

Riscos na Desinflação

Cecilia Machado
Economista-Chefe

Luana Miranda
Economista

Nicolau Curi
Economista

Emanuelle Pires
Estagiária

Marcos Alves
Estagiário

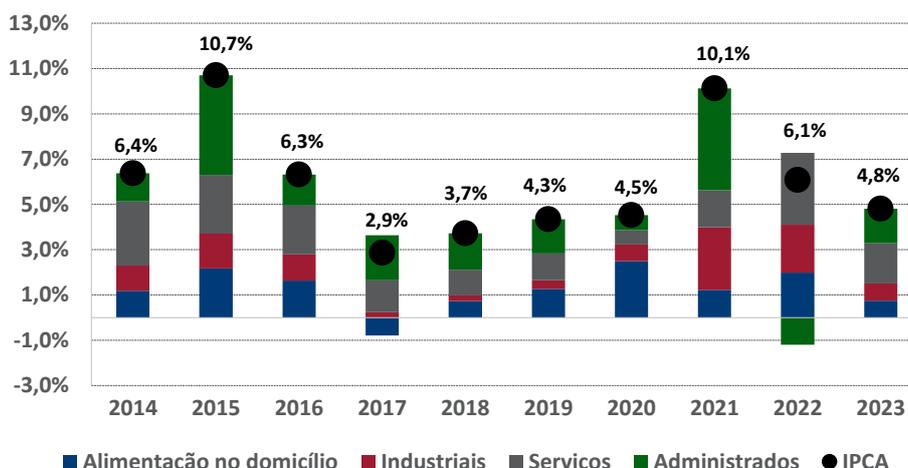
Taric Latif
Estagiário

Victor Cota
Estagiário

Após cerca de um ano de surpresas inflacionárias que levaram o IPCA acumulado em 12 meses atingir 12,1% em abril de 2022, o maior valor da série histórica desde 2003, a inflação finalmente começou a desacelerar. Em julho, o IPCA mensal registou deflação, levando o índice acumulado para 10,07%. Para o final de 2022, nossa projeção indica que a inflação deve alcançar 6,1%. Por estes números, a velocidade da desinflação é expressiva. Mas há desafios para a continuidade deste processo em 2023.

Parte da desinflação que está sendo observada é resultado de uma importante reversão de preços de bens industriais e de itens regulados, que foram justamente aqueles que mais contribuíram para a inflação em 2021 (Figura 1).

Figura 1: Decomposição da Inflação (YoY, %)



Fonte: IBGE, BOCOM BBM

O fim das políticas de isolamento social e o aumento da mobilidade contribuíram para a regularização das cadeias de suprimento, da produção e da distribuição de bens, e para a reorientação do consumo das famílias de volta para serviços. Já os preços de bens regulados, como combustíveis e energia, que escalaram no início do ano com a Guerra entre Rússia e Ucrânia, retrocederam, mas a continuidade do conflito segue sendo um elemento de incerteza para o cenário das commodities energéticas. De um lado, eventuais interrupções de suprimento de gás para a Europa acrescentam riscos

para a elevação do petróleo. De outro, um eventual cenário de racionamento de energia e uma desaceleração ainda mais expressiva da economia global atuam na direção oposta.

Outra parte da desinflação é decorrente das inúmeras medidas tributárias recentemente aprovadas pelo legislativo que reduzem o preço ao consumidor final de forma mecânica. Entre elas estão a redução das alíquotas de ICMS para combustíveis, energia elétrica e serviços de comunicação, a redução de PIS, COFINS e CIDE para combustível, a mudança na base de cálculo para a incidência do imposto sobre a gasolina, e antecipação de créditos tributários para a redução do preço da energia elétrica (Figura 2). Ao todo, elas contribuíram diretamente com pelo menos uma redução de 250 bps na inflação deste ano, mas seus efeitos indiretos incluem redução de custos para demais bens e serviços da economia, e menos inércia inflacionária para 2023.

Figura 2: Impacto na Inflação de 2022 (bps)	
Corte de ICMS	-147
Energia elétrica	-65
Combustíveis	-72
Comunicação	-10
Imposto federal sobre combustíveis	-60
PMPF média 60 meses	-23
Antecipação de créditos tributários em energia elétrica	-20
Total	-250

Fonte: BOCOM BBM

Considerando que grande parte da melhora na inflação veio por medidas do governo e pelo arrefecimento do preço das commodities, há riscos no processo de convergência da inflação para meta em 2023.

Primeiro, é provável que a elevação de juros desde 2021 tenha colocado a política monetária em território restritivo, mas uma série de medidas e estímulos fiscais do atual governo estão dando suporte à atividade econômica, que apresenta poucos sinais de desaceleração. A divulgação do PIB do segundo trimestre do ano e os dados de alta frequência apontam para um setor de serviço em ampla expansão, um setor industrial que ainda cresce, e perspectivas favoráveis para a produção agrícola no ano que vem.

Segundo, ganhos na massa salarial real observados no mercado de trabalho refletem mais o aumento da população ocupada e menos ganhos salariais reais dos trabalhadores (Figura 3). A redução da taxa de desemprego – que alcançou seu menor patamar desde 2015 – coloca em dúvida a existência de ociosidade no mercado de trabalho, e pressão por reajustes salariais e recomposição de renda, que ainda não aconteceram, podem pressionar a inflação ao longo de 2023.

Figura 3: Emprego e Salário real



Fonte: IBGE, BOCOM BBM

Terceiro, as temperaturas altas e clima seco no hemisfério norte tendem a prejudicar as safras na região e o alto custo do gás natural na Europa tende a pressionar os preços de fertilizantes. Apesar das boas projeções de crescimento para o setor agro no Brasil, a demanda internacional deve continuar pressionando os preços dos alimentos.

Nossa projeção de inflação para 2023, em 4,8%, leva em conta um cenário mais favorável para as commodities energéticas, incorpora as desonerações tributárias de forma permanente, e considera que a redução da inflação em 2022 acrescenta menos inércia à inflação do ano seguinte. Mas há riscos importantes na direção oposta, já que a atividade segue resiliente, muitos reajustes salariais ainda não ocorreram e a oferta global de alimentos enfrenta desafios. Há, por fim, muita incerteza com relação a agenda econômica dos candidatos e o futuro das regras fiscais após as eleições, assim como eventuais necessidades de aumento de impostos. Abaixo estão nossas projeções para os principais indicadores macroeconômicos.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2019	2020	2021	2022P	2023P
Crescimento do PIB (%)	1,1%	-3,9%	4,6%	2,7%	0,7%
Inflação (%)	4,3%	4,5%	10,1%	6,1%	4,8%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	11,7%	13,9%	11,1%	8,7%	8,5%
Taxa Selic (%)	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	11,25%
Contas Externas					
Balança Comercial (US\$ bi)	48	32	36	68	45
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-65	-24	-28	-25	-35
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-2,8%	-0,9%	-1,8%	-1,4%	-1,8%
Política Fiscal					
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-1,2%	-10,0%	-0,4%	0,2%	-0,8%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	74,3%	88,8%	80,3%	77,7%	82,9%

Este relatório foi preparado pelo Banco BOCOM BBM e é distribuído gratuitamente com o único propósito de fornecer informações ao mercado. Quaisquer previsões, estimativas e informações contidas neste documento foram baseadas em pesquisas proprietárias e não devem ser interpretadas como aconselhamento ou recomendação de investimento. Embora as informações contidas neste documento tenham sido preparadas com o máximo cuidado e diligência, a fim de refletir os dados e bases de dados disponíveis à época em que foram coletados, o Banco BOCOM BBM não pode garantir a exatidão das mesmas. O Banco BOCOM BBM, e/ou suas empresas controladas, não se responsabilizam por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do presente conteúdo, devendo o cliente buscar aconselhamento técnico adequado e tomar suas próprias decisões de investimento. Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo destinatário ou usado para qualquer finalidade sem o consentimento prévio, por escrito, do Banco BOCOM BBM.