

Relatório Trimestral de Inflação: não-convergência no horizonte reforça perspectiva de aperto significativo à frente

- ▶ O Relatório de Inflação (RI) de dezembro de 2024 apresentou aumento das projeções de inflação, que se afastaram ainda mais das metas ao longo de todo o horizonte relevante, com altas expressivas, em especial na projeção para 2025, que subiu 0,8 p.p. para 4,5%, limite superior da banda de tolerância em torno da meta de 3%. Segundo o documento, o aumento das projeções resultou principalmente da atividade econômica mais forte que o esperado, da depreciação cambial (foi utilizado no cenário de referência uma taxa de R\$ 5,95 por dólar) e da deterioração das expectativas de inflação.
- ▶ Em nossa visão, tal cenário reforça a leitura e a sinalização já colocada na última reunião do Copom, de que o movimento de alta de juros ainda deve avançar de forma significativa. Nossa projeção de elevação da taxa Selic para 15,00% a.a. ao final do ciclo é consistente com esse quadro. Porém, caso o movimento recente da taxa de câmbio não seja revertido, enxergamos riscos assimétricos para cima.
- ▶ Além dos boxes de revisões de projeções, foi apresentada uma análise descritiva do desempenho da indústria de transformação, indicando que o aumento da produção recente parece estar associado ao aquecimento da demanda doméstica. Com elevado grau de utilização da capacidade instalada, conclui-se que o aumento prospectivo da indústria depende de novos investimentos e aumento da produtividade, mas que fatores conjunturais – a saber, política monetária mais restritiva – podem atuar na direção contrária. Em outro box, avaliou-se empiricamente que o consumo de bens duráveis é mais sensível a mudanças na taxa de juros do que o consumo de bens não duráveis, concluindo que tais resultados são particularmente relevantes na conjuntura atual, caracterizada pelo atual ciclo de aperto monetário e por uma expansão robusta da renda das famílias.

Projeções do Banco Central

A tabela abaixo mostra as projeções de inflação divulgadas para o cenário de referência do RI.¹

	Projeções de inflação (IPCA) do Banco Central														
	2023	2024				2025				2026				2027	
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
IPCA	4,6	3,9	4,2	4,4	4,9	5,0	5,0	5,1	4,5	4,2	4,0	3,8	3,6	3,4	3,2
Diferença RI anterior (p.p.)	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,6	1,0	1,2	1,6	0,8	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2	-
Livres	3,1	3,1	3,5	4,1	5,0	5,3	5,4	5,5	4,5	4,1	3,8	3,6	3,4	3,2	3,0
Diferença RI anterior (p.p.)	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,6	1,0	1,3	1,7	0,9	0,7	0,5	0,4	0,3	0,1	-
Administrados	9,1	6,4	6,4	5,5	4,6	4,1	3,9	4,0	4,5	4,6	4,6	4,4	4,1	4,0	3,8
Diferença RI anterior (p.p.)	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,8	1,1	1,5	0,5	0,7	0,5	0,6	0,3	0,4	-

*Valores hachurados = projeções.

Fonte: Banco Central

¹ Com a edição do Decreto 12.709/2024, a partir de janeiro de 2025, a meta se refere à inflação acumulada em doze meses, apurada mês a mês, também conhecida como "meta contínua". O tamanho do horizonte de projeções foi fixado em dez trimestres.

Comparadas às estimativas apresentadas no RI de setembro, as projeções de inflação avançaram para 2024, 2025 e 2026, de 4,3% para 4,9%, 3,7% para 4,5% e 3,3% para 3,6%, respectivamente, aumentando as distâncias com relação à meta de 3,0%. A projeção para o horizonte mais distante, 2T2027, apresentada pela primeira vez, situa-se em 3,2%, ainda acima da meta. Segundo o documento, o aumento das projeções de inflação no horizonte relevante resultou principalmente da atividade econômica mais forte que o esperado, que levou a uma elevação no hiato do produto estimado (de 0,5% para 0,7% em relação ao último RI no terceiro trimestre, e também 0,7% no quarto trimestre), da depreciação cambial e do aumento das expectativas de inflação. As recentes surpresas inflacionárias e a revisão das projeções de curto prazo também contribuíram, via inércia, assim como a elevação da taxa de juros neutra considerada. Esses fatores mais do que compensaram a alta da taxa de juros real, que, entretanto, contribuíram para evitar um aumento mais acentuado nas projeções.

Endereçando o passado recente, o BCB nota que a inflação observada no trimestre encerrado em novembro ficou 0,42 p.p. acima da projetada, com surpresa concentrada em alimentação no domicílio, em maior grau, além do segmento de serviços – novamente, aqui, relacionado a alimentação, no caso, fora do domicílio, e seguro de veículos. A projeção de dezembro foi revista de 0,44% no RI anterior para 0,58%, incorporando um comportamento menor benigno de preços administrados e carne bovina. Já janeiro deve registrar leve deflação (-0,08%), seguida de alta de 1,17% em fevereiro e 0,42% em março, alcançando 5,0% na variação em 12 meses no fim deste período. Neste cenário, a média dos núcleos de inflação deve se situar ao redor de 4,5%.

Em relação às demais variáveis, a estimativa de crescimento do PIB para 2024 avançou de 3,2% para 3,5%, impulsionada por revisões positivas principalmente para consumo das famílias e investimento. A estimativa para 2025 oscilou de 2,0% para 2,1%. Segundo o relatório, essa mudança aparentemente pequena decorre de fatores em direções opostas, com contribuição positiva da agropecuária (em linha com prognósticos melhores para a safra de grão) e do carregamento estatístico deste ano, parcialmente compensadas com a expectativa de um crescimento menor devido ao cenário de maior aperto monetário.

Já no mercado de crédito, as projeções foram para baixo tanto em 2024 quanto em 2025, refletindo a evolução abaixo do esperado do crédito direcionado PJ, neste ano, e a expectativa de maiores taxas de juros, no ano seguinte. Em relação às contas externas, também houve piora para 2024, incorporando a performance da balança comercial aquém do esperado, mas ligeira melhora para 2025, com redução de importações em relação ao cenário anterior.

Projeções de crescimento do PIB (acumulado no ano)				
	Setembro		Dezembro	
	2024	2025	2024	2025
PIB a preços de mercado	3,2%	2,0%	3,5%	2,1%
Agropecuária	-1,6%	2,0%	-2,0%	4,0%
Indústria	3,5%	2,4%	3,3%	2,4%
Serviços	3,2%	1,9%	3,8%	1,9%
Consumo das famílias	4,5%	2,2%	5,3%	2,4%
Consumo do governo	2,7%	2,0%	1,9%	1,6%
Formação bruta de capital fixo	5,5%	2,0%	7,3%	2,9%
Exportação	3,2%	2,5%	3,0%	2,5%
Importação	11,3%	2,5%	13,7%	2,5%

Fonte: Banco Central.

Projeções para saldo de crédito (var. 12 meses)				
	Setembro		Dezembro	
	2024	2025	2024	2025
Total	11,1%	10,3%	10,6%	9,6%
Livres	10,5%	10,2%	10,4%	9,6%
PF	12,0%	11,0%	11,5%	10,0%
PJ	8,5%	9,0%	9,0%	9,0%
Direcionados	12,0%	10,5%	10,8%	9,7%
PF	12,0%	10,5%	12,0%	10,0%
PJ	12,0%	10,5%	8,5%	9,0%
Total PF	12,0%	10,8%	11,7%	10,0%
Total PJ	9,7%	9,5%	8,8%	9,0%

Fonte: Banco Central.

Projeções de contas externas (US\$ bilhões)				
	Setembro		Dezembro	
	2024	2025	2024	2025
Transações correntes	-51	-60	-54	-58
Balança comercial	68	64	65	65
Exportações	335	341	337	338
Importações	267	277	272	274
Serviços	-48	-49	-48	-49
Renda primária	-72	-75	-73	-75
Investimentos - passivos	102	85	108	85

Fonte: Banco Central.

Resumo dos boxes

Destacamos abaixo os resumos dos boxes apresentados no RI, com links para os relatórios completos.

■ Desempenho recente da indústria de transformação

Estudo completo [aqui](#).

- Este box faz uma análise descritiva do desempenho da indústria de transformação nos anos recentes. Enquanto em 2023 o crescimento econômico foi puxado por setores menos cíclicos, como agropecuária e indústria extrativa, o crescimento em 2024 tem se mostrado mais disseminado e liderado por atividades mais sensíveis ao ciclo econômico, inclusive a indústria de transformação.
- Após décadas de relativa estagnação da produção industrial, a indústria passou a mostrar maior dinamismo desde o final de 2023. O estudo mostra que a produção industrial tem crescido de forma disseminada em todas as categorias de uso, destacando-se a expansão em bens de capital e bens de consumo duráveis. A alta na produção de bens de capital se deveu principalmente às atividades de veículos automotores e de produtos de informática. Veículos automotores também contribuíram de

forma destacada para o crescimento da produção de bens de consumo duráveis, juntamente com aparelhos e materiais elétricos. O crescimento da demanda por bens industriais pode ser confirmado pela evolução dos estoques da indústria e aumento do nível da utilização da capacidade instalada.

- Conclui-se que o aumento da produção foi associado ao aquecimento da demanda doméstica, em particular do consumo e do investimento. Com elevado grau de utilização da capacidade, o aumento prospectivo da produção depende de novos investimentos. Para tanto, aumentar a produtividade e os fatores de produção é essencial para manter a tendência de expansão. No curto prazo, entretanto, fatores cíclicos podem atuar na direção contrária, como uma política monetária mais restritiva.

▪ Juros, renda e o consumo de duráveis e não duráveis

Estudo completo [aqui](#).

- Em outro boxe, avaliou-se empiricamente, via modelo de vetores autorregressivos (VAR), uma possível heterogeneidade dos efeitos da taxa de juros e da renda sobre o consumo de bens duráveis e não duráveis na economia brasileira.
- Dentre as conclusões, foi indicado que taxa de juros e renda das famílias – que inclui a remuneração do trabalho e benefícios sociais – influenciam significativamente o consumo.
- Conforme o esperado, o estudo mostrou que o consumo de bens duráveis é mais sensível a mudanças na taxa de juros do que o consumo de bens não duráveis. Dentre as possíveis razões, pelo preço elevado relativamente à renda mensal, muitas vezes os bens de consumo duráveis são comprados de forma parcelada, sendo sua aquisição, portanto, mais influenciada pela taxa de juros.
- Segundo o estudo, esses resultados são particularmente relevantes na conjuntura atual, caracterizada por passado recente em que houve diminuição da taxa de juros, pelo atual ciclo de aperto monetário e por expansão robusta da renda das famílias.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

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



**Acesse nossos conteúdos
no seu celular**

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 e 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.itaubr.com.br/atendimento-itaubr-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.