



# O Macro no Detalhe

Série de curtas análises econômicas do nosso Economista-Chefe, Adauto Lima

## Sumário

- O IPCA de agosto ficou em 0,24%, em linha com as expectativas revisadas do mercado (0,24%, segundo o Bloomberg) e também em linha com a nossa estimativa (0,22%) e com as estimativas de curto prazo do Banco Central (0,22%), segundo o último Relatório de Inflação Trimestral (RI), divulgado no final de junho.
- As medidas subjacentes de inflação mais sensíveis ao ciclo econômico, como os Núcleos de Exclusão EX3 do BCB e de Serviços Cíclicos ex-passagens aéreas (cálculo da Western Asset), apesar de terem ficado acima dos números de julho, permaneceram em patamares muito baixos.
- Para setembro, esperamos IPCA entre 0,15% e 0,25% devido à queda dos preços dos combustíveis, reversão das altas dos Planos de Saúde, enquanto alimentos devem permanecer como fator de pressão. Para o ano, em função da maior pressão de alimentos, estamos revisando nossas estimativas para 1,8% a 2,1% ante o intervalo anterior de 1,5% - 1,8%.
- A alta dos preços dos alimentos nos últimos meses tem ganhado destaque, abrindo discussões como, por exemplo, de que a inflação medida por índices como o IPCA não refletiriam adequadamente a dinâmica de preços existente, principalmente porque a pandemia teria mudado a cesta de consumo da população. Apesar das limitações inerentes a qualquer indicador de inflação, acreditamos que o IPCA ainda representa uma boa medida da evolução da inflação, com base no conceito de que a inflação é o aumento persistente e generalizado dos preços de uma cesta de bens e serviços. Na nossa visão, está ocorrendo uma mudança de preços relativos em função da mudança temporária da cesta de consumos (alimentos, eletrodomésticos e alguns outros bens industriais em detrimento de serviços como restaurantes, hospedagens, etc). Além disso, temos a depreciação do Real ante o dólar, cujo impacto sobre os custos não é desprezível, e o aumento dos preços dos alimentos globalmente.
- Como dissemos, não acreditamos de que se trate de um processo generalizado de aumento dos preços, e este movimento não deve, em nossa visão, gerar pressões secundárias sobre a inflação no horizonte relevante para a política monetária, uma vez que o hiato do produto, com destaque para o elevado desemprego, não deve sancionar maiores repasses para os salários. Em tempo, a redução do auxílio emergencial, a partir de setembro, deverá limitar a capacidade de repasses de preços nos próximos meses.
- Em um horizonte mais longo, o descontrole fiscal é a maior ameaça inflacionária em nossa avaliação. A manutenção do Teto de Gastos, portanto, é chave para a manutenção da inflação nos patamares condizentes com as metas estabelecidas nos próximos anos.

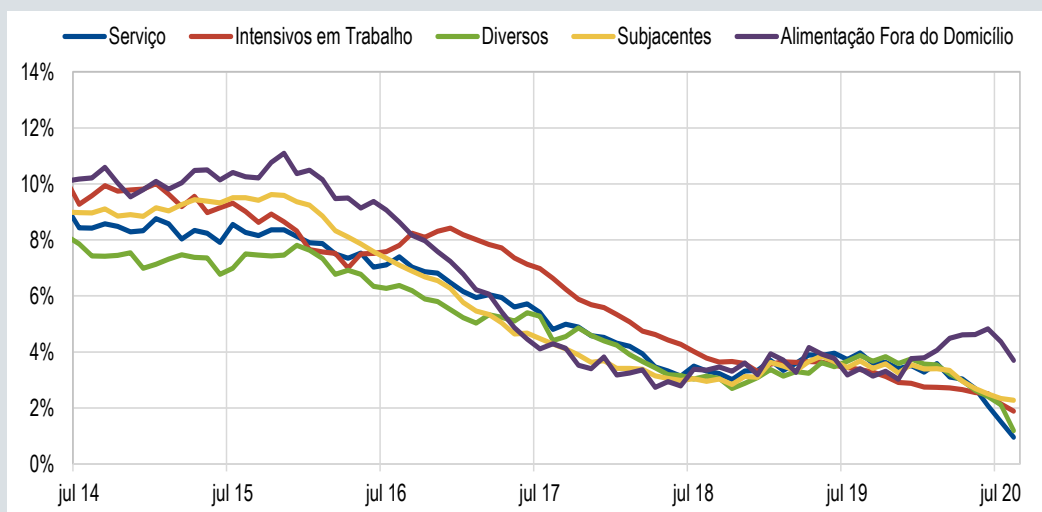
## IPCA em linha com as estimativas do mercado

09 de setembro, 2020

Na comparação anual, o IPCA subiu para 2,44% de 2,31% AoA em julho, com a inflação dos Preços Administrados passando de 0,94% em junho para 1,13% AoA e a dos Preços Livres subindo de 2,78% para 2,90% AoA em agosto. A inflação de Serviços recuou para 0,95% em agosto ante 1,51% AoA em julho, enquanto a inflação do grupo Serviços Subjacentes ficou em 2,27% ante 2,50% AoA em julho.

A média dos Núcleos do Banco Central recuou para 0,10% de 0,13% no mês anterior e recuou para 1,97% AoA ante 2,10% AoA no mês anterior (considerando a média de cinco núcleos de acordo com o RI de junho do BCB). Em termos dessazonalizados, a média móvel de três meses anualizada dos núcleos subiu para 2,15% de 1,30% em julho (já considerando a nova métrica do BCB). Em uma perspectiva de mais longo prazo, os núcleos oscilavam entre 2,7% e 3,2% desde o último trimestre de 2019, colapsaram no auge do isolamento social por conta da COVID-19, e agora mostraram uma pequena recuperação com a reabertura parcial da economia, mas permanecendo em patamar abaixo do piso da meta de inflação.

Quadro 1  
Inflação de Serviços - Classificação BC (% YoY)

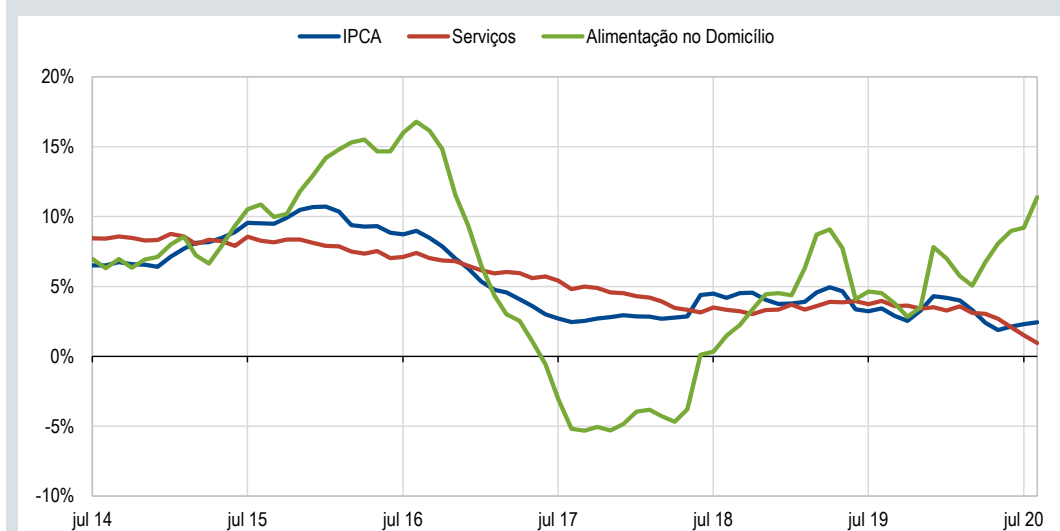


Fonte: IBGE, Western Asset

A inflação do grupo Alimentação, vilã no ano, perdeu força no mês de julho, mas voltou a acelerar em agosto e acreditamos que permanecerá em um patamar elevado até o final do ano. O grupo Alimentação subiu 0,78%, bem acima dos 0,01% registrados no mês de julho, puxado pela forte elevação da Alimentação no Domicílio (1,15% ante 0,14% em julho), enquanto que Alimentação Fora do Domicílio registrou nova deflação no mês (-0,11% ante -0,29% no mês anterior). Houve alta de vários itens do grupo alimentação, com destaque para Carnes, Arroz, Frutas, Açúcar e Derivados, Leite e Derivados e Óleos. Em termos dessazonalizados, o grupo Alimentação no Domicílio teve alta de 1,8% após alta de 0,7% em julho (na média móvel de 3 meses dessazonalizada anualizada, a inflação do grupo Alimentação no Domicílio passou de 8,9% para 13,9%).

Aqui, observamos os efeitos do repasse cambial e do aumento dos preços dos alimentos nos mercados internacionais, sancionados por um aumento da demanda neste período de isolamento social e transferências governamentais.

**Quadro 2**  
**Inflação de Serviços - Classificação BC (% YoY)**

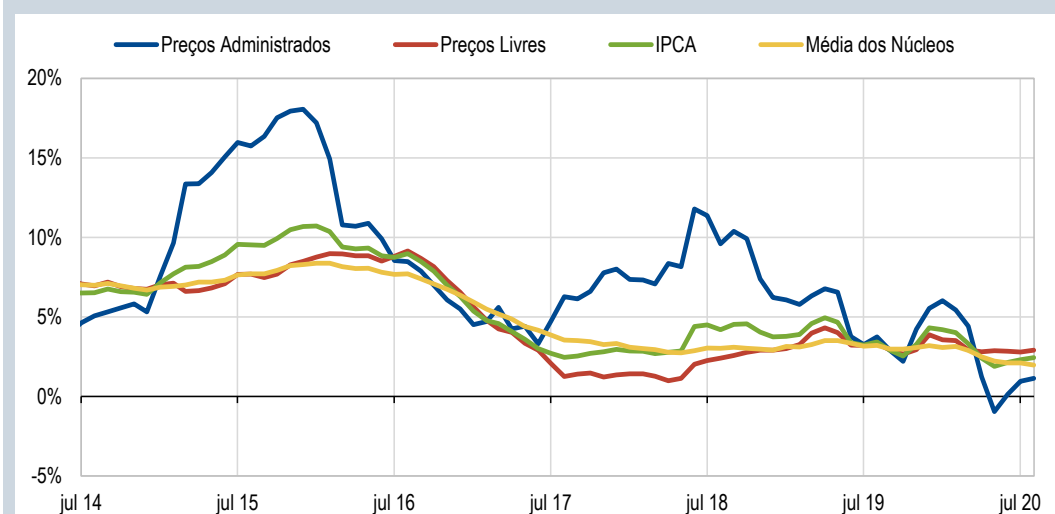


Fonte: IBGE, Western Asset

A inflação do grupo Preços Administrados teve alta 0,78% ante alta de 1,23% em julho, devido à menor elevação dos preços dos combustíveis (2,98% vs 3,12% no mês anterior) e de energia elétrica (0,27% ante 2,59% em julho).

Os preços dos Produtos Industriais (métrica do Banco Central) subiram 0,22% em agosto, um pouco abaixo dos 0,29% registrados em julho. Usando a média móvel de 3 meses dessazonalizada e anualizada, observamos que os preços dos Produtos Industriais passaram de um pico de alta em novembro (1,6%) para deflação de 4,0% em maio, -1,7% em junho, e uma inflação de 5,2% em agosto. Observando-se vários itens que compõem o grupo, percebe-se que há aqui também uma recomposição de margens (repasse de custos atrelados ao câmbio), sancionada por um aumento na demanda, após o colapso da mesma no início do isolamento.

**Quadro 3**  
**Inflação (% YoY)**



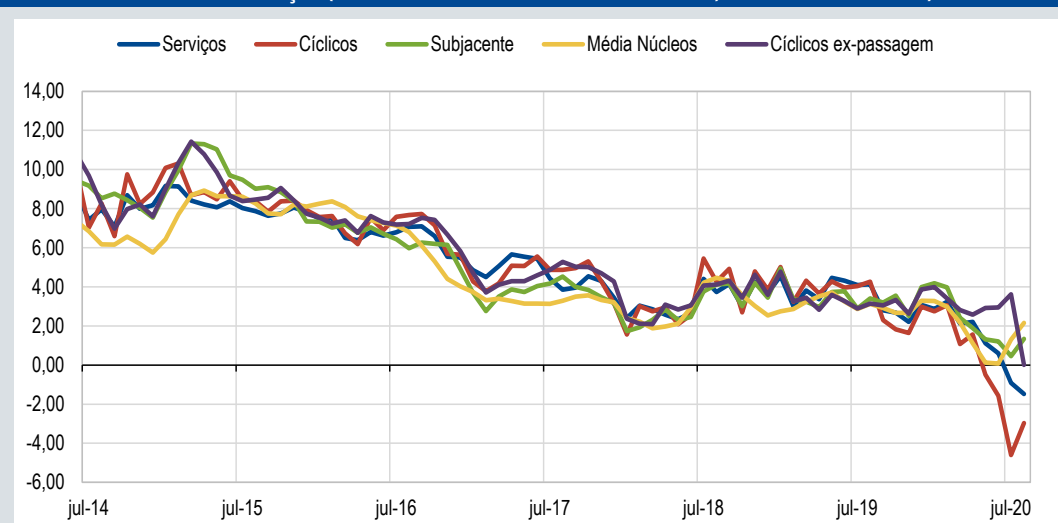
Fonte: IBGE, Western Asset

Os Serviços tiveram deflação de 0,47% após queda de 0,10% no mês anterior. Passagens aéreas continuaram puxando os preços dos Serviços para baixo e, neste mês, contribuiu também a queda na mensalidade dos Cursos Regulares (-4,38%), em função dos descontos concedidos pelas escolas particulares (pela metodologia do IBGE, as variações nas mensalidades aparecem nos meses de fevereiro e agosto). O grupo Serviços Subjacentes, que exclui as passagens aéreas, entre outros itens, registrou alta de 0,10% ante alta de 0,03% em julho. Destaque para a queda dos preços da Alimentação fora do Domicílio (-0,11% em julho). A mediana da inflação de Serviços (cálculo da Western Asset) subiu 0,03% em agosto (0,0% em julho e 0,2% em agosto de 2019). Em termos dessazonalizados, a inflação de Serviços passou de -0,14% para -0,11% em agosto (a inflação dos Serviços Subjacentes subiu para 0,17% ante 0,04% em julho, descontados os efeitos sazonais). O indicador de Difusão dos Serviços subiu para 50% de 38,2% em julho (67,6% em agosto de 2019).

Observando um horizonte mais longo da série de inflação de Serviços, que acreditamos ser o componente que melhor reflete as pressões de demanda, houve uma aceleração do indicador no segundo trimestre do ano passado, que passou a oscilar, a partir de então, entre 3,5% e 4,2% em termos dessazonalizados anualizados. Mas este indicador perdeu força nos últimos meses, recuando para patamares muito baixos. O indicador de Serviços Subjacentes oscilava em um patamar ligeiramente acima no final de 2019, mas recuou de forma mais significativa com a crise dos últimos quatro meses. Considerando a média móvel de três meses, em termos dessazonalizados anualizados, a inflação do grupo Serviços recuou para -1,5% de -1,1% em julho (3,0% no 4º tri de 2019). Usando a mesma medida de média móvel de 3 meses dessazonalizada anualizada, a inflação do grupo Serviços Cíclicos ficou em -3,0% em agosto ante -4,5% no mês anterior (3,0% no 4º tri). Quando observamos a inflação dos Serviços Cíclicos ex-passagens aéreas nesta mesma métrica, esta recuou fortemente, passando de 4,0% nos últimos meses de 2019 para deflação de 1,0% em agosto. A medida de inflação de Serviços Subjacentes do Banco Central\* ficou em 0,5% em julho e subiu para 1,3% em agosto (4,0% no 4º tri de 2019). A inflação dos Serviços Subjacentes ex-alimentação fora do Domicílio subiu para 1,4% ante 0,5% em julho (3,0% no 4º tri de 2019), na média móvel de três meses dessazonalizada.

Em tempo, usando uma métrica que exclui serviços cuja formação de preços é mais afetados pela Covid-19, por questões como limitação à abertura, vemos que este tem mostrado comportamento similar ao da inflação dos Serviços Subjacentes. Este fato, de certa forma, reduz a preocupação de que métricas de Serviços do IPCA estariam subestimando a inflação real.

Quadro 4  
Média dos Núcleos e Serviços (Média móvel de 3 meses anualizada, % dessazonalizada)



Fonte: IBGE, Western Asset

\*O indicador de Serviços Subjacentes exclui os seguintes itens: diárias em Hotéis, Excursões, Passagens aéreas, Emprego doméstico, Mão-de-obra para reparos, Tarifas de celular, Internet, TV a cabo, Cursos regulares e Outros cursos.

*Este material de divulgação é um breve resumo de determinados assuntos econômicos, sob a ótica dos gestores da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada Limitada ("Western Asset") e possui finalidade meramente informativa. O conteúdo deste material de divulgação não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, de recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.*

*A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br) - Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; [ouvidoria@westernasset.com](mailto:ouvidoria@westernasset.com). Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1455, 15º andar, cnj. 152, São Paulo - SP - 04543-011.*

*OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. A RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. LEIA O REGULAMENTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS ANTES DE INVESTIR. Para obter informações mais detalhadas sobre a Western Asset recomendamos a consulta ao site [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br)*

*© Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada 2020. Esta publicação é de propriedade da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada e é de uso exclusivo de nossos clientes e de seus respectivos consultores de investimentos. Esta publicação não deve ser enviada a qualquer outra pessoa. O conteúdo deste material deve ser tratado como confidencial e não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.*