

EM MEIO À VOLATILIDADE ECONÔMICA, JUROS VOLTAM A SUBIR

O ano foi marcado pelo retorno do ciclo de aperto monetário em resposta à alta da inflação, alimentada por incertezas fiscais, desvalorização cambial e um mercado de trabalho aquecido

Em 2024, a inflação no Brasil acumulou uma alta de 4,8% em 12 meses até outubro, marcando uma leve aceleração em relação aos 4,6% registrados ao final de 2023. O ano foi marcado por pressões inflacionárias generalizadas, impulsionadas por fatores como o aumento nos preços de alimentos, combustíveis e serviços. Eventos climáticos adversos, como as enchentes no Sul do país, contribuíram para a alta dos preços dos alimentos, enquanto um mercado de trabalho aquecido e a desvalorização cambial elevaram os custos de produção e reforçaram o componente inercial da inflação. Como resultado, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) permaneceu acima da meta de 3% estabelecida pelo Banco Central, exigindo ajustes na condução da política monetária.

A política monetária em 2024 foi caracterizada por uma transição entre ciclos de flexibilização e aperto. O Banco Central iniciou o ano reduzindo gradualmente a taxa Selic, seguindo cortes consecutivos desde agosto de 2023. No entanto, a intensificação das pressões inflacionárias e o agravamento do cenário fiscal levaram a uma mudança de postura no segundo semestre. Em setembro, o Copom retomou o ciclo de alta dos juros, com um aumento de 0,25 ponto percentual, seguido por uma elevação mais robusta de 0,50 ponto percentual em novembro, alcançando 11,25% a.a. Essas decisões refletiram a necessidade de conter a desancoragem das expectativas de inflação, combater os efeitos da desvalorização cambial e reforçar a credibilidade da política monetária diante do ceticismo quanto ao ajuste fiscal.

Para o restante de 2024 e 2025, as perspectivas são de um cenário desafiador. Espera-se que o IPCA encerre 2024 em 4,7%, com uma desaceleração para 4,3% em 2025, impulsionada pela manutenção de juros elevados. A taxa Selic deve encerrar 2024 em 11,75%, permanecendo em terreno contracionista ao longo de 2025, com a média anual estimada em 12,50%. A condução da política monetária no próximo ano dependerá fortemente da evolução fiscal. Caso as expectativas de inflação permaneçam desancoradas ou o ajuste fiscal não avance, o Banco Central poderá optar por novos aumentos nos juros. Em suma, 2025 será um ano de cautela na política monetária, com juros elevados visando garantir a convergência da inflação para a meta e restaurar a confiança dos agentes econômicos.

Inflação: o Retorno das pressões generalizadas

Após o processo de desaceleração dos níveis de preços observado em 2023, a inflação no Brasil apresentou uma tendência de alta em 2024. Em dezembro de 2023, o IPCA havia acumulado uma variação de 4,6% nos últimos 12 meses. Atualmente, até outubro de 2024, o indicador acumula alta de 4,8% em 12 meses, sinalizando uma ligeira aceleração. No acumulado do ano, de janeiro a outubro, a inflação ao consumidor chegou a 3,9%, superando levemente os 3,7% registrados no mesmo período do ano anterior.

Essa reversão de tendência reflete a atuação de diversas forças que impactaram os preços ao longo do ano. Entre os principais fatores estão: (i) as enchentes no Rio Grande do Sul, que comprometeram a produção agrícola e pressionaram os preços dos alimentos; (ii) um mercado de

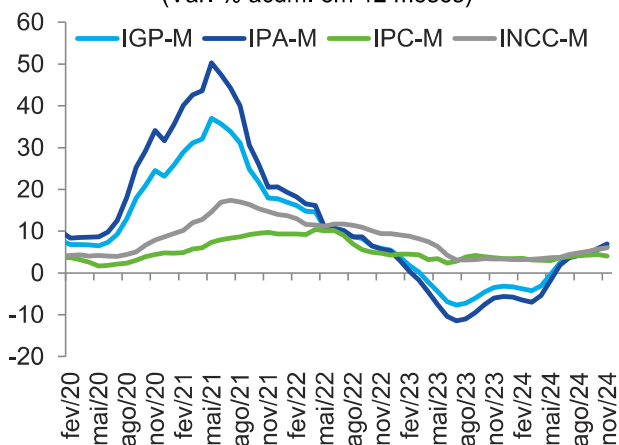
trabalho ainda aquecido, com baixa taxa de desemprego, gerando pressão por aumentos salariais; (iii) uma atividade econômica que tem surpreendido positivamente, contribuindo para maior demanda interna; e (iv) os preços de combustíveis, que sofreram reajustes ao longo do ano devido à volatilidade do mercado internacional e à política de preços da Petrobras. Além disso, os preços dos bens industriais também registraram alta, influenciados por fatores como o aumento dos custos de produção em decorrência da desvalorização cambial, que encareceu insumos importados, e a elevação das cotações internacionais de *commodities*.

Quando analisamos as variações de preços no primeiro elo da cadeia econômica – o produtor –, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA-M), calculado pela FGV, acumulou uma alta de 7,0% nos 12 meses até novembro de 2024. Os principais fatores que contribuíram para o forte crescimento dos custos de produção foram as Matérias-Primas Brutas, que registraram um aumento expressivo de 12,7% no período, e os Bens Finais, com alta de 6,7%. Entre os produtos, destacaram-se os Produtos Agropecuários, que tiveram a maior elevação, de 17,5%, enquanto os Produtos Industriais apresentaram um crescimento mais moderado, de 3,4%.

Esses segmentos foram significativamente impactados pela alta nos preços das commodities. O Índice de Commodities calculado pelo Banco Central (IC-Br) registrou um crescimento de 25,5% entre janeiro e outubro de 2024. Essa forte elevação foi impulsionada, principalmente, pelos preços das commodities metálicas, que dispararam 40,6%, e pelas commodities agropecuárias, que cresceram 23,8%. Para fins de comparação, no mesmo período do ano passado, as commodities metálicas haviam sofrido uma queda de 10,6%, enquanto as agropecuárias registraram um aumento modesto de 3,4%.

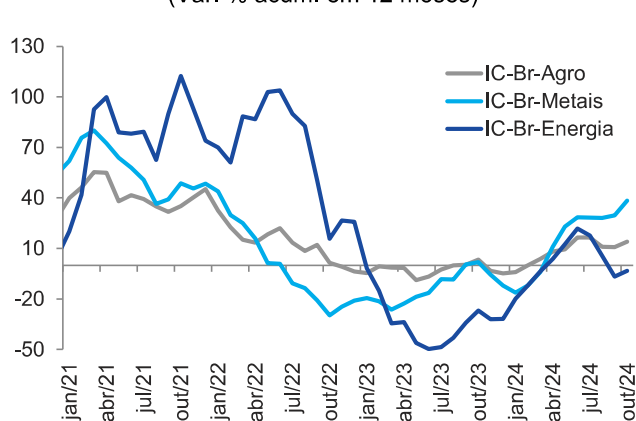
Como o IPA representa 60% das variações do Índice Geral de Preços (IGP), o ano de 2024 também foi marcado por elevações nesse indicador. Após acumular uma alta de 37,1% em maio de 2021 – período fortemente influenciado pela pandemia –, o IGP fechou 2023 com uma retração de 3,2%. Contudo, até novembro de 2024, o índice já acumula uma alta de 6,3% em 12 meses, refletindo o impacto do aumento dos custos ao longo da cadeia produtiva. Além disso, outros componentes do IGP, como o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) e o Índice de Preços ao Consumidor (IPC), também registraram inflação significativa, com altas de 6,1% e 4,1%, respectivamente. O INCC foi particularmente pressionado pelos custos da mão de obra, que registraram um aumento de 7,9% nos últimos 12 meses até novembro.

Gráfico 7.1. IGP-M e seus componentes
(Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: FGV. Elaboração: UEE\FIERGS.

Gráfico 7.2. Índice de commodities – IC-Br
(Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: Banco Central. IBGE. Elaboração: UEE\FIERGS.

Pela ótica do consumidor, o ano tem sido marcado pelo processo de elevação dos preços. Dentre as aberturas do IPCA, os alimentos foram um dos principais responsáveis por elevar a

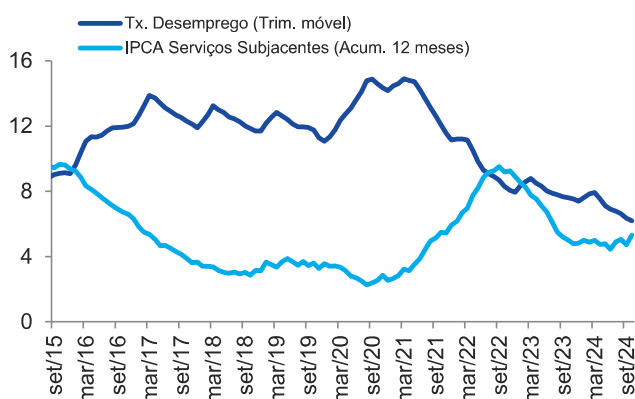
magnitude do índice cheio. A elevação de 5,1% no ano se contrapõe à queda de 2,6% observada no mesmo período do ano passado. A elevação foi resultado do aumento no preço do leite e derivados (+11,6% no ano até out/2024), bebidas (+11,2%), carnes (+6,3%) e frutas (+11,6%). Esse movimento veio em linha com o aumento nos preços dos produtos agropecuários, principalmente das carnes, que têm apresentado valores expressivos desde o início do ano. O valor da arroba de boi, por exemplo, teve uma elevação de 21,1%. Além disso, outros fatores relacionados à oferta e demanda de alimentos contribuíram para pressionar os preços, tal como foi as enchentes do Rio Grande do Sul.

A segunda categoria com maior impacto sobre a inflação foi a dos preços administrados, que acumularam alta de 5,8% até outubro. Entre os destaques estão o aumento de 9,3% no preço da gasolina, reflexo de sucessivos reajustes realizados pela Petrobras ao longo do ano, e o avanço de 9,8% nas tarifas de energia elétrica. No caso da eletricidade, a seca que afetou a região Sudeste comprometeu os níveis dos reservatórios, principais responsáveis pelo abastecimento no país. Em consequência, houve alterações nas bandeiras tarifárias: em julho e novembro, a classificação foi amarela, enquanto em setembro e outubro aplicaram-se as bandeiras vermelhas nos patamares 1 e 2, ampliando os custos para os consumidores.

O "calcanhar de Aquiles" da inflação tem sido os serviços, que permanecem resilientes, com crescimento de 3,2% no acumulado do ano. Quando se analisam itens mais sensíveis às variações na renda da população, os chamados serviços subjacentes, o avanço é ainda mais significativo. Após encerrar 2023 com alta de 4,8% no acumulado de 12 meses, o aumento chegou a 5,3% em outubro de 2024. Esse movimento pode ser explicado por dois fatores principais: a maior renda disponível das famílias, impulsionada pela elevação do salário mínimo, e os ganhos obtidos em negociações coletivas, cujos reajustes têm superado a inflação. Esses elementos não apenas pressionam os serviços, mas também reforçam o componente inercial da inflação.

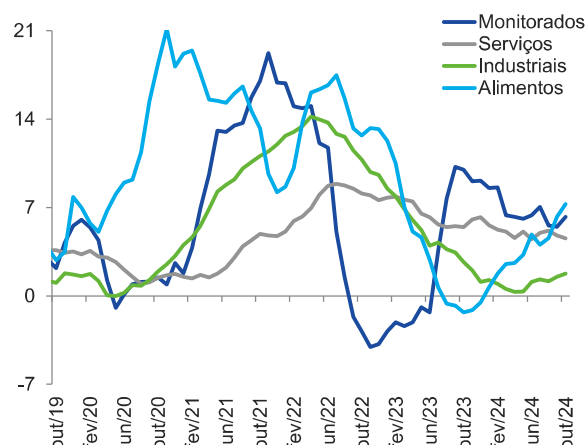
Gráfico 7.3. Tx. de desemprego e IPCA Serviços

(Tx. de desemprego: % da força de trabalho | IPCA: Var %)



Fonte: FGV. Elaboração: UEE\FIERGS.

Gráfico 7.4. IPCA e suas aberturas
(Var. % acum. em 12 meses)



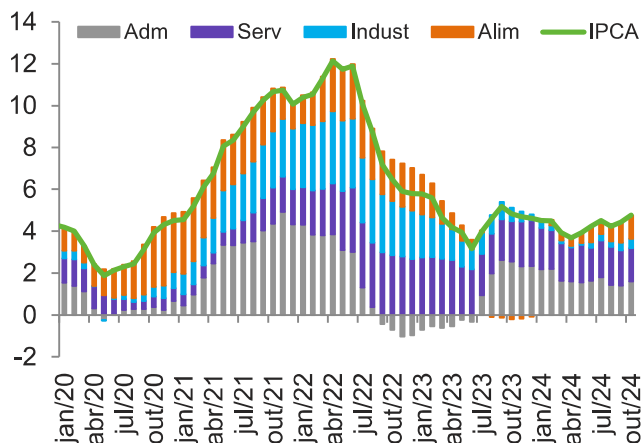
Fonte: Banco Central. IBGE. Elaboração: UEE\FIERGS.

Por fim, merece destaque a elevação dos preços dos bens industriais, que registraram crescimento de 2,0% no acumulado do ano, superando os 1,4% observados no mesmo período do ano passado. Entre os principais itens com alta estão o etanol, que avançou 15,6%, os automóveis novos, com elevação de 2,4%, produtos de tabaco, que cresceram 4,8%, e calçados e acessórios, com aumento de 2,5%. Como mencionado anteriormente, os custos de produção na indústria têm apresentado forte crescimento em 2024, um movimento que pode ser repassado ao

consumidor em algum momento de 2025. Além disso, a expectativa para o próximo ano é de um câmbio ainda mais desvalorizado, o que tende a pressionar ainda mais os preços industriais, considerando a alta dependência da indústria brasileira por insumos importados.

Gráfico 7.5. Grupos do IPCA

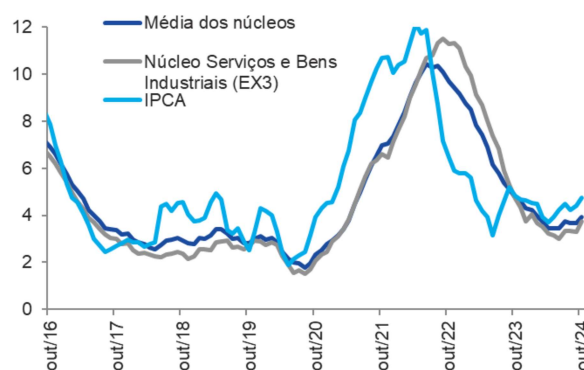
(Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: Banco Central. Elaboração: UEE/FIERGS.

Gráfico 7.6. Média dos núcleos

(Em % | acum. em 12 meses)



Fonte: Banco Central. IBGE. Elaboração: UEE/FIERGS.

Com a elevação dos preços, os núcleos inflacionários passaram a apresentar magnitudes crescentes ao longo do ano. No acumulado em 12 meses até outubro, a média das métricas de núcleo fornecidas pelo Banco Central atingiu 3,9%, um patamar superior aos observados em agosto e setembro, quando registraram 3,7%. É importante notar que os núcleos estão acima da meta de inflação para 2024, fixada em 3,0%, com destaque para o IPCA EX 3, que considera apenas itens selecionados de serviços e bens industriais. Esses resultados reforçam a necessidade de manutenção da política monetária em território contracionista por um período mais prolongado, visando conter as pressões inflacionárias persistentes.

O que esperar da inflação em 2025? A inflação em 2025 deve apresentar comportamentos distintos ao longo do ano, influenciada por fatores específicos em diferentes grupos de bens e serviços. Em janeiro, os preços administrados devem contribuir para uma deflação mensal, resultado da redução de -0,6 p.p. na variação devido ao impacto do Bônus de Itaipu, algo que rompe com a sazonalidade habitual desse período. Já em fevereiro, a elevação do ICMS sobre combustíveis adicionará cerca de +0,1 p.p. à inflação mensal, em um mês tradicionalmente marcado por altas sazonais, como os reajustes de mensalidades escolares e planos de saúde.

Nos bens industriais, o câmbio desvalorizado seguirá como uma fonte de pressão significativa, ampliando os desafios já observados em 2024. Esse cenário pode elevar os custos de produção e resultar em repasses ao consumidor ao longo do ano.

No setor de alimentos, embora o aumento nos preços das proteínas – especialmente carnes bovinas, frango e suíno – já seja evidente, a previsão de uma boa safra agrícola, sem grandes efeitos climáticos adversos, traz otimismo em relação à estabilidade nos preços gerais dos alimentos. No entanto, as carnes continuarão sendo um ponto de atenção, com o boi gordo atingindo novas máximas, negociado acima de 350 R\$/@, e o movimento altista nas demais proteínas.

Por outro lado, os serviços devem continuar pressionados pelo mercado de trabalho aquecido. A dinâmica dos serviços subjacentes, que está diretamente ligada à evolução da renda

e dos salários, reforça a expectativa de pressões inflacionárias nesse grupo, mantendo o setor como um dos principais focos de atenção para 2025.

Com base nesses fatores, espera-se que o IPCA encerre o ano em 4,3%, um nível alinhado à meta de inflação, mas que reflete desafios significativos na gestão dos preços ao longo do período.

Tabela 7.1. Perspectivas para 2024 e 2025

(Em % | Acumulado em 12 meses)

	2023	2024*	2025*
IGP-M	-3,2	6,1	4,2
INPC	3,7	4,8	4,5
IPCA	4,6	4,7	4,3

Elaboração: UEE/FIERGS. *Previsão UEE/FIERGS.

Política Monetária: intensificação do ciclo de elevações nas mãos do fiscal

O ano de 2024 foi marcado pelo retorno do ciclo de aperto monetário. Após iniciar o ano com cortes na taxa de juros em sete reuniões consecutivas, em um movimento iniciado em agosto de 2023, a taxa SELIC foi mantida em 10,50% por dois meses. Contudo, a intensificação da deterioração do cenário econômico, refletida no aumento das expectativas de inflação e no grau de incerteza tanto no contexto nacional quanto internacional, levou o Banco Central a retomar o ciclo de elevação dos juros na sexta reunião do ano, em setembro. A perspectiva é de que esse ciclo de alta da SELIC seja mantido por pelo menos mais três reuniões, com o objetivo de conter a elevada incerteza, especialmente em razão do agravamento do quadro fiscal.

A reunião do Copom de maio foi marcada pela percepção dos membros quanto à intensificação da deterioração da economia brasileira. Nesse encontro, a magnitude do corte da Selic foi reduzida de 0,50 p.p. para 0,25 p.p., representando a primeira divisão de votos entre os membros desde agosto de 2023 e a ausência de sinalizações sobre os próximos passos da política monetária. Na ata da decisão de manutenção da Selic em 10,50% a.a., ocorrida em junho, os membros chegaram a um consenso de que o cenário econômico havia se deteriorado consideravelmente. Entre os fatores determinantes estavam a desancoragem das expectativas de inflação, o aumento dos preços em maio – impulsionado pelas enchentes que afetaram os alimentos –, e a desvalorização cambial de 5,6%. Além disso, a inflação dos serviços subjacentes acelerou, enquanto o mercado de trabalho permaneceu robusto, com aumento da massa salarial e do consumo das famílias, o que intensificou as pressões sobre os preços. Diante desse cenário, o Copom reafirmou seu compromisso com a meta de inflação, destacando a necessidade de manter uma política monetária contracionista até que as expectativas inflacionárias fossem ancoradas e o processo de desinflação consolidado. Por isso, optou por manter a Selic no patamar de 10,50% a.a.

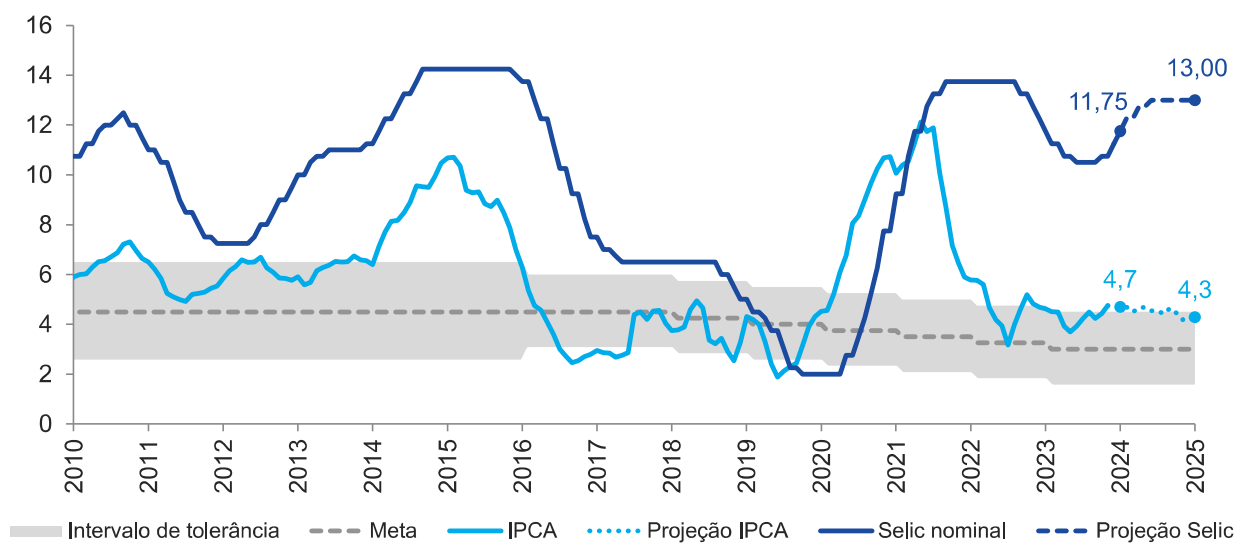
A elevação da taxa Selic em 2024 teve início em setembro, com um aumento de 0,25 ponto percentual, marcando o retorno do ciclo de aperto monetário em resposta ao cenário econômico deteriorado. O Banco Central justificou essa decisão com base na persistência das expectativas inflacionárias acima da meta, impulsionadas por uma atividade econômica mais aquecida do que o esperado e por um mercado de trabalho extremamente dinâmico. No acumulado do ano, foram criadas 1,9 milhão de novas vagas formais, um número que, aliado ao crescimento das concessões de crédito às famílias (8% nos primeiros nove meses), contribuiu para a expansão do consumo e da demanda agregada. Essa combinação de fatores levou o hiato

do produto para o campo positivo, indicando que a economia operava acima de seu potencial, o que dificultava o controle da inflação. Além disso, a inflação de serviços subjacentes atingiu 4,7% no acumulado de 12 meses até setembro, bem acima da meta de 3%, refletindo o impacto do consumo elevado e do aumento da massa salarial.

Na reunião de novembro, o Copom intensificou o ritmo de elevação da Selic, aumentando-a em 0,50 ponto percentual, conduzindo a taxa para 11,25% a.a. A decisão foi motivada, sobretudo, pela elevação das expectativas de inflação e pela forte pressão sobre o câmbio, ambas resultantes da principal incerteza do ano: a condução da política fiscal do país. Desde o início de 2024, as projeções inflacionárias para 2025 e 2026 subiram de 3,5% para 4,1% e 3,7%, respectivamente, evidenciando um agravamento contínuo do cenário inflacionário. Esse movimento foi amplificado pelas dúvidas em torno do cumprimento do novo arcabouço fiscal, cuja implementação depende de uma revisão significativa dos gastos públicos. Até a reunião de novembro, não haviam sido apresentados avanços concretos na agenda fiscal, e essa indefinição gerava grande apreensão nos mercados. Como reflexo, o câmbio sofreu uma desvalorização acumulada de 12,5% ao longo do ano, pressionando os custos de bens industriais e ampliando as pressões inflacionárias. A ausência, à época, de medidas claras para assegurar o ajuste fiscal aumentou a desconfiança sobre a capacidade do governo de controlar o déficit e cumprir as metas propostas.

Gráfico 7.7. Projeção IPCA e Taxa de Juros Selic

(Variação % acumulada em 12 meses | % a.a.)



Fontes: IBGE, BCB, Projeções: UEE/FIERGS.

O que esperar da política monetária em 2024 e 2025? A condução da política monetária em 2024 e 2025 estará fortemente condicionada pela evolução do cenário fiscal e pelas expectativas inflacionárias. Em sua ata divulgada em novembro, o Banco Central reafirmou o compromisso com a convergência da inflação para a meta, destacando que a magnitude do ciclo de aperto monetário será ajustada conforme necessário. A recente proposta de ajuste fiscal enviada pelo Executivo ao Congresso, que prevê uma redução de R\$ 70 bilhões nas despesas públicas ao longo dos próximos dois anos, foi recebida com ceticismo pelos mercados. Embora represente um esforço de contenção, o arranjo é considerado insuficiente para alcançar superávits fiscais em 2025 e 2026. Além disso, a proposta de reestruturação do imposto de renda, que pode

gerar uma redução expressiva na arrecadação, ampliou as incertezas fiscais, contribuindo para a desvalorização cambial que levou o Dólar acima de R\$ 6,00.

Esse cenário fiscal adverso reforça a desancoragem das expectativas de inflação, exigindo do Banco Central uma postura prolongada de aperto monetário. A autonomia da autoridade monetária e seu compromisso com a independência tornam improvável uma flexibilização antecipada da Selic, mesmo diante de pressões políticas. A combinação de uma condução fiscal frágil e o aumento das incertezas econômicas aponta para a manutenção de taxas de juros elevadas em 2025, como forma de compensar os riscos advindos da ausência de um ajuste fiscal robusto.

Para o final de 2024, espera-se que a Selic encerre o ano em 11,75% a.a., mantendo o patamar do final de 2023. Já em 2025, projeta-se uma abordagem cautelosa por parte do Banco Central, com a taxa alcançando 12,50% a.a., caso o cenário fiscal e inflacionário continue desafiador. A necessidade de conter as expectativas inflacionárias, especialmente em um ambiente de câmbio desvalorizado e incertezas fiscais persistentes, continuará orientando as decisões do Copom. Dependendo do sucesso ou fracasso das medidas fiscais implementadas, o ciclo de aperto monetário poderá ser ajustado, indicando que a política monetária deverá permanecer em terreno contracionista por um período prolongado