

Relatório Trimestral de Inflação: mantendo o cenário de estabilidade por período prolongado

- ▶ O Relatório de Inflação (RI) de setembro de 2022 mostra projeções consistentes, a nosso ver, com a sinalização recente de manutenção da taxa Selic no patamar atual de 13,75% a.a. por período prolongado – compatível com o nosso cenário base no qual a taxa básica de política monetária só deve começar a ser reduzida na segunda metade de 2023 (para 11,00% no final do ano).
- ▶ Como de costume, o RI traz em seus boxes revisões de cenário e estudos interessantes. Dentre as revisões, destacamos aumento da projeção de crescimento do PIB em 2022, de 1,7% para 2,7%, incorporando os dados mais fortes que o esperado do segundo trimestre – bem como novos estímulos e indicadores iniciais do 3T. Para 2023, o BCB projeta crescimento de 1% (nossas próprias projeções são: 2,5% e 0,5%, respectivamente).
- ▶ Dentre os estudos temáticos, destacamos a criação de um índice de pressão nas cadeias de suprimento do Brasil, nos moldes de medidas já existentes para a economia global – e com conclusões similares, que mostram pressão crescente nas cadeias locais desde o início da pandemia até um auge ao final de 2021, desde quando vem ocorrendo algum alívio. Outro estudo mergulha no mercado de crédito – mais especificamente, na transmissão de alterações na taxa Selic para as taxas de juros bancárias, verificando que os repasses de juros têm acontecido rapidamente, e de forma compatível com o padrão histórico. Por fim, chamamos atenção para o exercício de decomposição da inflação a partir dos principais choques recentes, que mapeia a importância crescente dos choques de demanda agregada (possivelmente impulsionada pela rápida recuperação do mercado de trabalho e pelas políticas de apoio à renda), enquanto os efeitos de choques de oferta e de *markup* permaneceram relativamente estáveis a partir da segunda metade de 2021.

A tabela abaixo mostra as projeções divulgadas no RI de setembro no cenário de referência, que considera uma trajetória para o preço do petróleo que segue a curva futura pelos próximos seis meses, evolução da taxa Selic conforme pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo paridade do poder de compra. Na comparação com o relatório anterior, observa-se oscilações relevantes nas projeções apresentadas para 2022 (para baixo) e 2023 (para cima), em ambos os casos ainda significativamente acima das metas. Houve pouca mudança na projeção para 2024, que segue pouco abaixo da meta – como também é o caso da projeção para 2025, divulgada pela primeira vez.

Projeções de Inflação (IPCA) do Banco Central*				
	Meta para a inflação	RI de Junho	RI de Setembro	Diferença (p.p.)
2022 4T	3,50%	8,8%	5,8%	-3,0
2023 4T	3,25%	4,0%	4,6%	0,6
2024 4T	3,00%	2,7%	2,8%	0,1
2025 4T	3,00%	-	2,8%	-

*Cenário com taxa Selic extraída da pesquisa Focus e câmbio evoluindo de acordo com a PPC.

Fonte: Banco Central

Naturalmente, as medidas tributárias recentes foram o principal fator por trás das revisões para baixo no ano corrente e para cima no próximo (dada a hipótese de retorno da tributação federal sobre combustíveis). A queda nos preços de commodities também teve papel importante nas revisões de curto prazo, em particular no caso do petróleo. A projeção do BCB para preços administrados em 2022 foi de 7% no relatório de junho para -4% nessa atualização (liderada por combustíveis e eletricidade). Para 2023, tal estimativa foi revisada de 6,3% para 9,3%.

Com relação ao passado recente, o relatório destaca que a inflação surpreendeu para baixo no trimestre findo em setembro – pela primeira vez em dois anos. O IPCA acumulado desde julho foi 2,37 p.p. menor que o projetado no cenário de referência do RI anterior. Olhando para o curto prazo, o BCB espera variações de -0,21% em setembro, 0,36% em outubro e 0,39% em novembro, levando à alta de 0,54% no período (consistente com recuo da taxa acumulada em 12 meses de 8,7% para 5,7%). Essas projeções consideram que parte do impacto das mudanças recentes de impostos ainda deve ser verificado nos próximos meses, mas esses efeitos estão sendo incorporados no cenário de forma distribuída até novembro, dada a incerteza sobre quando exatamente os cortes de tarifas serão efetivamente repassados para os consumidores.

Comparando com as nossas próprias projeções, as estimativas apresentadas no RI contemplam deflação menos intensa em setembro (-0,21%, ante nossa projeção de -0,36%, revisada após o IPCA-15 mais negativo que o esperado), variação similar em outubro (0,36% vs. 0,32%) e alta mais fraca em novembro (0,39% vs. 0,52%). Apesar da trajetória divergente, o resultado acumulado no trimestre seria similar, em cerca de 0,5%. Para o ano fechado, o BCB espera alta de 5,8% do IPCA, enquanto a nossa projeção atual é 6,0%, com claro viés de baixa. Para 2023, a projeção apresentada no RI situa-se abaixo da nossa (4,6% vs. 5,3%).

Como de costume, o RI trouxe boxes com revisões de cenário e estudos temáticos.

Começando pelas projeções de atividade econômica, a estimativa para o crescimento do PIB em 2022 passou de 1,7%, valor divulgado na edição anterior do RI, para 2,7%. A revisão foi justificada por um segundo trimestre mais positivo do que o antecipado, indicadores iniciais do terceiro trimestre, novos estímulos como o aumento do valor do Auxílio Brasil e o arrefecimento da inflação – resultante, em grande medida, da redução de impostos sobre os combustíveis, energia e serviços de comunicação. A expansão do PIB no terceiro trimestre, no entanto, deve ser menor do que a observada nos últimos trimestres. Pelo lado da oferta, o BCB revisou a alta da indústria de 1,2% para 2,4%, com melhora generalizada entre os setores, à exceção da indústria extrativa. Essa revisão pode ser explicada, em parte, por resultados acima do esperado na indústria de transformação, especialmente no setor de construção e serviços industriais de utilidade pública. Em serviços, a estimativa foi revista para 3,4% de 2,1%, com altas em todos os setores, exceto serviços oferecidos pelo governo. Em sentido oposto, a projeção para a agropecuária foi revisada para baixo, de 2,2% para 0,0%, em linha com revisões no Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, que apresentaram ligeira redução nos prognósticos para a produção de grãos e forte recuo na previsão para cana-de-açúcar. Com relação à demanda agregada doméstica, a estimativa para o consumo das famílias aumentou de 1,7% para 3,9%, componente beneficiado pela queda da inflação – explicada pelas medidas de desoneração de impostos e queda nos preços das commodities – e pelas transferências adicionais de renda. Houve redução no consumo do governo, revisto de 1,8% para 0,7%, redução da estimativa de exportação de 2,5% para 1,5% e mudança substancial da importação, de -4,0% para -2,5%. A projeção de recuo da formação bruta de capital fixo foi revista de -2,7% para -0,4%, melhora associada à altas na produção e importação de bens de capital e desempenho favorável na construção civil. As contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB são estimadas em 1,9 p.p. e 0,8 p.p., respectivamente.

Para 2023, o BCB projeta crescimento do PIB de 1,0%, com desaceleração da demanda interna e nos componentes mais cíclicos da oferta, por conta da desaceleração global e impactos cumulativos da política monetária doméstica. As taxas de variação esperadas para o consumo do governo, o consumo das famílias, e a FBCF são 1,0%, 0,7%, e -0,5%, respectivamente. Do lado da oferta, indústria e serviços devem apresentar ligeiro crescimento (variações de 0,4% e 0,6%, respectivamente) enquanto a agropecuária deve avançar 7,5%. A perspectiva de alta na agropecuária, setor menos cíclico, reflete prognósticos favoráveis para a safra de grãos de 2022/2023, em especial para as culturas de soja e de milho.

Passando para projeções sobre crédito, a estimativa de crescimento do saldo total de crédito em 2022 aumentou de 11,9% para 14,2%. Esta estimativa está de acordo com a surpresa positiva no segmento de crédito livre às famílias. Para as pessoas físicas, a projeção para a variação do saldo dos empréstimos neste ano com recursos livres aumentou de 17% para 19%. Já no segmento corporativo, também com recursos livres, a projeção para 2022 aumentou de 13% para 15%. No geral, as revisões foram motivadas por revisões altistas na atividade e pela queda na taxa de desocupação. Para 2023, o crescimento do crédito deverá desacelerar, em linha com a moderação esperada no crescimento do PIB. O BCB projeta expansão nominal de 8,2%, com arrefecimento no ritmo de crescimento das carteiras de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, sobretudo no segmento financiado com recursos livres.

Finalizando as revisões, o BCB também atualizou suas estimativas para as contas externas em 2022, incorporando expectativa de maior déficit na conta corrente e maior entrava líquida de investimentos diretos no país (IDP). A estimativa do saldo da balança comercial passou para USD 42 bi (de USD 86 bi no último RI), devido ao aumento significativo da projeção para as importações, que atingiram em julho e agosto dois dos três maiores valores mensais da série histórica. Com isso, agora espera-se déficit de USD 47 bi das transações correntes no ano (de um superávit de USD 4 bi no último RI). As projeções para a conta de serviços ampliaram o déficit de USD 26 bi para USD 29 bi, enquanto na conta financeira o destaque está na revisão do IDP para USD 70 bi (de USD 55 bi) em resposta aos fortes fluxos registrados entre janeiro e maio, que levaram a razão entre IDP e PIB dos últimos 12 meses a patamares comparáveis aos observados no período pré-pandemia.

Para além das revisões de cenário, um dos boxes do RI traz um índice de pressão nas cadeias de suprimento brasileiras, que traduz para um contexto local iniciativas mais globais como a do Fed de Nova Iorque, decompondo as fontes de pressões em três dimensões: preços de transporte, tempo de entrega dos fornecedores e escassez de insumos. Em linhas gerais, a trajetória do índice calculado pelo BCB para o Brasil assemelha-se à do índice global calculado pelo Fed – resultado natural, dado que os choques recentes afetaram a todo o mundo. Ambos mostram pressão crescente nas cadeias de suprimento desde o início da pandemia até o fim de 2021, a partir de quando começou a se notar algum alívio (com normalização ligeiramente mais lenta no Brasil do que no mundo, ao longo dos últimos meses). A atenuação dos gargalos vem principalmente como resultado da diminuição das medidas restritivas (normalização da oferta) e retirada de estímulos monetários e fiscais (redução da demanda), mas o BCB faz a ressalva de que tal processo pode ser interrompido, especialmente caso haja novos *lockdowns* na China ou problemas derivados da guerra na Ucrânia.

Em outro estudo, o BCB se debruça sobre dinâmicas do mercado de trabalho. Tanto a evidência empírica quanto a teórica sugerem que outros indicadores além da taxa de desemprego podem complementar a análise do grau de aquecimento do mercado de trabalho. Um instrumento bastante utilizado para sintetizar essas informações é o gráfico de radar, baseado na distribuição de variáveis selecionadas e modificadas de modo a facilitar a visualização do grau de aquecimento do mercado de trabalho. O radar do mercado de trabalho apresentado neste box é baseado na distribuição de quatorze indicadores de frequência mensal, que podem ser classificados em quatro grupos: rendimento; emprego; fluxos financeiros; e expectativas. No radar do mercado de trabalho de julho de 2022, observa-se que, em geral, as variáveis dos grupos “emprego” e “fluxos financeiros” estão em torno ou acima da mediana do período considerado. Nesses grupos, destacam-se os saques do FGTS por demissão sem justa causa, a quantidade de requerentes de seguro-desemprego e os desligamentos voluntários. Por outro lado, as variáveis do grupo “rendimento”, em especial o rendimento real, encontram-se ao redor ou abaixo da mediana do período, possivelmente influenciadas pela elevação da inflação verificada até o início do ano. Essas variáveis contrastam com o desempenho da razão entre o salário de admissão e de desligamento, que se encontra em valores elevados historicamente.

O RI também elabora sobre os canais de transmissão da política monetária para o custo de crédito. A fim de medir a magnitude e a defasagem do repasse nas alterações da taxa Selic para as taxas de juros de diferentes modalidades, o BCB leva em conta na análise e modelagem um período temporal mais amplo, que inclui um conjunto maior de ciclos monetários cujo início é junho de 2000. Ao analisar os parâmetros do modelo proposto pelo BCB, pode-se observar que o repasse em 12 meses de aumento de 1 p.p. da Selic é rápido na maior parte das modalidades, ocorrendo sobretudo no primeiro trimestre após a variação da taxa básica de juros. No entanto, em grande parte das modalidades ainda há um repasse residual realizado 12 meses após a elevação da Selic. Vale destacar, ademais, a

considerável heterogeneidade na magnitude total do repasse entre as modalidades financiadas com recursos livres, com destaque para aumento de 4,43 p.p. na taxa de juros de cheque especial após 1 p.p. de alta na Selic, enquanto para veículos, o aumento é de 0,75 p.p. Entre as taxas de crédito direcionado, a magnitude do repasse é substancialmente menor, em média 0,40 p.p., e a defasagem de variações na Selic é sentida de maneira dispersa entre os trimestres seguintes. Como conclusão, os resultados do estudo indicam que os repasses de juros são rápidos e que elevações das taxas no SFN verificadas no ciclo recente são compatíveis com repasses históricos da taxa Selic.

Em mais um exercício de decomposição da inflação, o RI traz uma análise da variação do IPCA de acordo com os principais choques, estimados usando o modelo estrutural de médio porte do Banco Central (Samba). O estudo apresentado decompõe a inflação em três grandes conjuntos de choques – demanda, oferta e markup de preços – e traz evidência que um dos principais motivos para aumento da inflação recente está associado a choques na demanda agregada, mais especificamente sobre o consumo. A recuperação mais rápida do mercado de trabalho e as políticas de apoio à renda podem ser fatores que ajudam a explicar o choque de demanda encontrado. Além disso, o estudo identifica que, após a pandemia, a importância dos choques de demanda cresceu, a despeito da estabilidade na incidência de choques de oferta e de markup a partir do segundo semestre de 2021.

Outro box traz o modelo global utilizado pelo BCB para o acompanhamento das principais economias do mundo, dos preços internacionais de ativos e commodities e dos *spillovers* comerciais e financeiros entre os países. Destacamos os seguintes resultados de simulações apresentadas: (i) o efeito líquido sobre emergentes de uma apreciação global do dólar é, em geral, inflacionário e relativamente mais persistente que uma depreciação do câmbio do país causado por fatores domésticos; (ii) uma alta da taxa de juros americana prevê, no curto prazo, mais inflação e volatilidade nos países emergentes, mesmo diante da deterioração das expectativas de crescimento; (iii) um choque nos preços do petróleo produz inflação disseminada globalmente, embora seja possível verificar que, nos países emergentes, o choque alcança os núcleos de inflação de maneira mais contundente. Por outro lado, o preço elevado do petróleo é um vetor diminutivo para atividade no médio prazo e para a deterioração das expectativas de crescimento, sendo o efeito levemente negativo sobre a atividade americana e mundial; (iv) um choque global nos preços de alimentos tem impacto maior nos núcleos de inflação de países emergentes do que nas economias desenvolvidas.

Por fim, o BC explica, em um dos boxes, a divulgação que passará a fazer trimestralmente, a partir de outubro de 2022, das estatísticas da matriz de patrimônio financeiro, que compilam os estoques de ativos e passivos financeiros de todos os setores institucionais. Em dezembro de 2020, o estoque de patrimônio financeiro bruto da economia brasileira totalizou R\$62 trilhões (ou R\$52 trilhões excluindo posições intersetoriais). Observa-se que os setores liquidamente emprestadores da economia brasileira são as famílias e o resto do mundo, enquanto os setores liquidamente tomadores são as sociedades não financeiras e o governo. O setor financeiro apresenta-se com posição equilibrada, devido à sua função precípua de intermediação de recursos. O setor financeiro é o principal prestador do governo, com expansão nos últimos anos, destacando-se os fundos de investimento. O resto do mundo aparece como segundo maior credor do governo, por meio dos instrumentos de títulos e empréstimos. No caso das famílias, a maior parte dos ativos contra o governo (80%) são os depósitos no FGTS, seguido dos títulos públicos.

Pesquisa macroeconômica – Itaú
Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba.com.br/itaubba-pt/analises-economicas>

App Itaú Análises Econômicas
Nossos relatórios no seu celular.

Baixe agora na App Store ou no Google Play.



Informações Relevantes

1. Este relatório foi desenvolvido e publicado pelo Departamento de Pesquisa Macroeconômica do Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este relatório não é um produto do Departamento de Análise de Ações do Itaú Unibanco ou da Itaú Corretora de Valores S.A. e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 598, de 3 de maio de 2018.
2. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta 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 Itaú Unibanco 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 Itaú Unibanco não possui qualquer obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e informar o respectivo leitor.
3. As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.
4. 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 Itaú Unibanco. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos neste relatório encontram-se disponíveis mediante solicitação. O Itaú Unibanco 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.

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.

SAC Itaú: Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, fale com o SAC Itaú: 0800 728 0728. Ou entre em contato através do nosso portal <https://www.itaui.com.br/atendimento-itaui-para-voce/>. Caso não fique satisfeito com a solução apresentada, de posse do protocolo, contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos os dias, 24h, 0800 722 1722.