

Detalhando o cenário de inflação

Ederson Schumanski
Myriã Bast

A dinâmica da inflação tem sido desfavorável, diante de diversos choques que têm tido um efeito mais permanente do que o antecipado. Após encerrar 2020 em 4,5%, o IPCA acumulou alta de 9,7% nos últimos doze meses até agosto e deve alcançar seu pico em setembro (10,4%), quando começará a desacelerar. O resultado principal é reflexo de diversos choques que vêm se acumulando desde o segundo semestre de 2020 e que seguem produzindo efeitos para o consumidor até o momento. Adicionalmente, a pandemia trouxe novos desafios para a inflação diante da interrupção de diversas cadeias de produção e uma recuperação rápida da demanda, reflexo do aumento expressivo de estímulos na economia global e doméstica. Finalmente, o processo de reabertura tem sido heterogêneo entre setores, levando a ritmos distintos de recomposição de crescimento e preços.

Múltiplos e intensos choques impactaram os preços da economia ao longo dos últimos doze meses. O primeiro se iniciou na segunda metade do ano passado, com a alta dos preços de *commodities* em dólares no mercado internacional. O Índice *de commodities* calculado pelo Banco Central, IC-Br¹, medido em dólares, registrou alta de 37% entre novembro de 2020 e agosto de 2021, enquanto o petróleo variou cerca de 60% no mesmo período. Essa alta não foi compensada pela apreciação da taxa de câmbio. Ao contrário, a taxa seguiu em trajetória de desvalorização, pressionando os preços de alimentos, combustíveis e de bens industrializados. No caso dos bens industrializados, os gargalos nas cadeias globais representaram uma fonte adicional de pressão altista, com destaque para os problemas na oferta de semicondutores, com normalização esperada apenas para meados de 2022.

Do seu lado, os preços administrados² acumulam alta de 13,7% nos últimos doze meses, após modesta elevação em 2020 (2,6%). Durante o período mais agudo da pandemia, algumas medidas foram adotadas para limitar as altas de alguns desses itens, visando reduzir o impacto econômico para as famílias. Houve a suspensão da alta dos planos de saúde, que ficou para este ano; manutenção da bandeira tarifária “verde”, de energia elétrica, na maior parte do ano, mesmo diante de um cenário hídrico adverso e postergação de altas de taxa de água e esgoto e ônibus urbano. Neste ano, estamos observando a normalização de alguns desses reajustes.

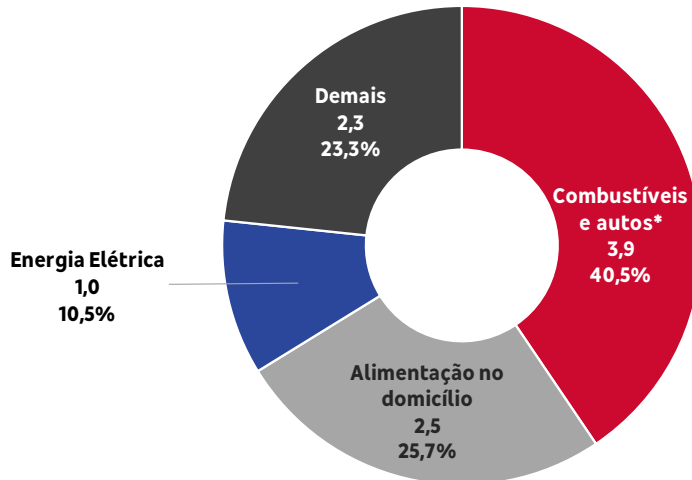
¹ O IC-Br é calculado pelo Banco Central do Brasil e divulgado mensalmente. O índice agrega de maneira ponderada os indicadores relativos aos segmentos Agropecuária, Metal e Energia, de forma que esse índice também é afetado pelos preços internacionais de combustíveis (petróleo Brent, gás natural e carvão).

² Também conhecidos como preços monitorados, são aqueles que de alguma maneira são estabelecidos por contrato, por agência reguladora ou órgão público e, geralmente, possuem sensibilidade menor a fatores de oferta e demanda. Podemos citar como exemplo, combustíveis, tarifas de energia elétrica, medicamentos, planos de saúde, tarifas de ônibus urbano, dentre outros.

Por fim, recentemente, problemas climáticos também aumentaram as pressões de preços. Os alimentos, especialmente *in natura*, subiram após geadas e há riscos para a safras do ano que vem, dependendo do ritmo de chuvas nos próximos meses. Além disso, o período seco foi bastante severo, reduzindo o nível dos reservatórios de energia, levando à criação da bandeira de escassez hídrica, que elevou a inflação em 31 b.p. neste ano. O Gráfico 1 reforça esses pontos.

Gráfico 1: Principais contribuições para o IPCA

Contribuição (em p.p.) e participação no índice cheio (%), acumulado em 12 meses até ago/21



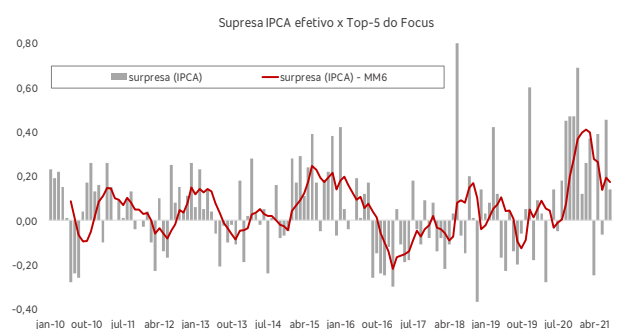
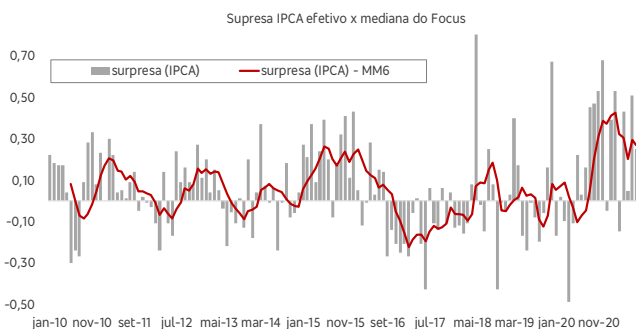
Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE e Bradesco

* Automóveis novos e usados.

O acúmulo de choques tem levado a constantes surpresas altistas nos últimos meses. Tanto as projeções medianas quanto as projeções do TOP 5 de curto prazo (conjunto de instituições com menor erro de projeção de inflação um mês à frente), têm subestimado os números de inflação nos últimos doze meses. Os erros reforçam o forte impacto dos choques citados, assim como sua persistência.

Gráfico 2: Supresa do IPCA em relação à mediana do mercado e do TOP 5 do Focus

Erro de projeção um mês antes (média móvel de 6 meses)



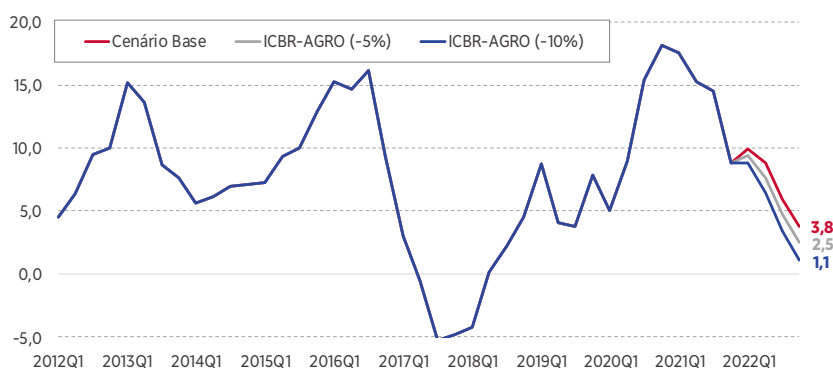
Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE e Bradesco

Até o final do ano, esperamos que a dinâmica desfavorável da inflação continue, com o IPCA de 2021 acelerando em 9,0%. Por trás do número fechado, temos a continuidade das pressões em bens industrializados (10,4%), uma vez que os gargalos nas cadeias de produção e a alta de commodities citada ainda apontam novas altas para o consumidor. Por sua vez, para alimentação no domicílio (9,3%), além da alta de commodities, as geadas ao longo do mês de agosto ainda trazem pressão, principalmente para produtos *in natura*. Para preços monitorados (14,3%), além do acionamento da bandeira de energia elétrica de “escassez hídrica”, temos também novas pressões sobre gasolina, tanto pela recente alta no preço do barril do petróleo quanto pelas contínuas altas do etanol. Por último, e não menos importante, em serviços (4,4%), a reabertura da economia tem levado a uma recomposição de preços nesse setor.

Para 2022 esperamos IPCA em 3,8%, uma forte desinflação em relação ao número projetado para 2021. Apesar de ainda vermos uma inflação desfavorável no primeiro trimestre, a combinação de juros mais altos, atividade econômica desacelerando, diminuição de estímulos fiscais e *commodities* em reais estáveis deverá contribuir para a desinflação da economia ao longo do próximo ano. Esperamos que a Selic avance até 9,25% no começo de 2022, com PIB desacelerando para 1,6%.

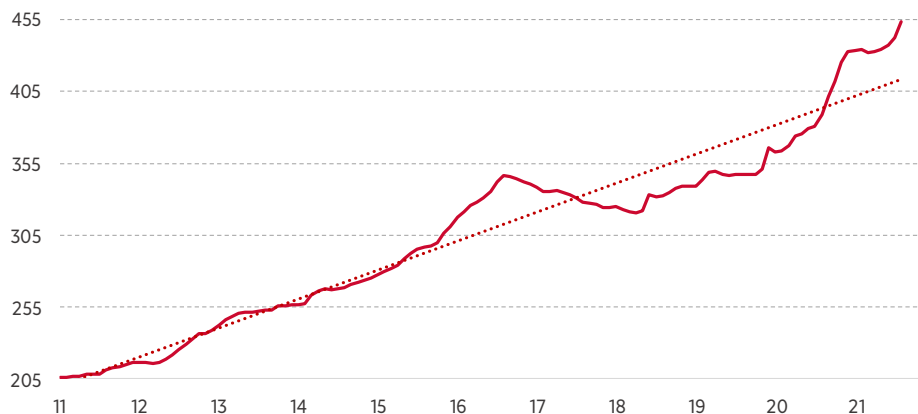
Detalhando os determinantes, projetamos desaceleração de alimentação no domicílio em 2022, de 9,3% para 3,8%. Após as fortes altas em 2020 e 2021, com problemas climáticos que afetaram as safras globais e doméstica, a expectativa é de ao menos estabilidade de preços, fundamental para a desaceleração da inflação no próximo ano. A perspectiva é de uma supersafra para 2021/22, de acordo com o primeiro relatório da Conab. A safra de grãos deve subir 14%, puxada pela retomada da produtividade e aumento de área plantada. Se confirmadas as estimativas, será um novo recorde, o que poderá fazer com o que os preços domésticos caiam já no início do próximo ano. Apesar da probabilidade elevada de queda dos preços de *commodities* nos próximos meses, trabalhamos com um cenário conservador de estabilidade nesses preços. Dito isso, simulamos dois cenários alternativos: o primeiro com queda de 5% no IC-Br agropecuária e o segundo com queda de 10% neste índice. Os resultados são apresentados no Gráfico 3. No cenário de choques favoráveis, teríamos uma alta de alimentação no domicílio de 1,1%, com contribuição de -40 b.p. para o nosso cenário de inflação atual. Outro ponto importante a ser considerado é o próprio nível dos preços de alimentos, mais elevados do que uma tendência de longo prazo sugeriria. Em alguns produtos, há dificuldades de novos repasses altistas, o que também tende a limitar uma inflação muito elevada em alimentação – salvo em caso de nova queda de safra, cuja probabilidade é bastante reduzida neste momento (Gráfico 4).

Gráfico 3: Cenários para alimentação no domicílio
Var. acumulada em doze meses (%)



Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE e Bradesco.

Gráfico 4: Alimentação no domicílio: nível x tendência

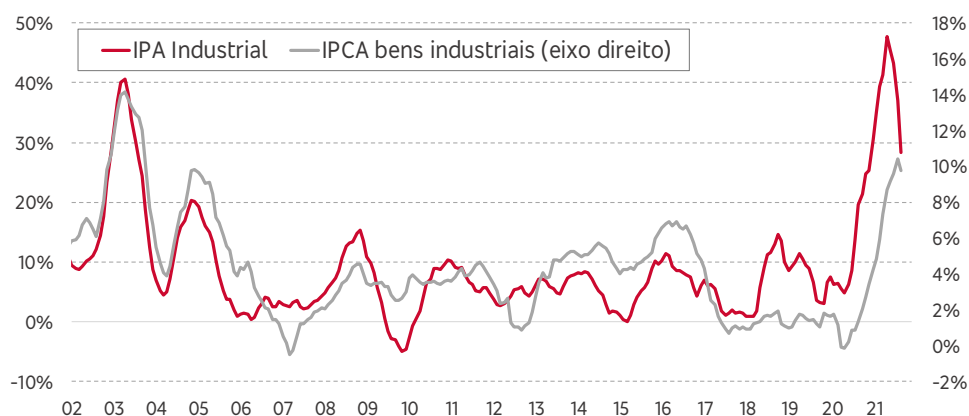


Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE e Bradesco

Esperamos descompressão de bens industriais para 3,5% em 2022, após alta de 10,4% em 2021. É provável que os preços desses itens continuem pressionados no início do próximo ano, porém, devemos ver uma desaceleração mais pronunciada a partir do segundo trimestre, à medida que a demanda das famílias seja deslocada para serviços e os choques no atacado se dissipem. De fato, os preços no atacado já começaram a dar sinais de desaceleração, com destaque para a queda do preço do minério de ferro no mercado internacional (Gráfico 5). Apesar do nosso cenário não contemplar uma solução rápida para os problemas de abastecimento das cadeias globais, é esperado alguma normalização. Dada a incerteza quanto ao ritmo desse ajuste, fizemos algumas simulações, mais focada em veículos. Em nosso cenário de bens industriais (3,5%), contemplamos uma alta de 3,6% no subitem “automóvel novo”. Assim como em alimentação no domicílio, realizamos dois cenários alternativos: o primeiro supõe normalização nas cadeias globais já no começo de 2022 e o segundo supõe problemas ao longo do ano. Os resultados são apresentados no Gráfico 6. No cenário mais contido, teríamos uma alta de veículos ao redor de 2,0%, enquanto no cenário mais pressionado, a alta seria em torno de 7,0%, implicando em bens industriais ao redor de 4,2%. Neste cenário, teríamos uma contribuição de +17 b.p. para a projeção de IPCA, amplificado pela alta mais forte de “automóveis usados”.

Gráfico 5: IPA industrial x bens industriais do IPCA

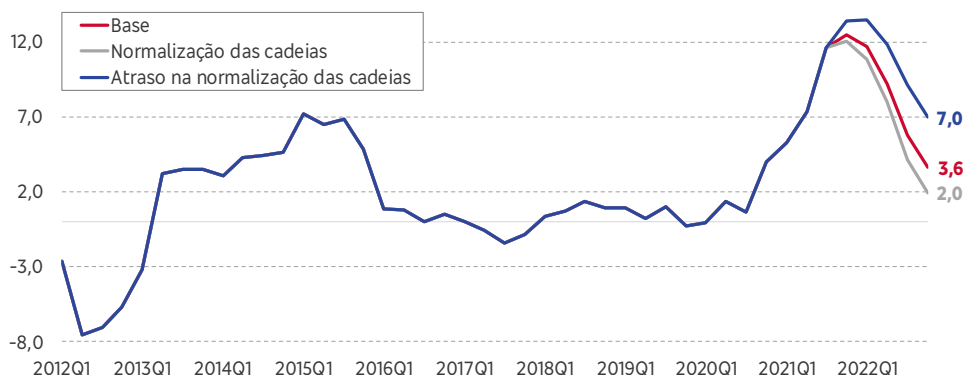
Var. acumulada em doze meses (%)



Fonte: Banco Central do Brasil, FGV, IBGE e Bradesco

Gráfico 6: Veículos novos x normalização/atraso das cadeias de produção

Var. acumulada em doze meses (%)

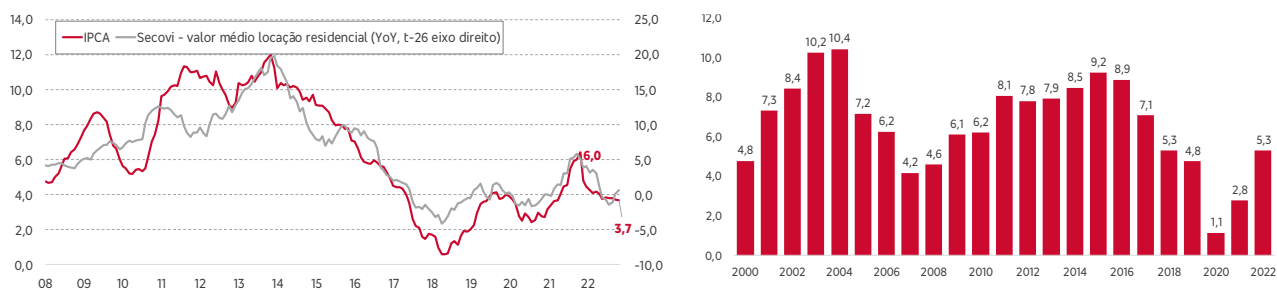


Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE e Bradesco

Para serviços, projetamos alta de 4,6% após variação de 4,4% neste ano, uma vez que a recomposição de preços neste setor deverá seguir ao longo do próximo ano. A continuidade da reabertura da economia com o avanço da imunização seguirá impulsionando a demanda por serviços, ao mesmo tempo em que a normalização de alguns preços deverá ocorrer. É válido citar a projeção de alguns itens específicos com pesos relevantes, como educação, aluguel residencial e alimentação fora do domicílio. Para esse último, esperamos desaceleração de 7,8% para 4,5%, em linha com a desaceleração de alimentação no domicílio. Para aluguel residencial, projetamos variação de 3,7% (após alta de 6,0%). Por sua vez, para educação, esperamos aceleração para 5,3%, após dois anos de variações baixas devido às restrições à mobilidade. Há riscos altistas para esses preços também, uma vez que a inflação de 2021 irá encerrar em patamar alto, podendo levar a reajustes de preços mais próximos da inflação passada. Pensando nisso, realizamos um exercício supondo que o parâmetro inercial da curva de Phillips é maior, levando a um repasse mais pronunciado da inflação passada para o futuro. Nesse caso, poderíamos ter uma alta mais forte desses bens ao longo do próximo ano, ao redor de 5,4% (+ 28 b.p. para o IPCA).

Gráfico 7: Aluguel residencial e educação

Var. acumulada em doze meses (%)



Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE, Secovi e Bradesco

A inflação de preços monitorados será um dos principais pontos de desinflação. Projetamos alta de 3,2%, ante 14,3% em 2021. Há diversos pontos que deverão contribuir para um alívio nesse grupo de preços. Um dos mais relevantes é energia elétrica, que deverá sair de uma alta de 20,1% para uma deflação de 4,0%. Encerraremos este ano com bandeira tarifária de “escassez hídrica”, com cobrança adicional no valor de R\$ 14,20 a cada 100 quilowatt-hora consumidos. Em maio do próximo ano, esperamos que a bandeira mude para “vermelha patamar 2” (R\$ 9,49) e termine o ano em “vermelha patamar 1” (R\$ 3,97). Entendemos que os riscos são assimétricos para baixo, a depender do regime de chuvas, principalmente a partir de outubro. Em caso de normalização, é possível o acionamento da bandeira “amarela” (R\$ 1,87) no final do ano que vem, levando a uma deflação de 12,0% nas contas de energia, com impacto aproximado de -40 b.p.

Outra fonte de descompressão, dentro dos monitorados, será a gasolina, que subiu 38,3% neste ano e deve ceder para 4,0%. Nesse cenário, trabalhamos com o preço do petróleo estável ao redor de US\$ 73/barril. Essa manutenção do preço também leva a uma desaceleração de gás de botijão (4,1% de 33,0%), diesel (4,1% de 38,2%), gás encanado (5,8% de 18,6%) e gás veicular (4,2% de 34,2%). Em um cenário adverso, em que o preço do petróleo alcance um patamar de US\$ 83/barril, a gasolina poderia subir 9%, com impacto no IPCA de +30 b.p. Não levamos em conta possíveis alterações nas alíquotas ou na forma de cobrança de ICMS nessas simulações, que levariam a um viés de baixa aos preços no momento de sua adoção. Outro item relevante entre os monitorados virá dos planos de saúde, que tiveram reajuste negativo de 8,2% em 2021 - definido pela Agência Nacional de Saúde (ANS). É possível que um reajuste mais alto seja anunciado para o ano que vem, com a esperada normalização da demanda por procedimentos eletivos, consultas e uso de leitos. Alguns analistas estimam a necessidade de um reajuste de 30% no próximo ano, o que poderia elevar o IPCA em +30 b.p..

Assim, projetamos IPCA de 9,0% em 2021 e uma desaceleração para 3,8% em 2022. Como comentado ao longo do texto, esperamos uma acomodação dos diversos choques observados desde o segundo semestre de 2020 o que, em conjunto com uma política fiscal e monetária menos expansionista, deverá contribuir para o arrefecimento dos preços. Há riscos de diversas origens e em ambas as direções no nosso cenário, sendo que nossa estimativa de 3,8% busca equilibrar as probabilidades de ocorrências desses riscos. No cenário mais baixista, a inflação poderia chegar a 3,0%, ao passo que o cenário com riscos altistas é de 5,0%. O resumo do balanço de riscos para a projeção de inflação em 2022 está descrito na Tabela 1.

Tabela 1: Balanço de riscos para a projeção de inflação em 2022

Var. acumulada em doze meses (%) e contribuição (em p.p.)

Var. anual (%)	Baixista	Base	Altista	Contribuição (p.p.)	Baixista	Base	Altista
IPCA	3,0	3,8	5,0	Diferença			
Alimentação	1,1	3,8	3,8	IPCA	-0,80	3,8	1,11
Monitorados	1,7	3,2	5,7	Alimentação	-0,40	3,8	0,00
Energia	-12,0	-4,0	-4,0	Monitorados	-0,40	3,2	0,66
Gasolina	4,0	4,0	9,0	Energia	-0,39	-4,0	0,00
Plano de saúde	7,0	7,0	16,0	Gasolina	0,00	4,0	0,30
Bens Industriais	2,8	3,5	4,2	Plano de saúde	0,00	7,0	0,35
Serviços	4,6	4,6	5,4	Bens Industriais	-0,15	3,5	0,17
Educação	5,7	5,7	8,0	Serviços (inércia)	-0,01	4,6	0,28
Passagem	8,0	8,0	26,5	Educação	0,00	5,7	0,13
Outros	4,3	4,2	4,6	Passagem	0,00	8,0	0,07
				Outros	0,04	4,2	0,12

Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE e Bradesco.

Equipe Técnica

Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

Economistas

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Constantin Jancsó / Ederson Luiz Schumanski / Fabiana D'Atri/ Felipe Wajskop França / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Renan Bassoli Diniz / Thiago Coraucci de Angelis / Vítor Vidal Costa Velho

Estagiários

Bruna Andreata Valentino / Gabriel Sartor Ganzarolli / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lorena Pires Sene / Lucas Daniel Duarte / Rafaela de Sousa Silva

economiaemdia.com.br

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)