 2023 para 6,9% em 2024. A geração de empregos líquidos formais medidos pelo Novo Caged passou de 1,5 milhão em 2023 para 1,6 milhão em 2024, enquanto o Nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), medido pela Fundação Getulio Vargas (FGV), subiu de valores médios de 80,3% em 2023 para 82,1% em 2024. Assim, o hiato do produto estimado para 2024 foi superior ao de 2023, contribuindo para a inflação no período; e

v. **Por fim, os demais fatores apresentaram uma contribuição negativa de -0,20 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta em 2024.** Este último item inclui o efeito de fatores não considerados nos itens anteriores – principalmente condicionamentos específicos de preços administrados, anomalias climáticas e medidas tributárias – e uma parte não explicada pelo modelo, representada por choques na curva de Phillips de preços livres e nas equações dos preços administrados. Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas às incertezas inerentes ao processo de modelagem e estimação.

Em suma, de acordo com a decomposição apresentada neste box, os principais fatores que levaram a inflação em 2024 a ficar acima da meta foram a inflação importada (dada pela depreciação cambial e elevação do preço das *commodities* em geral), a inércia da inflação do ano anterior, o hiato do produto e as expectativas de inflação. Em sentido contrário, atuou a queda do preço do petróleo.

Referência

CUSINATO, R. T., FIGUEIREDO, F. M. R., MACHADO, V. G., MELLO, E. P. G. e PEREZ, L. P. (2016). “Decomposição de Inflação: revisão da metodologia e resultados para 2012 a 2014”, Banco Central do Brasil, Trabalhos para Discussão nº 440.



Apêndice

Comitê de Política Monetária

Membros do Copom

Presidente

Gabriel Muricca Galípolo

Diretor

Ailton De Aquino Santos

Diretor

Diogo Abry Guillen

Diretor

Gilneu Francisco Astolfi Vivan

Diretora

Izabela Moreira Correa

Diretor

Nilton José Schneider David

Diretor

Paulo Picchetti

Diretor

Renato Dias de Brito Gomes

Diretor

Rodrigo Alves Teixeira

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
Fábio Martins Trajano de Arruda

Departamento de Operações do Mercado Aberto – Demab
André de Oliveira Amante

Departamento das Reservas Internacionais – Depin
Alan da Silva Andrade Mendes

Siglas

a.a.	Ao ano
a.s.	Dados com ajuste sazonal
BC	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
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
CNT	Contas Nacionais Trimestrais
Conab	Companhia Nacional de Abastecimento
Copom	Comitê de Política Monetária
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
Depec	Departamento Econômico
Depep	Departamento de Estudos e Pesquisas
Derin	Departamento de Assuntos Internacionais
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
Dstat	Departamento de Estatísticas
EGAER	Eletricidade e gás, água, esgoto, atividades de gestão de resíduos
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fed	Federal Reserve
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
FMI	Fundo Monetário Internacional
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
Fundeb	Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação
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
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IDP	Investimento direto no país
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
ipc	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola

MBS	Ativos Lastreados em Hipotecas
mcti	Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação
Mediador	Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho
mef	Manual de Estatísticas Fiscais
MF	Ministério da Fazenda
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NFSP	Necessidades de financiamento do setor público
Novo Caged	Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
Nuci	Nível de utilização da capacidade instalada
OGU	Orçamento Geral da União
Opep+	Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados
p.p.	Pontos percentuais
PEF	Pesquisa de Estabilidade Financeira
pflgg	Patrimônio Financeiro Líquido do Governo Geral
PIB	Produto Interno Bruto
PIM	Pesquisa Industrial Mensal
PIT	População em idade de trabalhar
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
PNAD Contínua	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
PPC	Paridade do Poder de Compra
QPC	Questionário Pré-COPOM
RI	Relatório de Inflação
RNDBF	Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias
RPM	Relatório de Política Monetária
RS	Rio Grande do Sul
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
TRU	Tabelas de Recursos e Usos
VAB	Valor Adicionado Bruto