



A INFLAÇÃO DE PREÇOS CÍCLICOS X ACÍCLICOS

COMENTÁRIO MACRO

MAIO, 2021



A saída da crise da Covid-19 revelou ter um caráter mais inflacionário que o esperado e gerou questionamentos acerca da atual estratégia de estímulo monetário dos bancos centrais. Neste estudo, usamos metodologia do Federal Reserve para decompor a inflação nos EUA entre preços cíclicos e acíclicos, ou seja, os que reagem ou não ao fechamento do hiato do produto. Constatou-se que o primeiro grupo se manteve contido em decorrência da restrição à mobilidade, enquanto o segundo grupo está em trajetória de alta, como reflexo de problemas de oferta atrelados à disponibilidade global de insumos e elevação de preços de commodities. Essa situação é o inverso do que ocorreu na saída da crise de 2008-09, dado também um comportamento não usual ligado às restrições na oferta de trabalho e aumento de salários. Fazendo o mesmo exercício para o Brasil, nota-se uma dinâmica semelhante que combina uma trajetória mais benigna dos cíclicos com uma maior aceleração dos acíclicos. Há, assim, um quadro mais desafiador para o Federal Reserve, que poderá agir mais tempestivamente na retirada de estímulos, enquanto julgamos que no Brasil o BC deverá proceder à normalização integral da Selic até o final do ano. Não vemos, contudo, uma mudança estrutural no quadro da inflação e do juro real neutro no mundo pós-Covid.

Nos últimos meses, consolidou-se a visão de que a saída da crise da Covid-19 é mais inflacionária do que o imaginado. No Brasil, o aumento do preço das commodities, a desvalorização do câmbio e pressões de custos em produtos industriais nos levaram a relevante aumento das expectativas de inflação para o ano corrente (prevemos 5,4%), acima do teto da meta, com algum impacto já se fazendo sentir também no ano de 2022, em que as previsões já se situam ligeiramente acima do centro da meta (nossa expectativa é 3,6%).

Mas foi o recente aumento abrupto da inflação nos EUA que mais chamou atenção. Em abril, o núcleo do Consumer Price Index (CPI) atingiu na comparação com o mês anterior aumento de 0,9%, o maior em 60 anos, levando a taxa em doze meses para 3,0%. Mesmo que já fosse esperada a elevação da inflação global no 2º trimestre por conta de efeitos base da pandemia, o número assustou.

A decomposição do índice mostrou que alguns itens tiveram altas muito expressivas, tais como passagens aéreas (10,2%), carros usados (10,0%) e hospedagem (7,6%), preços que explicaram mais da metade da alta do núcleo. Tal concentração em alguns itens também pode ser vista por meio do núcleo por médias aparadas calculado pelo Fed de Cleaveland (que exclui os preços que mais subiram e os que mais caíram) que teve elevação de 0,37% na comparação mensal, um número bem menor, mas ainda assim elevado.

A exclusão dos preços “outliers” ilustra efeitos não usuais da dinâmica de preços da economia dos EUA pós-Covid-19, mas nada diz quanto ao comportamento prospectivo da inflação. Estamos diante de efeitos meramente passageiros ou enfrentamos uma pressão inflacionária mais preocupante e perene, merecedora de uma resposta mais tempestiva do Federal Reserve quanto ao “timing” de retirada de estímulos econômicos?

Uma das maneiras de buscar avaliar esta questão é utilizar metodologia do Federal Reserve de São Francisco [1] que divide os preços abrangidos pelo índice PCE (utilizado pelo Fed na condução da política monetária) entre cíclicos e acíclicos. Os primeiros respondem ao comportamento do hiato do produto, elevando-se quando este está se “fechando”; já os últimos são relativamente insensíveis ao hiato. O primeiro grupo envolve sobretudo preços de serviços, que se conectam com o nível de salários e desemprego, incluindo aluguéis. O segundo grupo é composto em grande medida pelos preços de bens, mas incluindo também serviços médicos, de peso muito relevante.

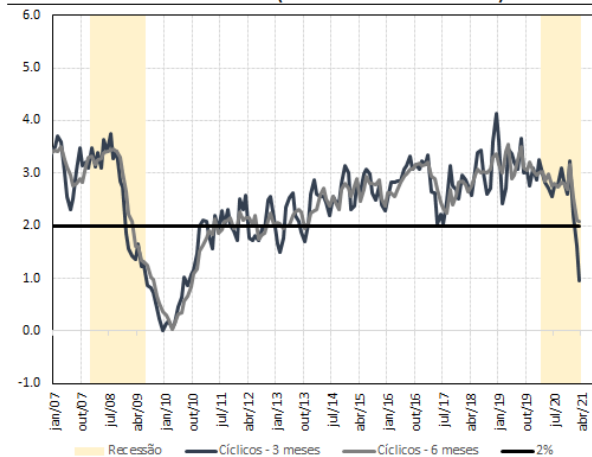
Se comparamos a evolução destes dois grupos após o início da pandemia, há uma notável diferença frente ao verificado após a Grande Recessão de 2008-09. Naquele caso, o núcleo da inflação manteve-se muito baixo dado o papel desinflacionário desempenhado pelos preços acíclicos, sobretudo de bens industriais, refletindo a ociosidade da economia mundial e a elasticidade da oferta propiciada pelas importações, em momento de apogeu da integração das cadeias produtivas globais. Entre 2010 e 2019

A INFLAÇÃO DE PREÇOS CÍCLICOS X ACÍCLICOS

COMENTÁRIO MACRO

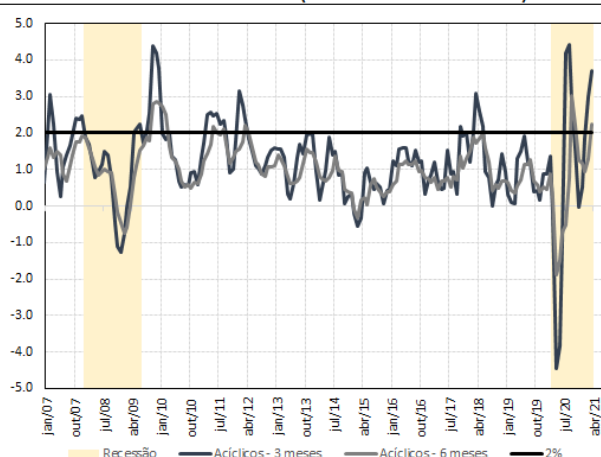
tais preços tiveram média anual de 1,17%, contra 2,43% dos cíclicos, explicando porque o núcleo do PCE ficou sistematicamente abaixo da meta de 2%.

Gráfico 1: PCE Núcleo - Itens Cíclicos (dessazonalizado e anualizado) - EUA



Fontes: Fed de São Francisco, ASA Investments

Gráfico 2: PCE Núcleo - Itens Acíclicos (dessazonalizado e anualizado) - EUA



Fontes: Fed de São Francisco, ASA Investments

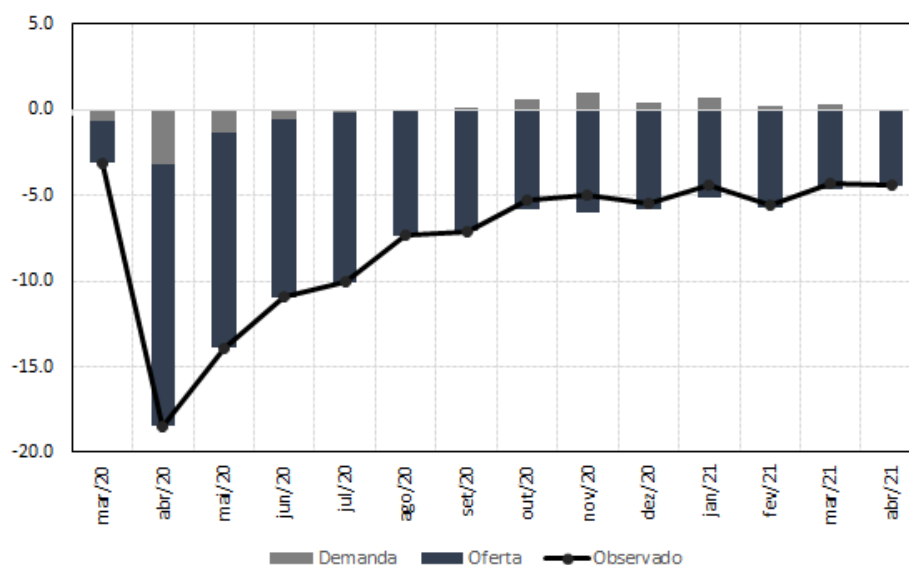
Já no caso da crise da Covid-19, mais aguda, porém menos duradoura, a dinâmica dos preços em boa medida se inverteu. Em um momento inicial, os preços acíclicos registraram queda mais acentuada, com os preços cíclicos mantendo um patamar ainda elevado. Passados alguns meses, no entanto, observou-se uma pressão de custos nos preços acíclicos, refletindo problemas de oferta ligados à disponibilidade global de insumos e componentes, ao lado de relevante aumento do custo de fretes. E, nos meses recentes, essa tendência passou a ser agudizada pela pressão de demanda sobre os preços das commodities metálicas e minerais, impulsionando adicionalmente os preços acíclicos.

Já os preços cíclicos, sobretudo serviços mais dependentes da presença física do consumidor (viagens, hospedagem, serviços pessoais, educação, saúde, alimentação fora de casa), mantiveram-se contidos pelas medidas de restrição à mobilidade. Dessa forma, em 2021 os preços acíclicos estão em trajetória de alta tendo atingido inflação anualizada de 3,7% no 1T (com alta significativa de serviços médicos), patamar mais alto desde 2008, com os cíclicos em 0,95%, nível mais baixo desde 2010 (com comportamento relativamente mais benigno dos aluguéis até aqui).

Curiosamente, as medidas de distanciamento social também ditaram uma dinâmica peculiar ao mercado de trabalho. Se é incontestável que as taxas de desemprego medidas amplamente se elevaram fortemente nos EUA desde o início da pandemia, há importantes efeitos ligados à oferta de trabalho. Utilizando metodologia apresentada em “paper” publicado por pesquisadores do Fed de St. Louis [2], é possível verificar que o mercado de trabalho foi mais afetado por fatores ligados à oferta do que à demanda.

Nos meses iniciais da pandemia, entre março e abril de 2020, o colapso da oferta de trabalho foi cerca de 4,6 vezes maior do que a queda da demanda. Nos meses seguintes, ambas se recuperaram em magnitudes semelhantes. Mas enquanto a recomposição da demanda por trabalho se deu de maneira completa, a oferta parou de se expandir por volta do 4T20, possivelmente devido à renovação dos auxílios emergenciais no governo Biden, o que também pode estar ao menos em parte relacionado os números decepcionantes do relatório de emprego de abril.

Gráfico 3: Decomposição acumulada da variação mensal das horas trabalhadas nos EUA

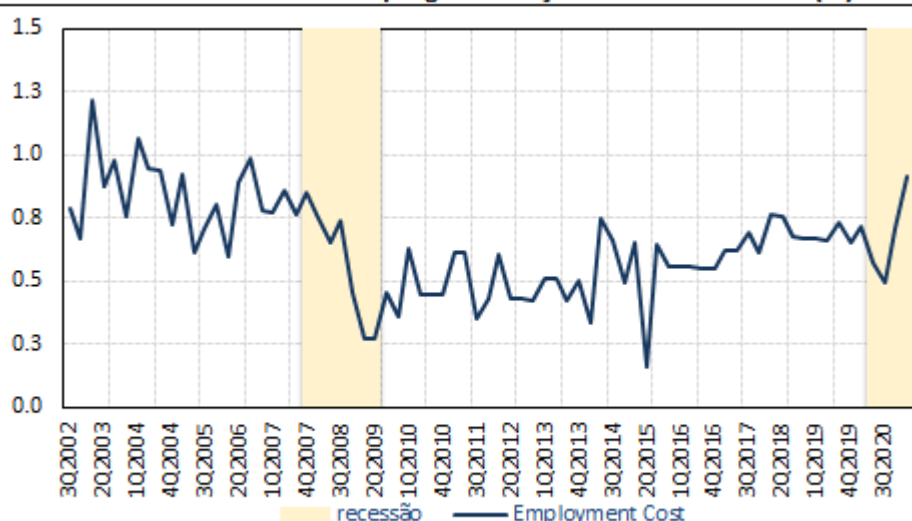


Fonte: ASA Investments

O efeito líquido é tal que, desde março de 2020, o número de horas trabalhadas totais nos EUA ainda se encontra cerca de 4,4 pontos percentuais (p.p.) abaixo do nível pré-pandemia. Decompondo este total, 0,1 p.p. ainda seria decorrente de questões ligadas a demanda, enquanto 4,3 p.p., a maior parte, refletiria restrições de oferta.

Os salários também têm apresentado dinâmica distinta daquela exibida na crise de 2008-09. O “Employment Cost Index”, medida que faz a correção dos honorários pela composição do mercado de trabalho, iniciou um processo de desaceleração já no segundo trimestre da recessão passada, que só terminou seis trimestres depois, quando o NBER datou o fim do período de contração econômica. Na crise atual, o mesmo índice desacelerou por dois trimestres apenas, e tivemos a alta mais forte desde 2006 nos primeiros três meses de 2021, com variação de 3,7% em termos anualizados.

Gráfico 4: Índice de Custo de Emprego - Variação trimestral dessaz. (%) - EUA

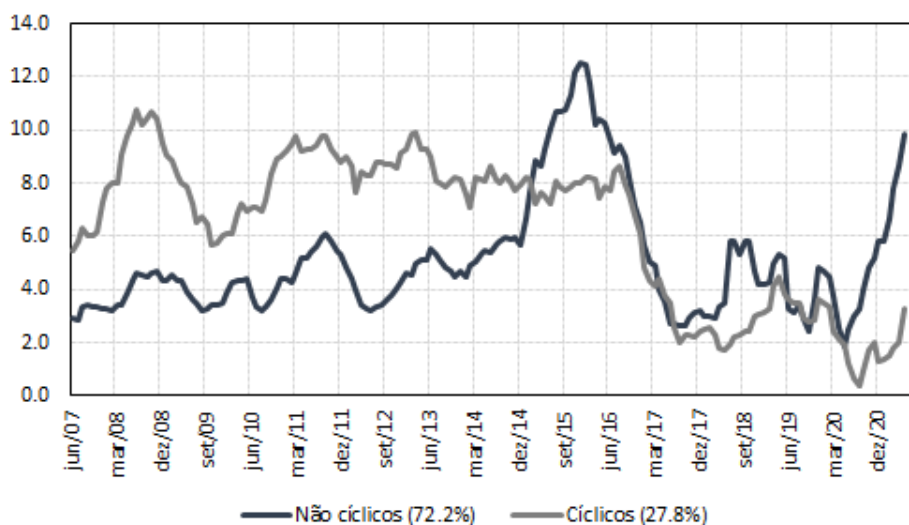


Fonte: BEA, ASA Investments

Combinam-se, assim, uma pressão altista dos preços acíclicos (normalmente bem-comportados) com um comportamento mais benigno dos cíclicos (que tendem a ser mais pressionados). Mas, no caso destes últimos, que dependem mais do hiato e do mercado de trabalho, há uma novidade: apesar do desemprego ainda elevado, ele convive com um mercado de trabalho com restrições de oferta e salários em substancial recuperação, efeitos não usuais no ciclo econômico. Estaríamos então diante de uma combinação explosiva para a inflação, notadamente em contexto de grande estímulo fiscal?

No Brasil, a mesma decomposição entre preços cíclicos e acíclicos tem algumas diferenças relevantes. No nosso caso, os preços acíclicos têm um peso maior de preços administrados (destaque para combustíveis), alimentos (itens *in natura*) e bens industrializados (etanol, eletroeletrônicos), em parte sensíveis ao câmbio, enquanto os preços cíclicos envolvem majoritariamente serviços (educação, alimentação e relacionados à mão de obra), mas também incluem parte dos bens industrializados e até alguns alimentos, como o grupo carnes. Mas a dinâmica é parecida: em 12 meses, os cíclicos registraram taxa mínima de 0,4% em agosto de 2020, mas se recuperaram na segunda metade do ano com a desvalorização do real, alta de commodities e escassez de insumos para indústria. E em 2021, os preços cíclicos acumulam taxa de +2,0% em 12 meses, com os acíclicos (com destaque para os combustíveis) atingindo mais que o quadruplo dessa taxa, 8,7% até abril deste ano.

Gráfico 5: Cíclicos x Não cíclicos - Brasil



Fonte: ASA Investments

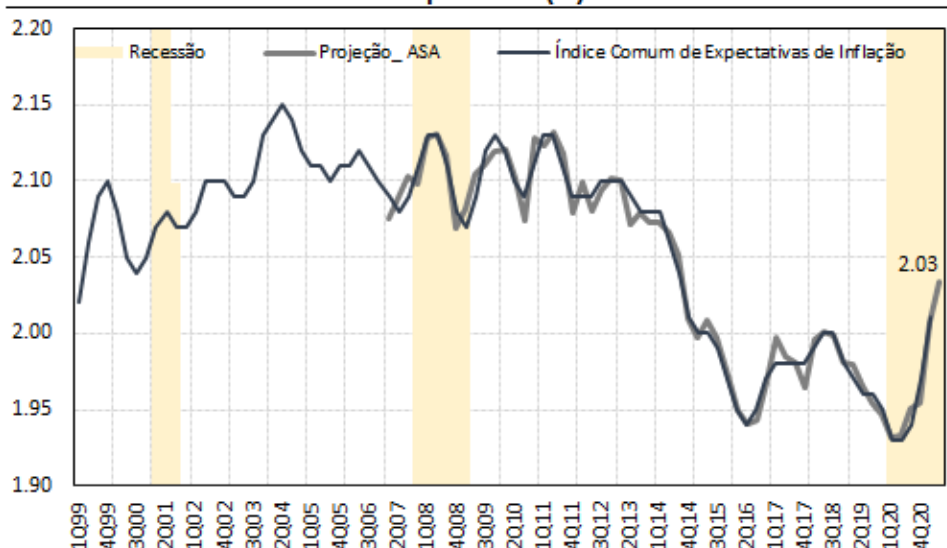
Frente a um contexto muito menos favorável no mercado de trabalho no Brasil e também quanto à capacidade de prover gasto fiscal contracíclico, não temos provavelmente um quadro de restrição de oferta de trabalho que suscitasse tração nos preços frente a uma recuperação mais rápida da economia, na qual hoje acreditamos (crescimento de 4,5% em 2021). Mas há a preocupação ligada ao patamar já muito elevado da inflação corrente e os impactos adicionais derivados da abertura econômica esperada para os próximos meses sobre o setor de serviços, dando mais tração aos preços cíclicos.

Sobre esse último ponto, divulgamos um estudo feito pelo ASA Investments na semana passada (em conjunto com nossa atualização do [cenário macro](#)) que procurou medir a sensibilidade dos preços de serviços ao distanciamento social. Em resumo, encontrou-se uma divisão que mostra que cerca de 75% desse segmento de preços não-sensíveis ao distanciamento (aluguel, itens relacionados à mão de obra e, contra intuitivamente, serviços de alimentação) e os demais 25% cuja dinâmica depende do distanciamento (passagem aérea, transporte por aplicativo, itens relacionados a viagens). O primeiro grupo (não sensíveis ao distanciamento) mostrou variação de -0,7% nos últimos 12 meses, com o segundo (sensíveis ao distanciamento), mais relevante, tendo se elevado 2,2% no mesmo período, refletindo o aumento da mobilidade da população ao longo do período.

Nos EUA, a surpresa inflacionária frente ao padrão pré-Covid está na restrição das cadeias de suprimento global, de um lado, expressa, por exemplo, na elevação dos preços de bens duráveis (acíclicos), como o caso citado de automóveis usados. E, de outro, começam a aparecer pressões derivadas da reabertura econômica, afetando os preços cíclicos para os quais se observam restrições de oferta de trabalho que, embora possam ser circunstanciais, preocupam quanto ao impacto nas expectativas inflacionárias. Parece ser crucial, nesse contexto, a velocidade relativa da recomposição dos preços cíclicos vis-à-vis a superação dos gargalos de oferta, que tem afetado os acíclicos.

Na presença de estímulos fiscais sem precedentes, o quadro para o Federal Reserve é certamente desafiador. Dentro de seu novo arcabouço de manter a inflação de modo simétrico em torno da meta, o que, dada a queda do juro real neutro, pressupõe inflação rodando acima da meta em períodos de expansão econômica, o Fed poderá ser paciente enquanto não perceber riscos de desancoragem das expectativas inflacionárias. A esse respeito, o Fed desenvolveu no final do ano passado um índice trimestral que busca condensar a informação de diversos indicadores que capturam expectativas de inflação. A série está atualizada até o quarto trimestre do ano passado, e mostra expectativas de inflação em 2,01%, em forte recuperação desde a mínima de 1,93% atingida em meados de 2020, mas ainda distante da média de 2,09% observada de 2000 a 2008. Informações mais atualizadas com base na pesquisa da Universidade de Michigan e com preços diários dos títulos do Tesouro norte-americano remunerados pela inflação sugerem que, no mês de maio, essa medida do Federal Reserve deva ter atingido 2,05%, o mais elevado patamar desde 2014. Não é uma marca que pareça sugerir a temida desancoragem das expectativas, mas a velocidade do ajuste recente chama a atenção.

Gráfico 6: Fed Common Inflation Expectation (%) - EUA



Fontes: Federal Reserve, ASA Investments

No caso do Brasil, o novo BC com autonomia não parece que hesitará em implementar o ajuste monetário já sinalizado até aqui e que, ao menos, elevará a Selic até 5,5% até o final do ano, podendo ir além (6,5% na nossa opinião) se necessário. Temos uma inflação mais sensível às commodities (e câmbio), mas ainda um hiato aberto e um mercado de trabalho que não parece que enfrentará tantos problemas do lado da oferta. Contudo, há o risco quanto ao comportamento dos preços cíclicos com a redução do distanciamento.

A INFLAÇÃO DE PREÇOS CÍCLICOS X ACÍCLICOS

COMENTÁRIO MACRO

Em comum aos dois casos, EUA e Brasil, está o ineditismo de questões atinentes à oferta, que tem ditado uma dinâmica atípica quanto aos preços acíclicos. No nosso caso, isso preocupa pela maior inércia da inflação, gerando maiores efeitos secundários; mas temos um hiato maior sobretudo no mercado de trabalho. Nos EUA, em que a inércia inflacionária é menor, será crítico avaliar até quando a economia enfrentará restrições de oferta dada a expectativa de fechamento do hiato até o final do ano.

Até aqui, por fim, julgamos que não parece haver aspectos estruturais mais relevantes na dinâmica inflacionária pós-Covid. Estímulos de demanda excessivos, com oferta restrita, geram inflação no contexto dos EUA. No nosso caso, expectativas com risco de desancoragem frente à depreciação cambial elevada, também. Caberá aos BCs agirem tempestivamente. Serão os juros pós-Covid estruturalmente mais altos? Essa pergunta, mais complexa, que remete ao patamar do juro real neutro, deixaremos para uma oportunidade futura.

[1] Mahedy, Tim, and Adam Shapiro. 2017. "What's Down with Inflation?" Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, 2017-35.

[2] Pedro Brinca & Joao B. Duarte & Miguel Faria-e-Castro, 2020. "Measuring Labor Supply and Demand Shocks during COVID-19," Working Papers 2020-011, Federal Reserve Bank of St. Louis.



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Débora Nogueira

Economista Internacional

Leonardo Costa

Economista

Gabriel Braga

Estagiário

Acesse asainvestments.com