



Boletim MacroFiscal
da SPE

Boletim MacroFiscal da SPE

Ficha Técnica

Ministro da Fazenda

Fernando Haddad

Secretário da Política Econômica

Guilherme Santos Mello

Subsecretária de Política Macroeconômica

Raquel Nadal Cesar Gonçalves

Subsecretária de Política Fiscal

Débora Freire Cardoso

Coordenadores

Camila Ferraz Peixoto Cavalcante

Cristiano Boaventura Duarte

Elder Linton Alves de Araújo

Helder Lara Ferreira Filho

Rafael de Azevedo Ramires Leão

Sérgio Ricardo de Brito Gadelha

Tereza Cleise da Silva de Assis

Equipe técnica

Ana Paula Guidolin

Carlos Henrique Coelho de Andrade

Gustavo Miglio de Melo

Josué Jonas de Lima

Lígia Toneto

Lorena Silva Brandão

Estagiários

Arthur Rocha Xavier

Cecília Monteiro Marinho

Júlio César Ribeiro Leite

Auxiliares administrativas

Lilian Cavalcante Souto

Musa Ferreira Gomes Lara

Projeto gráfico e diagramação

André Oliveira Nóbrega

Índice

Resumo	5
Panorama geral	6
Projeção para o crescimento no curto prazo	13
Perspectivas para a atividade nos próximos anos	14
Cenário para inflação	16
Indicadores Macrofiscais e Projeções do Sistema PRISMA Fiscal	19
Volatilidade cambial e inflação	24



Panorama Macroeconômico

O Panorama Macroeconômico é um conjunto amplo de indicadores de conjuntura e de projeções da Grade de Parâmetros para o processo orçamentário, produzido pela SPE. Apresenta dados selecionados de atividade econômica: PIB, produção setorial, emprego e renda, preços e inflação, crédito e mercado financeiro, política fiscal, setor externo e economia internacional.

Boletim disponível pelo QR-Code ou na página da SPE <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/spe>



Prisma Fiscal - SPE

O Prisma Fiscal/SPE é um sistema de coleta de expectativas de mercado para acompanhamento das principais variáveis fiscais brasileiras. Apresenta projeções de analistas do setor privado, em bases mensais e anuais, para as seguintes variáveis: arrecadação das receitas federais, receita líquida do governo central, despesa primário do governo central, resultado primário do governo central, resultado nominal do governo central e dívida bruta do governo geral.

Endereço da página do Prisma Fiscal/SPE <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/prisma-fiscal>

Resumo

Neste Boletim, a projeção para o crescimento do PIB de 2024 foi revisada de 2,5% para 3,2%. A projeção de 2,5%, realizada com base em dados divulgados até o primeiro tercil de julho, levava em consideração um crescimento significativamente abaixo do verificado para o segundo trimestre. Após a divulgação do PIB do segundo trimestre, o carregamento estatístico para o crescimento do ano passou a ser de 2,5%. A projeção de 3,2% incorpora projeções de crescimento até o final do ano, embora em ritmo inferior ao observado no segundo trimestre.

As projeções de crescimento por setor produtivo também melhoraram. Para a agropecuária, a variação esperada para o PIB passou de -2,5% para -1,9%, refletindo revisões para cima nas expectativas para a colheita de milho, algodão e cana-de-açúcar e para o abate no ano. Para a indústria, a expectativa de crescimento em 2024 foi revisada para cima, de 2,6% para 3,4%. O aumento na projeção reflete principalmente a maior expansão projetada para a indústria de transformação e para a construção no ano. A projeção para a expansão dos serviços também subiu, passando de 2,8% para 3,3%.

Para o terceiro trimestre de 2024, a expectativa é de desaceleração moderada no ritmo de atividade, para 0,6% na margem. O menor ritmo de crescimento na comparação trimestral está relacionado, principalmente, à forte expansão da atividade no segundo trimestre. Vale notar, nesse sentido, que a expectativa é de aceleração do crescimento na comparação interanual, de 3,3% no segundo trimestre para 3,8% no trimestre encerrado em setembro.

A previsão para a inflação medida pelo IPCA avançou de 3,90% para 4,25% em 2024. Até o final do ano, deverá haver recuo na inflação de monitorados, contrabalanceado parcialmente pelo avanço na inflação de livres. Essa estimativa já leva em consideração os impactos do câmbio mais depreciado nos preços; o cenário de bandeira amarela para as tarifas de energia elétrica no final do ano; e o reajuste no piso mínimo para os preços de cigarro. Para a inflação medida pelo INPC, a projeção avançou de 3,65% para 4,10%. No caso do IGP-DI, a alta esperada passou a ser de 3,80%, ante 3,60% no Boletim de julho.

No Prisma Fiscal de setembro, a projeção mediana para o déficit primário de 2024 reduziu pelo segundo mês consecutivo, interrompendo a trajetória de elevação dos meses anteriores. De janeiro a setembro de 2024, a mediana das projeções para o déficit primário no ano caiu de R\$ 86,14 bilhões para R\$ 66,66 bilhões. No último Boletim, a estimativa era de déficit de R\$ 81,42 bilhões. A projeção mediana de déficit primário de R\$ 66,66 bilhões para o ano apontada para setembro é a menor estimativa para o déficit de 2024 desde o início da série e mostra convergência das projeções de mercado para o limite inferior da banda em torno da meta (zero), após os devidos descontos legais estabelecidos. A mediana das expectativas de setembro para a Dívida Bruta do Governo Geral em 2024 ficou em 77,91%, ante 77,46% no Boletim de julho de 2024 e 82,40% em janeiro de 2023.

Projeções	2024	2025
PIB real (%)	3,2	2,5
IPCA acumulado (%)	4,25	3,40
INPC acumulado (%)	4,10	3,20
IGP-DI acumulado (%)	3,80	3,80

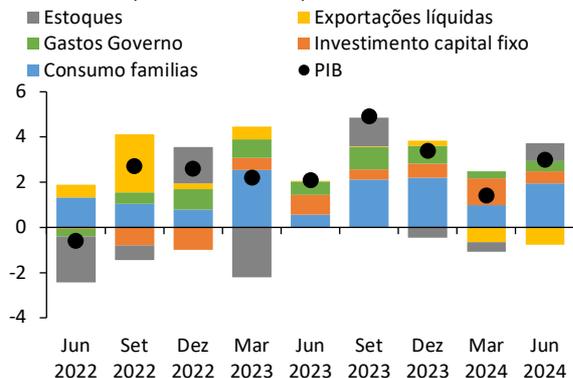
Panorama geral

A redução de incertezas relacionadas ao ciclo de flexibilização monetária nas economias avançadas tornou o balanço de riscos externos menos adverso. O processo de desinflação nas principais economias avançadas seguiu ocorrendo conforme o esperado, em paralelo à desaceleração moderada da atividade. Nesse cenário, incertezas relacionadas aos próximos passos da política monetária nessas economias se tornaram menos relevantes para o balanço externo de riscos. A flexibilização monetária deve contribuir para tornar as condições financeiras globais menos restritivas, reduzindo a aversão ao risco e favorecendo o influxo de capitais para economias emergentes.

Embora riscos ligados a choques inflacionários permaneçam no radar, ganharam importância no cenário conjuntural externo dúvidas quanto à sustentação da atividade nos Estados Unidos e China. Conflitos geopolíticos, polarizações políticas e eventos de natureza climática seguem como vetores de risco para a inflação. No entanto, pesam no sentido contrário riscos de desaceleração mais acentuada da economia americana e chinesa.

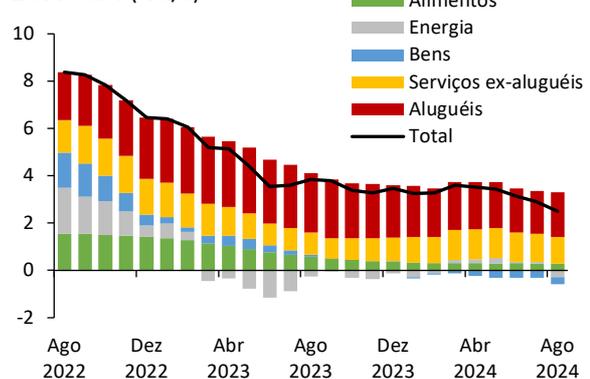
Nos Estados Unidos, a desaceleração no mercado de trabalho, junto à continuidade da desinflação, devem levar a cortes nos juros a partir de setembro. Apesar da recuperação do PIB no segundo trimestre (alta anualizada de 3,0% na margem, após variação de 1,4% no primeiro trimestre), dados de criação de vagas no mercado de trabalho vieram abaixo do esperado em julho e agosto e foram revisados para baixo em meses anteriores, sugerindo desaceleração mais acentuada da atividade no terceiro trimestre. A perspectiva de desaquecimento econômico vem sendo reforçada pela continuidade do processo de desinflação nos últimos meses. Nesse cenário, se consolidou a aposta de flexibilização monetária a partir de setembro. A expectativa é de corte inicial de 25 pontos-base, uma vez que a inflação do núcleo do CPI de agosto ainda revelou persistência da inflação de habitação e de aluguéis.

EUA - PIB (% t.t. anualizado)



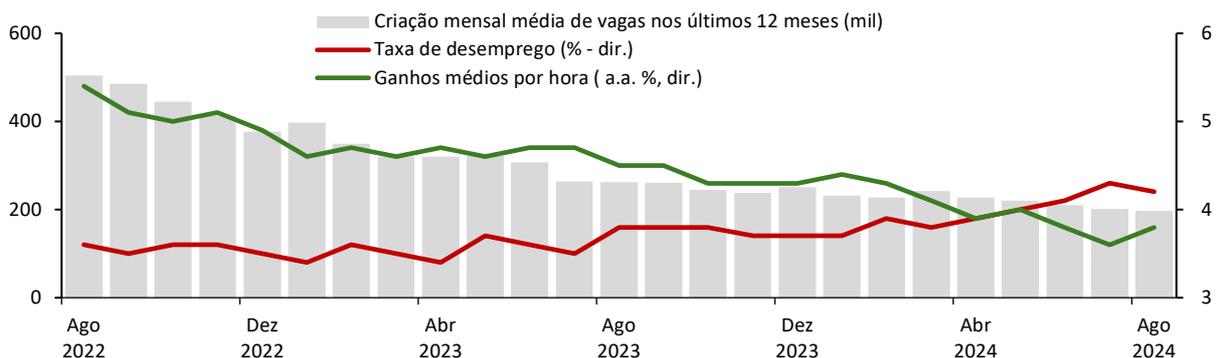
Fonte: Bloomberg

EUA - CPI (% a/a)



Fonte: Bloomberg

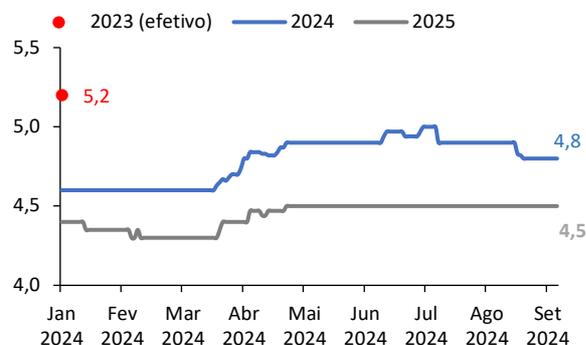
EUA - Mercado de Trabalho



Fonte: Bloomberg

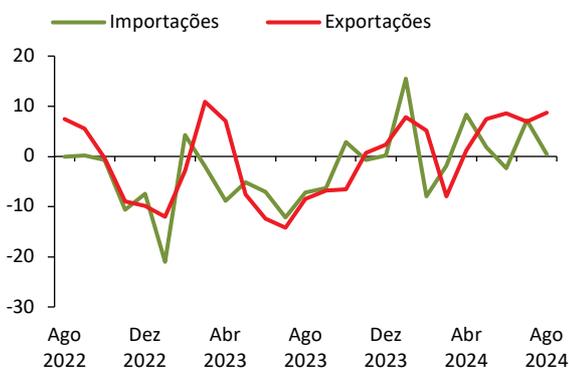
Na China, o governo vem adotando políticas de estímulo monetário e fiscal após a desaceleração do crescimento no segundo trimestre. O PIB chinês desacelerou de 5,3% para 4,7% ao ano do primeiro para o segundo trimestre. O crescimento vem sendo sustentado pelo bom desempenho do setor externo, com destaque para o avanço das exportações de bens industriais de alta tecnologia. Em contrapartida, o consumo tem crescido abaixo do previsto, refletindo o elevado nível de endividamento das famílias por causa da crise no setor imobiliário e a alta taxa de desemprego, principalmente entre os jovens. A crise imobiliária também tem puxado para baixo o investimento e o crédito. Nesse sentido, vale notar o recuo no saldo de empréstimos bancários em julho, algo que não ocorria desde 2005. A dinâmica recente da inflação também evidencia o baixo dinamismo da absorção doméstica. A deflação nos preços ao produtor se acentuou em agosto, atingindo -1,8% ao ano, enquanto o núcleo da inflação ao consumidor desacelerou para 0,3% ao ano. Diante desse quadro de desaquecimento da atividade e desinflação, estímulos monetários e fiscais vêm sendo adotados pelas autoridades chinesas com vistas à atingir a meta de crescimento oficial de 5% para 2024, com destaque para os cortes nas taxas de juros de referência; para incentivos à renovação da frota veicular; e para as permissões de uso de recursos de títulos especiais pelos governos locais para compra de estoques de moradias não-vendidas.

China - Expectativa mediana para o crescimento do PIB (% a.a.)



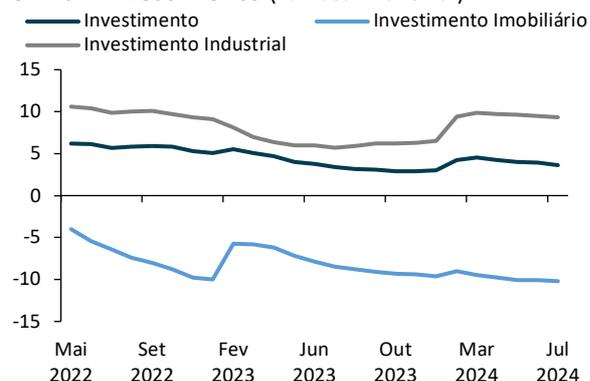
Fonte: Bloomberg

China - Balança comercial (% a.a.)



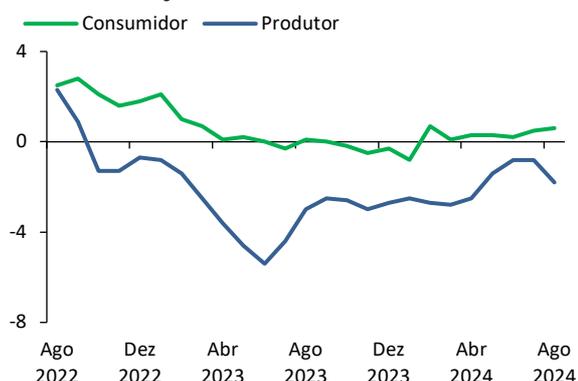
Fonte: Bloomberg

China - Investimento (var. acum. ano - %)



Fonte: Bloomberg/NBS

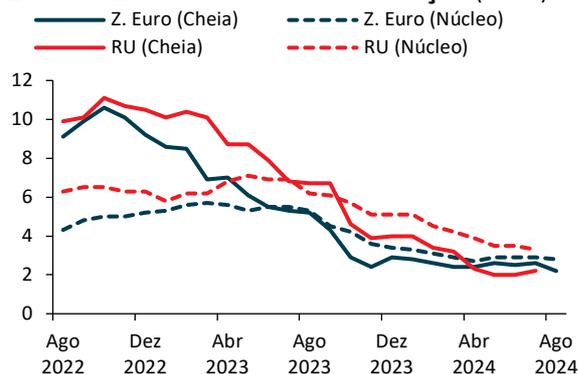
China - Inflação (% a.a.)



Fonte: Bloomberg

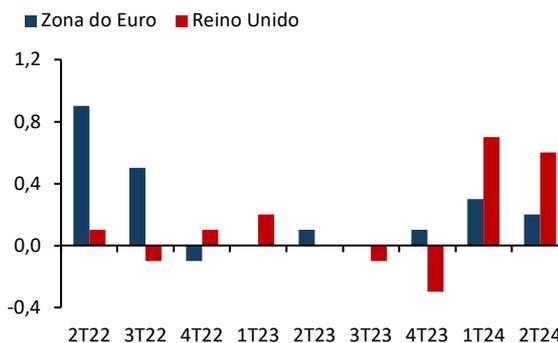
Na Europa, a inflação já se encontra próxima ao centro da meta, permitindo continuidade do ciclo de flexibilização monetária. Na Zona do Euro, cortes de juros de 25 pontos-base foram praticados em julho e setembro, e mais um corte está precificado para dezembro. No Reino Unido, houve um corte de juros de 25 pontos-base em agosto, e as perspectivas são de que pelo menos mais um corte de mesma magnitude ocorra até o fim de 2024. Apesar da recuperação da atividade nessas economias no primeiro semestre de 2024, a inflação já se encontra próxima ao centro da meta tanto na Zona do Euro (2,2% ao ano em agosto) como no Reino Unido (2,2% ao ano em julho).

Zona do Euro e Reino Unido - Inflação (% a.a.)



Fontes: Bloomberg/Eurostat/ ONS

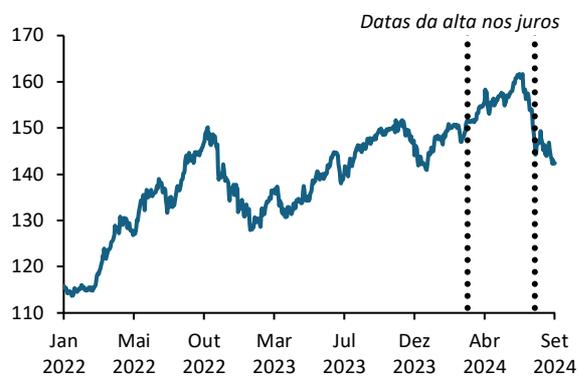
Zona do Euro e Reino Unido - PIB (% t.t.)



Fonte: Bloomberg

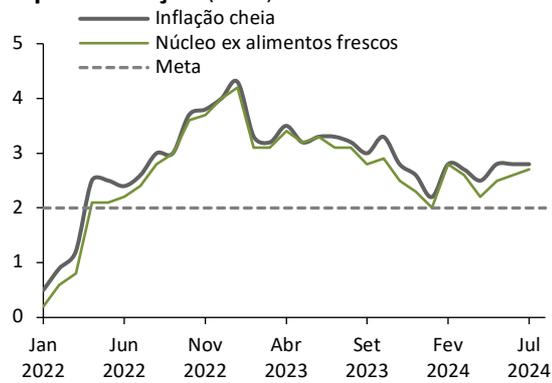
No Japão, houve nova elevação da taxa básica de juros em julho, diferente da tendência observada nas demais economias avançadas. Ganhos salariais reais, junto à depreciação do yen, levaram a inflação do país para patamar superior a 2,0% ao ano nos últimos meses. Para conter o processo de depreciação da moeda e garantir estabilidade de preços, a taxa básica de juros do país foi elevada em um total de 35 pontos-base em março e em julho. Em julho, a alta surpreendeu as expectativas, fato que levou à forte valorização do yen e a um desmonte global de operações de *carry trade*. Esse desmonte afetou principalmente a cotação de moedas emergentes por elevar a volatilidade dos mercados acionários e a aversão global ao risco. Novas elevações nos juros básicos do país são prováveis, embora não devam ocorrer ainda em setembro.

Japão - Taxa de câmbio (Yen/USD)



Fonte: Bloomberg

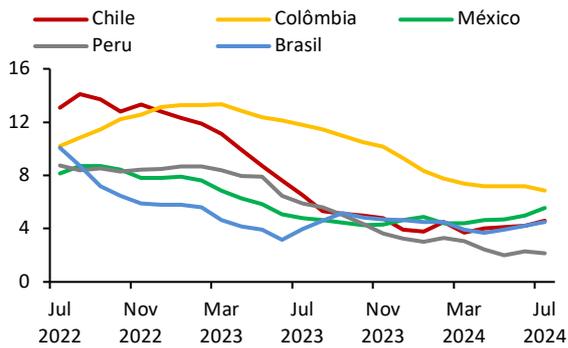
Japão - Inflação (% a.a.)



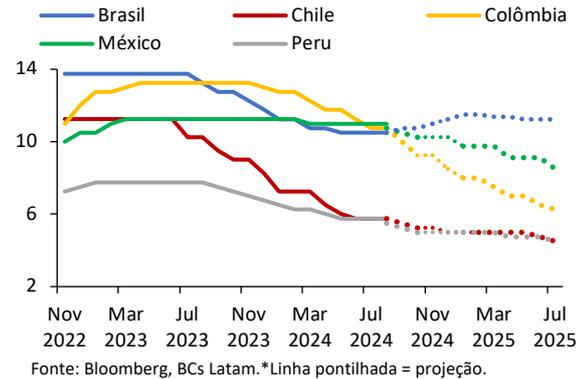
Fonte: Bloomberg

Na América Latina, a maioria dos países está diminuído o ritmo de corte nos juros. O processo de desinflação, nessas economias, tem sido prejudicado pela depreciação cambial das moedas emergentes observada desde o início do ano, por choques de natureza climática (secas na Colômbia, México e Peru e chuvas no Chile, com impactos relevantes na inflação mensal de alimentação e energia) e pela resiliência da inflação de serviços. Alguns países, como o México e a Colômbia, ainda têm maior margem para cortes adicionais nos juros devido, principalmente, às baixas taxas de crescimento observadas no primeiro semestre, porém grande parcela do ciclo de flexibilização monetária já ocorreu na região.

América Latina - Inflação (% a.a.)

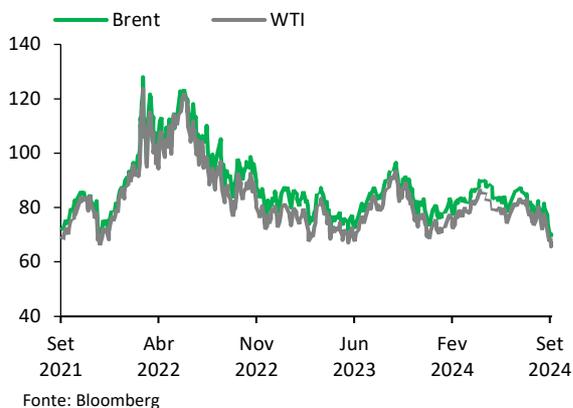


América Latina - Taxa básica de juros (% a.a.)

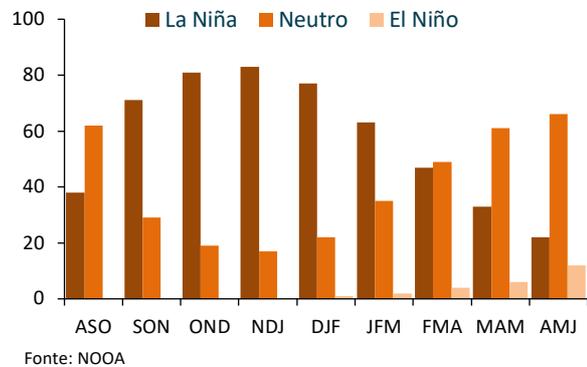


O acirramento de conflitos e de polarizações políticas e a ocorrência de eventos climáticos extremos permanecem como vetores de alta para a inflação. O acirramento de conflitos na Ucrânia e no Oriente Médio pode elevar a cotação de *commodities*, especialmente do petróleo. A esses conflitos, somam-se a escalada de disputas comerciais entre China, Estados Unidos e União Europeia, na busca por hegemonia na produção de produtos de alta tecnologia, e a polarização da eleição nos EUA. Tanto as disputas como a polarização tendem a intensificar práticas protecionistas e também impactam o preço de fretes, que podem pressionar a inflação de bens industriais. O aumento da frequência de eventos extremos, como furacões, enchentes e secas, vem causando prejuízos às economias e pressionando a inflação em diversos países. O impacto desses eventos na inflação pode se tornar mais intenso caso um *La Niña* de forte intensidade ocorra.

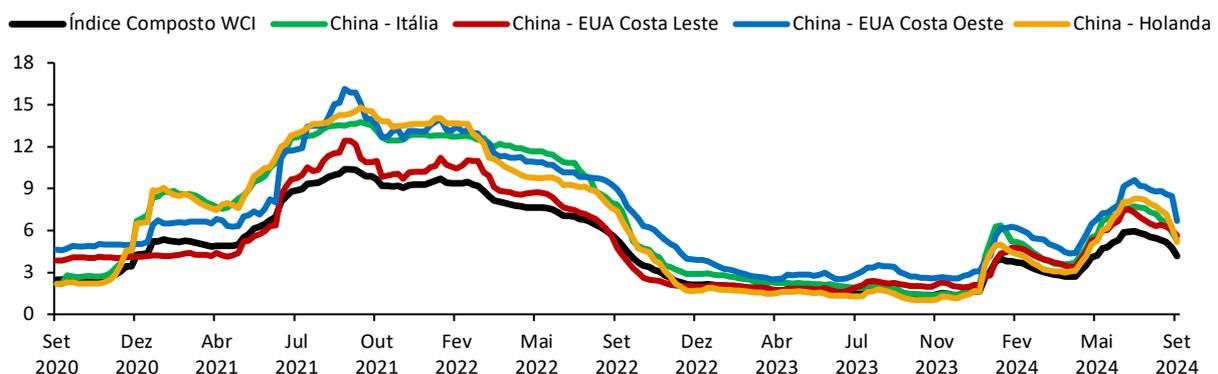
Cotações de petróleo (US\$/barril)



El Niño e La Niña (probabilidade %)

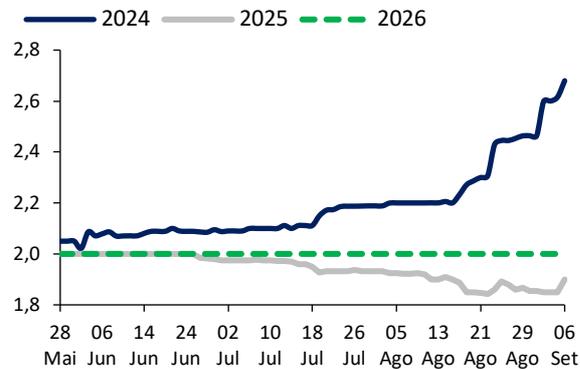


Preço de fretes por container - em mil US\$



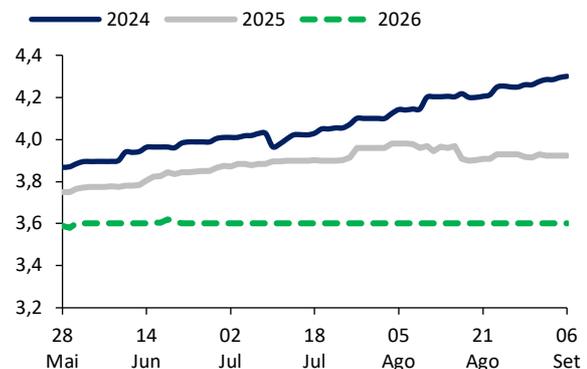
No Brasil, as expectativas de mercado para o crescimento do PIB e inflação em 2024 aumentaram consideravelmente desde julho. O resultado observado para o PIB do segundo trimestre foi superior ao esperado, elevando o carregamento estatístico para o crescimento do ano. Como consequência desse resultado, o crescimento mediano esperado para 2024 subiu de 2,10% no primeiro tercil de julho para 2,70% em setembro. A projeção para a inflação de 2024 também subiu nesse período, passando de cerca de 4,00% para 4,30%. O aumento está relacionado a expectativas de repasse cambial à inflação, além de refletir a maior tarifa esperada para energia elétrica e o novo piso para o preço do fumo.

PIB - mediana das expectativas de mercado (% a.a.)



Fonte: BCB/Focus

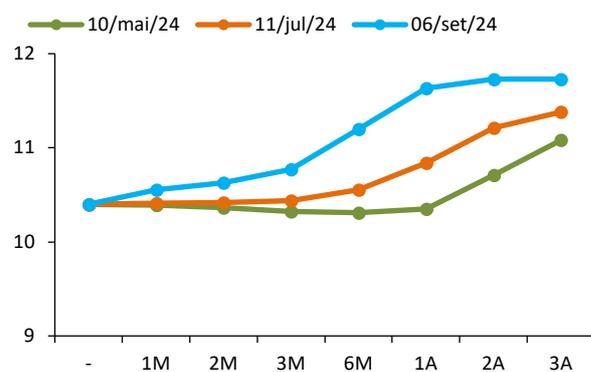
IPCA - mediana das expectativas de mercado (% a.a.)



Fonte: BCB/Focus

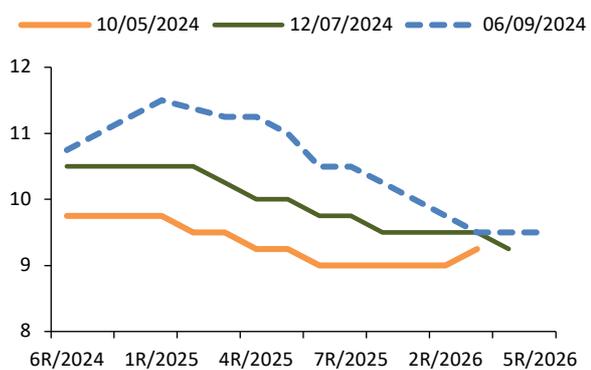
As maiores previsões de crescimento e inflação em 2024 explicam a abertura da curva DI desde julho, além da perspectiva de um novo ciclo de contração monetária a partir de setembro por parte dos agentes de mercado. A curva DI se deslocou para cima desde os primeiros dias de julho, em paralelo à expectativa de novas altas de 0,25 ponto-percentage para a taxa Selic em cada uma das próximas três reuniões do Copom neste ano. Para 2025, a estimativa de Selic terminal também subiu, passando de 10,00% para 10,25%.

Curva de juros - BM&F Pré x DI %



Fonte: Bloomberg e LCA

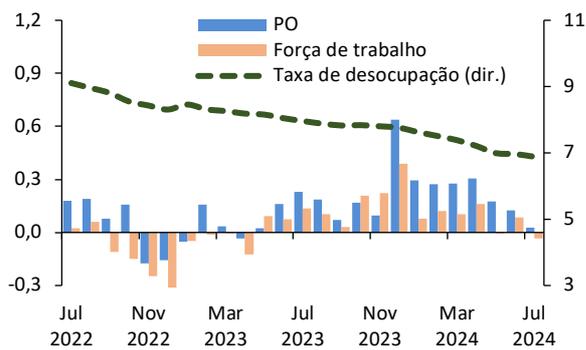
Meta Selic - mediana por reunião do Copom (% a.a.)



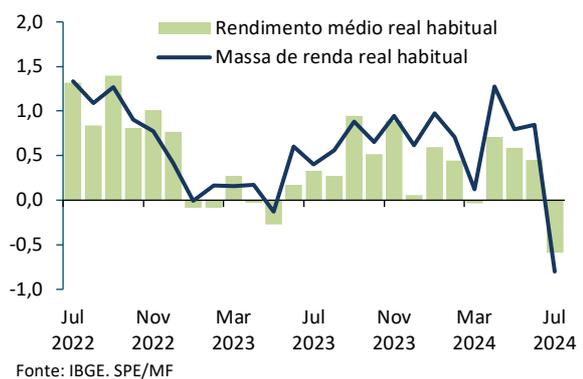
Fonte: BCB-Focus

No mercado de trabalho, o crescimento das vagas líquidas de emprego se tornou menos expressivo de maio a julho, apesar da redução no desemprego. Do trimestre encerrado em maio até o trimestre encerrado em julho, dados dessazonalizados da PNAD mostraram queda na taxa de desemprego, de 7,0% para 6,9%. A redução na desocupação repercutiu o crescimento de 0,2% da população ocupada no período, mais forte que o avanço da força de trabalho (0,1%). Essas taxas de crescimento são menos expressivas que as registradas em meses anteriores, sinalizando acomodação do mercado de trabalho à frente. A queda de 0,1% no rendimento habitual real médio no período corrobora essa perspectiva.

Força de trabalho, população ocupada e taxa de desocupação - var. mensal % dessaz

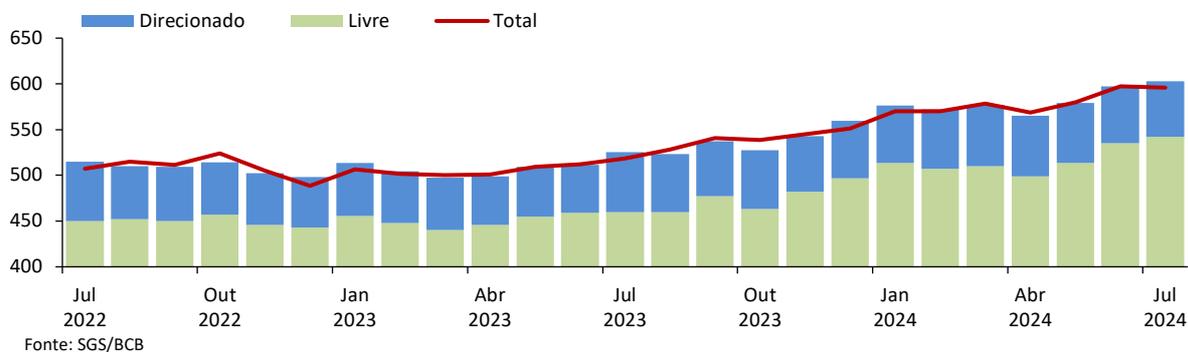


Rendimento médio e massa real habitual - var. mensal % dessaz

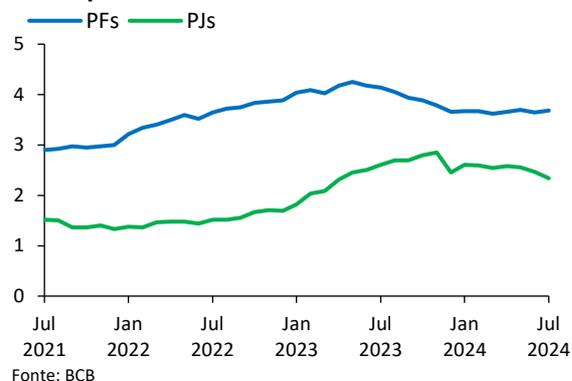


As concessões de crédito cresceram de maio a julho. O crescimento refletiu o avanço nas concessões de crédito livre a pessoas físicas e jurídicas. Em contrapartida, a concessão de crédito direcionado recuou, tanto para famílias como para empresas. Em parte, esse cenário reflete o aumento nos juros do crédito direcionado, diferente do observado para os juros do crédito livre, que seguiu em queda para pessoas físicas. A taxa de inadimplência caiu no período, refletindo principalmente a menor inadimplência observada para pessoas jurídicas, beneficiadas desde julho pelo programa de estímulos à renegociação de dívidas de micro e pequenas empresas. No mercado de capitais, o volume de emissões de debêntures até julho de 2024, a preços constantes, seguiu em forte ascensão, muito acima do patamar observado em anos anteriores. Os *spreads* para colocação desses títulos, em vencimentos distintos, seguiram em declínio.

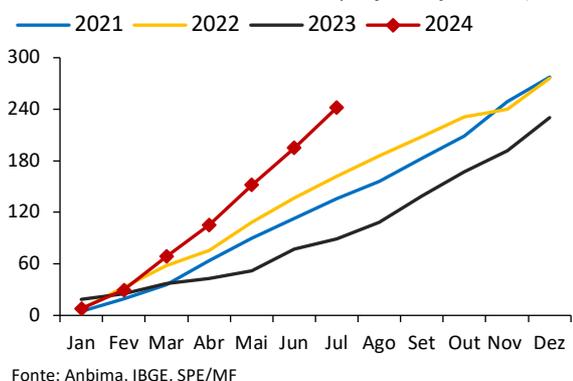
Concessões de crédito - R\$ bilhões, dessaz.



Inadimplência - %



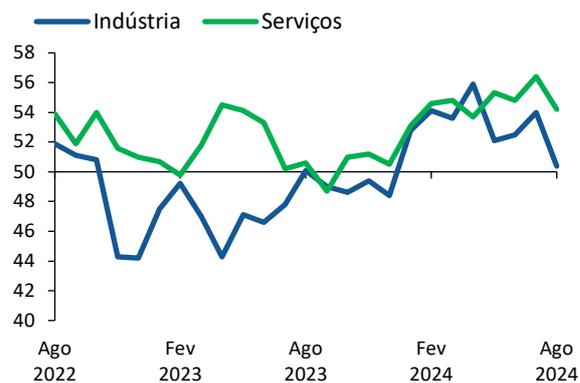
Emissões de debêntures - a preços de jan/23 - (R\$ bi)



Indicadores coincidentes sugerem que a atividade deverá seguir em expansão no terceiro trimestre.

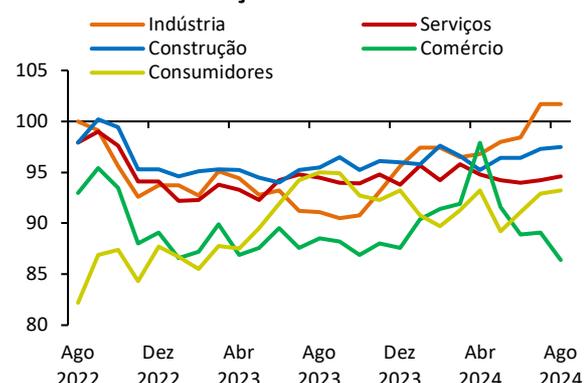
O PMI da indústria avançou de 52,5 em junho para 54,0 em julho, mas recuou para 50,4 em agosto. O PMI de serviços subiu de 54,8 em junho para 56,4 em julho, recuando em agosto para 54,2. Esses resultados sugerem que tanto a indústria como os serviços seguiram em expansão no terceiro trimestre, acima dos 50,0 pontos. Os índices de confiança melhoraram de julho em diante, com destaque para a confiança da indústria, que superou o patamar de 100 pontos, e para as sondagens da construção e do consumidor, também em tendência de alta. Apenas o índice de confiança do comércio recuou no período, trajetória que já vinha exibindo desde maio.

PMI Brasil - número índice, dessaz.



Fonte: Bloomberg

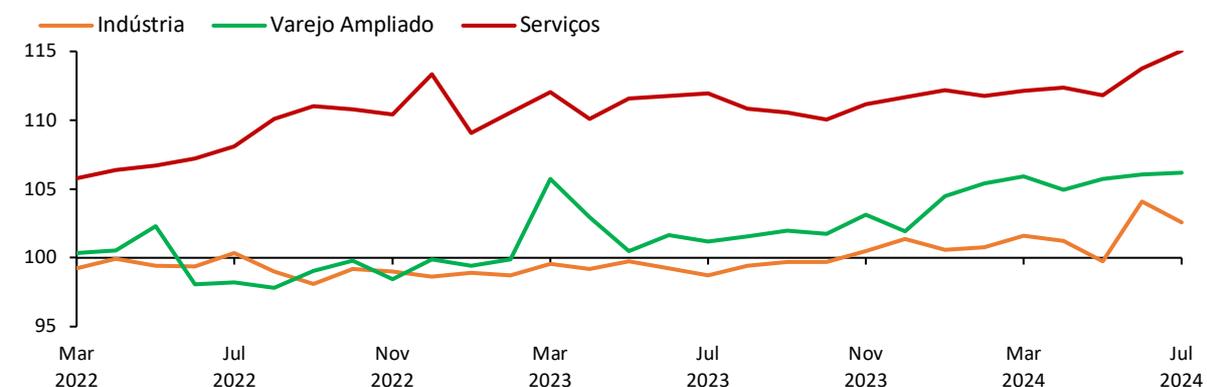
Índices de Confiança - dessaz.



Fonte: FGV

O ritmo de crescimento, no entanto, deverá ser inferior ao do segundo trimestre. A produção industrial caiu 1,4% na margem em julho, refletindo quedas de 2,4% na produção extrativa e de 1,3% na produção da indústria de transformação. Esse resultado, no entanto, foi negativamente influenciado pelo desempenho de atividades específicas, como a produção de derivados de petróleo, impactada por paradas em refinarias, e a produção de alimentos, afetada pela estiagem em São Paulo. Ainda assim, o carregamento estatístico para o trimestre da produção industrial é de 0,9%. Os insumos típicos da construção avançaram 1,1% em julho, deixando carregamento de 3,0% para o terceiro trimestre. O volume de serviços avançou 1,2% na margem em julho, surpreendendo positivamente as expectativas de mercado. Destacou-se o crescimento dos serviços profissionais, administrativos e complementares e de informação e comunicação. Em contrapartida, os serviços de transportes recuaram no mês, ainda impactados pela calamidade no Rio Grande do Sul. O volume de vendas no comércio ampliado também surpreendeu positivamente as expectativas em julho. Tanto categorias sensíveis à renda como as sensíveis ao crédito avançaram no mês, com destaque para as vendas de hipermercados e supermercados e de veículos automotores.

Indicadores coincidentes - média 2021 = 100, dessaz.



Fonte: IBGE

Projeção para o crescimento no curto prazo

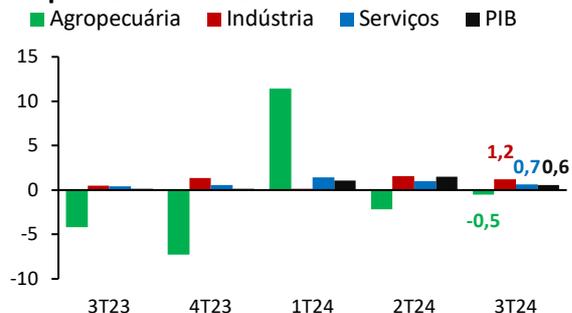
Para o terceiro trimestre de 2024, a expectativa é de desaceleração no ritmo de atividade, para 0,6% na margem. O menor ritmo de crescimento na comparação trimestral está relacionado, principalmente, à forte expansão da atividade no segundo trimestre. Vale notar, nesse sentido, que a expectativa é de aceleração do crescimento na comparação interanual, de 3,3% no segundo trimestre para 3,8% no trimestre encerrado em setembro. No acumulado em quatro trimestres, o ritmo de expansão da economia deverá atingir 2,9%, ante 2,5% no segundo trimestre.

Para o setor agropecuário, a expectativa é de recuo de 0,5% no terceiro trimestre. Na margem, a redução no ritmo de atividade desse setor deverá se tornar menos acentuada, refletindo o menor peso da produção de soja para a atividade agropecuária no terceiro trimestre, além do bom desempenho esperado para a colheita de algodão e cana-de-açúcar e para as atividades de abate e pesca. Na comparação interanual, a expectativa é de estabilidade para o PIB agropecuário no terceiro trimestre, ante queda de 2,9% no segundo trimestre.

O crescimento esperado para a indústria no terceiro trimestre é de 1,2%. Esse setor deverá desacelerar na margem em função, sobretudo, do forte crescimento verificado no segundo trimestre. O ritmo de crescimento previsto para a transformação é menor no terceiro trimestre, porém ainda bastante expressivo. Em contrapartida, na margem, deve haver recuperação da atividade extrativa, depois de queda acentuada no segundo trimestre. Na comparação interanual, o crescimento da indústria deverá subir, passando de 3,9% no segundo trimestre para 4,3% no terceiro trimestre. Nessa base de comparação, a expectativa é que apenas a atividade no subsetor de produção de energia e gás desacelere.

Para o PIB de serviços, projeta-se crescimento de 0,7% no terceiro trimestre. A desaceleração na comparação trimestral para esse setor também é explicada pela forte base de comparação. O menor ritmo de crescimento deverá ser observado principalmente para atividades menos sensíveis ao ciclo, como atividades financeiras e serviços prestados pela administração pública, refletindo menor contribuição das políticas de auxílio ao Rio Grande do Sul para a atividade no terceiro trimestre. Atividades mais sensíveis ao ciclo, como o comércio e serviços de informação e comunicação, devem continuar sendo impulsionadas pela resiliência na geração de vagas no mercado de trabalho. Na comparação interanual, a expectativa é de leve aceleração dos serviços, de 3,5% no segundo trimestre para 3,6% no terceiro trimestre.

PIB pela ótica da oferta - var. trimestral % dessaz



Fonte: IBGE e SPE

	% interanual		% acumulada 4T	
	2T24	3T24	2T24	3T24
PIB	3,3	3,8	2,5	2,9
Agropecuária	-2,9	0,0	0,0	-1,8
Indústria	3,9	4,3	2,6	3,5
Serviços	3,5	3,6	2,6	3,0

Perspectivas para a atividade nos próximos anos

A estimativa de crescimento para o PIB de 2024 subiu de 2,5% para 3,2%. A projeção de 2,5%, realizada com base em dados divulgados até o primeiro tercil de julho, levava em consideração um crescimento significativamente abaixo do verificado para o segundo trimestre. Após a divulgação do PIB do segundo trimestre, o carregamento estatístico para o crescimento do ano passou a ser de 2,5%. A projeção de 3,2% incorpora projeções de crescimento para os próximos dois trimestres, embora em ritmo inferior ao observado nos trimestres anteriores.

Para o PIB do setor agropecuário, a queda esperada passou a ser de 1,9% em 2024, ante expectativa de queda de 2,5% no Boletim de julho. O recuo menos acentuado previsto para o PIB agropecuário repercute o resultado pouco melhor do que o esperado verificado para esse setor no segundo trimestre. A mudança na estimativa de crescimento também incorpora revisões para cima nas expectativas para a colheita de milho, algodão e cana-de-açúcar e para o abate e pesca no ano, que mais que compensaram os efeitos negativos resultantes da revisão para baixo na produção esperada de soja para 2024.

Para o PIB da indústria, a projeção subiu de 2,6% no Boletim de julho para 3,5%. A transformação e a construção seguem como os principais vetores para o crescimento esperado para a indústria no ano, em contrapartida à desaceleração significativa projetada para a indústria extrativa. A expansão nas concessões de crédito às empresas e as menores taxas de juros comparativamente a 2023 explicam o bom desempenho projetado para a indústria de transformação, além das políticas de estímulo ao investimento, como o novo PAC e a depreciação acelerada. Para o crescimento da construção, se destaca a expansão do programa Minha Casa Minha Vida no ano, além do aumento da massa de rendimentos real e do crescimento das vagas de trabalho formais.

A alta projetada para o setor de serviços em 2024 passou de 2,8% no Boletim de julho, para 3,3%. Após a divulgação do PIB do segundo trimestre, o carregamento estatístico para o crescimento do setor de serviços avançou para 3,0% em 2024. A expectativa é que esse setor continue em expansão até o final do ano, guiado pelo mercado de trabalho aquecido e pelas melhores condições de crédito para as famílias comparativamente ao ano anterior. No entanto, deve haver desaceleração do ritmo de crescimento dos serviços na margem nos próximos dois semestres, refletindo tanto a forte base de comparação como a redução de estímulos vindos do aumento real do salário mínimo e do pagamento de precatórios.

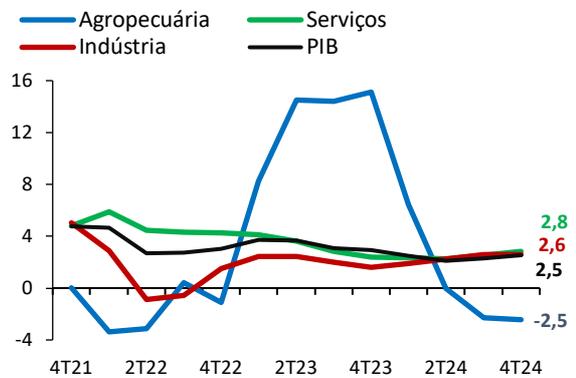
Para o PIB nominal de 2024, a projeção é de alta de 7,0%. Essa variação reflete crescimento real de 3,2% e deflator implícito de 3,7%. Em termos nominais, o PIB deve atingir R\$ 11,6 trilhões. Para o PIB *per capita*, a previsão é de crescimento de 2,5% em 2024, ante 2,2% no ano anterior.

A projeção de crescimento para 2025 caiu de 2,6% para 2,5%, seguindo próxima a 2,5% para os anos posteriores. A estimativa de crescimento para o PIB de 2025 foi revisada de 2,6% para 2,5% repercutindo a perspectiva de início de novo ciclo de alta nos juros pelo Banco Central em 2024, conforme apontado pelas expectativas de mercado. Apesar da menor contribuição vinda da política monetária, efeitos de encadeamento derivados de um crescimento inclusivo e guiado pela expansão dos investimentos e da indústria em 2024 devem contribuir positivamente para a atividade em 2025, mitigando em parte os impactos dos juros. Em 2025, além disso, a expectativa é que tanto o setor agropecuário como o setor externo voltem a contribuir de maneira positiva para o crescimento, refletindo melhores condições climáticas, novo recorde para a safra de grãos e ampliação de mercados com a transforma-

ção ecológica. Para os anos seguintes, o crescimento esperado segue próximo a 2,5%, podendo inclusive surpreender positivamente como reflexo dos efeitos positivos derivados da reforma tributária e da maior produção e exportação de petróleo e energias renováveis.

Projeções de crescimento do PIB (% a.a.)		
	Julho/24	Setembro/24
2024	2,5	3,2
2025	2,6	2,5
2026	2,6	2,6
2027	2,6	2,6
2028	2,5	2,5

PIB pela ótica da oferta - var. % a.a.

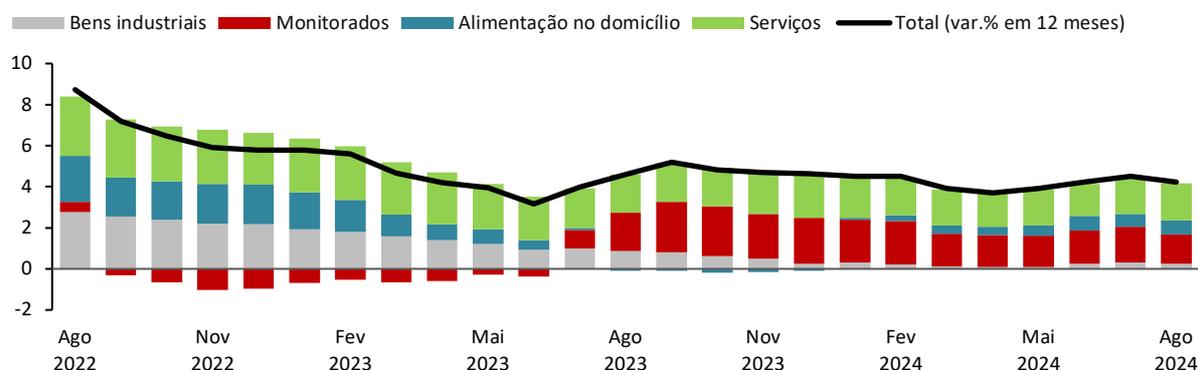


Fonte: IBGE e SPE

Cenário para inflação

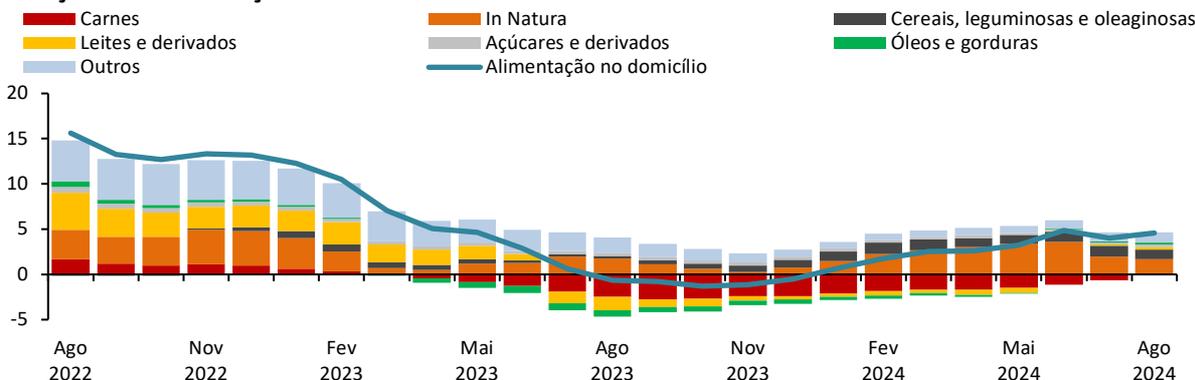
De junho a agosto, a variação acumulada em doze meses do IPCA permaneceu praticamente estável. A inflação medida pelo IPCA avançou de 4,23% em junho para 4,24% em agosto, influenciada principalmente pela aceleração dos preços livres, de 3,50% para 3,78%. Em contrapartida, houve recuo da inflação de monitorados no acumulado em doze meses, de 6,38% para 5,58%. Dentre os preços livres, destaque para o aumento da inflação de serviços, mitigada apenas parcialmente pela deflação de alimentos.

Contribuição por categoria para o IPCA - em p.p.



A inflação acumulada em doze meses de alimentação no domicílio recuou de 4,88% em junho para 4,60% em agosto. Nesse período, a queda foi explicada principalmente pela maior deflação de alimentos *in natura*, com destaque para os menores preços do tomate, cebola e da batata-inglesa, e pela desaceleração nos preços do arroz, após alta devido à calamidade no RS. A menor deflação em carnes e o aumento nos preços do frango, café e leite contrabalancearam parcialmente a queda nos preços de alimentos *in natura*.

Inflação de alimentação no domicílio - var. % 12m

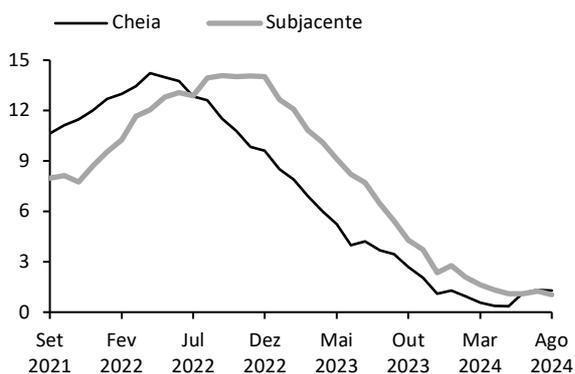


Nesse período, a inflação acumulada em doze meses de bens industriais avançou de 1,13% para 1,17%. A alta está relacionada, principalmente, à aceleração dos preços do etanol, devido tanto a reajustes praticados em julho deste ano como à saída da deflação verificada em agosto de 2023 da base de cálculo. Os preços de televisor e computador pessoal também aceleraram no período. Em contrapartida, houve recuo relevante da inflação de automóvel novo, repercutindo a saída da base de cálculo

de elevações nos preços de veículos em julho de 2023, logo após o fim do programa de incentivo à compra de carros.

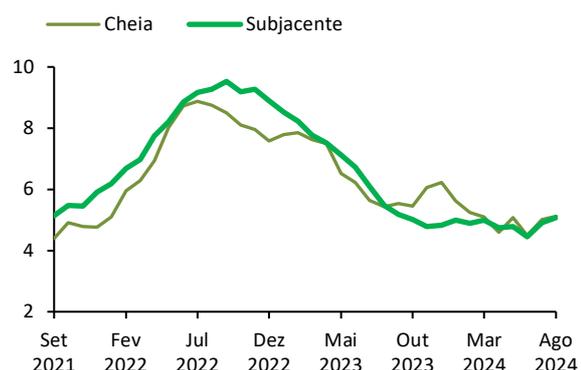
Os preços de serviços aceleraram de 4,48% para 5,18% no acumulado em doze meses. A maior inflação de serviços pode ser explicada, principalmente, pela aceleração nos preços de passagem aérea, de -2,62% em junho para 19,24% em agosto. A inflação de serviços subjacentes, excluindo passagem aérea e outros itens mais voláteis, subiu menos no período, passando de 4,45% para 5,06% em repercussão à menor deflação de seguro de veículos e à aceleração nos preços de serviços bancários, aluguel e condomínio. A alta observada para a inflação desses serviços foi mitigada em parte pela desaceleração nos preços de recreação de junho a agosto.

Inflação de bens industriais - var. % 12m



Fonte: IBGE, BCB

Inflação de serviços - var. % 12m



Fonte: IBGE, BCB

A inflação de monitorados recuou de 6,38% em junho para 5,58% em agosto. A queda reflete a desaceleração nos preços da gasolina e nas tarifas de emplacamento e licença e de energia elétrica. Em sentido contrário, destaque para a alta na inflação de gás de botijão e para menor deflação nas tarifas de ônibus urbano.

A projeção para o IPCA de 2024 foi revisada de 3,90%, no Boletim de junho, para 4,25%. Até o final do ano, deverá haver recuo na inflação de monitorados, contrabalanceado parcialmente pelo avanço na inflação de livres. Essa estimativa já leva em consideração os impactos do câmbio mais depreciado nos preços. O boxe “Volatilidade cambial e inflação” detalha um pouco mais sobre as hipóteses adotadas para incorporar a depreciação cambial na inflação esperada para os preços livres. Para a média das cinco principais métricas de núcleo, a previsão foi revisada de 3,70% para cerca de 4,00%.

A expectativa é que a inflação volte a cair no acumulado em doze meses após outubro. A desaceleração nos preços era esperada a partir de agosto, porém a mudança para bandeira vermelha 1 nas tarifas de energia em setembro, em função do alto percentual de acionamento do parque elétrico nacional, modificou a trajetória prevista para a inflação até o final do ano. O cenário para inflação contempla retorno para bandeira amarela apenas em dezembro. Também já está ajustado para os efeitos de zeragem das contas “covid” e “escassez múltipla” em razão da antecipação dos recursos da Eletrobras para a CDE. O reajuste no piso mínimo para os preços de cigarro também foi incorporado às projeções.

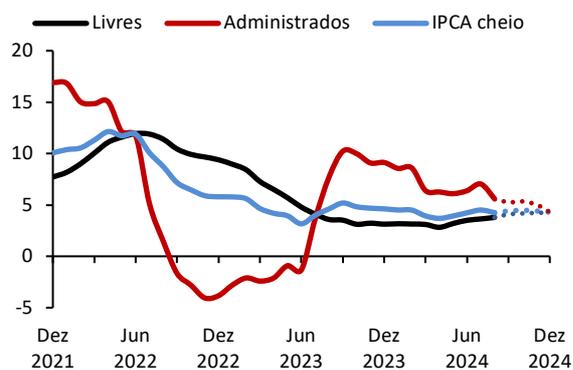
Em 2025, o processo de desinflação deverá continuar, com desaceleração dos preços livres e monitorados. No ano, a previsão de inflação foi revisada de 3,30% para 3,40% afim de incorporar maiores efeitos inerciais, contrabalanceados por mudanças no cenário esperado para tarifas de energia elétrica e pelo patamar mais contracionista esperado para a política monetária em 2024 e 2025.

Para os anos seguintes, a expectativa é de convergência da inflação para a meta de 3,00%. Projeções até o horizonte relevante da política monetária mostram convergência da inflação para patamar pró-

ximo a 3,00%. A redução de incertezas relacionadas à condução da política monetária somada à melhora nas projeções de mercado para o quadro fiscal em 2024 e 2025 devem contribuir para a ancoragem das expectativas nos próximos meses, auxiliando o retorno da inflação ao centro da meta.

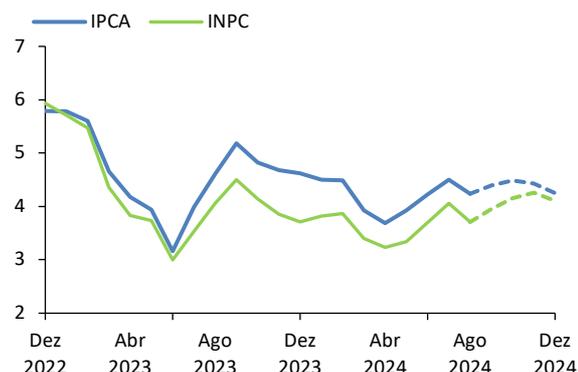
Para o INPC, a expectativa é de variação acumulada em doze meses de 4,10% em 2024, ante estimativa de alta de 3,65% no Boletim de junho. Assim como ocorreu em 2023, espera-se inflação menor para classes de renda inferiores comparativamente ao IPCA.

IPCA, livres e administrados - var. % 12m



Fonte: IBGE, BCB, SPE/MF

IPCA e INPC - var. % 12m



Fonte: IBGE. Previsão a partir de setembro.

A previsão para a inflação medida pelo IGP-DI de 2024 subiu de 3,60% para 3,80%. De junho a agosto, a variação acumulada em doze meses do índice avançou de 2,88% para 4,23% repercutindo com maior intensidade a aceleração nos preços do atacado, de 2,51% para 4,11%. Essa alta está relacionada principalmente ao avanço da inflação na indústria de transformação, com destaque para derivados de petróleo e produtos químicos, além de refletir a saída de deflações observadas no ano anterior da base de cálculo. Até o final do ano, a expectativa é que a inflação medida pelo IGP-DI volte a desacelerar refletindo menores variações projetadas para os preços no atacado de setembro em diante. A recente queda na cotação do petróleo deverá auxiliar nesse sentido.

Indicadores Macrofiscais e Projeções do Sistema PRISMA Fiscal

Expectativas para 2024

O PIB brasileiro cresceu 1,4% no 2º trimestre de 2024, superando as expectativas das instituições de mercado e indicando que, para o presente ano, a economia apresentará desempenho semelhante ao do ano anterior, em termos de crescimento econômico. Não obstante a catástrofe climática que assolou o estado do Rio Grande do Sul nos meses de abril e maio, a interrupção do ciclo de cortes na taxa básica de juros e o cenário externo adverso, até o quarto bimestre de 2024, o desempenho econômico tem se mostrado resiliente, com aquecimento do mercado de trabalho, redução do desemprego e inflação controlada. Em relação ao quadro fiscal, as instituições de mercado têm ajustado suas expectativas em torno do limite inferior da meta de resultado primário para o orçamento fiscal e da seguridade social, estipulado na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO 2024), de déficit primário zero.

O Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) do 3º bimestre de 2024, publicado em 22 de julho de 2024, prevê déficit primário de R\$ 61,4 bilhões para o presente ano. No entanto, desse valor, R\$ 28,8 bilhões não são considerados no limite de despesa e para fins de apuração do cumprimento da meta de resultado primário, por se tratar de créditos extraordinários abertos para o enfrentamento à calamidade pública no estado do Rio Grande do Sul e para o Poder Judiciário e o Conselho Nacional do Ministério Público (CNMP). Além disso, para atender ao Regime Fiscal Sustentável (LC 200/2023), foram bloqueados R\$ 11,2 bilhões em decorrência do aumento de despesas obrigatórias, concomitante a uma limitação de empenho (contingenciamento) de R\$ 3,8 bilhões, considerando o limite inferior da meta. Houve, portanto, uma contenção total de despesa de R\$ 15 bilhões em 2024 no Relatório de Avaliação do 3º bimestre.

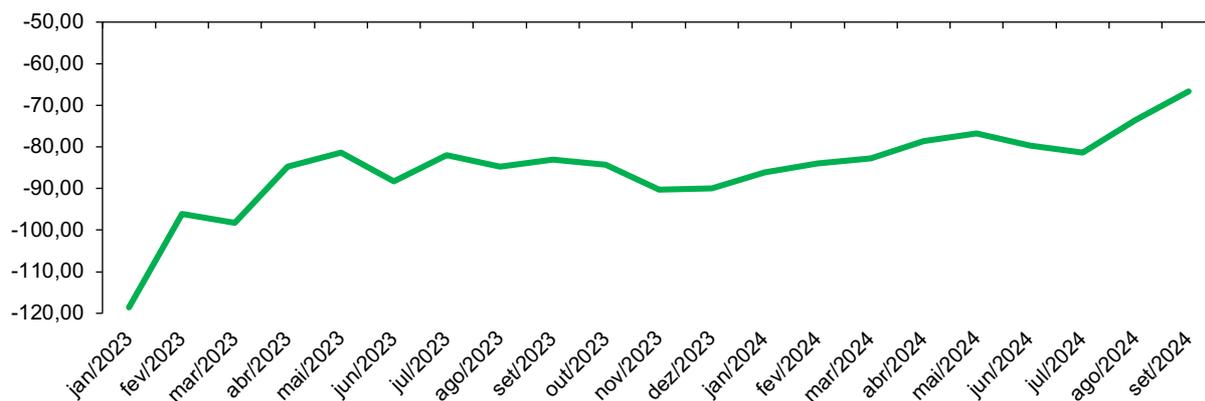
O Ministério da Fazenda anunciou em meados do mês de julho que seriam realizados cortes de R\$ 25,9 bilhões na proposta orçamentária para o ano de 2025, oriundos, principalmente, da revisão de gastos em benefícios e programas sociais. A publicação da Portaria Interministerial MDS/MPS nº 27, de 25 de julho de 2024, bem como da Portaria Conjunta MDS/INSS nº 28 intensificou o processo de revisão de gastos ao possibilitar a identificação de possíveis irregularidades na concessão e manutenção de benefícios indevidos. Foi enviado ao Congresso Nacional, em 30 de agosto, o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) de 2025 com projeção de Resultado Primário do Governo Central deficitário em R\$ 40,4 bilhões (-0,33% do PIB). No entanto, para cumprimento de meta 0 (zero) estabelecida no PLDO 2025, há de se considerar a dedução do valor de R\$ 44,1 bilhões referentes ao pagamento de Precatórios, conforme compensação prevista no julgamento das Ações Diretas de Inconstitucionalidade (ADIs) 7064 e 7047 do Supremo Tribunal Federal (STF). Desconsiderando-se esses pagamentos, haveria uma folga de R\$ 3,7 bilhões (0,03% do PIB) para cumprimento do centro da meta em 2025.

Após o anúncio de todas essas medidas, é relevante avaliar como se comportaram as projeções das instituições participantes do PRISMA Fiscal nos últimos meses e como foram incorporadas suas expectativas em torno das variáveis fiscais.

Registrou-se melhora nas projeções de mercado para o resultado primário de 2024 no último bimestre. O mês de setembro apresentou a menor estimativa para o déficit primário em 2024 desde o início da série. Segundo as estimativas encaminhadas no último Relatório Mensal do mês de setembro

do Prisma Fiscal, o déficit previsto para 2024 pelas instituições de mercado é de R\$ 66,66 bilhões, o que corresponde a 0,57% do PIB, também estimado pelas instituições. Comparativamente às estimativas coletadas em julho de 2024, houve redução de R\$ 14,76 bilhões no déficit projetado para o ano. Em relação ao início da série em janeiro de 2023, o déficit projetado para o ano corrente tem mostrado tendência de redução, já que se previa naquele momento um déficit para 2024 em torno de R\$120 bilhões. Assim, desde o início da série, houve revisão positiva de expectativas de mercado de R\$ 53,34 bilhões. O déficit primário previsto pelas instituições de R\$ 66,66 bilhões converge para o déficit projetado no Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias do 3º bimestre de 2024 sem os devidos descontos legais previstos, sinalizando que as expectativas de mercado estão convergindo para o limite inferior banda de resultado primário estabelecida.

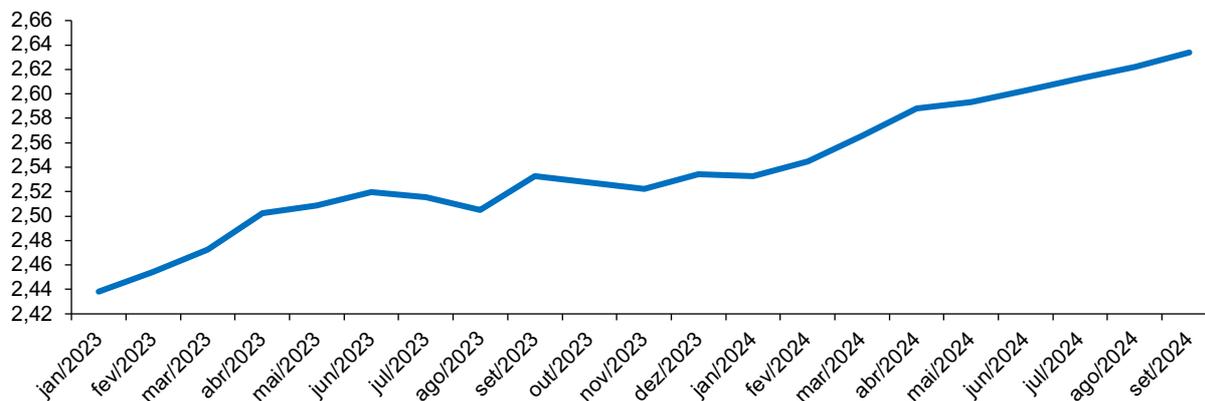
Resultado Primário (Projeções para 2024) - R\$ bilhões



Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

As expectativas para a arrecadação das receitas federais para 2024 têm mostrado trajetória ascendente, desde o início da série. Ao analisar o comportamento das projeções da variável **Arrecadação das Receitas Federais** encaminhadas pelas instituições participantes do Sistema PRISMA Fiscal, realizadas mensalmente desde janeiro de 2023 até o último mês de coleta (setembro/2024) para o ano de 2024, notam-se consecutivas revisões positivas nas expectativas **ao longo do período**. No início da série, em janeiro de 2023, esperava-se arrecadação de R\$ 2,43 trilhões para 2024. Na última coleta, em setembro de 2024, a mediana das projeções dessa variável para o ano foi de R\$ 2,63 trilhões, configurando aumento de R\$ 195 bilhões na estimativa de arrecadação das receitas federais em 2024 no período. No bimestre agosto-setembro, registrou-se aumento de R\$ 21,4 bilhões na expectativa mediana de arrecadação em relação à previsão de julho. Essa última coleta projeta que a arrecadação das receitas federais representará 22,7% do PIB nominal projetado para o ano pelas instituições do Prisma Fiscal.

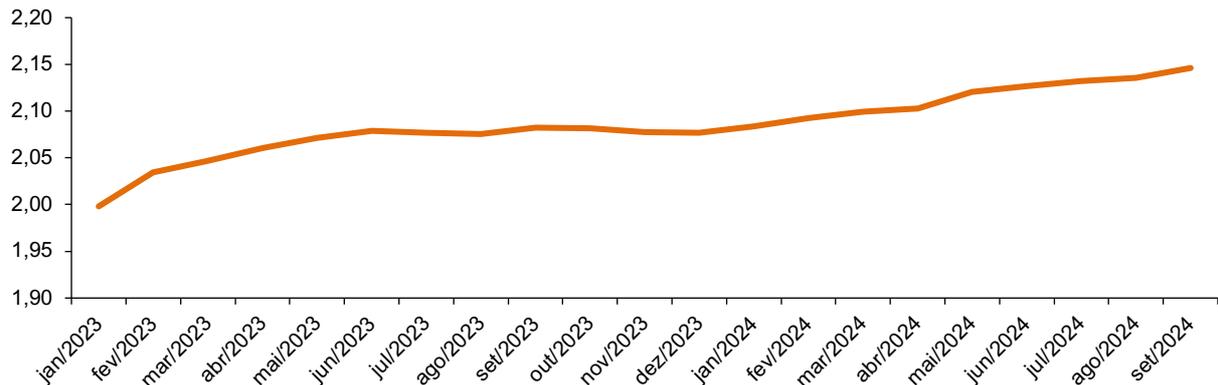
Arrecadação das Receitas Federais (Projeções para 2024) - R\$ trilhões



Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

A mediana das projeções de receita líquida do Governo Central para 2024 tem sido sucessivamente revisada para cima. Em janeiro de 2023, a expectativa de arrecadação líquida do Governo Central era de R\$ 2,00 trilhões, enquanto, em setembro de 2024, foi de R\$ 2,14 trilhões, representando aumento de R\$ 140 bilhões (crescimento nominal de 7%). Quando se compara com janeiro de 2024, a alta foi de quase R\$ 63 bilhões, e, relativamente a julho de 2024, de R\$ 14,3 bilhões. As instituições de mercado projetam, atualmente, que a receita líquida do Governo Central atingirá 18,5% do PIB que estão projetando para o ano de 2024. O Relatório de Avaliação do 3º bimestre aponta uma Receita Líquida de 18,82% do PIB para o ano.

Receita Líquida do Governo Central (Projeções para 2024) - R\$ trilhões



Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

Pode-se inferir que um dos fatores que tem contribuído para a melhora nas expectativas do Resultado Primário de 2024 desde o ano de 2023 é o recorrente comportamento positivo observado na Arrecadação das Receitas Federais nos últimos meses, inclusive devido às surpresas positivas no crescimento do PIB.

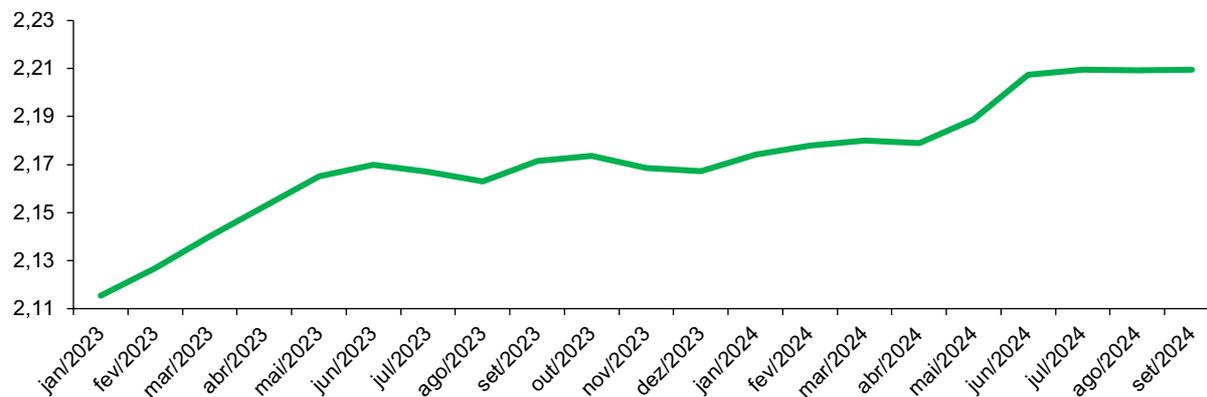
O último Relatório da Arrecadação das Receitas Federais (julho/2024) mostrou, mais uma vez, que se trata do melhor desempenho arrecadatório apurado desde 1995, tanto para o mês de julho, com acréscimo real de 9,55% em relação ao mesmo mês do ano anterior, quanto para o acumulado dos sete primeiros meses do ano (acréscimo real de 9,15%). Segundo a Receita Federal do Brasil, a dinâmica muito positiva observada no período possui diferentes explicações: o comportamento das variáveis macroeconômicas, a volta da tributação do PIS/Cofins sobre combustíveis, a tributação dos fundos exclusivos e a atualização de bens e direitos no exterior, em que pesem os efeitos da calamidade ocorrida no Rio Grande do Sul.

Do lado das despesas, há expectativa por parte das instituições de mercado de elevação dos gastos do Governo Central, embora em magnitude inferior ao aumento das projeções de crescimento das receitas. Na série histórica iniciada em janeiro de 2023, nota-se que a projeção de Despesa Total anteriormente estimada em R\$ 2,12 trilhões para 2024 (projeção de janeiro/2023) é ampliada para R\$ 2,21 trilhões (estimativa de setembro/2024), o que configura aumento de R\$ 94,1 bilhões na mediana das estimativas no período. Ainda assim, observa-se que as projeções de arrecadação aumentaram em maior magnitude do que a de despesa no período (projeções para receita líquida do Governo Central aumentaram em R\$ 140 bilhões no período).

Quando se consideram as coletas dos últimos nove meses deste ano, a projeção mediana da Despesa Total para 2024 foi de R\$ 2,17 trilhões em janeiro para R\$ 2,21 trilhões em setembro, sinalizando aumento de R\$ 35,3 bilhões nas projeções. Considerando-se apenas os últimos três meses, entre julho e setembro, período posterior ao evento climático no Rio Grande do Sul, nota-se que as instituições, após revisaram para cima suas projeções de despesa total no mês de junho, têm mantido suas previsões no mesmo patamar de R\$ 2,2 trilhões. Registra-se, no entanto, comportamento distinto das expectativas em relação à Receita Líquida, que apresentam tendência de elevação constante no período.

A comparação com a revisão das projeções de receita líquida do Governo Central desde janeiro de 2024 (R\$ 63 bilhões), mostra que, no acumulado do corrente ano, o mercado espera que a elevação projetada para as receitas seja superior à das despesas (R\$ 35,3 bilhões).

Despesa Total (Projeções para 2024) - R\$ trilhões



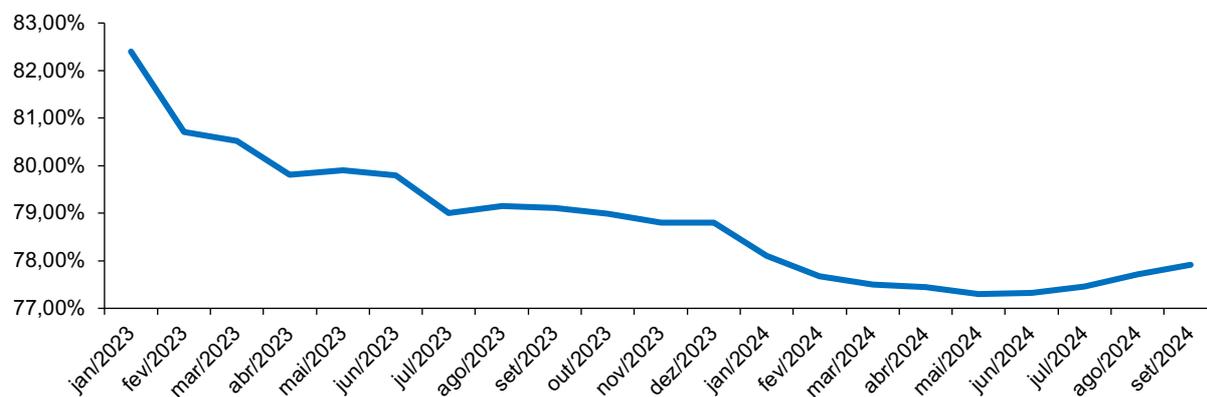
Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

Apesar da melhora na estimativa de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) em relação ao PIB - com consecutivas projeções de queda deste indicador desde o início de 2023 - as instituições têm revisado suas projeções marginalmente para cima desde o mês de junho deste ano. Em janeiro de 2023, a mediana das expectativas para a DBGG de 2024 correspondia a 82,40% do PIB. A última coleta do mês de setembro já prevê uma DBGG de 77,91% do PIB, representando uma queda de 4,49 p.p. nas projeções para o ano até o presente mês.

Um dos fatores que pode contribuir para essa relativa piora nas perspectivas desse indicador nos últimos quatro meses é a incorporação dos impactos econômicos da tragédia no Rio Grande do Sul nas expectativas dos agentes. Além disso, a manutenção da taxa de juros na última reunião do COPOM e as expectativas altistas de mercado para essa variável também podem influenciar as estimativas sobre o endividamento.

A DBGG/PIB para 2024 aferida até o mês de julho pelo Banco Central está em patamar superior àquele previsto pelas instituições de mercado para o ano. Há um leve aumento das previsões de mercado para a DBGG/PIB de 2024 nos últimos quatro meses. Segundo as últimas estatísticas fiscais do Banco Central do Brasil para o ano de 2024, divulgadas em 30 de agosto, a Dívida Bruta do Governo Geral atingiu 78,5% do PIB até o mês de julho, isto é, 0,6 p.p. acima do previsto pelo mercado para o ano fechado.

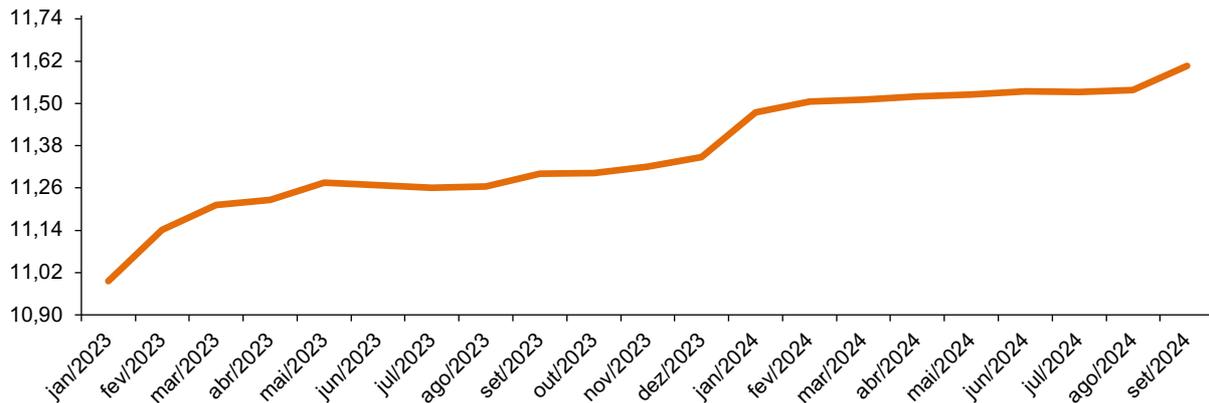
Dívida Bruta do Governo Geral (Projeções para 2024) - % PIB



Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

A expectativa para o PIB nominal de 2024 foi revisada para cima entre agosto e setembro do corrente ano. Quando se trata da expectativa de PIB Nominal, registra-se elevação dos valores estimados pelas instituições do Prisma Fiscal desde janeiro de 2023, quando se projetava um PIB de R\$ 11,00 trilhões para 2024. Nesta última coleta (setembro de 2024), a projeção para o ano atingiu R\$ 11,60 trilhões, exibindo variação nominal positiva de 5,45%. Em dezembro de 2023, a projeção mediana do PIB nominal de 2024 era de R\$ 11,35 trilhões. Após a divulgação do PIB do segundo trimestre de 2024, no dia 03 de setembro, que superou as expectativas de mercado, as instituições revisaram suas projeções em setembro, registrando-se alta de 69 bilhões na projeção do PIB nominal relativamente ao mês anterior.

PIB Nominal (Projeções para 2024) - R\$ trilhões



Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

Portanto, a dinâmica observada para o comportamento das expectativas dos últimos dois meses sinaliza que as instituições têm revisado suas projeções para o crescimento econômico do ano diante do comportamento observado para o PIB trimestral, assim como também têm revisado as expectativas de resultado primário, convergindo suas projeções para a banda inferior da meta estabelecida, após os descontos legais previstos.

Volatilidade cambial e inflação

Os bons fundamentos da economia brasileira ajudam a explicar a dinâmica favorável da cotação do real frente ao dólar de 2023 a março de 2024. No período, o real se manteve próximo a R\$/US\$ 5,00, apresentando bom desempenho em relação à cotação de moedas de países pares em função do saldo positivo da balança comercial, da entrada de investimentos diretos no país e das perspectivas favoráveis para o crescimento e para a dinâmica fiscal (Gráfico 1).

Gráfico 1 - Cotação de moedas emergentes frente ao dólar de 01/01/23 a 31/03/24

Var. %, apreciação = negativo



Fonte: Bloomberg

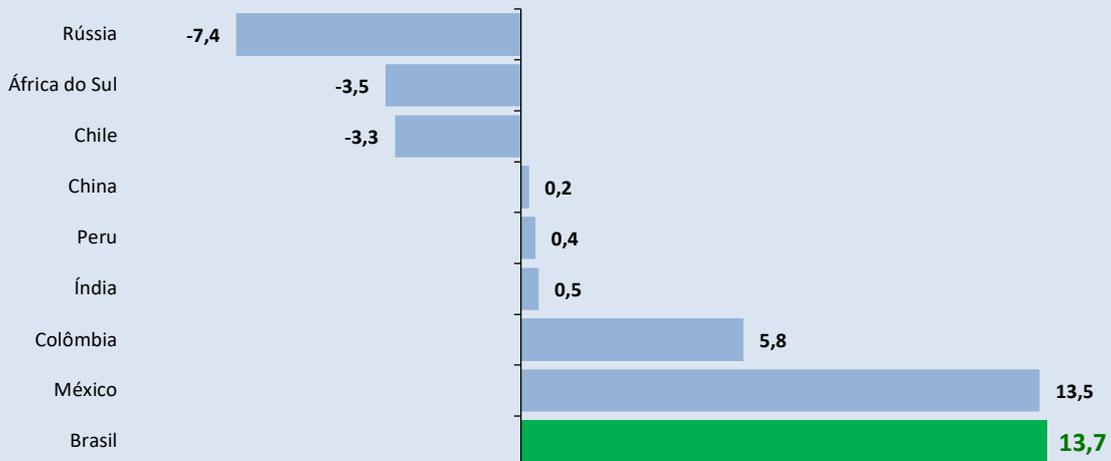
De abril de 2024 até o início de agosto, no entanto, a cotação do real reagiu de maneira acentuada a mudanças no cenário conjuntural externo. Dados divulgados para a economia americana até o início de abril revelaram resiliência da inflação e do mercado de trabalho nos EUA no primeiro trimestre, levando o mercado a postergar o início do ciclo de corte de juros pelo Fed em 2024. Como consequência desse quadro, verificou-se elevação nos rendimentos das *treasuries*, aumento da aversão ao risco e enfraquecimento das moedas de países emergentes e do real.

Mudanças nas perspectivas para as políticas fiscal e monetária devido a ruídos de comunicação também auxiliaram a explicar a depreciação cambial observada no Brasil de abril até começo de agosto. Em meados de abril, o governo alterou a meta de superávit primário para 2025 e 2026 a fim de torná-la mais factível às projeções para a arrecadação, dependentes não apenas do cenário macroeconômico, mas também de decisões legislativas e do poder judiciário. Embora as metas tenham se mantido desafiadoras, a mudança gerou incertezas acerca da trajetória fiscal. No campo monetário, o dissenso entre os integrantes do Copom no que tange à quebra no *guidance* para a taxa básica de juros na reunião de 8 de maio também não foi bem interpretado pelo mercado.

Esses ruídos de natureza fiscal e monetária, em paralelo ao reposicionamento de ativos no cenário externo, explicam em parte a maior depreciação do real frente a moedas de países emergentes pares no período. Nesses meses, diversas moedas emergentes exibiram depreciação, porém a depreciação da moeda brasileira foi mais significativa (Gráfico 2). O fato de o Brasil possuir um dos maiores mercados de derivativos cambiais do mundo também ajuda a explicar a maior sensibilidade do real a mudanças no cenário internacional. Mesmo o anúncio de bloqueio e contingenciamento de R\$ 15 bilhões no orçamento de 2024 não foi suficiente para conter o movimento de depreciação da moeda brasileira no período.

Gráfico 2 - Cotação de moedas emergentes frente ao dólar de 01/04/24 a 01/08/24

Var. %, apreciação = negativo

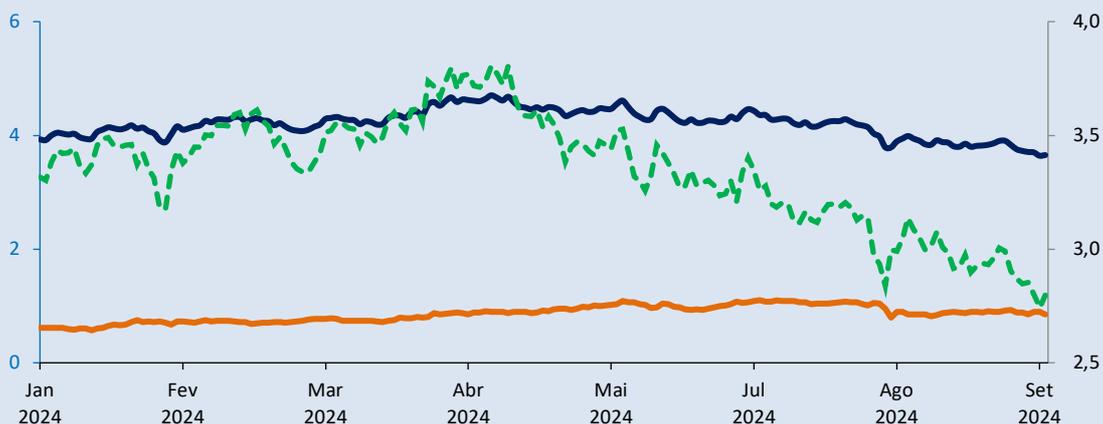


Fonte: Bloomberg

A cotação do real permaneceu em patamar superior a R\$/US\$ 5,70 na primeira semana de agosto, ante R\$ 5,01 em 31 de março. No começo de agosto, dados de julho referentes à atividade na indústria (PMI de manufaturas) e ao mercado de trabalho (*payroll*) nos EUA mostraram desempenho abaixo do esperado, suscitando temores de recessão no país. Os rendimentos das *treasuries* recuaram fortemente como consequência desses dados, levando à redução no diferencial de rendimento com os títulos japoneses, que haviam subido em dias anteriores como resultado da alta não antecipada nos juros básicos (Gráfico 3). A redução nos diferenciais entre rendimentos resultou em forte desmonte de operações de *carry trade* a nível global. As moedas de países emergentes, nesse cenário de aumento da volatilidade, novamente foram fortemente afetadas.

Gráfico 3 - Diferencial de rendimento entre títulos de 10 anos (em p.p.)

— Rendimento de títulos americanos — Rendimento de títulos japoneses - - - Diferencial (dir.)



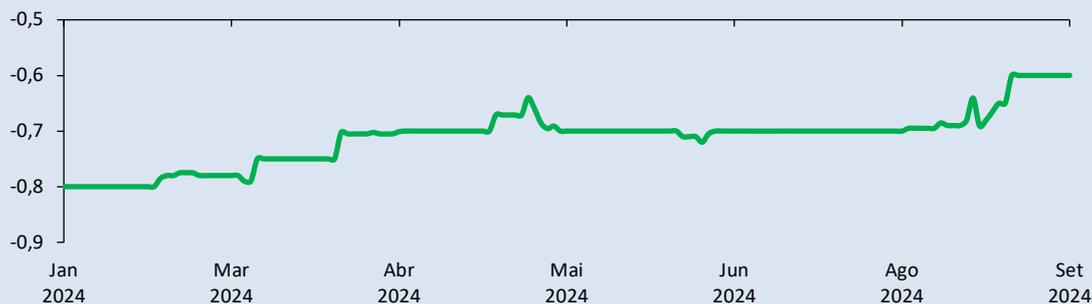
Fonte: Bloomberg

Esse quadro de depreciação do real apenas passou a se reverter quando incertezas relacionadas ao rumo da política monetária norte-americana diminuíram. Apesar da criação de novas vagas de emprego abaixo do esperado em julho e agosto, dados acima do esperado para vendas no varejo de julho e para a atividade no setor de serviços em agosto, seguidos pela redução no desemprego em agosto, dissiparam temores de recessão na economia norte-americana. A perspectiva de desaceleração apenas moderada nos EUA, junto com a persistência da inflação de aluguéis e de habitação, fortaleceu as apostas de um ciclo de cortes de juros mais gradual pelo Fed a partir de setembro, cenário que colaborou para a redução da aversão ao risco.

Não só condicionantes externos têm auxiliado na dinâmica do real, como também a redução dos receios quanto à condução da política fiscal e monetária. Dados de atividade evidenciando que a economia brasileira está crescendo a um ritmo superior ao inicialmente projetado, apesar da calamidade no Rio Grande do Sul, levaram a declarações mais duras por parte de membros do Copom, afastando receios do mercado de um banco central leniente com inflação. A inflação vem sendo impactada por choques climáticos, porém as medidas de núcleo tem se mostrado bem-comportadas. Do ponto de vista fiscal, o detalhamento de medidas para contenção de gastos, após anúncio de bloqueio e contingenciamento, junto com estimativas de maior crescimento econômico e arrecadação, tem melhorado as perspectivas para o resultado primário em 2024 (Gráfico 4).

Gráfico 4 - Mediana das expectativas de mercado para resultado primário em 2024

% do PIB

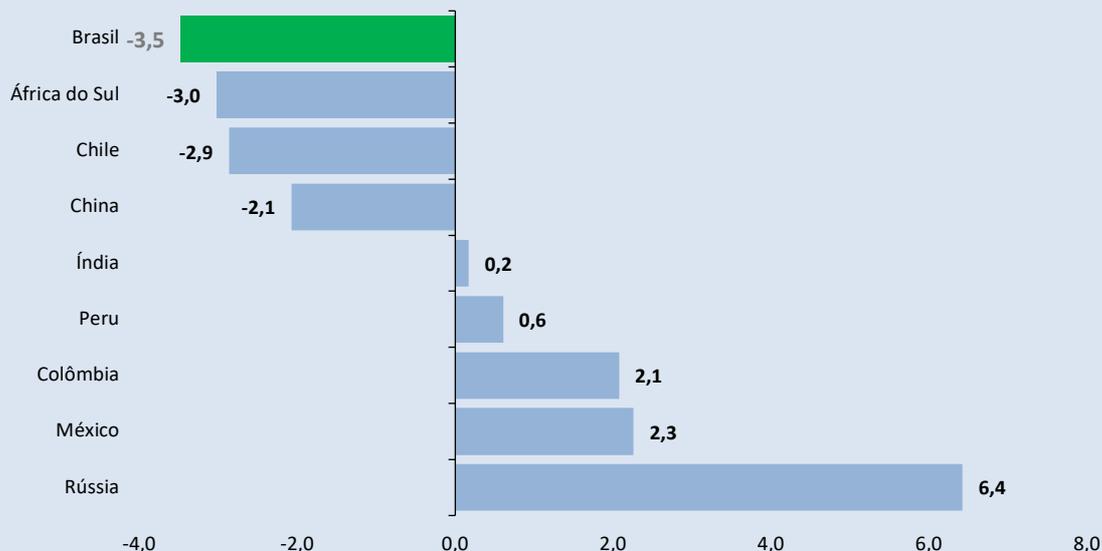


Fonte: BCB/Focus

Embora o real siga em patamar elevado comparativamente a março, a redução de incertezas domésticas colaborou para o desempenho da moeda brasileira. Desde primeiro de agosto, o real foi uma das moedas que mais apreciou comparativamente a moedas de países emergentes pares (Gráfico 5).

Gráfico 5 - Cotação de moedas emergentes frente ao dólar de 01/08/24 a 13/09/24

Var. %, apreciação = negativo



Fonte: Bloomberg

Como essa volatilidade cambial recente tende a afetar a inflação ao consumidor? Há consenso de que o repasse do câmbio a inflação depende de múltiplos fatores, tais como o nível de ociosidade da economia, o patamar da inflação e o grau de competição e abertura da economia, e ainda tende a ser assimétrico, sendo mais significativo no caso de depreciação do que de apreciação cambial.

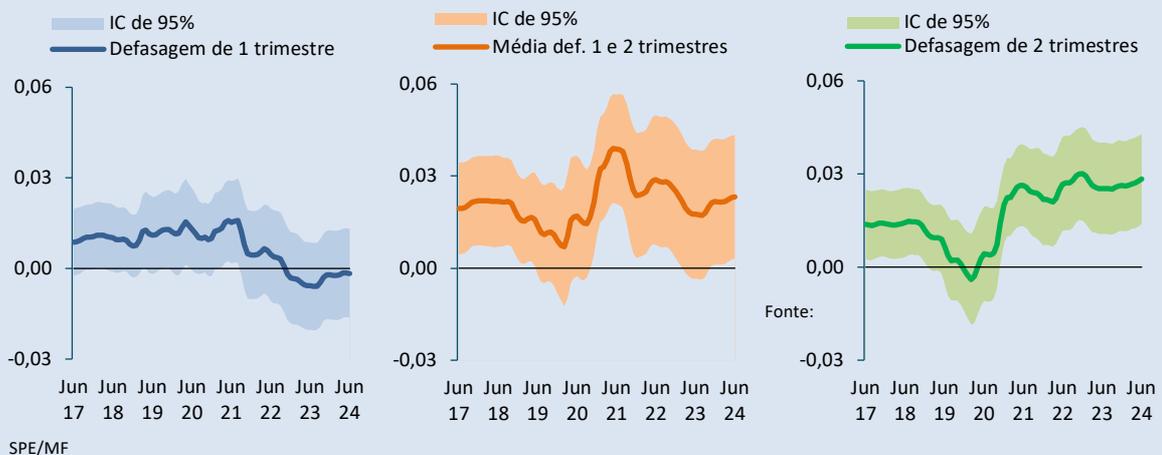
Para testar o comportamento e magnitude do repasse cambial aos preços livres, foi estimada a curva de Phillips em (1). A equação foi baseada na curva utilizada no modelo de pequeno porte do banco central, apresentada no box “Atualização dos modelos semiestruturais de pequeno porte”, do Relatório Trimestral de Inflação de junho de 2024. Foram realizadas estimações usando dados mensais, com janela móvel de dez anos e com o final da amostra variando do começo de 2017 até julho de 2024.

$$\begin{aligned} \pi_t^{L,sa} &= \alpha_{1L}\pi_{t-1}^{L,sa} + \alpha_{1I}\frac{\sum_{i=1}^4\pi_{t-i}^{IPCA,sa}}{4} + (1 - \alpha_{1L} - \alpha_{1I})\frac{\pi_{t,t+4|t}^e}{4} + \alpha_2\hat{\pi}_t^* + \alpha_3\widehat{\Delta e}_{t-s} + \alpha_4h_t \\ &+ \frac{\sum_{i=0}^2(\alpha_5d_{t-i}^{el} + \alpha_6d_{t-i}^{la})Clima_{t-1}^2}{3} + \frac{\sum_{i=3}^5(\alpha_5d_{t-i}^{el} + \alpha_6d_{t-i}^{la})Clima_{t-1}^2}{3} + \epsilon_t^{\pi^L} \quad (1) \end{aligned}$$

onde $\pi_t^{L,sa}$ representa a inflação trimestral de preços livres do IPCA com ajuste sazonal; $\pi_t^{IPCA,sa}$ representa a inflação trimestral do IPCA com ajuste sazonal; $\pi_{t,t+4|t}^e$ equivale a expectativa Focus de inflação em t para quatro trimestres à frente; $\hat{\pi}_t^*$ é a inflação importada de *commodities*, medida pela variação trimestral do IC-Br em reais; $\widehat{\Delta e}_t$ é o desvio da variação trimestral da taxa de câmbio nominal (R\$/US\$) em relação a sua variação de longo prazo (dada pela diferença entre a meta de inflação doméstica e de países desenvolvidos); h_t é o hiato do produto doméstico; $Clima_t^2$ equivale ao *Oceanic Niño Index* (ONI), um índice de anomalias climáticas, elevado ao quadrado; d_t^{el} representa uma *dummy* de anomalias climáticas positivas, que assume o valor 1 sempre que o ONI é superior a 0,5 (*El Niño*); d_t^{la} representa uma *dummy* de anomalias climáticas negativas, que assume o valor 1 sempre que o ONI é inferior a -0,5 (*La Niña*); e $\epsilon_t^{\pi^L}$ é o termo de erro.

A estimação revelou que o repasse do câmbio à inflação de livres ocorre de maneira mais significativa apenas após dois trimestres de variação cambial. Na equação (1), foram testadas duas diferentes defasagens para o desvio da taxa de câmbio em relação à sua variação de longo prazo, considerando repasse após um trimestre e, em seguida, após dois trimestres ($s = 3$ ou 6). Uma versão que empregou a média dessas duas possíveis defasagens também foi testada (com variável dependente após α_3 igual a $\sum_{s=1}^2\widehat{\Delta e}_{t-s}/2$). Resultados da estimacão mostram que o repasse do desvio do câmbio para a inflação de livres apenas se mostrou significativo e positivo quando considerada a defasagem média entre um e dois trimestres e no caso da defasagem de dois trimestres. Apenas um trimestre de defasagem não afetou de maneira significativa a variação dos preços livres (Gráfico 6).

Gráfico 6 – Repasse do desvio de 1% do câmbio à inflação de preços livres considerando diferentes defasagens para o desvio do câmbio – em p.p.



Os resultados da estimação relevam que uma elevação de cerca de 1% do câmbio aumenta a inflação de livres em cerca de 0,03 p.p. após um semestre. Vale notar que esse efeito vem se mantendo relativamente constante desde a pandemia, embora estimativas de repasse variáveis no tempo, calculadas com base na estimação da equação (1) com janelas móveis, mostrem que o impacto do câmbio na inflação costumava ocorrer de maneira mais tempestiva, após cerca de um trimestre, em ciclos anteriores. A maior resiliência da inflação a variações cambiais é compatível com um setor real que, nos últimos dez anos, contou com maiores estoques ou com melhor acesso à proteção cambial, seja pelo aumento nas receitas em dólar, seja pelo maior acesso a mecanismos de *hedge* financeiro, como derivativos de câmbio. O aumento da competição no mercado internacional de bens e o acesso a uma gama variada de produtos de mercados distintos também pode explicar essa mudança na dinâmica do repasse do câmbio à inflação.

Esses repasses já estão incorporados nas projeções de inflação ao consumidor para 2024. Considerando que a taxa câmbio evolua de maneira consistente para R\$/US\$ 5,35 até o final do ano (estimativa Focus de 06/09/2024), ante R\$/US\$ 5,00 até fins de março, o impacto para a inflação de preços livres seria de 0,21 p.p., equivalente a alta de 0,16 p.p. na inflação total (desconsiderando o impacto em preços monitorados, dependentes de muitos outros fatores). Considerando o maior repasse dentro de um intervalo de 95% de confiança, o impacto na inflação total não ultrapassaria 0,23 p.p..

Apenas parcela da depreciação do real observada nos últimos meses deve permanecer. No caso dos fatores externos, a flexibilização monetária nos EUA e o consequente aumento no diferencial de juros com o Brasil deverá auxiliar na dinâmica do real à frente. Os efeitos de ruídos domésticos parecem também estar se exaurindo desde agosto, com melhora do cenário fiscal e redução de incertezas relacionadas à postura da autoridade monetária. Para a inflação, apenas efeitos mais duradouros no câmbio devem ter maior relevância. De fato, até agosto, o câmbio mais depreciado parece ter influenciado muito pouco na dinâmica dos preços ao consumidor.