

Relatório de Inflação

30 de setembro de 2021

Fabio Kanczuk



Cenário básico

Cenário externo

- Estímulos e reabertura das principais economias sustentam um ambiente favorável para emergentes.
- Reduções nas projeções de crescimento das economias asiáticas, refletindo a variante Delta.
- Aperto das condições monetárias em emergentes, em reação a surpresas inflacionárias recentes.
- Questionamentos dos riscos inflacionários nas economias avançadas podem tornar o ambiente desafiador.

Atividade econômica

- A divulgação do PIB do segundo trimestre, assim como os indicadores mais recentes, continua mostrando evolução positiva e não enseja mudança relevante para o cenário prospectivo, o qual contempla recuperação robusta do crescimento econômico ao longo do segundo semestre.

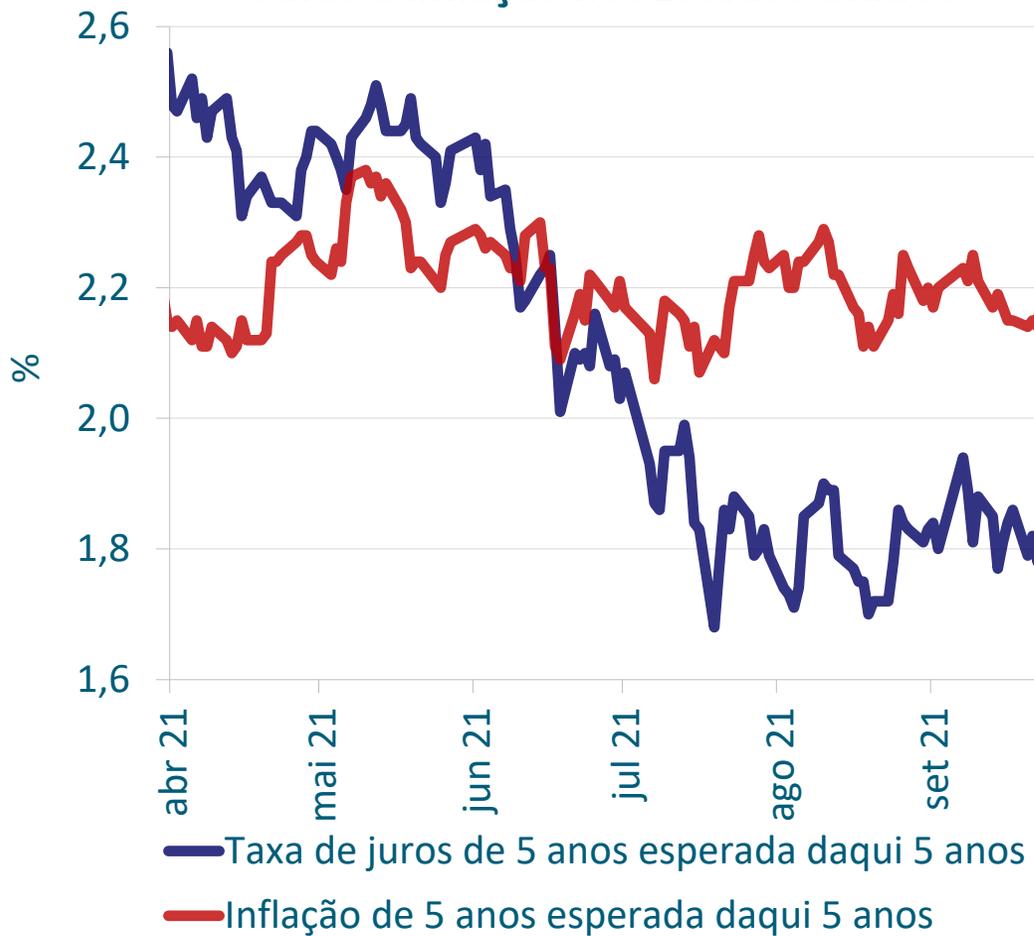
Inflação

- A inflação ao consumidor segue elevada. A alta nos preços dos bens industriais (repasses de custos, restrições de oferta e do redirecionamento da demanda) deve persistir no curto prazo.
- Preços dos serviços cresceram a taxas mais elevadas, refletindo a gradual normalização da atividade.
- Persistem as pressões sobre componentes voláteis como alimentos, combustíveis e, especialmente, energia elétrica, que refletem câmbio, preço das commodities e condições climáticas desfavoráveis.

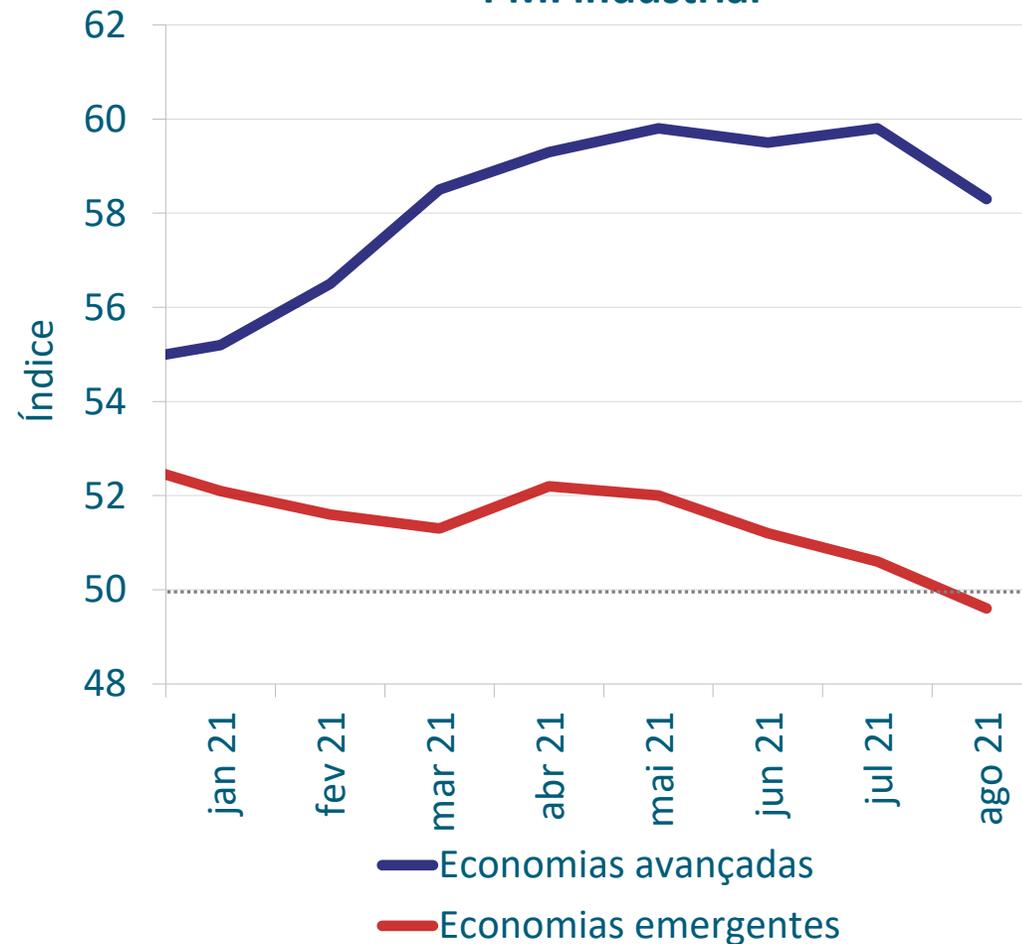
Cenário externo

Crescimento global

Juros e inflação nos Estados Unidos

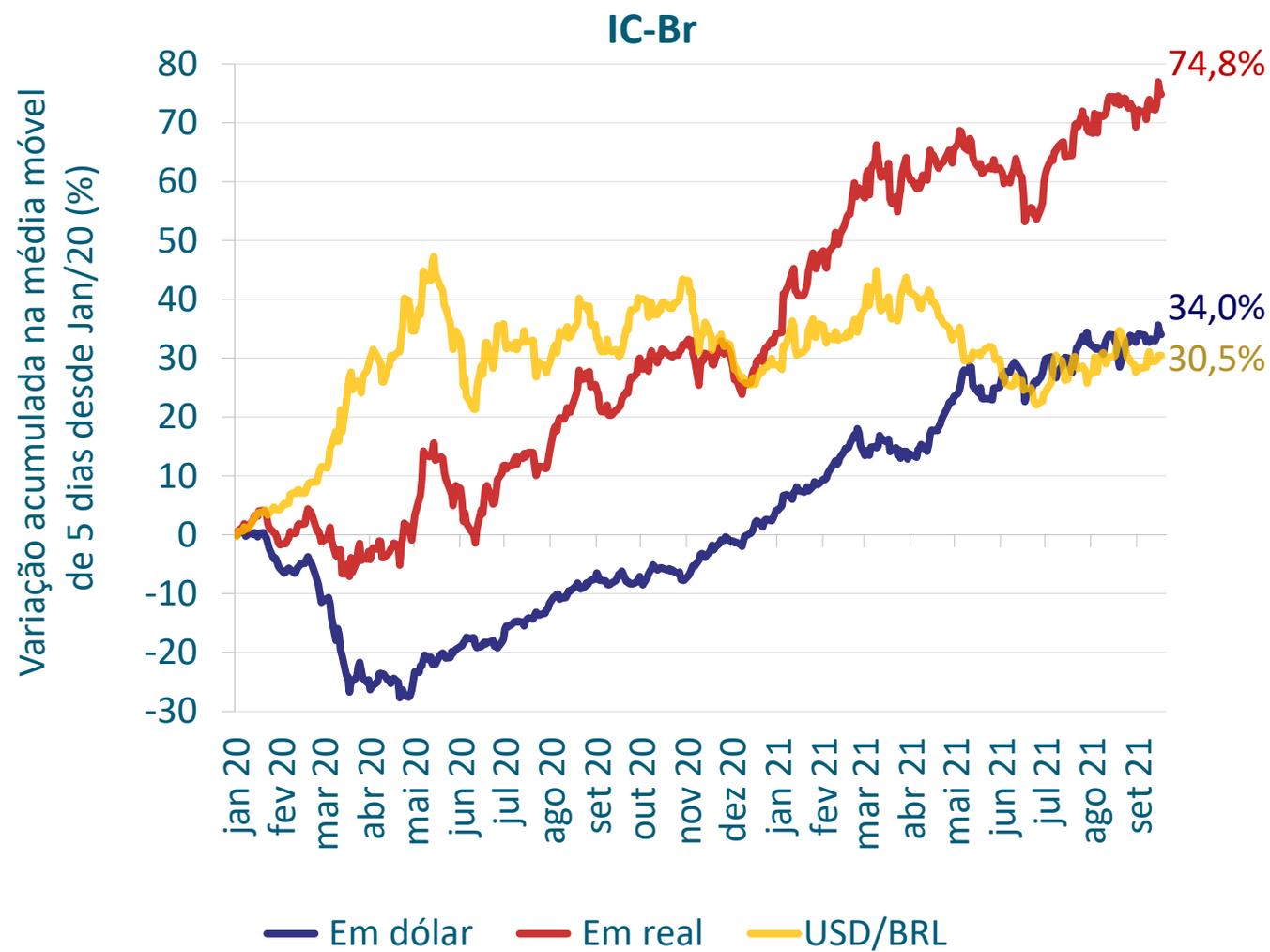


PMI industrial



Fontes: FRED (Federal Reserve Bank of St. Louis) e Refinitiv

Preços de commodities



Varição no preço em dólar entre Relatórios de Inflação

MM5D na data de corte

	2020		2021		Var. %
	Dez	Mar	Jun	Set	
Minério de Ferro	3,0	32,8	25,2	-41,8	
Cobre	13,7	17,0	10,6	-4,7	
Alumínio	16,4	5,7	14,2	16,1	
Brent	17,5	40,8	5,6	3,1	
Gas Natural	-4,8	-1,1	17,7	68,6	
Carvão	17,8	3,4	66,1	56,1	
Açúcar	10,3	12,4	12,9	12,8	
Café	-9,2	9,6	22,3	16,5	
Soja	19,0	22,1	6,6	-14,6	

Fonte: Bloomberg

Boxe – Projeções para as contas externas de 2021 e 2022

US\$ bilhões

Discriminação	2020	2021		2022	
	Ano	Jan - Jul	RI Jun ¹ Ano	RI Set ^{1/} Ano	RI Set ^{1/} Ano
Transações correntes	-26	-8	3	-21	-14
Balança comercial	32	26	70	43	60
Exportações	211	164	280	282	289
Importações	178	137	210	239	229
Serviços	-21	-9	-19	-17	-26
dos quais: viagens	-2	-1	-3	-2	-7
dos quais: aluguel de equip.	-12	-4	-8	-7	-8
Renda primária	-40	-27	-51	-49	-51
dos quais: juros	-21	-15	-23	-23	-24
dos quais: lucros e dividendos	-18	-13	-28	-27	-27
Investim. passivos	21	63	90	89	83
IDP	45	32	60	55	60
Inv. Carteira	-3	21	21	21	23
Outros inv. Passivos ^{2/}	-21	11	9	13	0

^{1/} Projeção.

^{2/} Inclui empréstimos, créditos comerciais, depósitos e outros investimentos.

2021: *deficit* em transações correntes de 1,3% do PIB

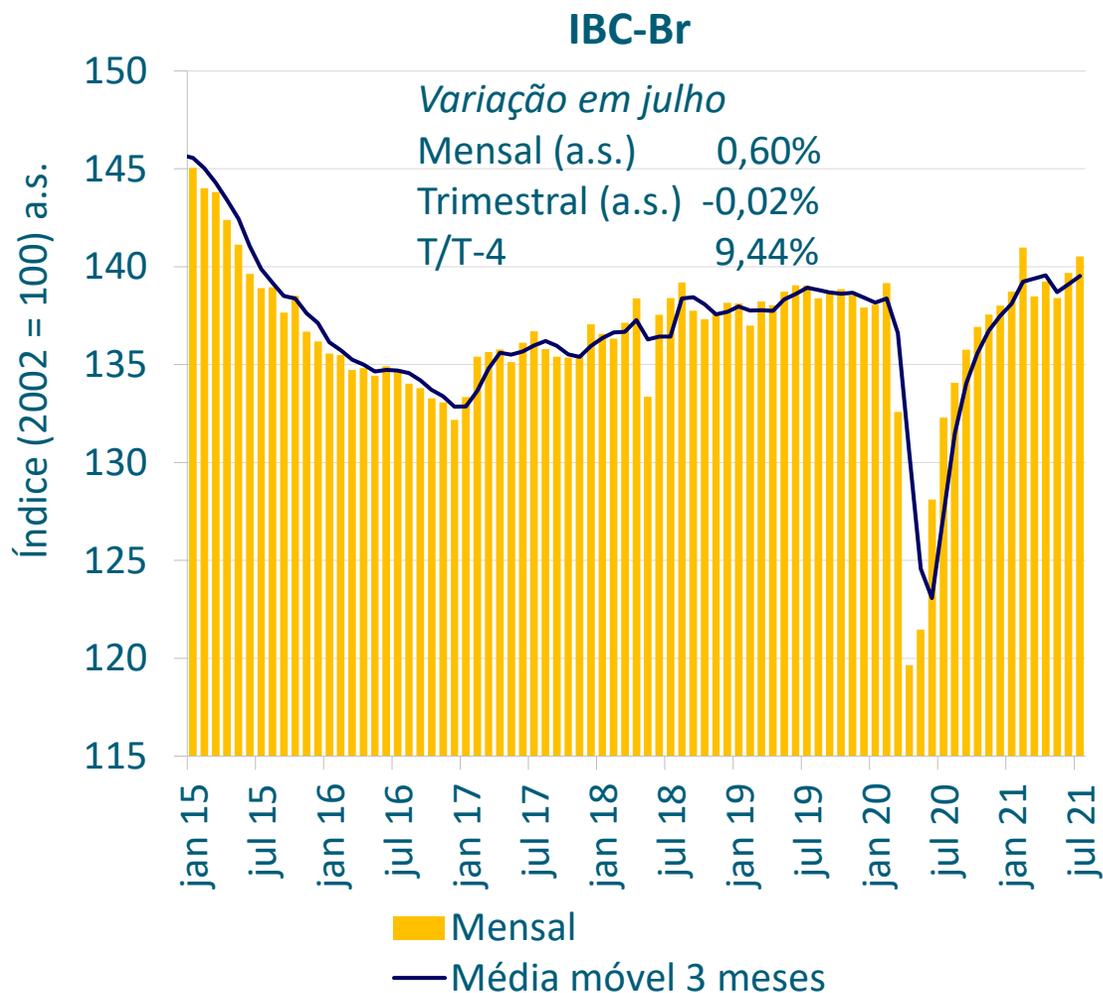
- Queda no saldo comercial pelo aumento das importações.
- Relevância de operações não computadas nas estatísticas alfandegárias (Secex) mas que afetam Balanço dos Pagamentos: importações fictas do Repetro e compra de criptoativos.
- IDP um pouco mais baixo devido à desaceleração das operações intercompanhia.

2022: *deficit* em transações correntes de 0,8% do PIB

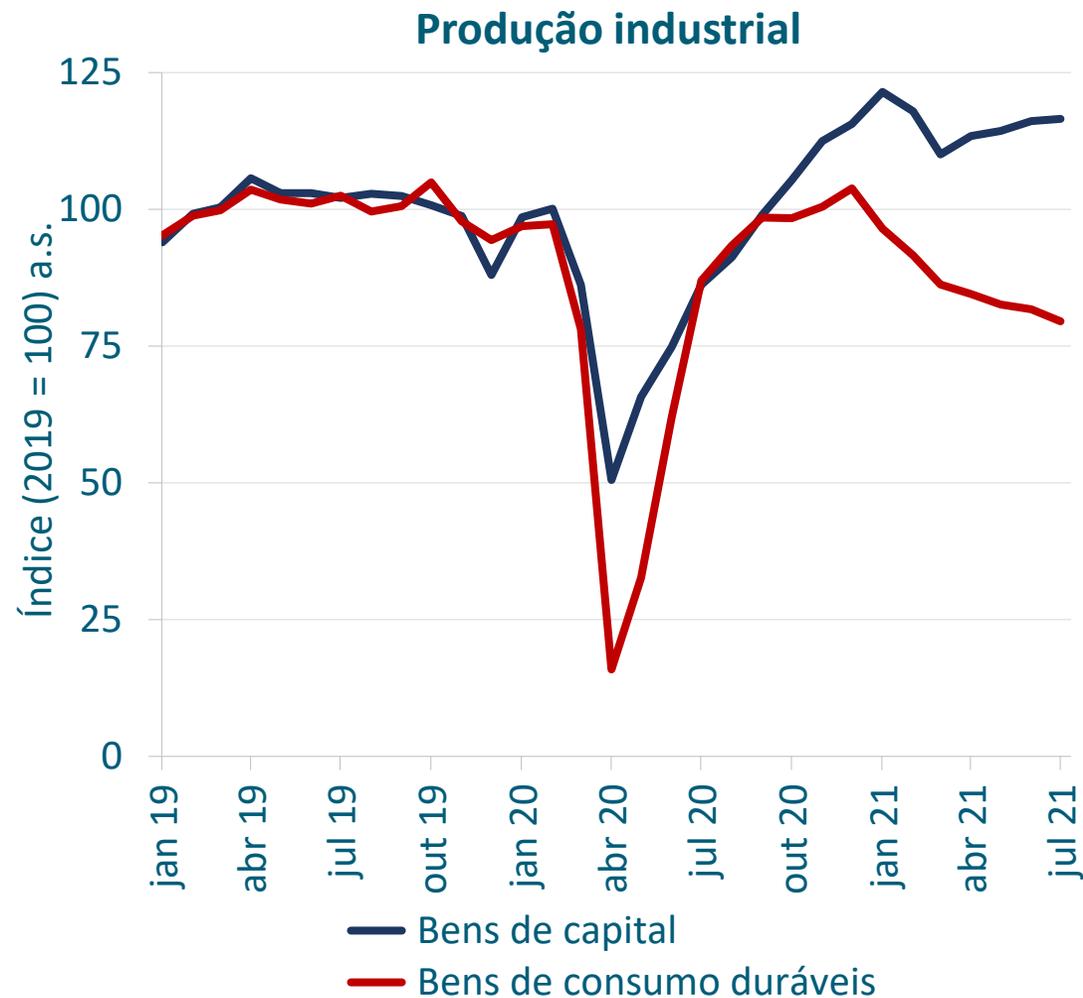
- Aumento no saldo comercial. Expectativa de aumento nas exportações de produtos básicos. Redução expressiva de importações fictas do Repetro.
- IDP estável em 3,4% do PIB, próximo à média histórica. A evolução das privatizações e concessões pode contribuir para os fluxos de participação no capital.

Atividade econômica

Atividade econômica



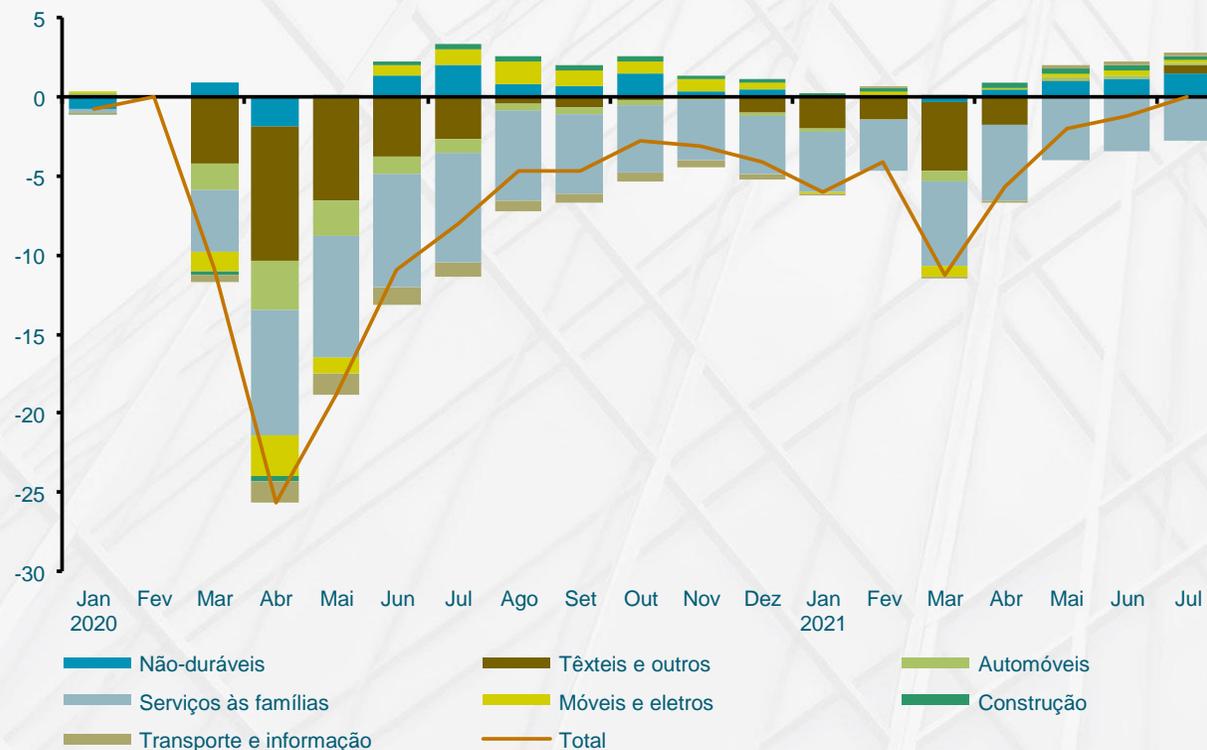
Fontes: BCB e IBGE



Boxe – Consumo de bens e serviços na pandemia

Consumo de bens e serviços

Contribuição– Var. em relação a fev/2020 (%)



Fonte: IBGE

- Calcula-se *proxy* do consumo das famílias utilizando PMC, PMS e pesos das Contas Nacionais.
- Há recuperação rápida e disseminada entre abril e outubro de 2020. O processo é prejudicado pelo recrudescimento da pandemia no início de 2021.
- Em julho de 2021, a *proxy* estava no mesmo patamar de fevereiro de 2020, mas os serviços às famílias ainda tinham importante contribuição negativa (-2,8 p.p.).
- Recuperação adicional da oferta de serviços às famílias pode representar impulso ao consumo no 2º semestre de 2021. Contudo, parte pode vir às custas de um menor consumo de bens.

Boxe – Evolução do Nuci, estoque e insumos na indústria

Nuci, escassez de matéria-prima e estoques na indústria de transformação

Setor	Nuci ^{1/}								Escassez de matéria-prima ^{2/}								Estoques ^{3/}							
	2020				2021				2020				2021				2020				2021			
	Jan	Abr	Jul	Out	Jan	Abr	Jul	Out	Jan	Abr	Jul	Out	Jan	Abr	Jul	Out	Jan	Abr	Jul	Out	Jan	Abr	Jul	Out
Indústria de transformação	1	-18	-3	5	5	2	5	3	10	4	17	20	25	19	99	124	110	86	75	87	86			
Categorias de uso																								
Bens de capital	1	-7	-2	4	5	6	11	0	6	0	15	11	21	34	95	88	111	80	70	77	79			
Bens intermediários	0	-19	-3	6	6	3	5	4	3	3	13	13	17	11	102	119	114	79	74	79	82			
Bens de consumo duráveis	8	-51	-5	3	-1	-8	-5	1	1	6	20	64	66	65	98	117	93	85	70	80	70			
Bens de consumo não duráveis	2	-13	0	4	4	0	5	1	10	7	24	22	31	15	92	148	108	100	71	118	102			
Material de construção	-2	-24	-6	5	5	8	7	3	3	4	25	24	26	18	112	118	111	73	68	79	66			
Setores																								
Alimentos																								
Têxtil																								
Vestuário																								
Couros e calçados																								
Celulose e papel																								
Deriv. petróleo e biocomb.																								
Química																								
Limpeza e perfumaria																								
Farmacêuticos																								
Matérias plásticas																								
Minerais não metálicos																								
Metalurgia																								
Produtos de metal																								
Informática e eletrônicos																								
Máquinas e equip. elétricos																								
Máquinas e equipamentos																								
Veículos automotores																								
Outros transportes																								
Escala de cores	-70	-50	-30	-10	0	5	10	0	5	10	15	20	25	30	40	75	85	95	105	110	120			

- A escassez de matéria-prima se agravou nos primeiros meses deste ano.
- Simultaneamente, houve redução relevante nos estoques em todas categorias industriais.
- Em algumas categorias, o Nuci se encontra acima da média histórica recente (bens de capital) e, em outros, significativamente abaixo (consumo duráveis, em particular automóveis, informática e eletrônicos).
- Consistente com choques positivos de demanda e choques negativos de oferta.

1\ Diferença em relação à média de 2017 a 2019 (em p.p.).

2\ Frequência de menções ao fator limitativo (em %).

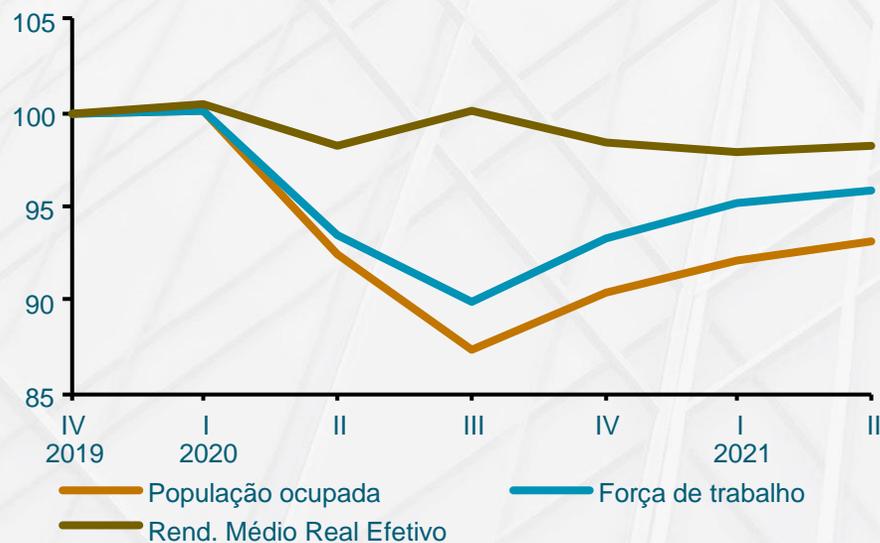
3\ Complemento de 200 do índice original (em pontos).

Boxe – Efeito da composição da PO no rendimento do trabalho

- Rendimento do trabalho foi bem menos afetado pela pandemia do que outras variáveis do mercado de trabalho.
- A resiliência do rendimento do trabalho foi influenciada por variações na composição da população ocupada, com recuo da participação de grupos com menores rendimentos, mais afetados pela crise sanitária.
- Quebra por setores captura esse efeito composição.
- Este movimento apresentou reversão mais recentemente, tendência que deve se manter.

População ocupada, força de trabalho e rendimento

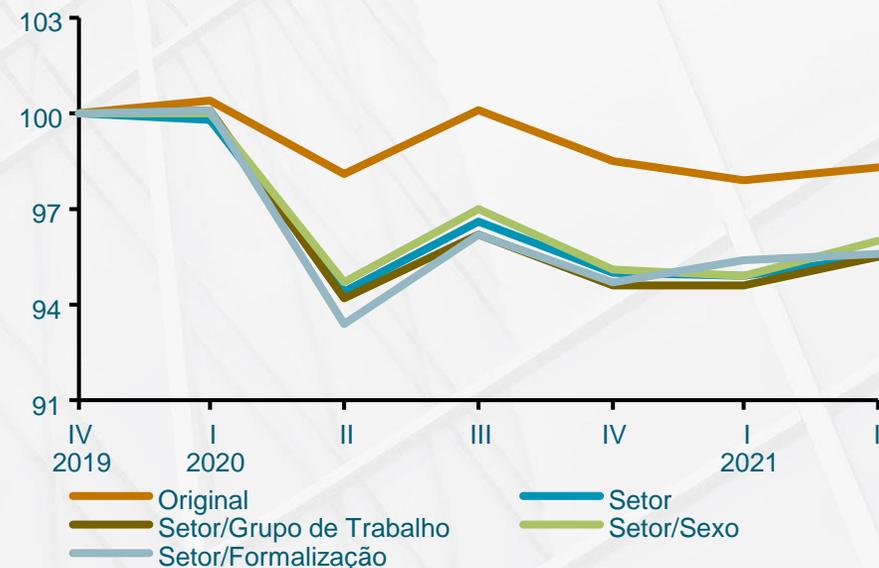
IV 2019 = 100, dados dessazonalizados



Fontes: BCB e IBGE

Rendimento médio original e contrafactuais

IV 2019 = 100, dados dessazonalizados



Fontes: BCB e IBGE

Boxe – Fluxo financeiro e impulso de crédito

- Análise do fluxo de recursos entre o setor não financeiro e o SFN.

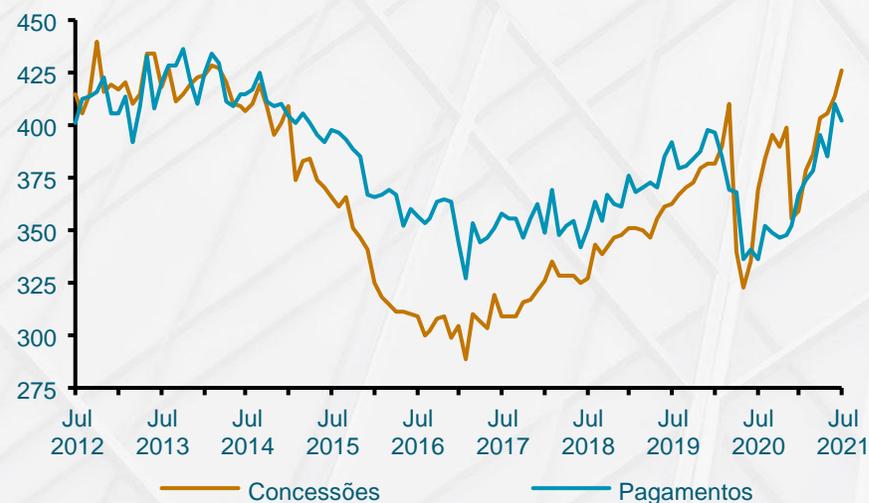
$$\Delta \text{Saldo}_t = \text{Concessões}_t + \text{Juros}_t + f(\Delta \text{Câmbio}_t) - \text{Pgto}_t - \text{bp}_t$$

- O fluxo financeiro (concessões - pagamentos) foi bastante positivo após o choque da Covid-19 (medidas emergenciais).
- O impulso de crédito (variação do fluxo) exibiu comportamento anticíclico, ao contrário da recessão anterior.

Concessões e pagamentos

Dados dessazonalizados

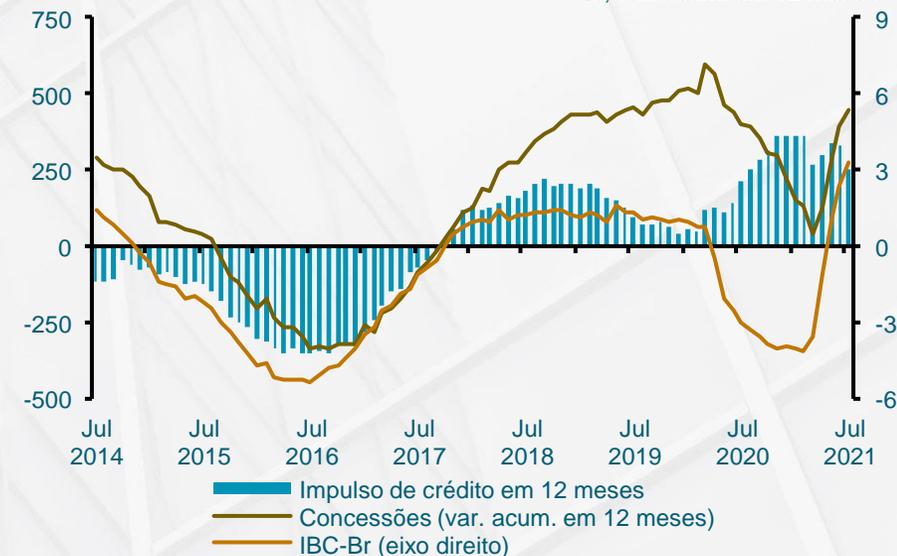
R\$ bilhões do último mês



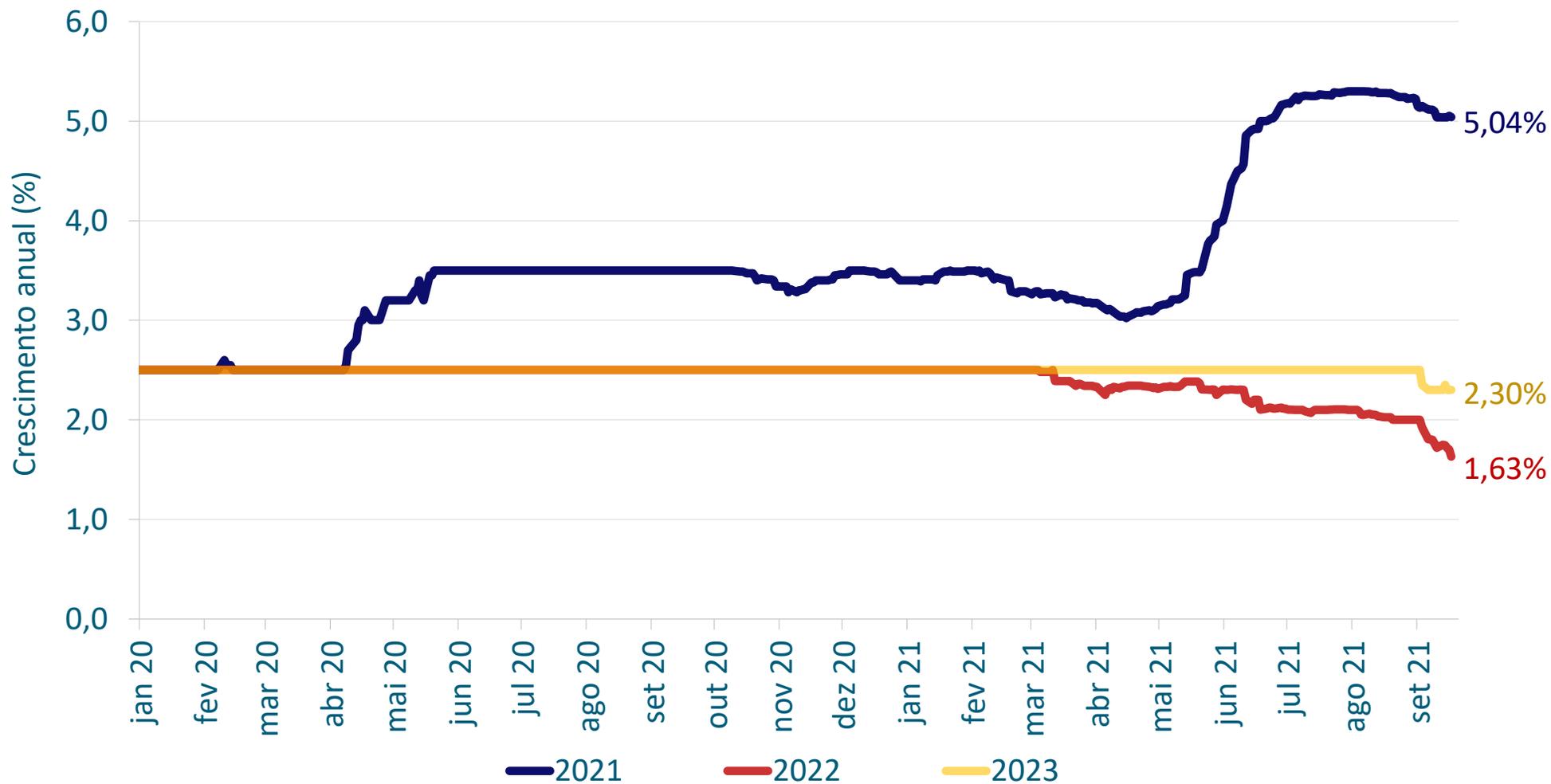
Impulso de crédito vs. IBC-Br

R\$ bilhões do último mês

%, var. acum. em 12 meses



Expectativas Focus para o PIB



Focus: expectativas até 17 de setembro

Boxe – Projeções para a evolução do PIB em 2021 e 2022

Produto Interno Bruto

Variação %

Discriminação	2020	2021 ^{1/}		2022 ^{1/}
		RI Jun	RI Set	RI Set
PIB a preços de mercado	-4,1	4,6	4,7	2,1
Impostos sobre produtos	-4,9	7,2	5,6	1,4
Valor adicionado a preços básicos	-3,9	4,2	4,5	2,2
PIB a preços de mercado				
Agropecuária	2,0	2,5	2,0	3,0
Indústria	-3,5	6,6	4,7	1,2
Serviços	-4,5	3,8	4,7	2,5
Demanda				
Consumo das famílias	-5,5	4,0	3,3	2,2
Consumo do governo	-4,7	0,4	0,9	2,5
Formação bruta de capital fixo	-0,8	8,1	16,0	-0,5
Exportação	-1,8	6,8	5,0	2,5
Importação	-10,0	10,7	14,2	1,0
Contribuição do setor externo (p.p.)	1,2	-0,5	-1,4	0,3

Fonte: IBGE e BCB

1/ Estimativa.

2021

- Expectativa de crescimento elevada de 4,6% para 4,7%.
 - Pela ótica da oferta, aumento em serviços**, com resultado melhor que o esperado no 2º trimestre e avanço da campanha de vacinação. **Diminuição na indústria**, com dificuldades em algumas cadeias mais persistentes do que se esperava, e **na agropecuária**, dada a intensificação de problemas climáticos.
 - Entre os componentes da demanda doméstica**, destacam-se o **reco na previsão do consumo das famílias**, com o resultado no 2º trimestre aquém do esperado, e **as altas na FBCF e importação**, repercutindo expectativa de maior volume de importações fictas no âmbito do Repetro.

2022

- Redução do espaço para recuperação cíclica e efeitos defasados do ciclo de aperto monetário.
- Agropecuária com aumento de área e clima favorável. Indústria extrativa com prognóstico positivo para minério de ferro e petróleo.

Boxe – Projeções para a evolução do crédito em 2021 e 2022

Saldo de crédito

	2020	2021 Julho	Variação % em 12 meses		2022 ^{1/} RI Set
			2021 ^{1/} RI Jun	RI Set	
Total	15,6	16,2	11,1	12,6	8,5
Livres	15,4	16,7	13,5	15,7	11,1
PF	10,7	20,1	14,0	18,0	12,0
PJ	21,2	13,1	13,0	13,0	10,0
Direcionados	15,9	15,5	7,7	8,3	4,8
PF	11,7	16,0	13,0	14,0	10,0
PJ	22,8	14,6	0,0	0,0	-4,0
Total PF	11,2	18,2	13,5	16,2	11,1
Total PJ	21,8	13,6	8,0	8,0	5,0

1/ Estimativa.

2021

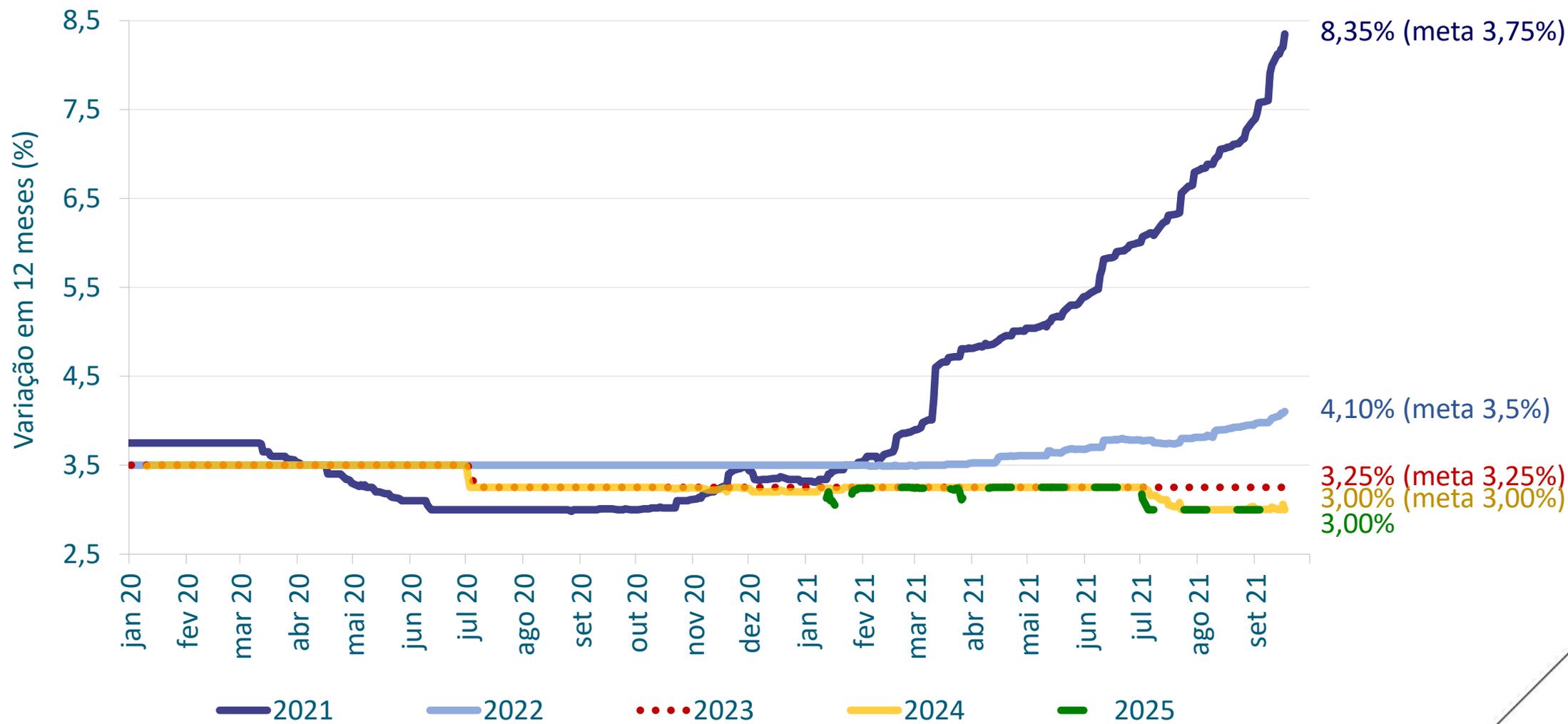
- Elevação na projeção de crescimento de 11,1% para 12,6%.
- No crédito às famílias, destacam-se as modalidades de cartão de crédito à vista, crédito pessoal não consignado, imobiliário e rural.

2022

- Projeção de crescimento de 8,5%.
- Desaceleração em linha com o menor crescimento do PIB e o ciclo atual de aperto monetário.

Inflação

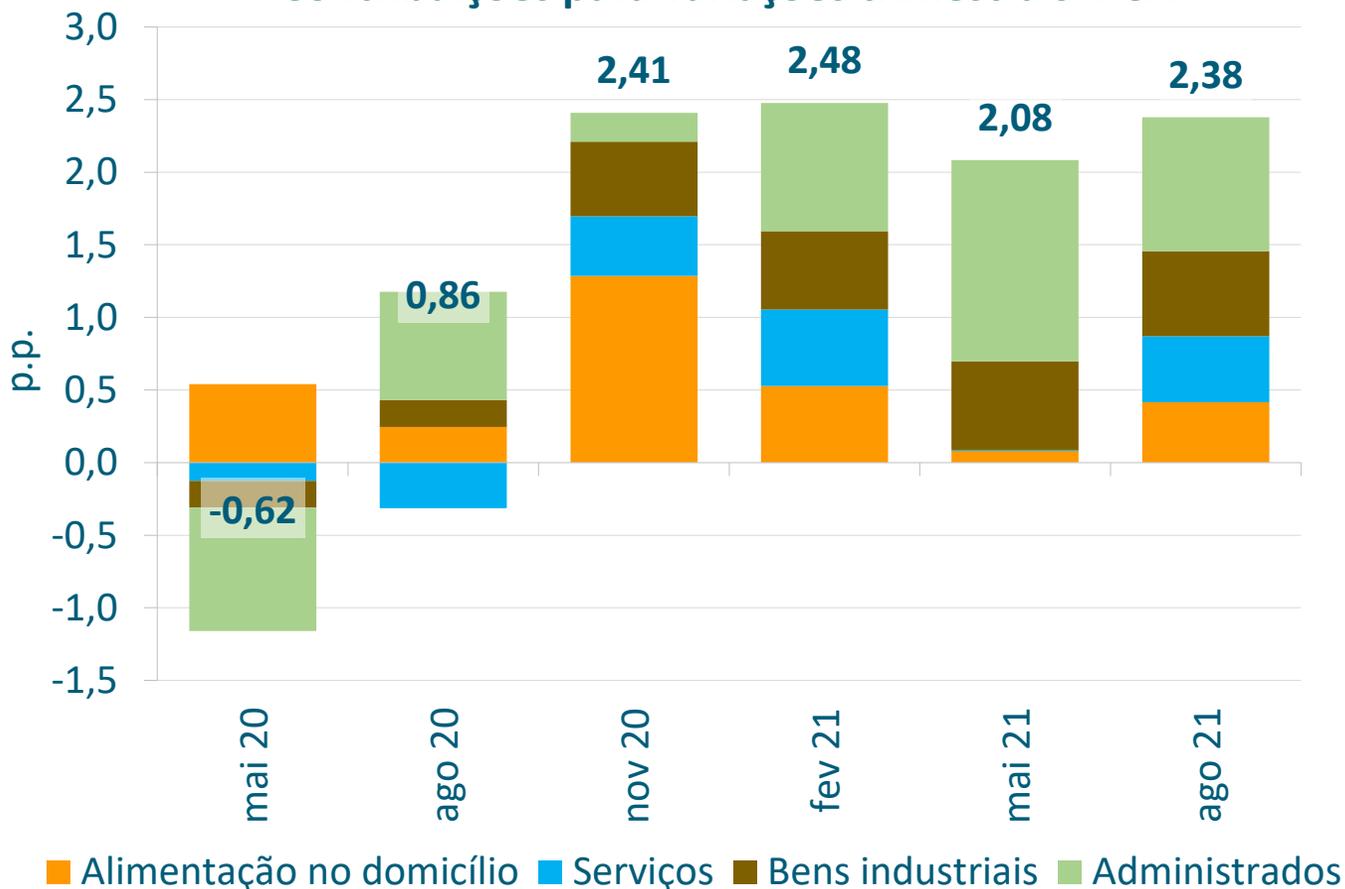
Expectativas Focus para o IPCA



Focus: expectativas até 17 de setembro

Contribuições recentes para a inflação

Contribuições para variações trimestrais IPCA



Preços administrados

- Energia elétrica: bandeiras tarifárias de valor mais elevado.
- Derivados de petróleo: alta relevante com repasse da elevação dos preços internacionais e alta expressiva do etanol.
- Planos de saúde individuais: reajuste máximo de -8,19% pela ANS.

Preços livres

- Bens industriais continuaram em forte elevação por mudança na composição dos gastos das famílias, gargalos de oferta e repasse de custos.
- Alimentos: alta significativa, refletindo a piora das condições climáticas.
- Serviços seguem mostrando alta mais contida que os demais, mas houve nítida aceleração no trimestre.

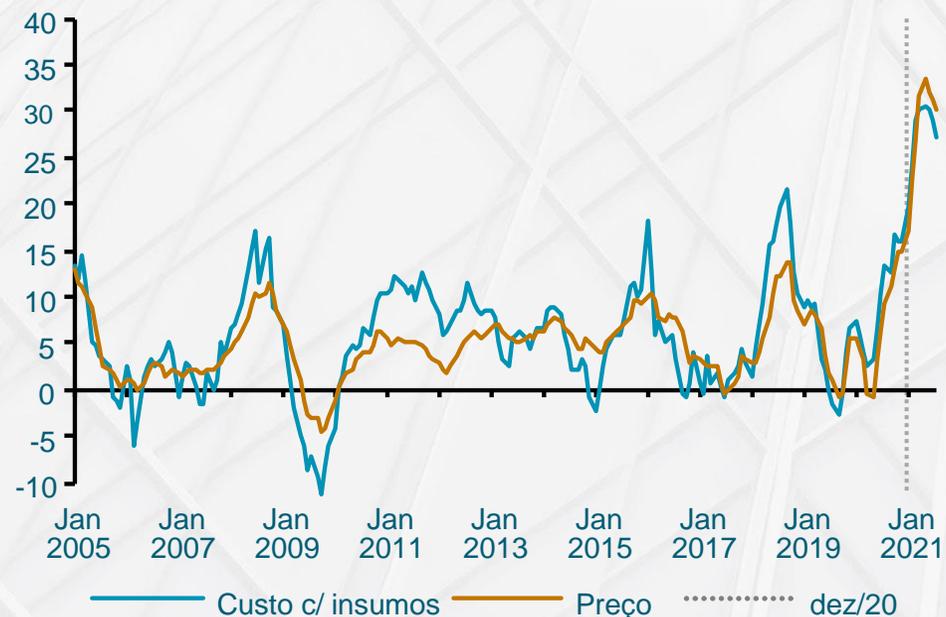
Fonte: IBGE

Boxe – Repasse na indústria e do produtor para o consumidor

- Atualização de boxes recentes: “Dinâmica Recente do IPA e relação com o IPCA” e “Repasse de custos na indústria da transformação”.
- A persistência da alta dos preços dos produtos industriais ao consumidor está ligada à continuidade da elevação expressiva dos preços na fábrica, que por sua vez refletem forte repasse de custos de insumos.
- Não parece haver repasses contidos (“pent-up”), futuro dependerá de novos choques, não de defasagens.
- Repasse foi maior que o usual entre cadeias da indústria, menor que o usual entre produtor e consumidor.

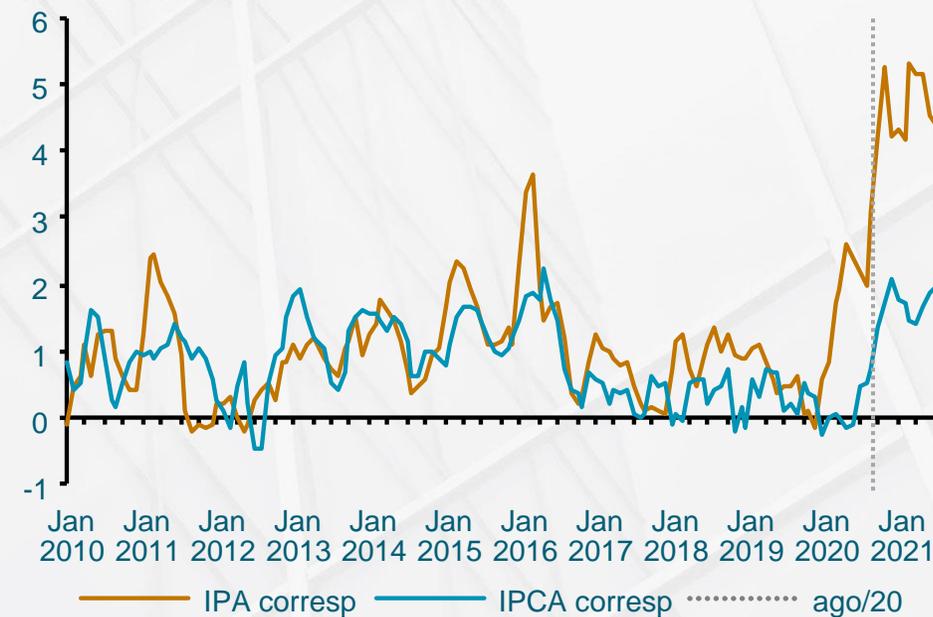
Preço x custo com insumos na indústria de Transformação

Var. % em 12 meses



IPCA e IPA correspondentes - bens industriais

Var. % em 3 meses

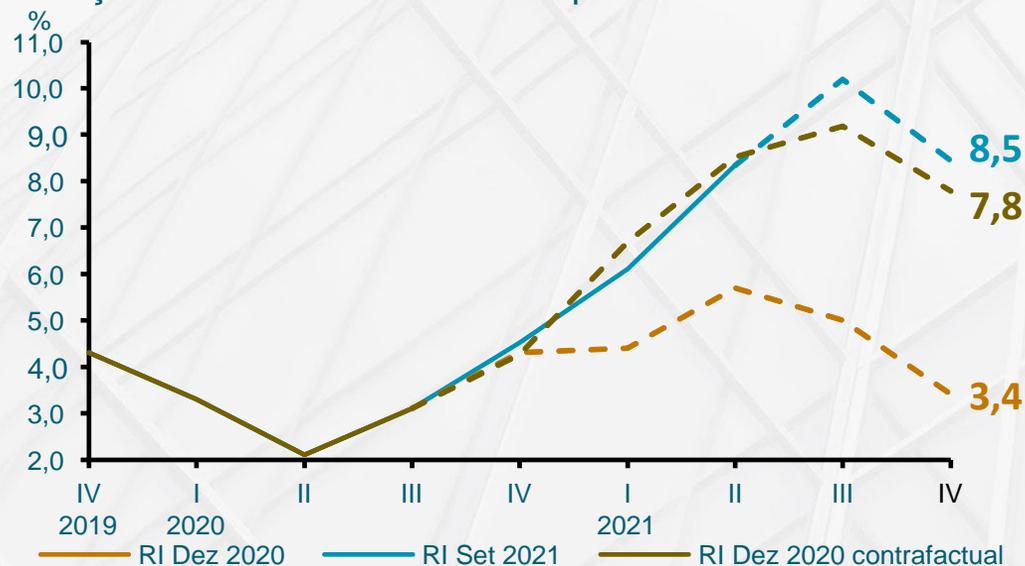


Boxe – Impacto dos condicionantes sobre as projeções de inflação

- Projeções para inflação 2021 feitas no RI dez/20, utilizando conjunto de informação mais recente (cenário contrafactual).
- Choques de custos, principalmente preços de combustíveis e as bandeiras de energia elétrica, explicam importante parcela.
- Resíduo remanescente compatível com impacto de ruptura de cadeias produtivas

Projeções de inflação

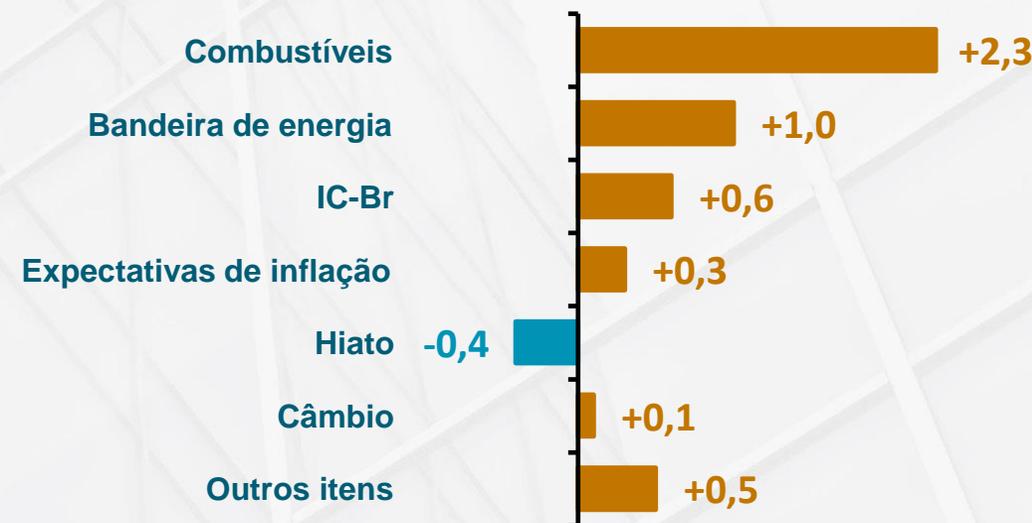
Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres



Obs.: Linhas sólidas correspondem a dados ocorridos e linhas tracejadas, a projeções.

Contribuições para a diferença da projeção de inflação para 2021 entre os cenários contrafactual e base do Relatório de dezembro de 2020

Pontos percentuais

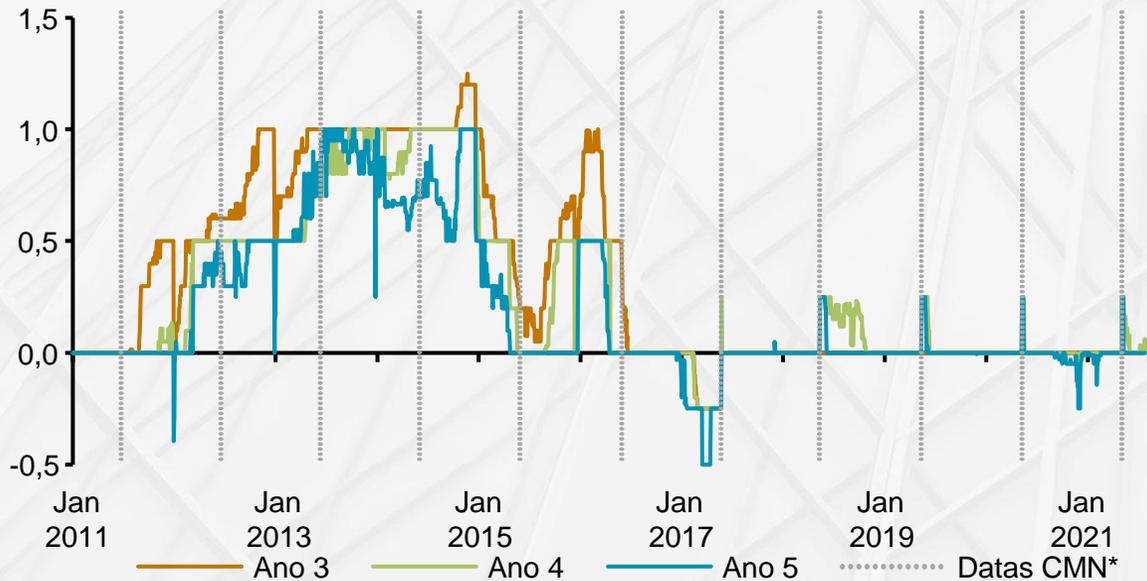


Boxe – Ancoragem das expectativas de inflação (1/2)

- Expectativas distantes movem-se com notícias de meta e nem sempre estiveram ancoradas.
- Atualmente estão ancoradas, apesar da sequência de surpresas inflacionárias e do patamar elevado da inflação.

Desvio das projeções em relação à meta percebida

(p.p.)

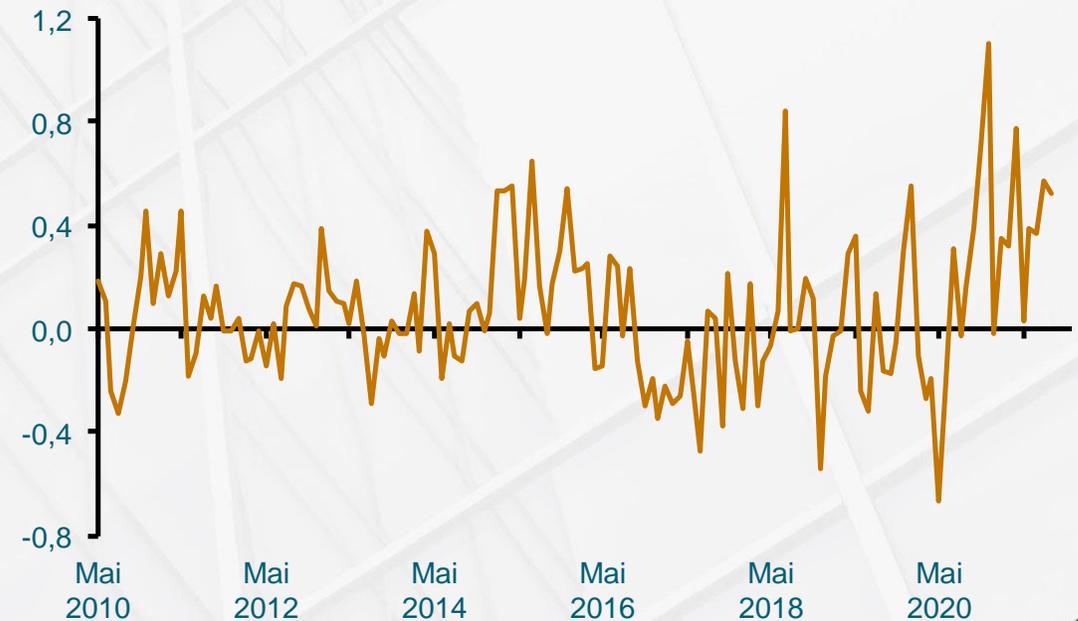


* As linhas cinzas pontilhadas representam datas com divulgação da meta pelo CMN. Desvios temporários são observados porque as projeções não são imediatamente revistas.

Surpresas inflacionárias

Entre vésperas de divulgação do IPCA

(p.p.)

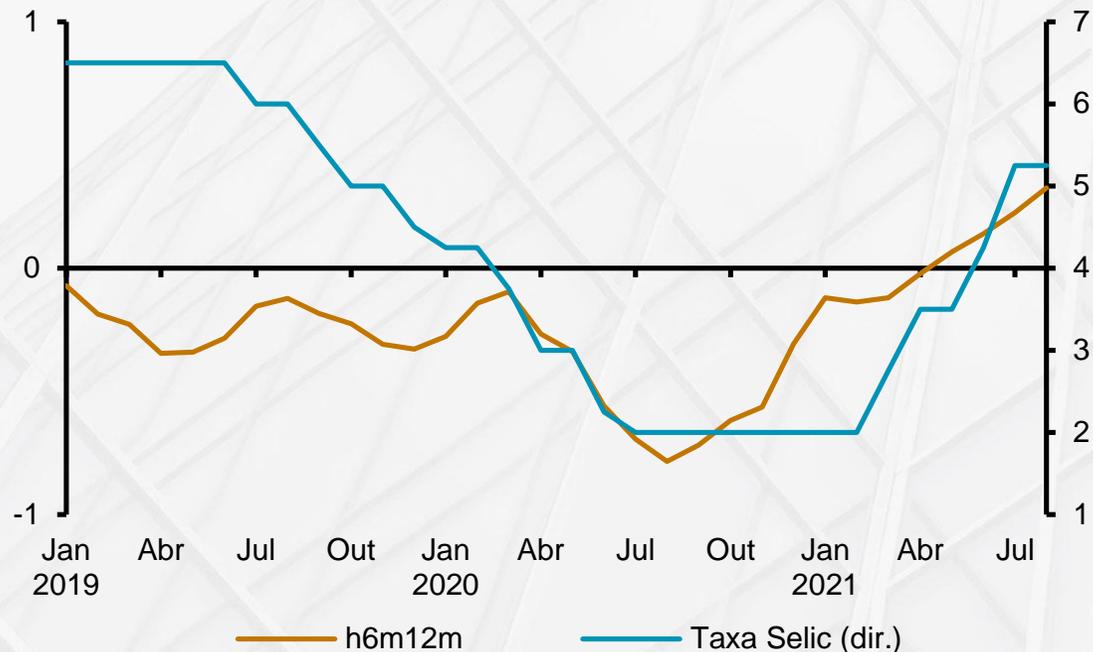


Nota: Surpresa = $s_1 + s_2 + s_3$

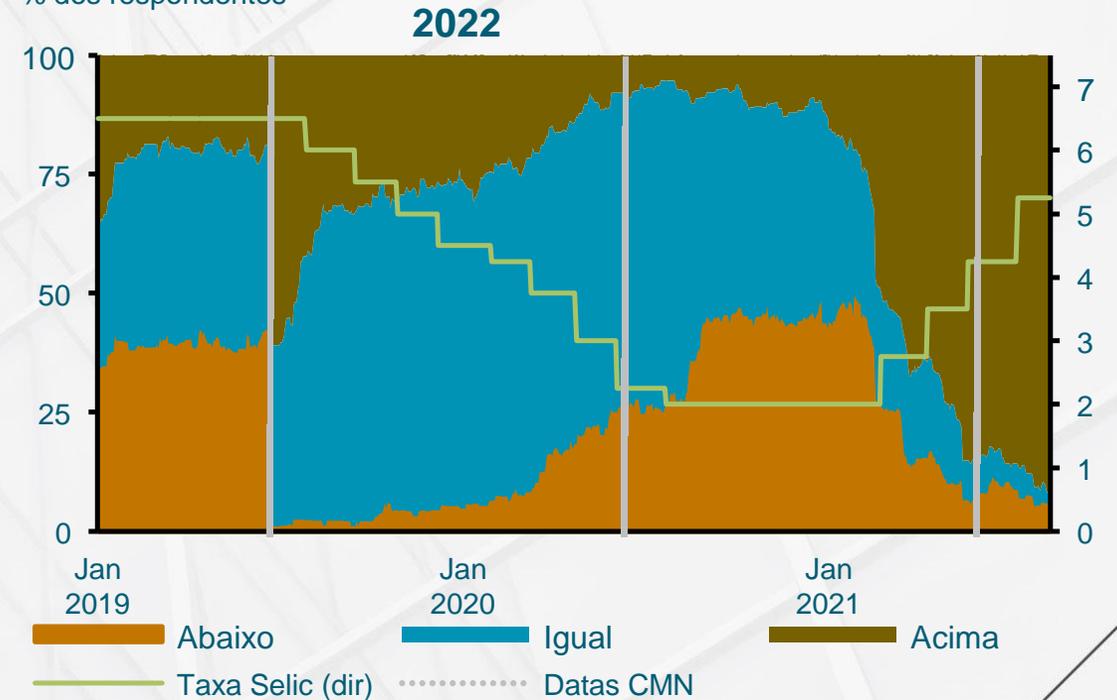
Boxe – Ancoragem das expectativas de inflação (2/2)

- Desvio da expectativa de inflação para horizonte próximo (h6m12m) chegou a -0,8 p.p. e agora está em torno de +0,4 p.p.

Selic, expectativas de inflação e surpresas inflacionárias (p.p.)



Desvios das projeções por anos calendários e Selic % dos respondentes



Projeções condicionais

Projeções condicionais para a inflação

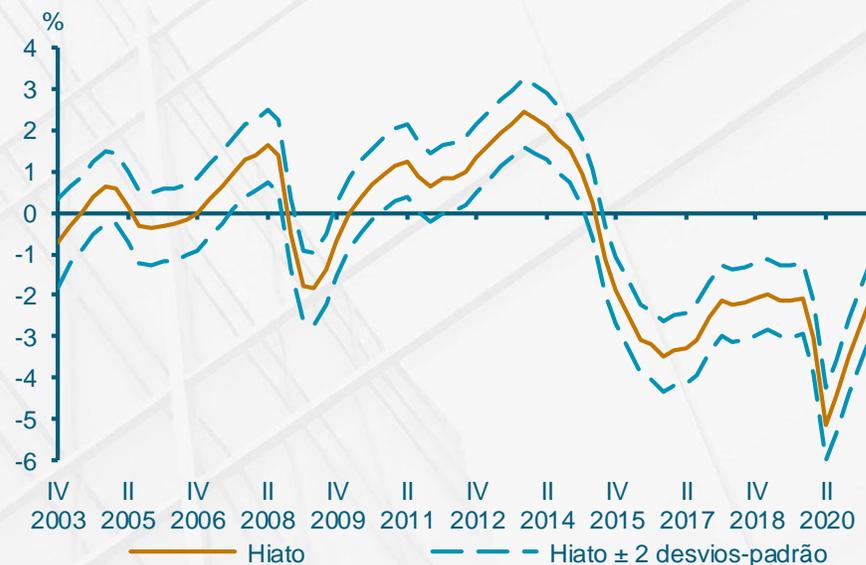
Projeções de inflação – cenário com Selic Focus e câmbio PPC

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

%

Ano	Trim.	Meta	RI de junho	RI de setembro	Diferença (p.p.)
2021	III		8,0	10,2	2,2
2021	IV	3,75	5,8	8,5	2,7
2022	I		4,3	7,3	3,0
2022	II		3,5	6,0	2,5
2022	III		3,2	3,9	0,7
2022	IV	3,50	3,5	3,7	0,2
2023	I		3,7	3,6	-0,1
2023	II		3,6	3,9	0,3
2023	III		3,5	3,3	-0,2
2023	IV	3,25	3,3	3,2	-0,1
2024	I			3,0	
2024	II			2,9	
2024	III			2,8	
2024	IV	3,00		2,8	

Estimativa do hiato do produto



- Juro real neutro igual a 3% no horizonte de projeção.
- Trajetória prospectiva do hiato influenciada por aumento na trajetória da taxa Selic.
- Hiato no 3º trimestre de 2021 estimado em -1,7%.
- Hiato no 4º trimestre de 2022 projetado em -1,2%.

Relatório de Inflação

30 de setembro de 2021

Fabio Kanczuk



Condução da Política Monetária

Condução da Política Monetária – 1

- Em sua 241ª Reunião (21 e 22 de setembro), considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 1,00 ponto percentual, para 6,25% a.a.
- O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e um balanço de riscos de variância maior do que a usual para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para as metas no horizonte relevante, que inclui o ano-calendário de 2022 e, em grau menor, o de 2023. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

Condução da Política Monetária – 2

- O Copom considera que, no atual estágio do ciclo de elevação de juros, esse ritmo de ajuste é o mais adequado para garantir a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante e, simultaneamente, permitir que o Comitê obtenha mais informações sobre o estado da economia e o grau de persistência dos choques.
- Neste momento, o cenário básico e o balanço de riscos do Copom indicam ser apropriado que o ciclo de aperto monetário avance no território contracionista.
- Para a próxima reunião, o Comitê antevê outro ajuste da mesma magnitude.
- O Copom enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados para assegurar o cumprimento da meta de inflação e dependerão da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante da política monetária.