

Relatório Trimestral de Inflação: cenário de Selic estável se mantém; 12 novos estudos

- ▶ O Relatório de Inflação (RI) de junho de 2024 apresentou projeções de inflação para 2024 e 2025, já divulgadas no último comunicado do Copom, mais altas do que no RI anterior (revistas de 3,5% para 4,0% e de 3,2% para 3,4%, respectivamente). Em nossa visão, tal cenário reforça a leitura de que a taxa Selic permanecerá em território contracionista, uma vez que as projeções de inflação se situam acima da meta. Projetamos taxa Selic estável em 10,50% este ano e em 2025.
- ▶ O relatório trouxe um grande número de novos estudos e revisões de estimativas, contidos em 12 boxes. A estimativa de crescimento do PIB para 2024 avançou de 1,9% para 2,3% (em linha com a nossa projeção), impactada por surpresas positivas no primeiro trimestre, particularmente consumo das famílias, investimentos (FBCF) e impostos. A projeção também incorpora os indicadores mensais disponíveis para o segundo trimestre, que apontam, de modo geral, para desaceleração da atividade econômica, inclusive pelo impacto das enchentes no Rio Grande do Sul (discutido de forma mais profunda em um dos boxes do RI). Também houve ligeira melhora nas projeções de concessão de crédito para 2024 (de 9,4% para 10,8%), impulsionada por altas tanto de pessoas físicas (PF) quanto pessoas jurídicas (PJ).
- ▶ Além das revisões usuais, mencionadas acima, o relatório trouxe importantes atualizações de estimativas de hiato do produto, juro neutro e dos modelos semiestruturais de pequeno porte do BC. Com relação ao hiato do produto, a última ata do Copom havia sinalizado que este antes estava levemente negativo, e agora está em torno da neutralidade. Em um dos boxes, mostra-se que o conjunto de estimativas de hiato do produto apresenta alta amplitude, e destaca-se a elevada correlação entre as diversas medidas. Quanto as medidas de taxa de juros real neutra no Brasil, o box conclui que, depois de atingir um mínimo com a eclosão da pandemia de Covid-19, a maioria das taxas estimadas tem apresentado tendência de alta – com a mediana das estimativas elevando-se de 4,8% para 5,0%. Além disso, o BC atualizou informações sobre os modelos semiestruturais de pequeno porte. Segundo o texto, os parâmetros estimados tiveram pouca alteração em relação às versões anteriores.
- ▶ Em outros dois boxes, buscou-se analisar (além de disponibilizar novas bases de dados) a dinâmica recente de crescimento do hiato do câmbio das exportações, concluindo não haver volume considerável de estoque de moeda estrangeira mantido por exportadores no exterior com potencial de impactar de forma marcante a dinâmica cambial.

Projeções do Banco Central

A tabela abaixo mostra as projeções de inflação divulgadas para o cenário de referência do RI.

Projeções de inflação (IPCA) do Banco Central*				
	Meta de inflação	RI de março	RI de junho	Diferença (p.p.)
2024	3,00%	3,5%	4,0%	0,5
2025	3,00%	3,2%	3,4%	0,2
2026	3,00%	3,2%	3,2%	0,0

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

Fonte: Banco Central.

Comparadas às estimativas apresentadas no RI de março, as projeções de inflação avançaram para 2024 e 2025 (de 3,5% para 4,0% e de 3,2% para 3,4%, respectivamente). Para 2026, a projeção ficou estável em 3,2%, ainda acima da meta (3,0%). Em nossa visão, tal cenário reforça a leitura de que a taxa Selic permanecerá em território contracionista, uma vez que as projeções de inflação se situam acima da meta. Projetamos taxa Selic estável em 10,50% neste ano e em 2025.

A inflação dos preços ao consumidor foi ligeiramente acima do que a esperada pelo BC no trimestre encerrado em maio, com surpresa associada aos preços de alimentos (+0,14 p.p. acima do projetado anteriormente). Os preços administrados ficaram em linha com o projetado, com surpresa altista da gasolina sendo compensada por variação menor de energia elétrica e produtos farmacêuticos. A inflação de serviços também veio em linha com o esperado, bem como serviços subjacentes. Preços de bens industriais, por sua vez, apresentaram variação abaixo da projetada de forma disseminada entre seus itens, com exceção do etanol.

Em relação às demais variáveis, a estimativa de crescimento do PIB para 2024 avançou de 1,9% para 2,3% (em linha com a nossa projeção). Segundo o relatório, a revisão foi impactada por surpresas positivas no primeiro trimestre, particularmente consumo das famílias, investimentos (FBCF) e impostos. A projeção também incorpora os indicadores mensais disponíveis para o segundo trimestre, que apontam, de modo geral, para desaceleração da atividade econômica, inclusive pelo impacto das enchentes no Rio Grande do Sul. Em relação a esta questão, o BC estima, com grau elevado de incerteza, que a tragédia climática no RS terá impacto modesto sobre o crescimento anual do PIB nacional. Os efeitos negativos devem ser concentrados no segundo trimestre e compensados pelos esforços de reconstrução e pela aquisição extraordinária de bens de capital, de bens duráveis e de vestuário, que devem ocorrer principalmente na segunda metade do ano. Destaca-se, no entanto, que o impacto setorial pode ser bastante heterogêneo.

Com relação às demais revisões, houve ligeira melhora nas projeções de concessão de crédito para 2024 (de 9,4% para 10,8%), impulsionada por altas tanto de pessoas físicas (PF) quanto pessoas jurídicas (PJ). Além disso, houve piora nas projeções para conta corrente, para um déficit de US\$ 53 bilhões (de déficit US\$ 48 bilhões no cenário anterior), com piora nas contas de serviços e renda primária.

Projeções de crescimento do PIB para 2024 (acumulado no ano)				
	Setembro	Dezembro	Março	Junho
PIB a preços de mercado	1,8%	1,7%	1,9%	2,3%
Agropecuária	1,5%	1,0%	-1,0%	-2,0%
Indústria	2,0%	1,7%	2,2%	2,7%
Serviços	1,8%	1,9%	2,0%	2,4%
Consumo das famílias	1,9%	2,3%	2,3%	3,5%
Consumo do governo	1,5%	1,1%	1,9%	1,8%
Formação bruta de capital fixo	2,1%	1,0%	1,5%	4,5%
Exportação	1,5%	1,5%	0,5%	0,5%
Importação	1,6%	2,5%	3,0%	6,0%

Fonte: Banco Central.

Projeções para saldo de crédito para 2024 (var. 12 meses)				
	Setembro	Dezembro	Março	Junho
Total	8,5%	8,8%	9,4%	10,8%
Livres	7,9%	8,1%	8,9%	10,0%
PF	8,5%	9,0%	10,0%	11,5%
PJ	7,0%	7,0%	7,5%	8,0%
Direcionados	9,3%	9,7%	10,0%	12,0%
PF	10,0%	10,0%	10,5%	10,5%
PJ	8,0%	9,0%	9,0%	15,0%
Total PF	9,2%	9,4%	10,2%	11,0%
Total PJ	7,4%	7,7%	8,0%	10,5%

Fonte: Banco Central.

Projeções de contas externas para 2024 (US\$ bilhões)				
	Setembro	Dezembro	Março	Junho
Transações correntes	-37	-35	-48	-53
Balança comercial	71	73	59	59
Exportações	348	343	330	335
Importações	277	270	271	276
Serviços	-40	-40	-40	-43
Renda primária	-68	-68	-68	-71
Investimentos - passivos	85	80	80	75

Fonte: Banco Central.

Resumo dos boxes

Destacamos abaixo os resumos dos boxes apresentados no RI, bem como um link para os relatórios completos.

■ Impactos iniciais das enchentes na atividade econômica do RS

Estudo completo [aqui](#).

- Este estudo avalia os impactos iniciais das enchentes na atividade econômica do Rio Grande do Sul a partir de um conjunto de indicadores tempestivos. Para tanto, o BC considerou i) fluxos de pagamento recebidos pelas empresas domiciliadas no RS por meio de cartão de débito ou Pix, ii) dados de emissão de notas fiscais, compilados pela Secretaria da Fazenda do RS (SEFAZ/RS) e iii) sondagens com consumidores e empresários da FGV.
- No início dos alagamentos (1 a 7 de maio), houve queda de 8,6% no número de empresas do comércio varejista e dos serviços prestados às famílias que receberam algum pagamento por meio de cartão de débito ou Pix. No entanto, na última semana analisada (5 a 11 de junho), esse número superou em 2,6% o observado no período base, sugerindo retomada relativamente rápida das vendas. Dados de emissão de notas fiscais da SEFAZ/RS mostram que na primeira quinzena de maio as vendas das indústrias do RS recuaram 29,8% em relação ao mesmo período do ano anterior. Setorialmente, os segmentos que mais contribuíram para essa queda foram metalmeccânico, agroindústria e insumos agrícolas. Por fim, as

sondagens com consumidores e empresários mostram recuo relevante na região, sobretudo na confiança do consumidor em Porto Alegre. Também foram utilizados indicadores convencionais para mensuração do impacto das enchentes na agricultura, pecuária e comércio exterior.

- Em conclusão, esses indicadores tempestivos evidenciam a queda expressiva do nível de atividade local em maio, com heterogeneidade significativa entre setores e segmentos, além de sinais preliminares de recuperação em andamento.

■ Alterações demográficas e a evolução recente da taxa de participação na força de trabalho

Estudo completo [aqui](#).

- Após quatro anos da eclosão da pandemia, a taxa de participação no Brasil não retornou ao nível do final de 2019. Além das tradicionais explicações para este movimento – como antecipação de aposentadorias e transferências governamentais – o boxe buscou uma explicação à luz da evolução demográfica, que tem ampliado o percentual de pessoas em faixas etárias mais elevadas, nas quais a taxa de participação é mais baixa.
- Segundo a análise, aproximadamente metade do recuo de 1,3% na taxa de participação desde o 4T19 decorreu de mudanças na composição populacional. Olhando à frente, dado a continuidade do envelhecimento populacional, espera-se que, em dez anos, alterações na composição populacional contribuam com -2,8 p.p. de variação na taxa de participação.
- Em comparação internacional, o efeito composição foi negativo para a maior parte dos países. Já o Brasil é um dos poucos cuja contribuição do efeito intragrupo – que captura mudanças na taxa de participação não associadas à composição populacional – se encontra no terreno negativo no pós pandemia.
- Por fim, pontua-se que a taxa de participação brasileira no começo de 2024 (62,1%) está abaixo de sua média histórica (62,9%). Excluindo o efeito composição populacional, o estudo encontra que esta taxa seria de 63,6% (ante média histórica de 63,3%).

■ Contratos de câmbio e as transações correntes: o hiato de câmbio

Estudo completo [aqui](#).

- O boxe analisa a dinâmica recente de crescimento do que chama de “hiato do câmbio das exportações”, definido como a diferença entre o valor das exportações brasileiras registradas no balanço de pagamentos e a contratação de câmbio associada a receitas de exportação.
- Como o exportador pode utilizar suas receitas de exportação para fazer pagamentos relacionados a outras contas do balanço de pagamentos, o hiato de câmbio de exportações não pode ser analisado isoladamente do hiato de câmbio em outras contas. De fato, dados da pesquisa Capitais Brasileiros no Exterior (CBE) mostram que parte significativa dessas receitas foram utilizadas para pagamentos no exterior.
- Para ter uma visão mais abrangente dos ingressos e saídas de recursos no país vis-à-vis seus potenciais, define-se o hiato de câmbio das transações correntes como o agregando dos hiatos de câmbio da balança comercial e das contas de serviços e rendas. Este hiato é bem menor do que o hiato das exportações, sugerindo que os exportadores não acumularam no exterior montante tão significativo de recursos que poderiam ser internalizados no futuro.

■ Contas de exportadores no exterior

Estudo completo [aqui](#).

- A partir do estudo mencionado no boxe anterior, o BCB passará a divulgar tabela (acesse [aqui](#)) junto aos resultados da pesquisa CBE, com dados anuais (a partir de 2019) dos saldos e das movimentações em contas de depósitos no exterior de exportadores residentes no Brasil.
- Além do saldo dessas contas no exterior, a tabela apresenta também as transações que explicam sua variação, especificando ingressos na conta por receita de exportação recebida diretamente no exterior (sem câmbio) e saídas por pagamentos de bens ou serviços, dentre outras despesas.

■ Dinâmica recente da inflação de serviços

Estudo completo [aqui](#).

- O estudo analisa a evolução recente da inflação de serviços ao consumidor, apresentando as principais medidas que o BC monitora para melhor compreender tal componente. A inflação de serviços apresenta diferenças importantes em relação a outros componentes: não é diretamente afetada pelas variações da taxa de câmbio e dos preços de commodities, tem maior inércia do que outros componentes e é mais sensível ao hiato do produto e, assim, reage de forma particular e com defasagens à política monetária.
- Entre os itens analisados, além de medidas mais tradicionais como a inflação de serviços “cheia” (com peso de 35,5% no IPCA), inflação subjacente de serviços (21% do IPCA) e serviços excluindo passagem aérea (34,6% do IPCA), são apresentadas medidas alternativas de inflação de serviços mais sensíveis à inércia (18,3% do IPCA) e à ociosidade da economia (19,1%), conforme metodologia já apresentadas em RIs anteriores. Por fim, merece atenção especial também a medida de inflação de serviços intensivos em trabalho (6,1% do IPCA), que, apesar de apresentar uma dinâmica relevante, se baseia numa parcela pequena do IPCA, e, portanto, é mais suscetível a oscilações do que outras métricas. Em razão disso, o BC apresentou outro boxe, cujo resumo também apresentamos abaixo, que repondera os subitens da inflação de serviços de acordo com o peso da remuneração do trabalho na produção de cada serviço.
- Conclui-se que a inflação de serviços diminuiu após seu pico em 2022, mas o ritmo desta desinflação está se reduzindo. Segundo o estudo, tal evidência corrobora o diagnóstico apresentado em atas recentes do Copom de que parte relevante da desinflação de serviços se deu pelo transbordamento das desinflações verificadas em alimentos e bens industriais, mas que a continuidade do processo desinflacionário, agora em seu segundo estágio, estará mais relacionado ao cenário do mercado de trabalho e da demanda agregada.

■ Inflação de serviços reponderada por fatores de produção

Estudo completo [aqui](#).

- Devido à limitação da medida de inflação de serviços intensivos em trabalho em razão do seu baixo peso no IPCA, conforme comentado acima, este boxe propõe uma nova medida para a inflação de serviços intensivos no uso de mão de obra (além de insumos e capital), que incorpora um conjunto mais amplo de subitens do IPCA. O estudo é similar ao [Macro Visão: O peso dos salários: um núcleo por reponderação do IPCA](#) publicado recentemente pelo Itaú.
- A metodologia da reponderação consiste em identificar a relevância, a partir das TRUs (Tabelas de Recursos e Usos, das Contas Nacionais), da remuneração do trabalho, do capital e do custo com insumos na formação dos preços de cada subitem de serviços no IPCA e, em seguida, usa-se essa informação na construção de medidas de inflação que refletem a importância relativa de cada um desses fatores.
- Em comparação à inflação geral de serviços (ex-passagem aérea), a medida reponderada pela intensidade no uso de mão de obra apresenta variação mais alta nos últimos trimestres. Segundo o estudo, esse comportamento pode, em alguma medida, refletir o recente dinamismo do mercado de

trabalho. Além disso, seu comportamento recente corrobora a visão apresentada no box anterior de que as medidas de inflação de serviços sugerem, em sua maioria, uma diminuição do ritmo da desinflação nos últimos trimestres.

■ **Medidas de hiato do produto no Brasil**

Estudo completo [aqui](#).

- O BC buscou, por meio desse box, elevar a transparência que permeia os processos decisórios do banco central. Para este fim, são apresentadas diferentes metodologias para estimar o hiato do produto, ressaltando a elevada incerteza na mensuração dessa variável não observável. Dentre a família de modelos univariados, são descritas 7 metodologias: tendência quadrática com quebras, tendência não-paramétrica, tendência HP, tendência L1, tendência HP modificada, filtro do tipo passa-banda, Beveridge e Nelson. Quanto aos hiatos multivariados, 5 métodos são apresentados: função da produção com combinação simples, função de produção com abordagem de Areosa, função de produção baseada no CBO EUA, estimação baseada em Jarocinski e Lenza e estimação baseada em componentes principais.
- Em conclusão, o conjunto de medidas apresenta alta amplitude, que reforça a inerente incerteza na estimação desta variável não-observável. Ainda assim, destaca-se a elevada correlação entre as diversas medidas.

■ **Atualização de medidas de taxa de juros real neutra no Brasil**

Estudo completo [aqui](#).

- Este estudo apresenta uma atualização de diversas estimativas da taxa de juros neutra da economia brasileira, obtidas utilizando diferentes metodologias, e que podem ser consideradas no processo decisório da autoridade monetária.
- O box conclui que, depois de atingir um mínimo com a eclosão da pandemia de Covid-19, a maioria das taxas estimadas tem apresentado tendência de alta. Houve elevação das taxas neutras baseadas na pesquisa Focus, no Questionário Pré-Copom (QPC), na paridade de juros e nas taxas de alta e baixa frequência baseadas em hiato do produto, enquanto as taxas neutras baseadas nas taxas de mercado das NTN-Bs descontadas pelo prêmio a termo mostraram movimentos de redução. Já as taxas neutras dos modelos do BC apresentaram relativa estabilidade.
- No período considerado, a média da taxa de juros real neutra obtida com as diferentes metodologias elevou-se de 4,8% para 4,9%, enquanto a mediana subiu de 4,8% para 5,0%.

■ **Atualização dos modelos semiestruturais de pequeno porte**

Estudo completo [aqui](#).

- Neste box, o BCB atualizou informações sobre os modelos semiestruturais de pequeno porte, reestimando seus parâmetros, utilizando uma amostra que se estende até o final de 2023, abarcando assim o período da pandemia. Segundo o texto, os parâmetros estimados tiveram pouca alteração em relação às versões anteriores.
- Dentre os principais resultados, ilustrados a partir de funções de resposta ao impulso, um aumento de 1 p.p. na Selic (por 4 trimestres, seguido de comportamento baseado na regra de Taylor) faz com que o IPCA caia, atingindo, no acumulado em quatro trimestres, um efeito máximo estimado de 0,27 p.p. e 0,24 p.p., segundo os modelos agregado e depsagregado, respectivamente.
- Já uma depreciação permanente do câmbio de 10% produz um efeito máximo na variação acumulada em quatro trimestres do IPCA de aproximadamente 0,96 p.p. e 0,87 p.p., segundo os mesmos modelos, respectivamente.

- o No caso da curva IS, um choque positivo de 1% no hiato do produto (de demanda) ocasiona elevação de 0,49 p.p. e 0,45 p.p. na inflação do IPCA acumulada em quatro trimestres, segundo os respectivos modelos.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

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



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 20, de 2021.
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.itaubba.com.br/atendimento-itaubba-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.