

Desinflação em dois estágios

Cecilia Machado
Economista-Chefe

Luana Miranda
Economista

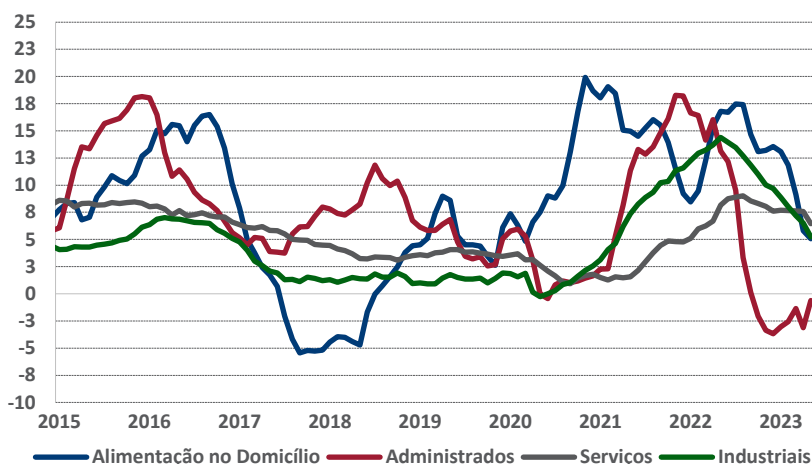
Victor Cota
Analista

Mariana Rodrigues
Estagiária

Dafne Sznajder
Estagiária

O Banco Central caracterizou a dinâmica desinflacionária como um processo que se dá em dois estágios. No primeiro, a velocidade da desinflação é maior, com efeitos diretos (e maiores) sobre preços administrados e efeitos indiretos (e menores) sobre os preços livres. Neste primeiro estágio, já se verifica a queda da inflação acumulada em 12 meses de administrados de 18,3% para -0,6% (Figura 1). No segundo estágio, a velocidade da desinflação é menor, e os núcleos – os componentes mais inerciais da inflação – respondem à evolução da atividade e das expectativas de inflação através dos efeitos da política monetária na demanda agregada.

Figura 1: Inflação por Componentes (Acum. 12 Meses)



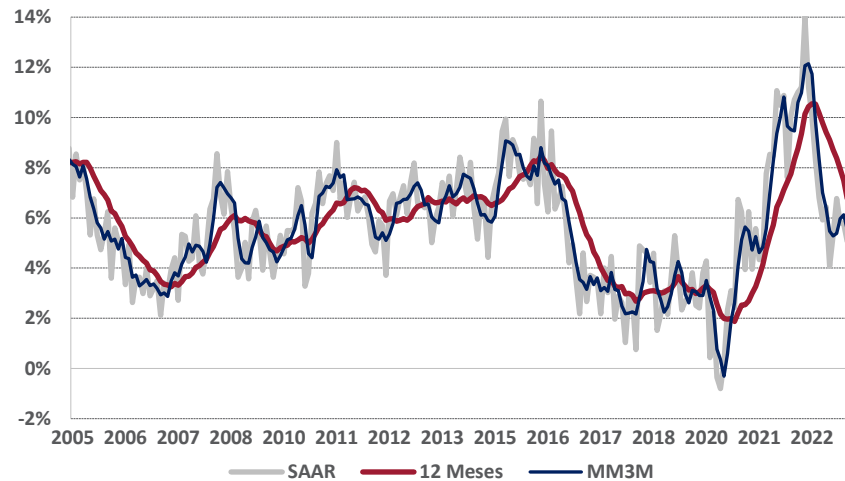
Fonte: IBGE, BOCOM BBM

Os núcleos encontram-se agora em torno de 6,8%, e estão substancialmente acima da inflação cheia, em 4,1% (Figura 2). Apesar da visível desaceleração na margem – a média móvel dos últimos três meses da taxa anualizada está em 5,5% – em qual medida a melhora recente dos núcleos está ligada ao segundo estágio do processo desinflacionário (com efeitos da política monetária na demanda agregada) ou à continuidade do primeiro (efeitos indiretos de preços administrados sobre livres)?

Indicadores de alta frequência do setor de serviços e de varejo já indicavam um primeiro trimestre do ano de atividade ainda resiliente, o que se confirmou nos dados do PIB recentemente divulgados. Mesmo que grande parte do crescimento de 1,9% no primeiro trimestre de 2023 tenha vindo do setor agropecuário (21,6%), tanto

indústria quanto serviços surpreenderam as projeções de mercado, ainda que com números negativos ou modestos (-0,1% e 0,6%, respectivamente).

Figura 2: Inflação - Média dos Núcleos



Fonte: IBGE, BOCOM BBM

Indicadores de alta frequência do setor de serviços e de varejo já indicavam um primeiro trimestre do ano de atividade ainda resiliente, o que se confirmou nos dados do PIB recentemente divulgados. Mesmo que grande parte do crescimento de 1,9% no primeiro trimestre de 2023 tenha vindo do setor agropecuário (21,6%), tanto indústria quanto serviços surpreenderam as projeções de mercado, ainda que com números negativos ou modestos (-0,1% e 0,6%, respectivamente).

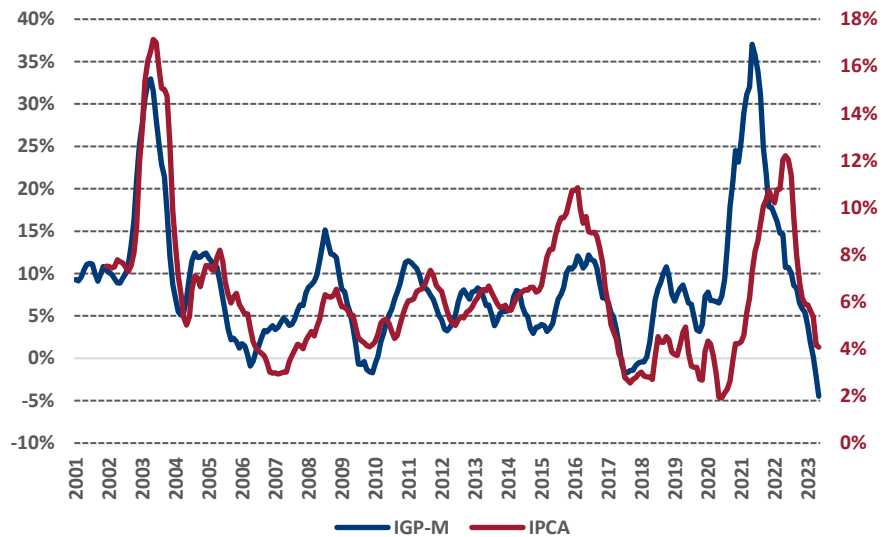
Parte dos efeitos observados sobre a atividade no primeiro trimestre tem explicação datada, como os efeitos de transbordamento do setor primário para outros segmentos da economia – como na produção de máquinas e equipamentos, no uso de insumos para a produção e na contratação de serviços para o agronegócio. Entretanto, outra parte está relacionada a uma economia fortalecida pela expansão fiscal, que viu no primeiro trimestre o aumento das transferências em mais 74% em termos reais comparado ao mesmo período de 2022, e que deve confirmar, no segundo semestre, uma impulso fiscal adicional que vem do aumento do salário mínimo, da antecipação do décimo terceiro salário e do reajuste do funcionalismo público.

Soma-se a isso a surpreendente resiliência do mercado de trabalho, com taxa de desemprego em 8,5%, o menor valor da série histórica desde 2015. Neste estágio do ciclo de aperto monetário, ainda vemos criação líquida de postos de trabalho. Um mercado de trabalho aquecido, aliado à reajustes salariais que devem se dar acima da taxa de inflação corrente, contribui para sustentar a massa salarial real e o poder de compra das famílias.

De outro lado, as perspectivas para a inflação de bens industriais e alimentos se tornaram mais favoráveis. A queda nos custos de produção ligados à reorganização das cadeias produtivas e a apreciação do real frente ao dólar têm derrubado os preços de bens industriais no atacado (Figura 3). O repasse aos consumidores já foi notável na prévia do IPCA de maio, que trouxe deflação de bens duráveis, e esse processo

ainda deve se intensificar nos próximos meses. Na mesma linha, a safra de grãos recorde este ano inundou o mercado doméstico, derrubando os preços de alimentos no atacado. No cenário internacional, o preço das commodities agrícolas em reais acumula queda de 13,4% em 12 meses até abril, segundo o Índice de Commodities do Banco Central. Esses fatores tendem a pressionar para baixo a inflação de proteínas com peso alto no IPCA, como carne e frango.

Figura 3: Preços ao Consumidor e Preços no Atacado



Fonte: IBGE, FGV, BOCOM BBM

Ao que tudo indica, o cenário positivo para os preços de alimentos e bens industriais segue contribuindo para a desinflação dos preços livres, mesmo que de forma indireta. Mas é esperado que a desinflação dos núcleos e serviços se consolide a medida que a economia mostrar sinais mais claros de desaceleração, especialmente nos indicadores de mercado de trabalho. Contribui para o processo desinflacionário a convergência das expectativas de inflação do Focus, que caíram em 2023 e 2024, mas mantêm-se estáveis (ainda que acima da meta) em 2025 e 2026.

Nossa projeção para o PIB de 2023 aumentou para 2,0%, mas ainda mantemos o cenário de desaceleração da economia no segundo semestre do ano. Revisamos para baixo a inflação em 2023, para 5,2%. As demais projeções encontram-se abaixo.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Crescimento do PIB (%)	1,2%	-3,3%	5,0%	2,9%	2,0%	1,0%
Inflação (%)	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	5,2%	4,0%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	11,1%	14,2%	11,1%	7,9%	8,8%	9,3%
Taxa Selic (%)	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	12,50%	10,0%
Contas Externas						
Balança Comercial (US\$ bi)	27	32	36	44	50	40
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-68	-28	-46	-56	-45	-50
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-3,6%	-1,9%	-2,8%	-2,9%	-2,2%	-2,4%
Política Fiscal						
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-1,3%	-9,8%	-0,4%	0,6%	-1,1%	-1,2%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	74,3%	86,9%	78,8%	72,9%	76,6%	81,4%

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.