

## SUMÁRIO EXECUTIVO

### ESTADOS UNIDOS

#### CONVERSANDO COM O FED

O banco central americano manteve a taxa básica de juros no intervalo entre 5,25% e 5,50% a.a., conforme amplamente esperado pelo mercado, e indicou proximidade do início do ciclo de afrouxamento monetário. Reiteramos nosso cenário de que o ambiente econômico permite começar a reduzir a taxa de juros em setembro desse ano, alinhado com a nova sinalização do Fed.

### ESTADOS UNIDOS

#### CRESCIMENTO, INFLAÇÃO E JUROS AMERICANOS EM 2025 SEGUNDO UM MODELO DE FATORES DINÂMICOS

Um modelo de fatores dinâmicos de economia americana sugere que a inflação e o crescimento do PIB estão próximos à sua média histórica, enquanto as taxas de juros estão 1,5 desvio padrão acima do seu ponto neutro. O modelo prevê uma desaceleração do PIB e acomodação da inflação em linha com as previsões Safr e do mercado, mas uma queda dos juros mais rápida do que ambas previsões. Essa discrepância pode refletir que nos últimos 30 anos os principais ciclos de corte de juros começaram com a economia em franca deterioração (bolha da internet, crise financeira), enquanto agora a economia americana vem se beneficiando de choques de oferta favoráveis (crescimento da imigração, produção de petróleo e produtividade do trabalho com IA), o que sugere menos urgência nos cortes de juros. Ela pode refletir também a percepção de deterioração fiscal forte, que pode levar a surpresa inflacionárias, hipótese compatível com a aplicação da trajetória de juros de mercado no modelo, que aponta para uma inflação mais alta do que aquela obtida com uma estimativa em que a trajetória de juros é endógena.

### ATIVIDADE

#### O MERCADO DE TRABALHO NO SEGUNDO TRIMESTRE DE 2024

O mercado de trabalho dá sinais crescentes de aperto, ainda que as potenciais repercussões desse aperto na inflação não sejam aparentes. A taxa de desocupação média no segundo trimestre de 2024 foi de 7,0%, na série com ajuste sazonal, uma redução de 0,4 p.p em relação ao primeiro trimestre. O rendimento médio nominal cresceu 10% nos últimos doze meses, puxado principalmente por ocupados por conta própria, reflexo do dinamismo da atividade econômica que tende a aumentar o número de horas trabalhadas por esse grupo. Considerando a aceleração dos preços no atacado (IPAs) devida ao câmbio, a remuneração do trabalho pode levar as pressões nos custos das empresas para terreno desconfortável até o final do ano, com algum reflexo na inflação de 2025.

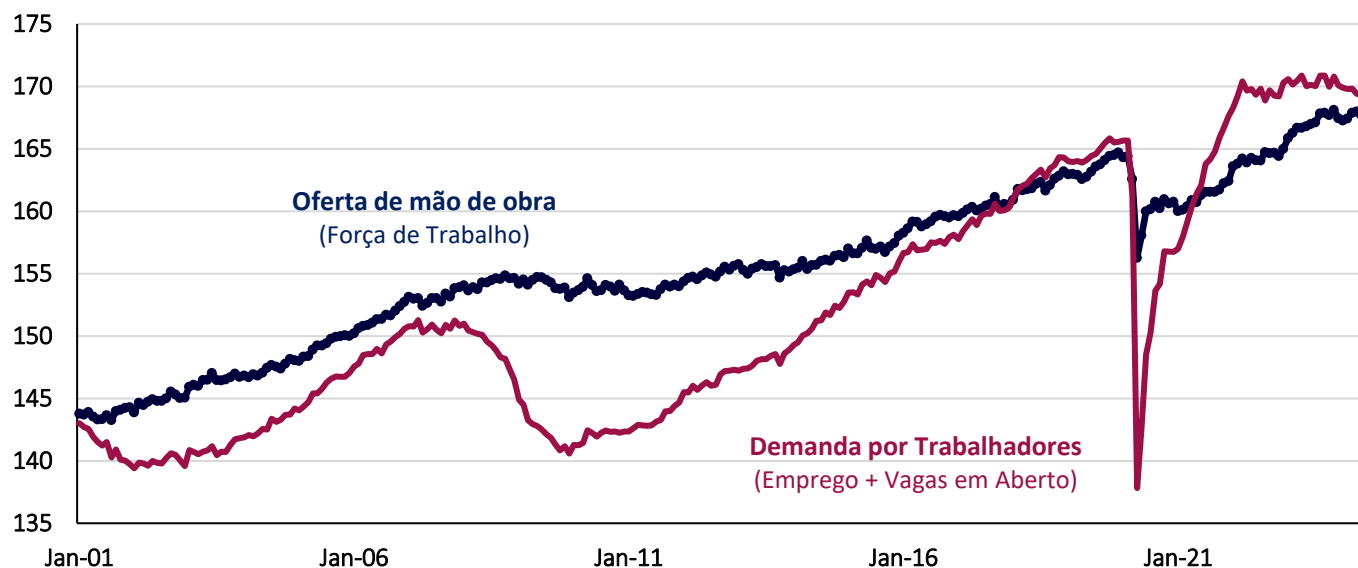
**EDUARDO YUKI****FABIO KLEIN****GIOVANNI PAZ****LAURA D'OLIVAL****LIVIO MAYA****LUCAS YUKI OKUNO****MAILLIW SERAFIM****MATHEUS MAÇON****MATHEUS ROSIGNOLI****CALENÁRIO ECONÔMICO****SAFRA INDICADORES**Leia mais sobre  
Economia e Finanças em**O ESPECIALISTA**

**ESTADOS UNIDOS – CONVERSANDO COM O FED**

O comunicado divulgado pelo Fed alterou a qualificação sobre a atividade econômica e a inflação. O documento afirma que o mercado de trabalho ‘moderou’ e o desemprego ‘subiu’, apesar de continuar em patamar baixo. A taxa de desemprego passou de 3,5% em julho do ano passado para 4,3% em julho desse ano, o que corrobora o nosso cenário de que existe um ajuste em curso no mercado de trabalho. A oferta de mão de obra tem sido fortemente beneficiada pela imigração, como evidencia o aumento da força de trabalho de não nativos em 4,9% nos últimos doze meses (1,5 milhão de pessoas). Além disso, a demanda por mão de obra recuou nos últimos meses, concomitante à estagnação das encomendas para as empresas. Assim, o excesso de demanda por trabalhadores passou de 6,2 milhões no início de 2022 para 3,1 milhões em meados do ano passado e 1,4 milhão em junho deste ano.

O ajuste do mercado de trabalho tem colaborado para a desaceleração dos salários, enquanto os ganhos de produtividade seguem firmes. O custo unitário do trabalho subiu apenas 0,5% no segundo trimestre deste ano em relação ao mesmo período do ano passado, a menor variação interanual desde 2016. Esse ritmo de aumento dos custos trabalhistas é compatível com inflação abaixo da meta de 2,0%.

**Gráfico 1. EUA: Mercado de Trabalho**  
(milhões de pessoas)

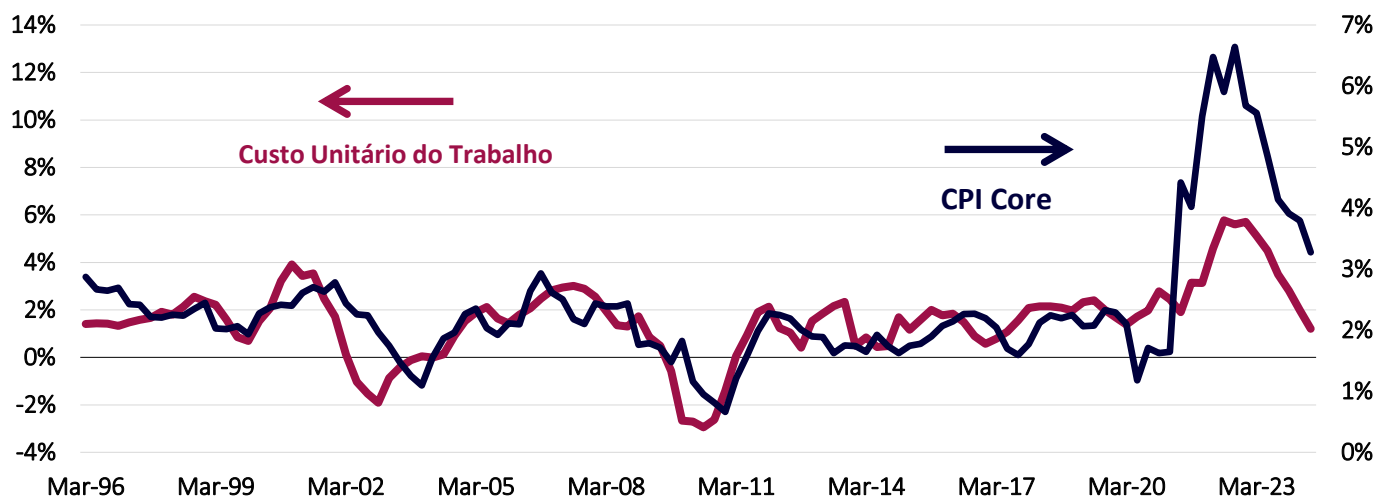


Fonte: BLS e Banco Safr.

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 02 de agosto de 2024

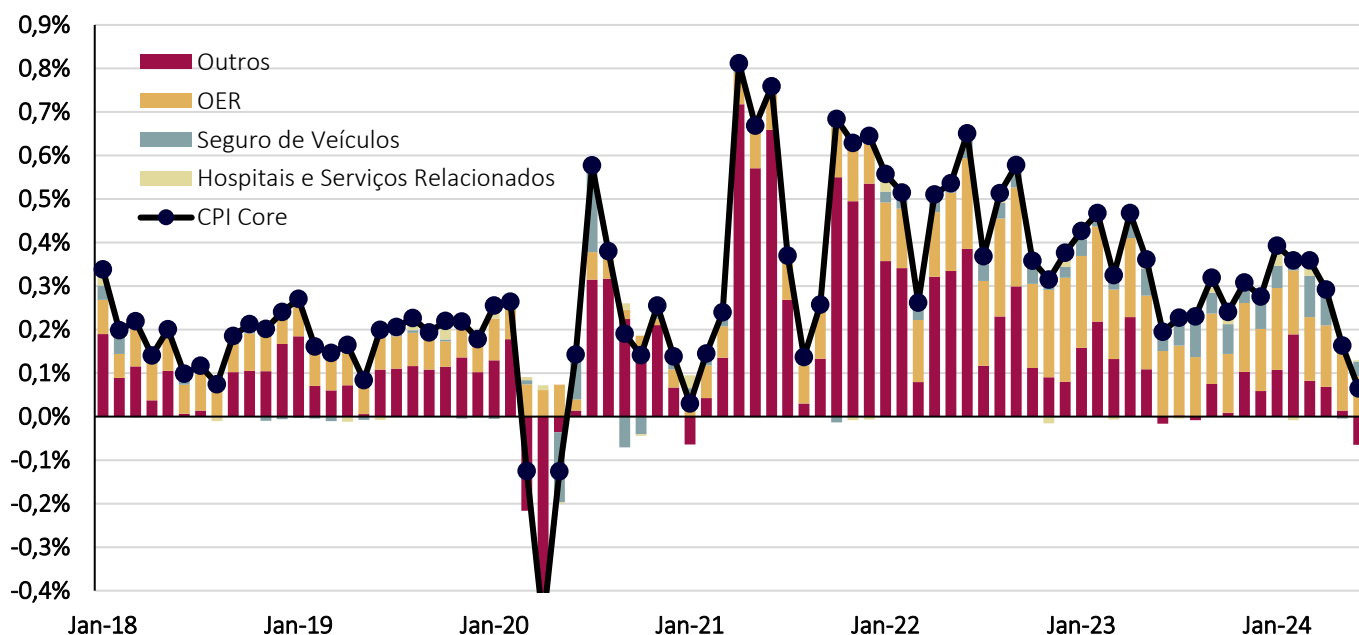
**Gráfico 2. EUA: Custo do Trabalho e Núcleo da Inflação**  
(variação interanual)



Fonte: BLS e Banco Safr.

A qualificação da inflação também mudou no comunicado do FOMC. Em junho, o comitê afirmou que a inflação estava ‘elevada’ e, agora, está ‘um pouco elevada’. De fato, a inflação ao consumidor desacelerou sensivelmente nos últimos meses. Excluindo alimentação e energia, o núcleo da inflação ficou em apenas 0,17% ao mês na média do segundo trimestre, incluindo uma importante desaceleração nos serviços. O índice de difusão continuou comportado durante o primeiro semestre deste ano e corrobora a nossa visão de que o aumento da inflação no primeiro trimestre foi temporário e concentrado em poucos itens, sem relação com processos inflacionários.

**Gráfico 3. EUA: Contribuição ao CPI Core**  
(contribuição para variação mensal, com ajuste sazonal)

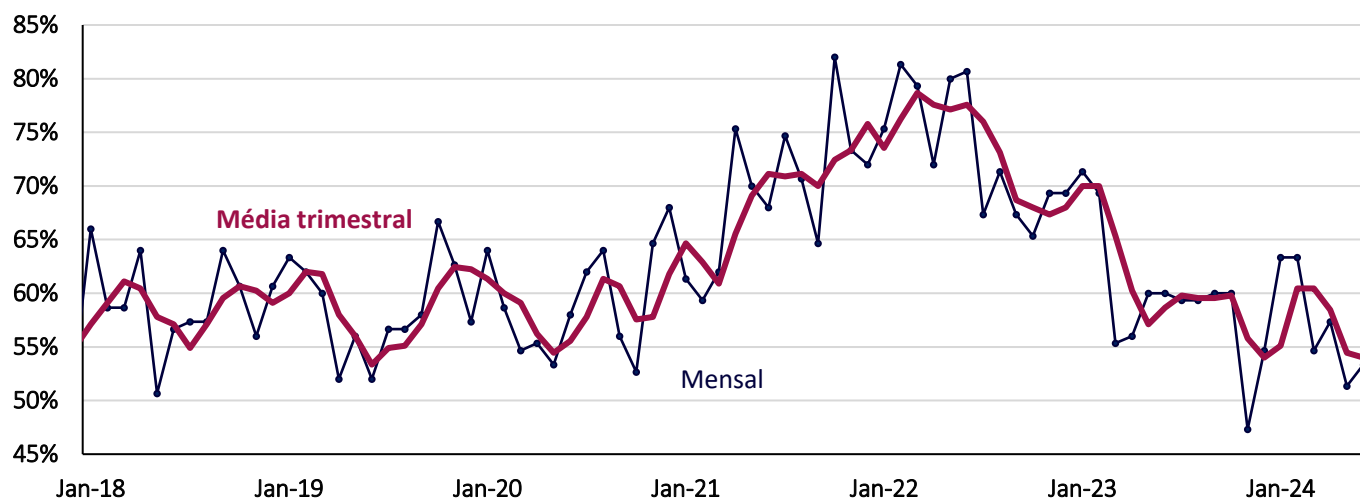


Fonte: BLS e Banco Safr.

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 02 de agosto de 2024

**Gráfico 4. EUA: Índice de Difusão do CPI Total**  
(percentual de itens com aumento de preço)



Fonte: BLS e Banco Safr.

Diante da reavaliação do cenário, o comunicado do FOMC também redefiniu o balanço de riscos. Na reunião de junho, afirmava que estava atento apenas aos riscos inflacionários e agora está atento aos ‘riscos de ambos os lados do seu mandato duplo’, que inclui a atividade econômica. Diante de riscos balanceados, a manutenção da taxa de juros em patamar restritivo pode aprofundar a desaceleração da atividade e levar a inflação para abaixo do centro da meta.

O presidente do Fed, Jerome Powell, afirmou em entrevista que deseja “ver mais dados bons e ganhar confiança” e que “não quer ver um esfriamento material do mercado de trabalho”. Assim, indicou que “o sentimento do comitê está se aproximando ao corte de juros”. Acreditamos que os próximos indicadores de inflação fornecerão a confiança necessária para o comitê, que poderá confirmar a disposição a reduzir juros através de discursos e apresentações, incluindo o simpósio de política monetária em Jackson Hole entre os dias 22 e 24 de agosto. Dessa forma, mantemos a nossa expectativa de início do ciclo de normalização monetária na próxima reunião do FOMC no dia 18 de setembro, seguida de outro corte no dia 18 de dezembro.

## ESTADOS UNIDOS – CRESCIMENTO, INFLAÇÃO E JUROS AMERICANOS EM 2025 SEGUNDO UM MODELO DE FATORES DINÂMICOS

Apresenta-se aqui um modelo de fatores dinâmicos da economia dos EUA para prever a trajetória das principais variáveis macroeconômicas no restante de 2024 e 2025.<sup>1</sup> O modelo postula que a dinâmica de 84 variáveis-chave macroeconômicas  $Y$  é determinada por três fatores  $X$ :

$$Y_t = u + BX_t + w_t \quad (1)$$

As séries macroeconômicas  $Y$  são agrupadas em três categorias, cada uma delas reunindo quatro tópicos que incluem cada um certo número de variáveis. O tópico de produção industrial, por exemplo, inclui componentes de várias indústrias, assim como o de emprego inclui diversas variáveis representativas do tema. As três categorias são nomeadas de acordo com sua interpretação econômica: atividade, inflação e juros, que se subdividem em 12 tópicos (Tabela 1), cada um agrupando certo grupo de variáveis afins. Aqui, as séries de atividade (PIB, produção industrial, emprego etc.) e de índices de preço (CPI, PCE etc.) são representadas em variação trimestral anualizada. As taxas de juros anuais entram em nível.<sup>2</sup>

Tabela 1. Variáveis-chave de cada grupo

Atividade	Inflação	Juros
PIB Real	CPI	Fed Funds Rate
Consumo Pessoal	CPI Core	Rendimento de 10 anos
Produção Industrial	PCE	Taxa de Hipoteca de 30 anos
Emprego em payroll	PPI	Rendimento corporativo AAA

Fonte: FRED (St. Louis FED) e Banco Safr.

Construímos fatores em três passos. Primeiro, normalizamos cada uma das 84 séries para elas tenham média zero e desvio padrão unitário (*z-scores*). Em seguida, dividimos as séries normalizadas nas três categorias acima e computamos o primeiro componente principal de cada categoria, separadamente. No terceiro passo, normalizamos as três séries de componentes principais, de modo a apresentarem média zero e variância unitária. Estes são os fatores  $X$  que representam as três categorias.

Nossos três fatores exibem um notável poder preditivo sobre as séries econômicas de interesse. A variância explicada ( $R^2$ ) pela regressão de cada série nos fatores  $X$  é bastante alta para a maior parte das 84 variáveis. Para as séries históricas do PIB real, inflação do CPI e taxa dos *Fed Funds*, três variáveis de maior interesse, o  $R^2$  ultrapassa 80% (Gráfico 5).

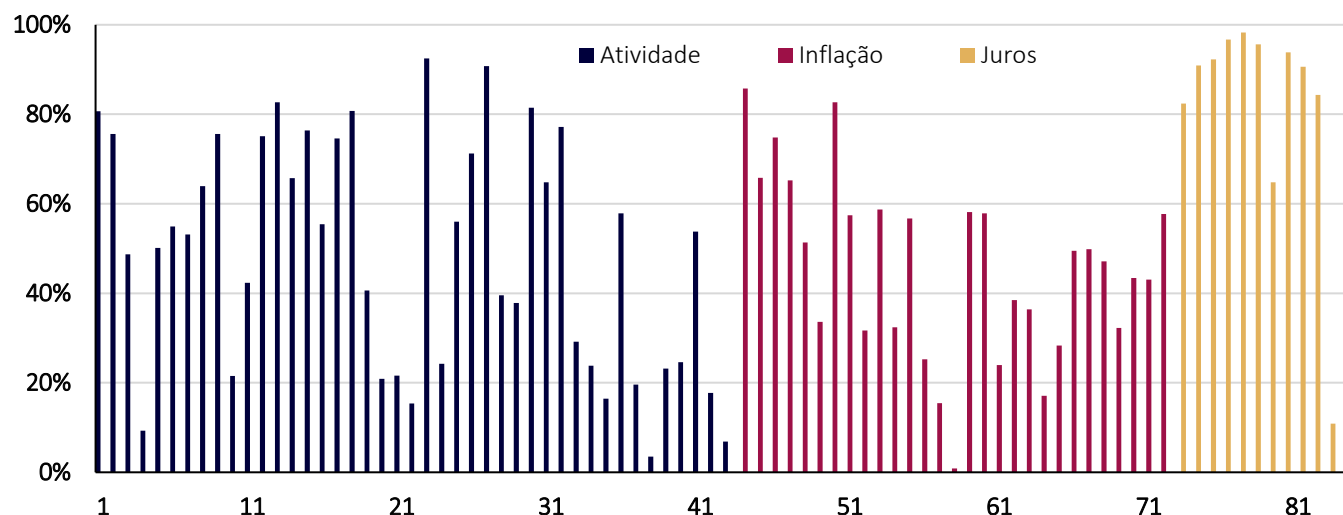
<sup>1</sup>Veja Stock e Watson (2016) para um tratamento introdutório de modelos de fatores dinâmicos.

<sup>2</sup>Seguindo Stock e Watson (2016), utilizamos um filtro de Tukey bicaudal para remover um componente de baixa frequência de cada série. Este procedimento faz com que a média de cada série (pós ajuste) seja mais sensível aos dados das últimas duas décadas. Assim, ele é útil no caso de séries cuja média móvel variou significativamente nos últimos trinta anos, como a inflação do CPI, por exemplo. Sem o ajuste, sua média seria de 3,9%. Com o ajuste, ela passa a 2,7%.

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 02 de agosto de 2024

Gráfico 5. R<sup>2</sup> da Equação 1, regressão por regressão (%)



Fonte: FRED (St. Louis FED) e Banco Safr.

A evolução dos três fatores permite a seguinte interpretação sobre o estado atual da economia americana:

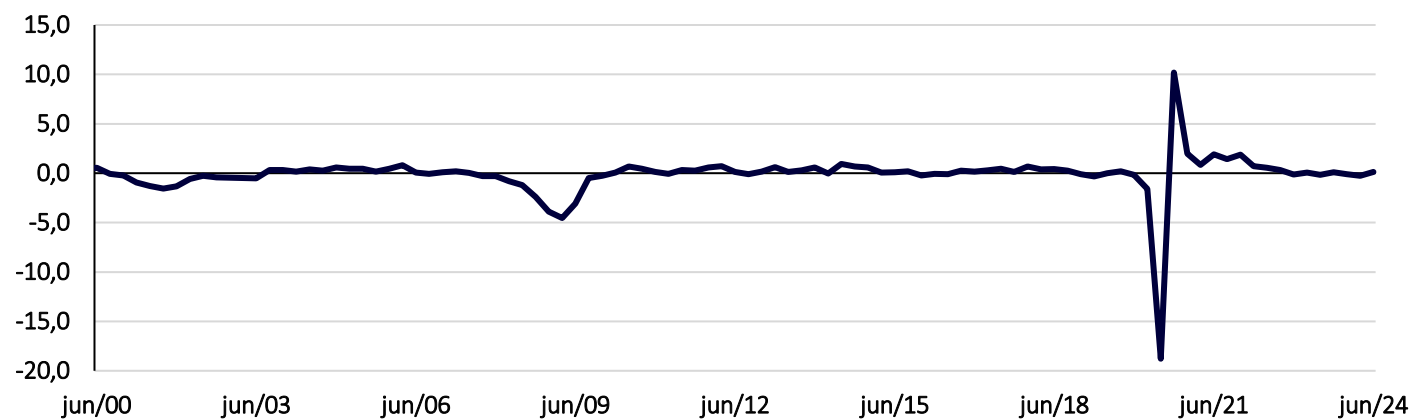
- O fator de atividade está 12% de um desvio padrão (1-dvp) acima da média no segundo trimestre de 2024. A média móvel de um ano desse fator está -3% de 1-dvp da média (Gráfico 6). Essa afirmação é compatível com a observação de que o crescimento médio (anualizado) do PIB estava 2,1% na primeira metade de 2024, valor próximo ao crescimento médio de 2,2% estimado no longo prazo.
- Após o surto de inflação pós covid, nosso fator de inflação estava apenas 7% de 1-dvp acima da média no 2º trimestre de 2024, valor mais baixo desde 2020. A média anual do fator inflação estava 30% de 1-dvp da média. O crescimento do CPI e do núcleo do CPI foi de 2,8% e 3,1%, respectivamente, no período mais recente, valor não muito superior ao valor de longo prazo de 2,7% e valor significativamente diferente daqueles observados no começo da década (perto de 200% de 1-dvp da média).
- Embora o crescimento esteja crescendo “perto do potencial” e a inflação esteja convergindo para a média, nosso fator taxa de juros — que captura, entre outros, tanto a taxa do Fed quanto a rentabilidade dos títulos mais longos, principalmente os públicos — encerrou 2023 em 146% de 1-dvp acima da média. Esse valor caiu para 125% no primeiro trimestre de 2024 e voltou para 146% no segundo trimestre. Tais flutuações são explicadas principalmente pela variação dos rendimentos dos títulos públicos de longo prazo, hipotecas e títulos corporativos que oscilaram bastante na primeira metade do ano por conta de algumas surpresas na inflação e ajustes na postura do Fed. A taxa do Fed, por seu lado, não variou até agora neste ano, tendo último aumento da taxa dos Fed Funds ocorrido nos meados de 2023.

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 02 de agosto de 2024

### Gráfico 6. Fator de Atividade

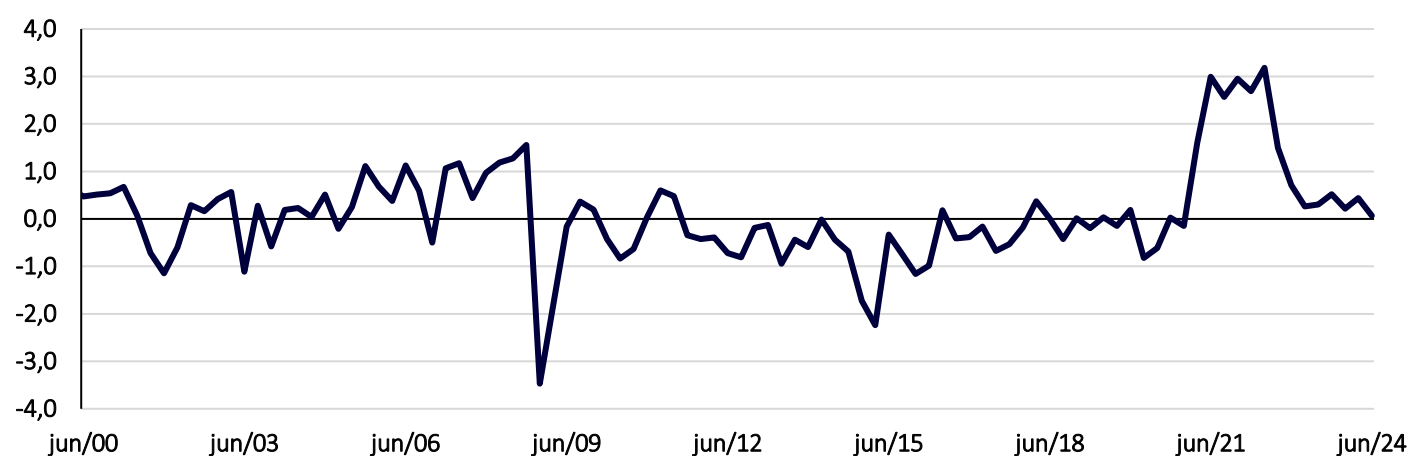
(média móvel anual, média = 0, desvio padrão = 1)



Fonte: FRED (St. Louis FED) e Banco Safr.

### Gráfico 7. Fator de Inflação

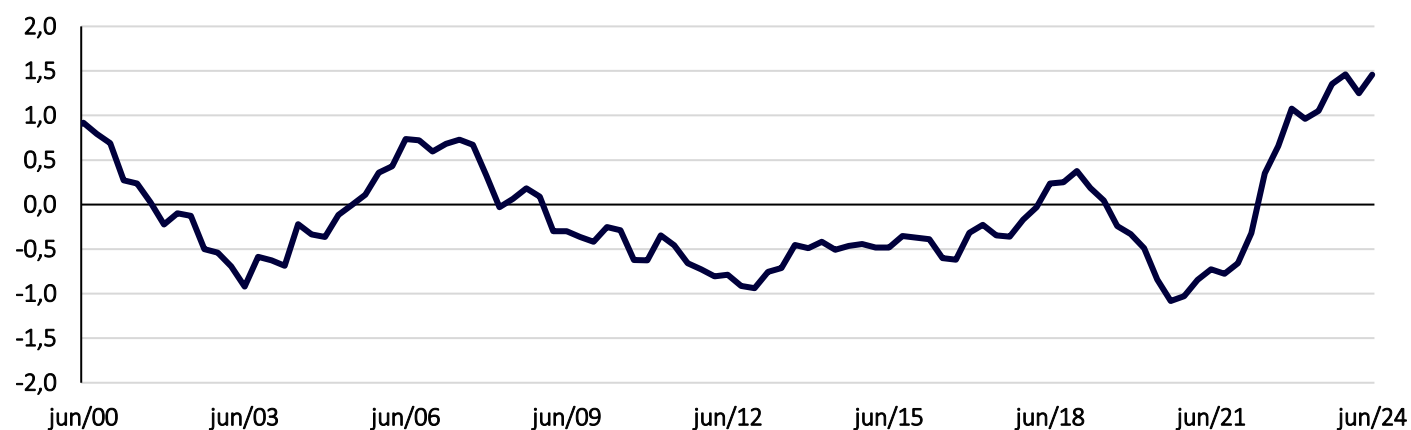
(média móvel anual, média = 0, desvio padrão = 1)



Fonte: FRED (St. Louis FED) e Banco Safr.

### Gráfico 8. Fator de Juros

(média móvel anual, média = 0, desvio padrão = 1)



Fonte: FRED (St. Louis FED) e Banco Safr.

## Safra Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 02 de agosto de 2024

Entendida a posição atual das três principais variáveis representativas da economia adotadas aqui (vetores de atividade, inflação e juros), é possível estimar como esses fatores e as 84 variáveis representadas por eles vão evoluir no curto prazo. Para isso, supomos que os fatores seguem um modelo de autorregressão vetorial segundo a equação 2, cujos coeficientes  $A_{n, n=1,2,3}$  são estimados por mínimos quadrados ordinários:

$$X_t = A_1 X_{t-1} + A_2 X_{t-2} + A_3 X_{t-3} + e_t \quad (2)$$

Os valores que as séries macroeconômicas vão adquirir nos próximos trimestres podem, assim, ser estimados aplicando na equação (1) os valores de  $X_{t, t=+1, +2, \dots}$  estimados pela equação (2).

O modelo prevê que, partindo da situação atual, a atividade nos EUA vai desacelerar levemente em 2025. O índice de variação da atividade econômica fecha 2024 10% de 1-dvp abaixo da média, caindo para 20% de 1-dvp abaixo da média no final de 2025. Isso equivale ao PIB ter crescimento real de 2% em 2024 (próximo à previsão oficial do Safra de 2,2%) e 1,9% em 2025. Olhando a evolução das outras variáveis na categoria atividade, observa-se que o modelo prediz que o ritmo de crescimento da produção industrial e o emprego agregado também estará abaixo do seu ritmo de longo prazo.

A inflação prevista pelo modelo aponta para uma nova desaceleração do crescimento dos preços que leva a inflação de 2025 para abaixo da média de longo prazo desse fator. O fator inflação cai de 20% de 1dvp acima da média para 20% de 1-dvp abaixo da média de longo prazo em menos de dois anos (Tabela 2). De fato, a previsão de crescimento do CPI de 2025 está em 2,3%, inferior ao valor de longo prazo de 2,7%, ainda que ligeiramente acima da meta do Fed. A variação do núcleo do CPI permanecerá acima 3% de 1-dvp acima da média em 2025, portanto com uma convergência mais lenta.

A projeção do modelo para o fator juros aponta uma pequena queda para 140% de 1-dvp acima da média no final de 2024, chegando a 110% de 1-dvp acima da média no final de 2025, ou seja, ainda bem acima da média histórica. Essa evolução do fator juros, junto com aquela da inflação e atividade aponta para uma queda relativamente rápida da Fed Funds Rate, que chega a perto de 3% nominais ao longo de 2025. Nesse caso, as projeções do modelo estão bem abaixo daquelas do mercado, conforme os mercados futuros e outras indicações.

**Tabela 2. Previsões para o Modelo de Fatores**  
(%, ano completo)

Variável	2024	2025	Longo Prazo
Crescimento do PIB real	2,0	1,9	2,2
Crescimento da produção industrial	0,4	-0,5	0,5
Crescimento do emprego (payroll)	1,4	0,9	1,2
Inflação (CPI)	3,1	2,3	2,7
Inflação (CPI Core)	3,5	3,0	2,7
Taxa do Fed Funds	4,7	3,3	1,3
Taxa de Hipoteca de 30 anos	6,8	6,2	4,3
Índice de Atividade	-0,1	-0,2	0,0
Índice de inflação	0,1	-0,2	0,0
Índice de juros	1,4	1,1	0,0

Fonte: FRED (St. Louis FED) e Banco Safra.

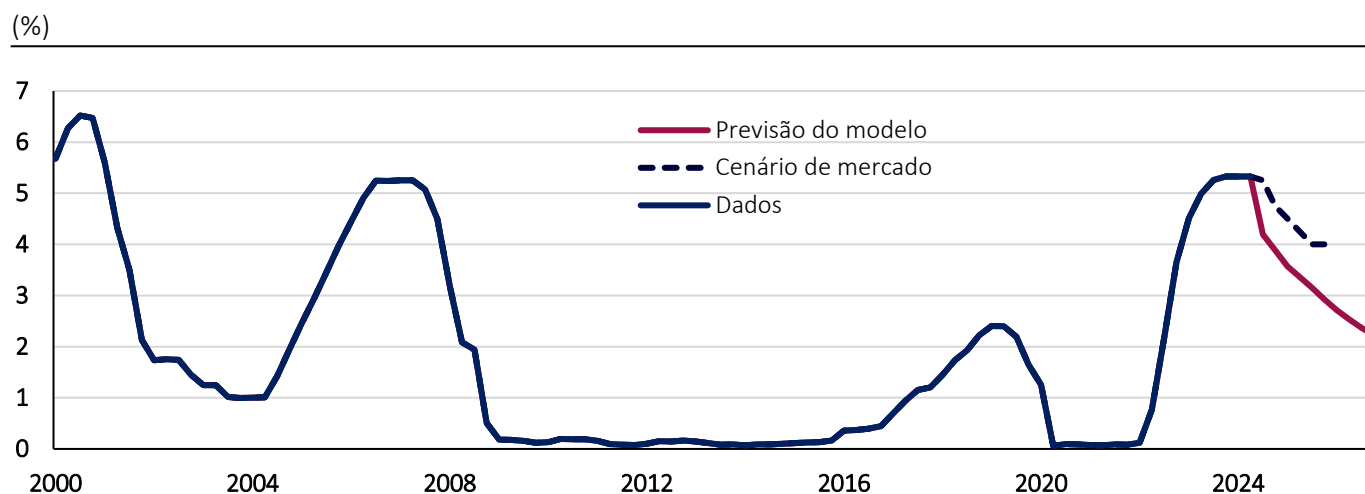


## Safrá Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 02 de agosto de 2024

A queda relativamente abrupta das taxas de juros prevista pelo modelo contrasta com aquela projetada pelo mercado, mas não destoia muito da experiência de outros períodos de corte de juros nos EUA (Gráfico 9). As previsões de mercado e do Banco Safrá para a taxa dos Fed Funds ao final de 2004 estão na faixa de 4,75% e, ao final de 2025, entre 4% a 4,25%. Essa trajetória de mercado é consistente com aquela sugerida pelo próprio Fed, inclusive nos exercícios trimestrais da colação das projeções dos membros do comitê de política monetária da instituição (FOMC). Por outro lado, a trajetória do modelo é bem mais próxima daquela observada nos vários ciclos anteriores de corte de juros pelo Fed (Tabela 3). Enquanto o mercado prevê os juros caindo apenas 1 ponto percentual em 12 meses, a queda nos quatro últimos episódios de cortes de juros nos EUA foi de 2,8%, valor um pouco maior que os 2 pontos percentuais previstos pelo modelo. A queda em dois anos também foi maior nos episódios recentes do que nas projeções de mercado atuais.

**Gráfico 9. Taxa Fed Funds**



Fonte: FRED (St. Louis FED) e Banco Safrá.

**Tabela 3. Variação da Taxa de Juros (Fed Fund Rate) em Ciclos de Corte**

(%, horizonte em trimestres)

Horizonte	1989-06	2000-12	2007-06	2019-06	2024 - Modelo	2024 - Mercado
1	-0,6	-0,9	-0,2	-0,2	-1,1	-0,1
2	-1,1	-2,1	-0,8	-0,8	-1,4	-0,6
4	-1,5	-4,3	-3,2	-2,3	-2,0	-1,1
6	-2,0	-4,7	-4,7	-2,3	-2,4	-1,3
8	-3,9	-5,0	-5,1	-2,3	-2,8	-2,0

Fonte: FRED (St. Louis FED) e Banco Safrá.

Os motivos para as discrepâncias observadas na tabela três parecem ser de pelo menos duas ordens. A primeira é que em dois dos casos reportados na tabela o Fed estava reagindo a uma forte e rápida deterioração da atividade, na esteira da explosão da bolha da internet (dot-com) e da grande crise financeira de 2007-8, enquanto a economia americana hoje parece bem mais robusta, sem riscos de derretimento do mercado financeiro como naquelas épocas e ainda se beneficiando dos choques de oferta favoráveis do aumento da imigração, produção de petróleo e inteligência artificial. Nesse sentido, vale

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 02 de agosto de 2024

observar que em períodos em que a economia não estava com risco tão grande (1989, 2019), as quedas foram mais moderadas, ainda que mais rápidas do que a atual projeção de mercado para 2024-25. Uma outra razão para o mercado prever uma queda mais lenta é a preocupação com o cenário fiscal e a política, que podem trazer surpresas inflacionárias, ou seja, haveria uma espécie de prêmio de risco nessas projeções da taxa de juros futura. Ambas hipóteses parecem plausíveis, mas não são formalmente testadas aqui, até porque o atual modelo não inclui variáveis fiscais. Não obstante, vale mencionar que se a trajetória das taxas de juros de mercado fosse aplicada ao modelo, ela estaria associada a um cenário de projeções de inflação mais altas para 2024-25 (perto de 3,5% em 2024 e 3,0% em 2025), o que pode ser interpretado com alguma latitude como indicando que essa trajetória de mercado atual reflete o receio de surpresas inflacionárias talvez pelas incertezas sobre o desempenho fiscal depois da eleição<sup>3</sup>. Ainda que atraente, essa interpretação não substitui a estimativa de trajetórias de juros endógenas em um modelo em que variáveis fiscais estivessem presentes.

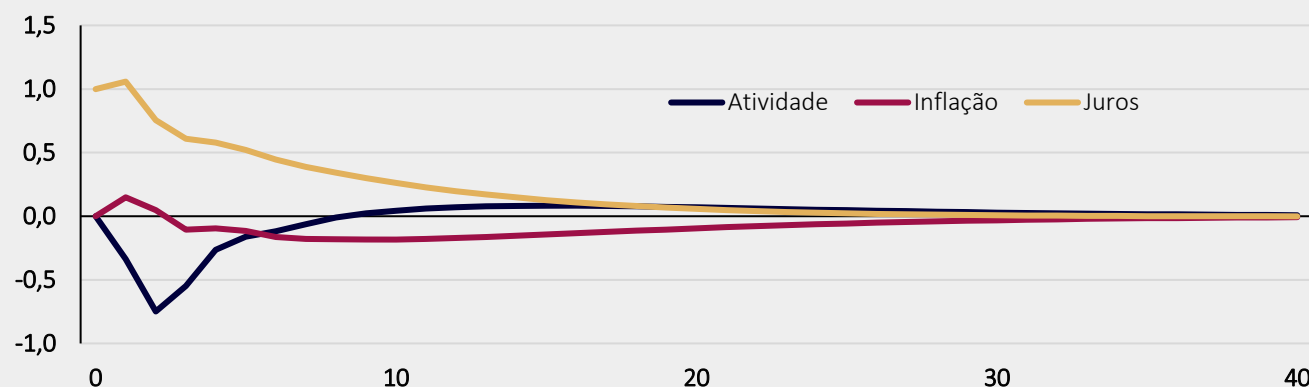
### BOX 1. O atual vetor dos fatores indica uma recessão no período à frente?

Como observado, dois dos três fatores no vetor X estão atualmente próximos da média histórica, em posição neutra, com o terceiro fator, o de juros, a mais de 1-dvp da sua média. Tal combinação é parecida com aquela que representaria, no espírito de Sims (1980), o ponto de partida de uma economia após um choque estrutural na política monetária, isto é, no fator juros ( $e_t = [0, 0, 1]$ ).

A trajetória projetada para os três fatores X a partir ponto inicial  $X_t = [0, 0, 1]$  é compatível com as previsões tradicionais da macroeconomia. A atividade econômica primeiro desacelera para abaixo da média e depois volta a crescer, voltando após um período de “excesso” ao seu crescimento histórico, já que a política monetária, sendo um choque de demanda, não cria desvios permanentes na atividade. A inflação responde negativamente ao desvio positivo de juros, mas com defasagem de três trimestres, o que também está alinhado com resultados tradicionais.

#### Gráfico Box 1. Choque de Juros: Resposta do Impulso

(desvio padrão do fator)



Fonte: FRED (St. Louis FED) e Banco Safr.

<sup>3</sup> Para realizar esse exercício com a projeção de “mercado” para os juros, usamos o filtro de Kalman bicaudal, que responde à pergunta: qual é o valor esperado dos fatores X, condicional a uma realização particular das séries Y? No nosso exercício, condicionamos a projeção dos fatores à trajetória do *Fed Funds* dada pelo mercado. A atividade mais forte em 2024, e mais fraca em 2025 obtida usando o filtro de Kalman, e a inflação mais alta em 2024 e em 2025 decorrem da correlação histórica positiva entre os fatores de atividade e inflação com o fator de juros. O filtro “interpreta” um caminho de *Fed Funds rate* mais alto como decorrente de um fator de juros mais alto, e, portanto, atividade e inflação também maiores.

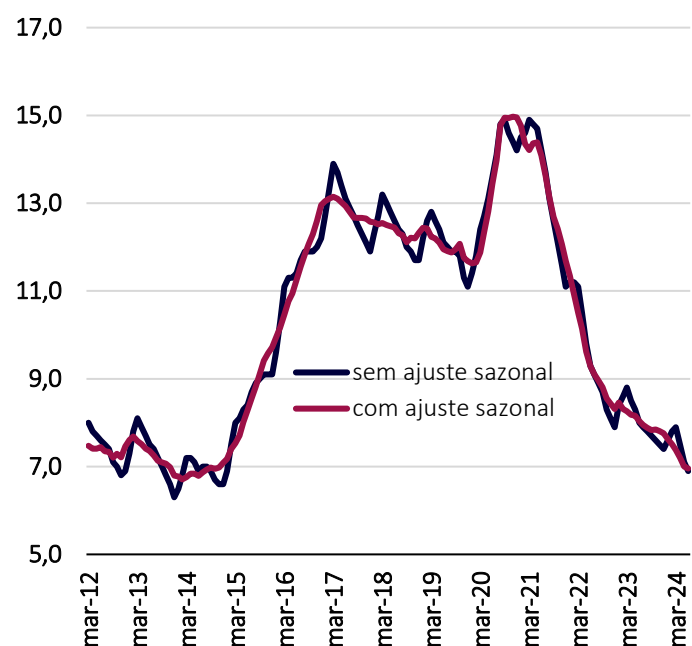
#### Referências

Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, 48(1):1–48.

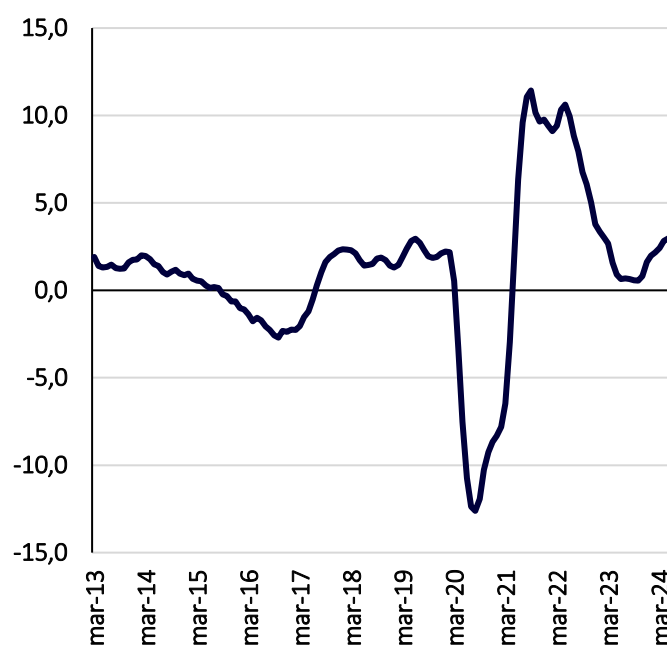
Stock, J. H. and Watson, M. W. (2016). Chapter 8 - Dynamic Factor Models, Factor-Augmented Vector Autoregressions, and Structural Vector Autoregressions in Macroeconomics. In Taylor, J. B. and Uhlig, H., editors, *Handbook of Macroeconomics*, volume 2, pages 415–525. Elsevier.

**ATIVIDADE – O MERCADO DE TRABALHO NO SEGUNDO TRIMESTRE DE 2024**

A taxa de desocupação ajustada à sazonalidade foi de 7,0% no segundo trimestre de 2024, uma redução de 0,4 p.p em relação ao primeiro trimestre. A taxa de desemprego chegou ao menor patamar desde o final de 2014, com a demanda por trabalhadores se traduzindo na expansão da população ocupada em 1,0% acumulada nos últimos três meses. A expansão da oferta de trabalho foi pouca, com a taxa de participação praticamente estável em 62,2% no trimestre passado. Essa taxa tem mostrado dificuldade em retornar ao patamar médio de 2012-2019 de 62,9%, quando era favorecida pela maior presença de jovens em idade de estudos.

**Gráfico 10. Taxa de Desocupação (%)**


Fonte: IBGE e Banco Safr.

**Gráfico 11. População Ocupada (sem ajuste sazonal, variação interanual, %)**


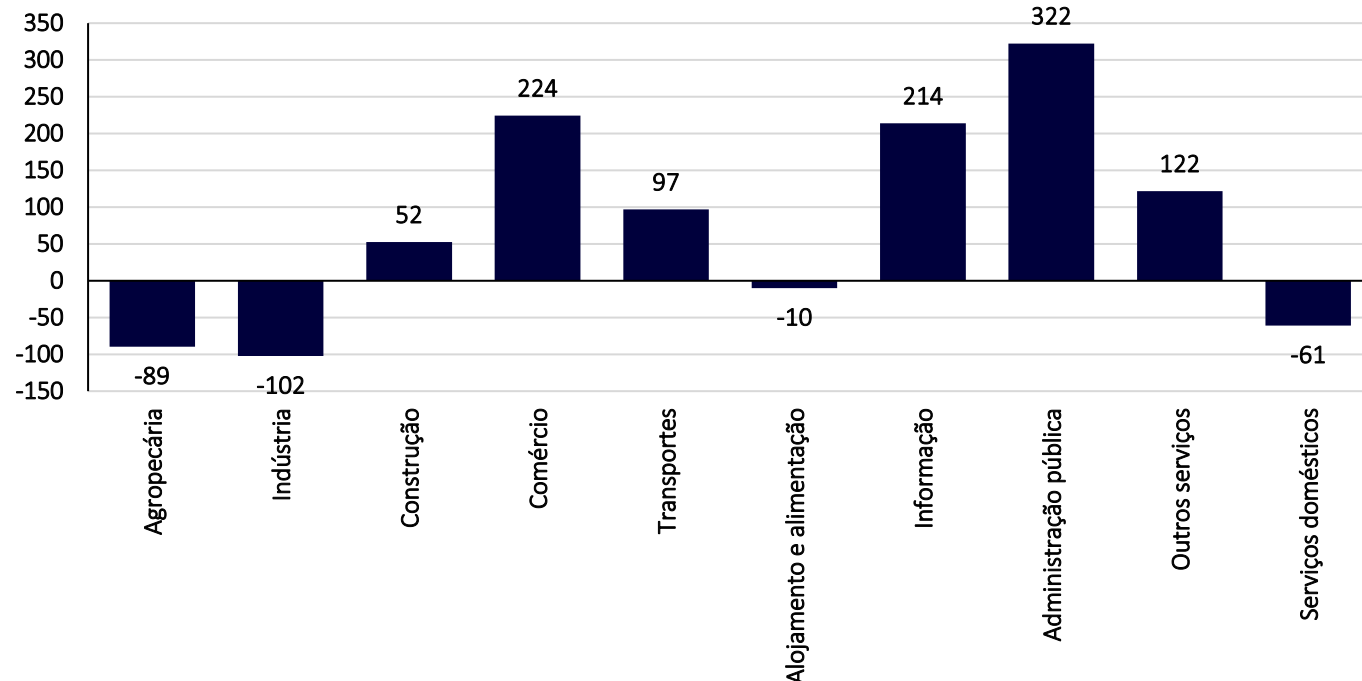
Fonte: IBGE e Banco Safr.

Na abertura setorial, seis dos dez setores pesquisados criaram postos de trabalho no segundo trimestre, quando comparado com o trimestre anterior. O crescimento do emprego na administração pública merece destaque, especialmente no segmento de educação. Já a indústria destruiu 100 mil postos de trabalho no trimestre, apesar do setor apresentar crescimento do produto no mesmo período, o que indica aumento de produtividade do segmento, ainda que talvez devida à terceirização de certas atividades.

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 02 de agosto de 2024

**Gráfico 12. População Ocupada**  
(variação trimestral, com ajuste sazonal)



Fonte: IBGE e Banco Safr.

**Os mercados de trabalho podem ficar menos apertados na esteira do impulso fiscal que se torna negativo e dos juros ainda altos.** O aperto fiscal já está contratado para o segundo semestre desse ano (ver Semanal de 26 de Julho), enquanto a política monetária continua em terreno contracionista, o que deve arrefecer a demanda doméstica nos próximos trimestres. Com isso, estimamos que a taxa de desemprego suba dos atuais 7,0% para 7,4% em dezembro desse ano, com reflexos na taxa de crescimento do rendimento do trabalho.

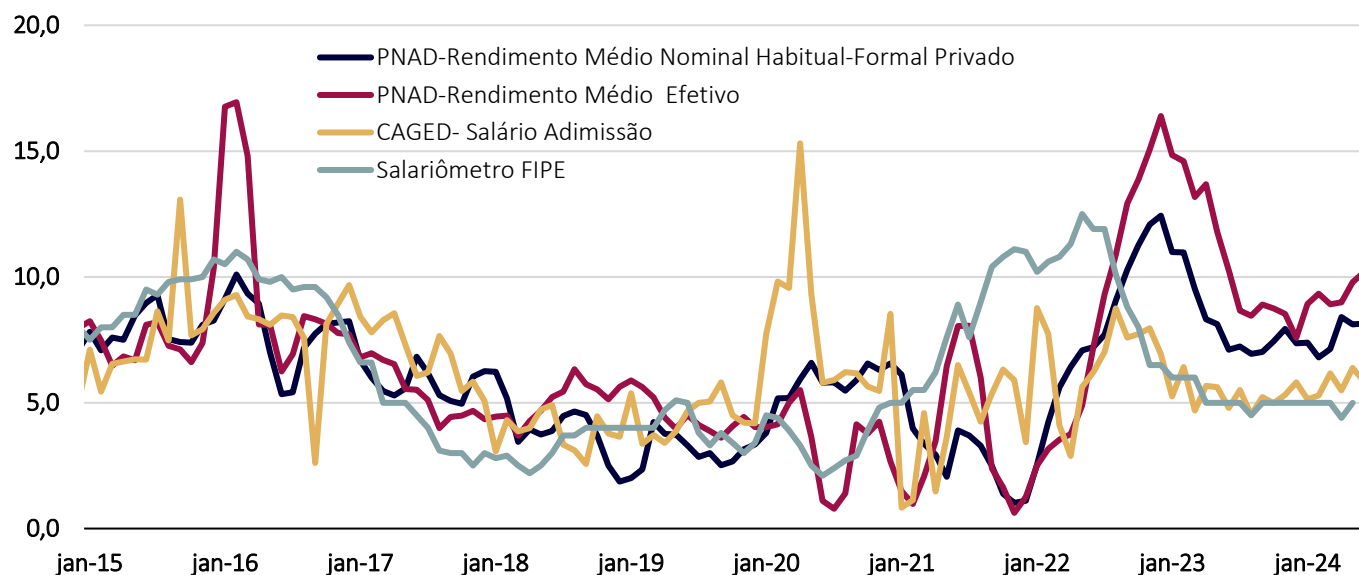
**O rendimento nominal médio habitual ajustado à sazonalidade cresceu 2,6% na comparação com o trimestre anterior.** Esse crescimento foi impulsionado pelas categorias de empregador (4,8%) e trabalho por conta própria (2,7%), sugerindo aceleração da atividade econômica, traduzida em geral por mais horas trabalhadas por esses grupos e um rendimento habitual que não filtra totalmente a variação do rendimento efetivo. Em particular, o setor comércio, onde a participação do empregado por conta própria é significativa, mostrou aumento de remuneração bem mais alto que a média história 2016-19 ao tempo em que as vendas do comércio vêm se acelerando. No caso do trabalhador privado com carteira de trabalho assinada, o rendimento subiu menos, alcançando 1,8% no período, contra 1,2% no primeiro trimestre.

**O rendimento médio de todos os ocupados reportado pelo IBGE está discrepante de outras métricas,** que são mais focadas nos trabalhadores formais. Enquanto o rendimento médio nominal dos trabalhadores formais e informais da PNAD apresentou alta de 10,0% acumulada nos últimos doze meses, os salários de admissão do Caged subiram 5,8% e o Salariômetro da Fipe subiu 5,0% no mesmo período. Em uma economia em expansão, geralmente os salários iniciais crescem mais do que os médios, o que torna natural a cifra do Caged ser ligeiramente superior à do Salariômetro. Ambas estão longe do crescimento anual do rendimento médio do trabalhador com carteira capturado pela PNAD (de 8%).

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 02 de agosto de 2024

**Gráfico 13. Rendimento Nominal Médio**  
(sem ajuste sazonal, variação interanual, %)



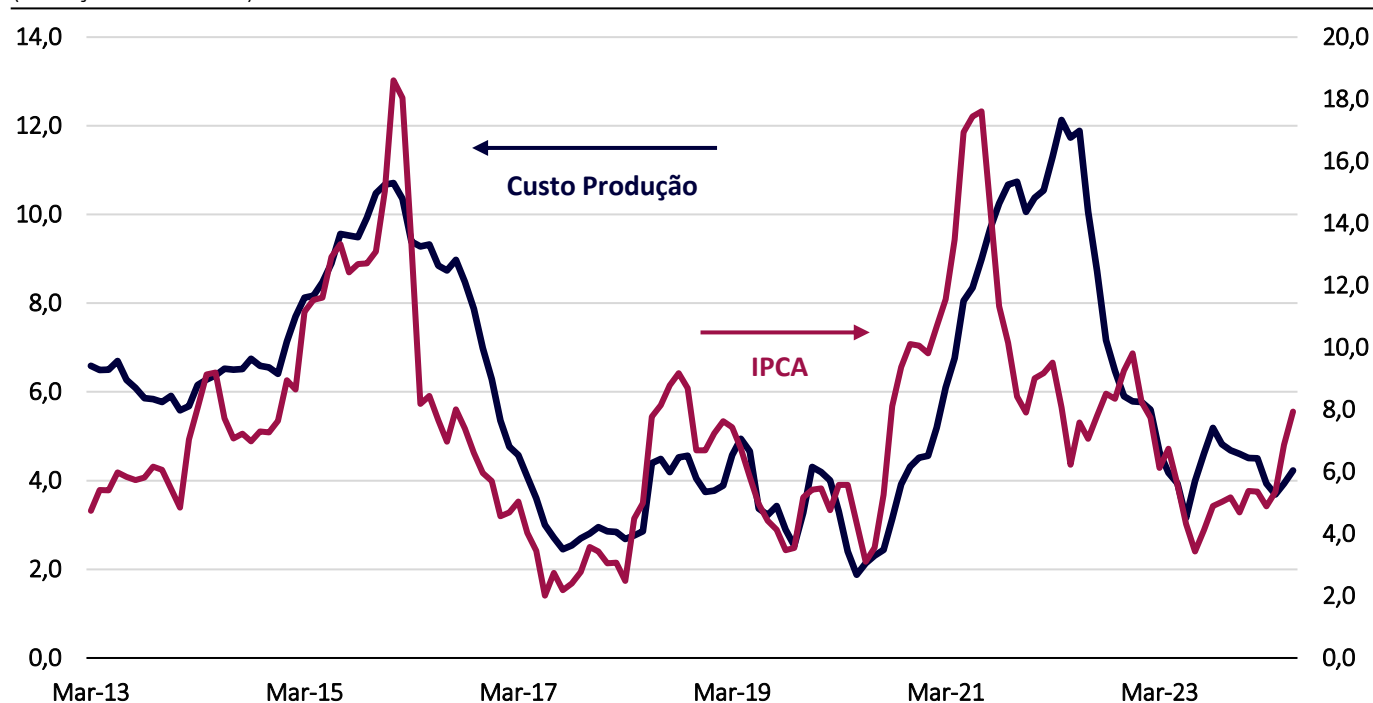
Fonte: Ministério do Trabalho, FIPE, IBGE e Banco Safr.

O atual aperto no mercado de trabalho pode criar pressões de remuneração dos ocupados nas empresas, que se somariam à aceleração dos preços no atacado (IPAs) na esteira da piora recente do câmbio. A pressão da remuneração do trabalho sobre os custos das empresas deve ser avaliada após esse aumento ser ajustado ao ganho de produtividade do trabalho no período. Esta produtividade cresceu 1,7% no acumulado dos últimos quatro trimestres findos no 1T24, segundo o Observatório do IBRE. Desta forma, o crescimento nominal dos salários medidos pelo Caged e Salariômetro, entre 5,0% - 6,0%, representaria um aumento efetivo do custo de trabalho entre 3,3% e 4,3% a.a.. O piso dessa faixa de crescimento estaria ligeiramente acima da meta de inflação e seu limite superior perto da inflação recente. Já no caso do rendimento mensurado pela PNAD para o trabalhador com carteira de trabalho, o impacto nos custos de trabalho seria de 6,3%, já depois do ajuste à produtividade do trabalho. Como os preços no atacado subiram nos últimos meses, e poderá ter outros aumentos na medida em que o câmbio não ceder, a pressão de custos das empresas pode subir se não houver alguma acomodação do mercado do trabalho nos próximos meses. Um eventual aumento dos custos das empresas pode se transmitir aos preços ao consumidor, com reflexos, inclusive, na inflação em 2025, período que se tornou mais relevante para a política monetária.

## Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 02 de agosto de 2024

**Gráfico 14. Custo de Produção e IPCA**  
(variação interanual)



Fonte: IBGE e Banco Safr.

O mercado de trabalho tem se mostrado vigoroso, com rendimento médio do trabalho mostrando algum crescimento. Certas discrepâncias entre as pesquisas a domicílio e os dados cadastrais (CAGED) e dissídios tornam mais difícil avaliar a pressão da remuneração do trabalho sobre os custos das empresas, mesmo considerando o aumento da produtividade do trabalho medida pelo IBRE. Esse custo também tem sido afetado pelo câmbio, cuja desvalorização levou à variação positiva dos IPAs no período recente, e pode vir a se transmitir para os preços ao consumidor. A política fiscal mais restritiva e a manutenção dos juros em níveis ainda altos podem, por outro lado, levar a uma acomodação do mercado de trabalho até o final do ano, com prováveis reflexos baixistas no crescimento médio do rendimento do trabalho e alívio na trajetória da inflação.

**DESTAQUES DA SEMANA****BRASIL****INFLAÇÃO - IPCA**

	<b>ANTERIOR</b>	<b>SAFRA</b>
(M/M %)	0,21	0,35
(A/A %)	4,23	4,46

O IPCA de julho, a ser divulgado na sexta-feira, deve marcar a maior deflação de alimentos deste ano, com quedas importantes em produtos in natura e arrefecimento das pressões em arroz e leite. Por outro lado, a inflação de combustíveis deve acelerar, refletindo o recente reajuste de preços na refinaria. Seguindo essa linha, a tarifa de energia elétrica deve subir em razão da alteração de bandeira tarifária, de verde para amarela. Como resultado, esperamos uma alta de 0,35% na comparação mensal e de 4,46% na anual.

Safr Semanal – Análise Macroeconômica  
Brasil | 02 de agosto de 2024

## CALENDÁRIO ECONÔMICO

SEMANA DE 04 A 10 DE AGOSTO									
PAÍS	HORA (BR)	EVENTO	REFERÊNCIA	UNIDADE	ANTERIOR	CONSENSO	SAFRA	RELEVÂNCIA	
<b>DOMINGO, 04</b>									
China	22:45	Caixin: PMI Índice composto	jul/24	pontos	52,8	---	---	●	●
China	22:45	Caixin: PMI serviços	jul/24	pontos	51,2	51,5	---	●	●
<b>SEGUNDA-FEIRA, 05</b>									
Z. do Euro	06:00	Índice de preços ao produtor (PPI)	jun/24	A/A %	-4,2	---	---	●	●
Brasil	08:25	BCB: Pesquisa Focus	02/ago	---	---	---	---	●	●
EUA	11:00	ISM: Índice de atividade de serviços	jul/24	pontos	48,8	51,3	---	●	●
<b>TERÇA-FEIRA, 06</b>									
Alemanha	03:00	Encomendas industriais	jun/24	M/M %	-1,6	---	---	●	●
Z. do Euro	06:00	Vendas no varejo	jun/24	M/M %	0,1	---	---	●	●
Brasil	08:00	Ata do Copom	jul/24	---	---	---	---	●	●
EUA	09:30	Balança comercial	jun/24	US\$ bilhões	-75,1	-72,5	---	●	●
Brasil	15:00	MDIC: Balança comercial mensal	jul/24	US\$ bilhões	6,7	---	---	●	●
<b>QUARTA-FEIRA, 07</b>									
Brasil	08:00	FGV: IGP-DI	jul/24	M/M %	0,50	---	---	●	●
				A/A %	2,88	---	---	●	●
<b>QUINTA-FEIRA, 08</b>									
Alemanha	03:00	Produção industrial	jun/24	M/M %	-2,5	---	---	●	●
China	22:30	Índice de preços ao consumidor (CPI)	jul/24	A/A %	0,2	---	---	●	●
China	22:30	Índice de preços ao produtor (PPI)	jul/24	A/A %	-0,8	---	---	●	●
<b>SEXTA-FEIRA, 09</b>									
Alemanha	03:00	Índice de Preços ao Consumidor (CPI)	ago/24	M/M %	0,3	---	---	●	●
Brasil	05:00	FIPE: IPC semanal	1 Sem.	M/M %	0,01	---	---	●	●
Brasil	09:00	IBGE: IPCA	jul/24	M/M %	0,21	---	<b>0,35</b>	●	●
			jul/24	A/A %	4,23	---	<b>4,46</b>	●	●
<b>NA SEMANA</b>									
Brasil	---	Anfavea: Produção de veículos	jul/24	mil unidades	211,0	---	---	●	●
China	---	Balança comercial	jul/24	US\$ bilhões	99,0	---	---	●	●

\* Fonte: Bloomberg (atualizado em 02/08/2024)



**Safrá Semanal – Análise Macroeconômica**

Brasil | 02 de agosto de 2024

**SAFRA INDICADORES**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024*
<b>I - ATIVIDADE ECONÔMICA</b>								
Varição Real do PIB	1,3%	1,8%	1,2%	-3,3%	4,8%	3,0%	2,9%	2,5%
PIB (R\$ bilhões correntes)	6.585	7.004	7.389	7.610	9.012	10.080	10.856	11.628
PIB (US\$ bilhões correntes)	2.063	1.917	1.873	1.476	1.649	1.920	2.176	2.285
Tx. De Desemprego Nacional (média no ano)	12,6%	12,2%	11,8%	13,8%	14,0%	9,6%	7,8%	8,0%
<b>II - SETOR EXTERNO **</b>								
Balança Comercial (US\$ bilhões)	57	44	30	36	42	52	92	81
Exportações (US\$ bilhões)	218	240	226	211	284	340	344	341
Importações (US\$ bilhões)	161	195	196	175	242	289	252	260
Saldo em Conta Corrente (US\$ bilhões)	-25	-54	-65	-25	-40	-41	-22	-39
Conta Corrente (% do PIB)	-1,2%	-2,8%	-3,5%	-1,7%	-2,4%	-2,1%	-1,0%	-1,7%
Investimento Direto no País (IDP) (US\$ bilhões)	69	78	69	38	46	75	64	73
IDP (% do PIB)	3,3%	4,1%	3,7%	2,6%	2,8%	3,8%	3,0%	3,2%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) - Final de período	3,31	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	4,84	5,00
Variação Cambial	1,5%	17,1%	4,0%	28,9%	7,4%	-6,5%	-6,1%	2,9%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) - Média do período	3,19	3,65	3,95	5,16	5,40	5,16	4,99	5,09
Variação Cambial	-8,3%	14,5%	8,0%	30,7%	4,6%	-4,3%	-3,3%	1,9%
<b>III - SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% DO PIB)</b>								
Resultado Primário (R\$ bilhões)	-111	-108	-62	-703	65	126	-249	-88
Resultado Primário (% do PIB)	-1,7%	-1,5%	-0,8%	-9,4%	0,7%	1,3%	-2,3%	-0,8%
Resultado Nominal	-7,8%	-7,0%	-5,8%	-13,6%	-4,4%	-4,6%	-8,9%	-7,6%
Dívida Bruta	73,7%	75,3%	74,4%	86,9%	78,3%	72,9%	74,3%	77,9%
<b>IV - INFLAÇÃO</b>								
IPCA	2,9%	3,7%	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	4,6%	4,1%
IGP-M	-0,5%	7,5%	7,3%	23,1%	17,8%	5,5%	-3,2%	4,0%
Deflator implícito do PIB	3,7%	4,5%	4,2%	6,5%	11,4%	9,5%	4,7%	4,5%
<b>V - JUROS</b>								
Taxa Selic - Meta (Final de Período)	7,00%	6,50%	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	10,50%
Taxa Selic - Média do Período	9,83%	6,56%	5,92%	2,81%	4,81%	12,63%	13,25%	10,71%
<b>VI - ECONOMIA INTERNACIONAL</b>								
EUA - Variação Real do PIB	2,2%	2,9%	2,3%	-2,8%	5,9%	2,1%	2,5%	2,2%
EUA - Taxa Básica de Juros (Fed funds) ***	1,4%	2,4%	1,6%	0,1%	0,1%	4,4%	5,4%	4,9%

\* Informações em vinho indicam projeções do Banco Safrá

\*\* Ótica do Balanço de Pagamentos (BCB)

\*\*\* Média do intervalo do objetivo do Fed funds.

## ANÁLISE MACROECONÔMICA

**EDUARDO YUKI**

**FABIO KLEIN**

**GIOVANNI PAZ**

**LAURA D'OLIVAL**

**LIVIO MAYA**

**LUCAS YUKI OKUNO**

**MAILLIW SERAFIM**

**MATHEUS MAÇON**

**MATHEUS ROSIGNOLI**

Entre em contato via: [macroeconomia@safra.com.br](mailto:macroeconomia@safra.com.br)

## OBSERVAÇÕES IMPORTANTES

**I** - ESTE RELATÓRIO FOI DESENVOLVIDO E PUBLICADO PELO DEPARTAMENTO DE PESQUISA MACROECONÔMICA DO BANCO SAFRA ("SAFRA"). ESTE RELATÓRIO NÃO É UM PRODUTO DO DEPARTAMENTO DE ANÁLISE DE AÇÕES DO BANCO SAFRA OU DA SAFRA CORRETORA DE VALORES E NÃO DEVE SER CONSIDERADO UM RELATÓRIO DE ANÁLISE PARA OS FINS DA RESOLUÇÃO CVM 20.

**II** - ESTE RELATÓRIO TEM COMO OBJETIVO ÚNICO FORNECER INFORMAÇÕES MACROECONÔMICAS E NÃO CONSTITUI E NEM DEVE SER INTERPRETADO COMO SENDO UMA OFERTA OU RECOMENDAÇÃO DE COMPRA E/OU VENDA OU COMO UMA SOLICITAÇÃO DE UMA OFERTA DE COMPRA E/OU VENDA DE QUALQUER INSTRUMENTO FINANCEIRO, OU DE PARTICIPAÇÃO EM UMA DETERMINADA ESTRATÉGIA DE NEGÓCIOS EM QUALQUER JURISDIÇÃO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE RELATÓRIO FORAM CONSIDERADAS RAZOÁVEIS NA DATA EM QUE O RELATÓRIO FOI DIVULGADO E FORAM OBTIDAS DE FONTES PÚBLICAS CONSIDERADAS CONFIÁVEIS. ENTRETANTO, O SAFRA NÃO DÁ NENHUMA SEGURANÇA OU GARANTIA, SEJA DE FORMA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, SOBRE A INTEGRIDADE, CONFIABILIDADE OU EXATIDÃO DESSAS INFORMAÇÕES. ESTE RELATÓRIO TAMBÉM NÃO TEM A INTENÇÃO DE SER UMA RELAÇÃO COMPLETA OU RESUMIDA DOS MERCADOS OU DESDOBRAMENTOS NELE ABORDADOS. O SAFRA NÃO POSSUI QUALQUER OBRIGAÇÃO DE ATUALIZAR, MODIFICAR OU ALTERAR ESTE RELATÓRIO E INFORMAR O RESPECTIVO LEITOR.

**III** - AS OPINIÕES EXPRESSAS NESTE RELATÓRIO REFLETEM ÚNICA E EXCLUSIVAMENTE AS VISÕES E OPINIÕES PESSOAIS DO ANALISTA RESPONSÁVEL PELO CONTEÚDO DESTES MATERIAL NA DATA DE SUA DIVULGAÇÃO E FORAM PRODUZIDAS DE FORMA INDEPENDENTE E AUTÔNOMA, INCLUSIVE EM RELAÇÃO AO BANCO SAFRA, À SAFRA CORRETORA DE VALORES E DEMAIS EMPRESAS DO GRUPO ECONÔMICO DO SAFRA.

**IV** - ESTE RELATÓRIO NÃO PODE SER REPRODUZIDO OU REDISTRIBUÍDO PARA QUALQUER OUTRA PESSOA, NO TODO OU EM PARTE, QUALQUER QUE SEJA O PROPÓSITO, SEM O PRÉVIO CONSENTIMENTO POR ESCRITO DO BANCO SAFRA. INFORMAÇÕES ADICIONAIS SOBRE OS INSTRUMENTOS FINANCEIROS DISCUTIDOS NESTE RELATÓRIO ENCONTRAM-SE DISPONÍVEIS MEDIANTE SOLICITAÇÃO. O SAFRA E/OU QUALQUER OUTRA EMPRESA DE SEU GRUPO ECONÔMICO NÃO SE RESPONSABILIZA E TAMPOUCO SE RESPONSABILIZARÁ POR QUAISQUER DECISÕES, DE INVESTIMENTO OU DE OUTRA, QUE FOREM TOMADAS COM BASE NOS DADOS AQUI DIVULGADOS. QUESTÕES ACERCA DOS TÓPICOS ABORDADOS NESSE RELATÓRIO DEVEM SER ENVIADAS DIRETAMENTE AO SEU GERENTE DE CONTA OU OUTROS CONSULTORES DO BANCO SAFRA.

**V** - ESSE MATERIAL PODE CONTER ENDEREÇOS E HYPERLINKS PARA WEBSITES DE TERCEIROS. O BANCO SAFRA NÃO É RESPONSÁVEL PELO CONTEÚDO DOS ENDEREÇOS INCLuíDOS NESSE RELATÓRIO E TAIS ENDEREÇOS E HYPERLINKS SÃO FORNECIDOS APENAS PARA SUA INFORMAÇÃO. O CONTEÚDO DESSOS ENDEREÇOS TAMBÉM NÃO SE CONSTITUI, SOB NENHUMA HIPÓTESE, COMO ALGO PRODUZIDO PELO BANCO SAFRA.

**OBSERVAÇÃO ADICIONAL:** ESTE MATERIAL NÃO LEVA EM CONSIDERAÇÃO OS OBJETIVOS, SITUAÇÃO FINANCEIRA OU NECESSIDADES ESPECÍFICAS DE QUALQUER CLIENTE EM PARTICULAR. OS CLIENTES PRECISAM OBTER ACONSELHAMENTO FINANCEIRO, LEGAL, CONTÁBIL, ECONÔMICO, DE CRÉDITO E DE MERCADO INDIVIDUALMENTE, COM BASE EM SEUS OBJETIVOS E CARACTERÍSTICAS PESSOAIS ANTES DE TOMAR QUALQUER DECISÃO FUNDAMENTADA NA INFORMAÇÃO AQUI CONTIDA. AO ACESSAR ESTE MATERIAL, VOCÊ DECLARA E CONFIRMA QUE COMPREENDE OS RISCOS RELATIVOS AOS MERCADOS ABORDADOS NESTE RELATÓRIO E ÀS LEIS EM SUA JURISDIÇÃO REFERENTES A PROVISÃO E VENDA DE PRODUTOS DE SERVIÇO FINANCEIRO. VOCÊ RECONHECE QUE ESTE MATERIAL CONTÉM INFORMAÇÕES PROPRIETÁRIAS E CONCORDA EM MANTER ESTA INFORMAÇÃO SOMENTE PARA SEU USO EXCLUSIVO.

CENTRAL DE SUPORTE PESSOA JURÍDICA  
CAPITAL E GRANDE SÃO PAULO: (11) 3175 8248  
DEMAIS LOCALIDADES: 0800 015 7575  
ATENDIMENTO PERSONALIZADO DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 8H ÀS 19H30, EXCETO FERIADOS.

CENTRAL DE ATENDIMENTO SAFRA: 0300 105 1234  
ATENDIMENTO PERSONALIZADO DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 9H ÀS 19H, EXCETO FERIADOS.

SAC - SERVIÇO DE ATENDIMENTO AO CLIENTE: 0800 772 5755 - ATENDIMENTO 24 HORAS, 7 DIAS POR SEMANA.

OUIDORIA (CASO JÁ TENHA RECORRIDO AO SAC E NÃO ESTEJA SATISFEITO/A): 0800 770 1236  
DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 9H ÀS 18H, EXCETO FERIADOS.