



INFLAÇÃO DE SERVIÇOS NO BRASIL:

Desempenho recente e possíveis implicações para a política monetária

Kínitro
CAPITAL

ESTUDO ESPECIAL

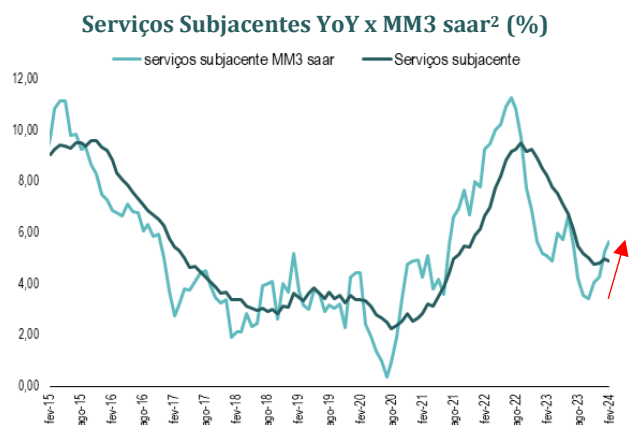
MARÇO 2024



Inflação de serviços no Brasil: Desempenho recente e possíveis implicações para a política monetária¹

A inflação de serviços tem sido acompanhada com especial interesse na análise recente da conjuntura econômica e levantado debates a respeito das implicações de sua trajetória sobre a condução da política monetária doméstica.

De fato, a inflação do setor vinha registrando importante desaceleração desde o final de 2022. Os serviços subjacentes passaram de 9,27% para 4,78% entre nov/22 e nov/23 no acumulado em 12 meses, mas esse movimento foi interrompido a partir de então. Isso fica mais evidente quando observamos a média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada, que saltou de 3,5% para 5,7% entre out/23 e fev/24.



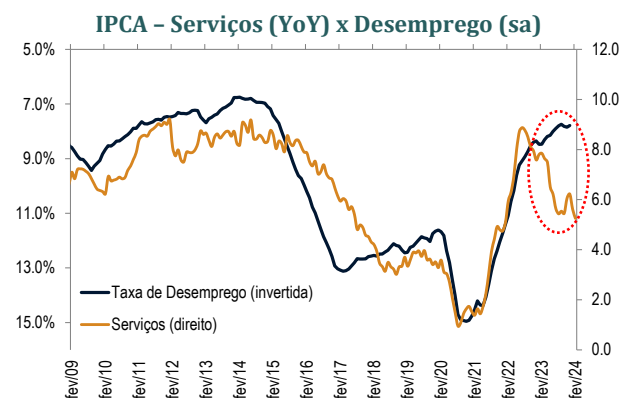
Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Essa relação com a condução da política monetária está materializada na própria comunicação do Copom, já que estamos em um ponto crucial do processo desinflacionário atual. Chamado de ‘a última milha’, esse é o momento em que se esgotam as fontes que contribuíram para a saída dos choques inflacionários que caracterizam o movimento inicial e mais agudo do processo de desinflação.

Por se tratar de um componente inflacionário tipicamente associado ao grau de ociosidade da economia e à inércia inflacionária, ganha esse destaque nas considerações da autoridade monetária. Um mercado de trabalho apertado, com reajustes salariais acima da meta de inflação e sem ganhos de produtividade, pode potencialmente atrasar a convergência da inflação às metas, impactando a inflação de

serviços e de setores mais intensivos em trabalho, por exemplo. Essa relação é bastante conhecida na literatura econômica por meio da Curva de Phillips³.

O gráfico a seguir mostra o descompasso dos preços de serviços em relação ao nível de desemprego da economia, com importante aperto do mercado de trabalho a partir de 2022.



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Na tentativa de contribuir com o debate atual, o objetivo dessa carta é analisar a evolução recente da inflação de serviços, dando foco em seus componentes e condicionantes, especialmente no que diz respeito ao grau de ociosidade da economia e de inércia inflacionária, tentando relacioná-los aos próximos passos da autoridade monetária.

Nossa avaliação é que grande parte dos desvios das projeções, ou o ‘susto’ desse início de ano, veio de subitens que não são influenciados pelo ciclo econômico, sendo o exemplo mais notável os serviços bancários. Isso não reduz a importância do dinamismo do mercado de trabalho atual sobre a perspectiva de uma possível desaceleração mais gradual da inflação de serviços.

Por isso, a leitura do cenário atual é condizente com as projeções para a taxa Selic ao final desse ciclo ainda em patamar restritivo. Diante desse cenário, o BC deve cortar a taxa Selic em 50bps na próxima reunião, mas pode optar por desacelerar do ritmo de cortes a partir de junho, levando a Selic terminal para um patamar ao redor de 9,0%.

¹ Estudo realizado com dados disponíveis até o dia 28/03/2024.

² Sigla em inglês para taxa dessazonalizada e anualizada.

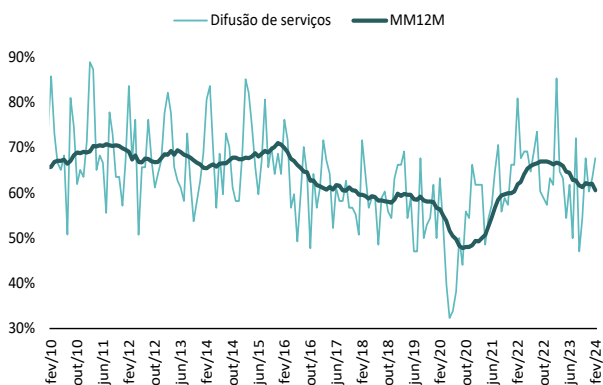
³ A relação teórica destacada pela curva de Phillips implica que quando o hiato do emprego está negativo (taxa efetiva inferior à natural) a inflação tende a subir, e vice-versa.

DIFUSÃO E CONTRIBUIDORES RECENTES

Embora os componentes do grupo de serviços mostrem alguma similaridade em movimentos de mais baixa frequência (em 12 meses, por exemplo), podem ser observadas diferenças na dispersão e na velocidade de desinflação de seus diversos componentes.

Nesse sentido, observamos o índice de difusão para avaliar o grau de disseminação dos movimentos da inflação. O gráfico a seguir apresenta o índice de difusão do setor de serviços e sua respectiva média móvel de doze meses. Verificamos recuo da média móvel no período recente, 66,9% em nov/22 para 60,5% em fev/24. Recuos semelhantes também foram observados em outros períodos da amostra, como de 2011 para 2012 e de 2015 para 2016.

Difusão de serviços MoM x MM12M



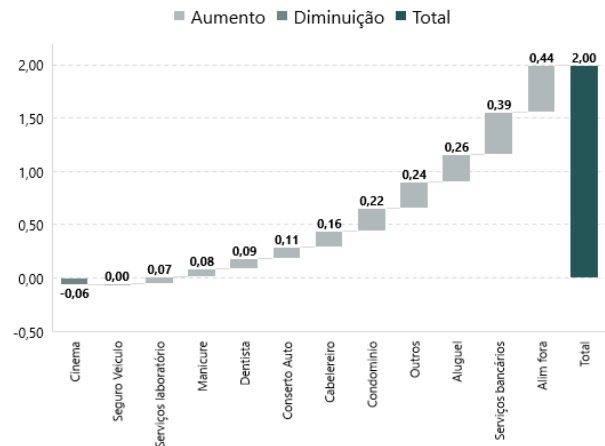
Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Houve, portanto, uma moderação no número de subitens em alta no setor, compatível com a desinflação observada no período. O nível atual (fev/24) já é similar ao patamar médio observado nos últimos 10 anos.

Como passo seguinte, verificamos quais componentes da inflação de serviços foram os responsáveis pelo seu movimento de aceleração mais recente, do final do ano passado para cá.

Entre nov/23 e fev/24 os serviços subjacentes acumularam uma alta de 2,00 p.p.. Se destacam alimentação fora (0,44), serviços bancários (0,39) e aluguel (0,26). No entanto, exceto serviços bancários, os outros subitens são ‘pesos-pesados’, representando juntos 45% do total dos serviços subjacentes. Ou seja, sua contribuição deve ser relativizada pelo elevado peso.

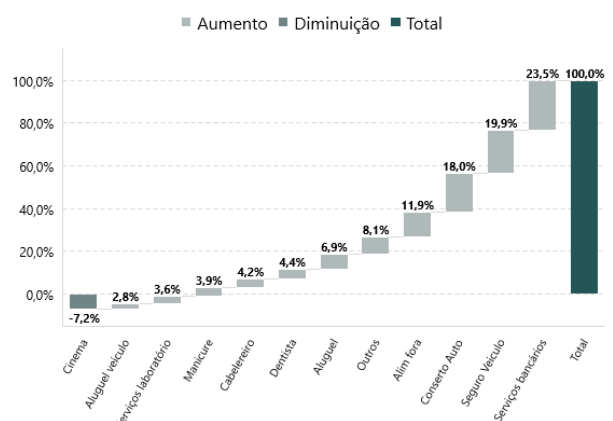
Participação na variação da inflação de Serviços Subjacentes (p.p. acumulado entre nov/23 a fev/24)



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Buscando contornar esse aspecto, comparamos a média móvel de três meses anualizada e dessazonalizada dos serviços subjacentes em fev/24 com o nível que eles estavam rodando em nov/23. Assim, procuramos avaliar quais subitens tiveram uma aceleração mais relevante no período. Mais uma vez verificamos uma concentração em serviços bancários, mas agora os outros ‘pesos-pesados’ diminuíram sua participação, dando lugar ao seguro voluntário de veículos e o conserto de automóvel, que junto com serviços bancários responderam por quase 2/3 do movimento.

Participação na variação da inflação de Serviços Subjacentes no IPCA (MM3 saar fev/24 vs nov/23)



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Tomando como base o estudo do Banco Central (BC) contido no *box* "Análise da inflação de serviços sob as óticas da ociosidade e da inércia" de dez/22 ⁴, agrupamos os subitens dos serviços nas quatro categorias propostas. Nesse arcabouço, cada componente pode ser classificado como sensível a ambos os fatores (ociosidade e inércia), a nenhum, ou apenas a um dos fatores.

Utilizando a mesma classificação do BC, podemos interpretar como a autoridade monetária está observando essa questão, já que ela vem aparecendo nas apresentações do Copom junto ao mercado.

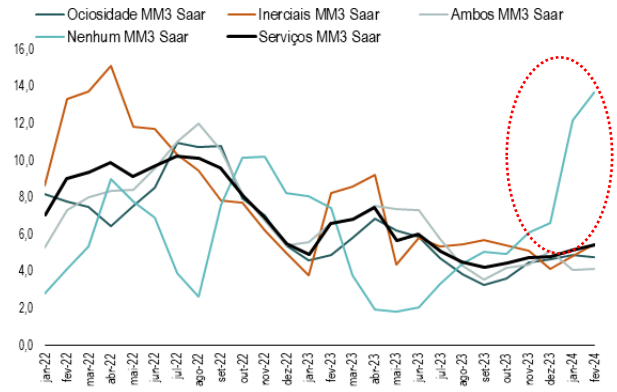
A composição segundo essa classificação ficou da seguinte forma ⁵:

Componentes de cada grupo	
Ociosidade	Inerciais
Aluguel residencial	Condomínio
Mudança	Consertos e manutenção
Estacionamento	Transporte escolar
Serv. méd. e dent.	Seguro voluntário de veic.
Costureira	Despachante
Manicure	Clube
Empregado doméstico	Cinema, teatro e concertos
Cabeleireiro e barbeiro	Cursos regulares
Depilação	Cursos diversos
Sobrancelha	
Casa noturna	
Hospedagem	
Serv. de hig. p/ animais	
Ambos	Nenhum
Alimentação fora do domicílio	Pintura de veículo
Mão de obra	Serv. Lab. e hosp.
Conserto de automóvel	Serviço bancário
Tratamento de animais	
Pacote turístico	

Através dessa classificação, chegamos a uma análise que se assemelha à anterior, filtrando os componentes associados à recente piora nos serviços (especialmente subjacentes) e avaliar se o movimento observado se parece mais com algo pontual ou recorrente.

Observando as quatro categorias, a primeira coisa que salta aos olhos é o descompasso do grupo 'Nenhum' em relação aos demais. Como destacado na tabela, esse grupo é composto por subitens que não apresentam sensibilidade tanto à ociosidade da economia quanto à fatores inerciais.

Serviços desagregados MM3 Saar (%)

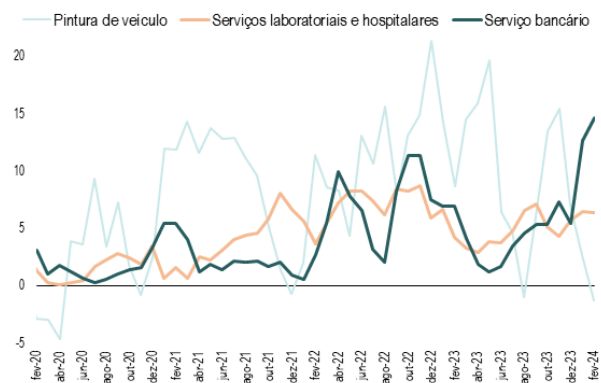


Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Podemos desagregar o grupo 'Nenhum' em seus subitens e avaliar a sua dinâmica a partir da mesma métrica. Fica evidente que esse comportamento está associado ao descolamento de serviços laboratoriais e serviços bancários.

De nov/23 a fev/24, os serviços laboratoriais subiram de 4,3% para 6,4% na média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada. Já os serviços bancários, saltaram de 7,3% para 14,7% na mesma métrica.

Grupo 'Nenhum' MM3 Saar



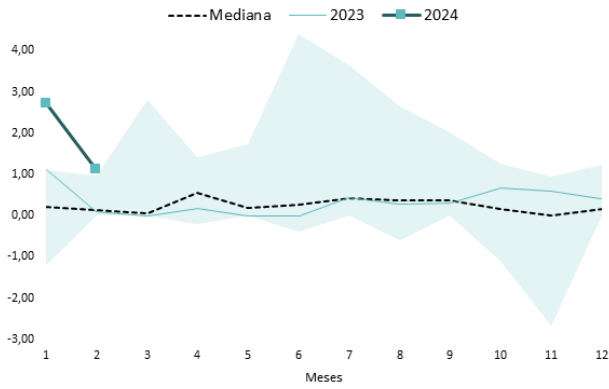
Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

A sazonalidade de Serviços bancários também chama atenção para esse movimento. Tivemos elevações em 2023 e 2024 bastante distintas, destoando do histórico do indicador. Isso corrobora a análise anterior, na qual verificamos uma concentração do movimento de aceleração recente de serviços subjacentes nesse item específico.

Comparação histórica 10 anos: Serviço Bancário

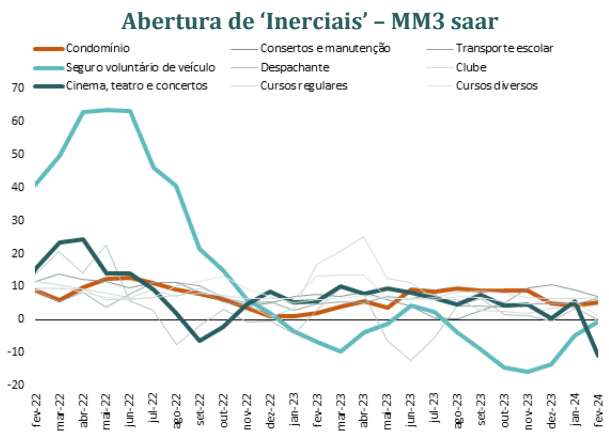
⁴ O estudo está disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202212/ri202212b4p.pdf>
⁵ Para o exercício não se usou o total da inflação de serviços. Foram considerados apenas os componentes de serviços do IPCA segundo a POF 2017/18. Como alguns componentes não estavam presentes nas estruturas anteriores das POFs, optou-se por imputar dados de componentes

semelhantes disponíveis naquela estrutura e/ou descartar outros (como passagem aérea, aluguel de veículos e transportes por aplicativo, por exemplo). A classificação final dessa versão ajustada da inflação de serviços agregada compreende 87% dos componentes da inflação de serviços total.



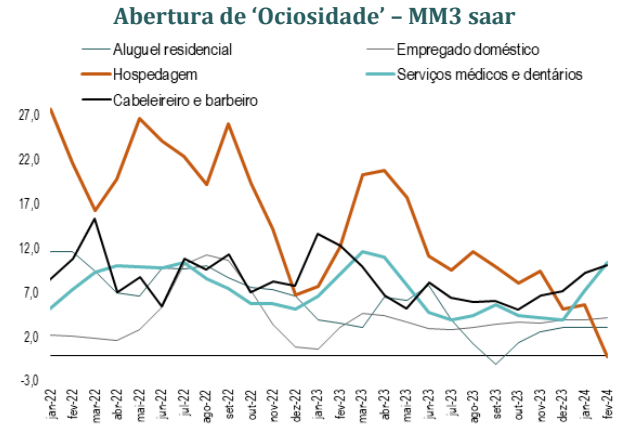
Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

No grupo 'Inerciais', não observamos movimentos expressivos, exceto em cinema, teatro e concertos (linha verde escura), impactado por um evento pontual, que promoveu descontos temporários nos ingressos. Cabe destacar os seguros de veículos que vinham de importante deflação e apresentaram uma rápida recomposição nos últimos meses, provavelmente reflexo da efetivação de reajustes anuais.



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

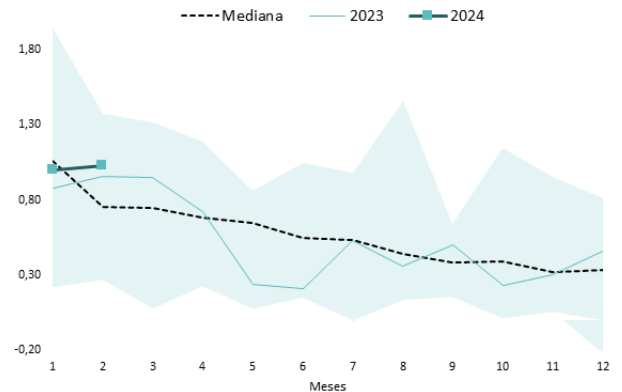
No grupo 'Ociosidade', separarmos aqueles subitens cujos movimentos foram mais relevantes no período. Destaque de alta para cabelereiro e barbeiro e serviços médicos e dentários, atividades intensivas em trabalho e que refletem o aperto do mercado de trabalho atual. Como destaque negativo, observamos o subitem hospedagem, que veio de uma alta mais significativa ao longo do 2S23 e nos últimos meses acumula deflação.



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

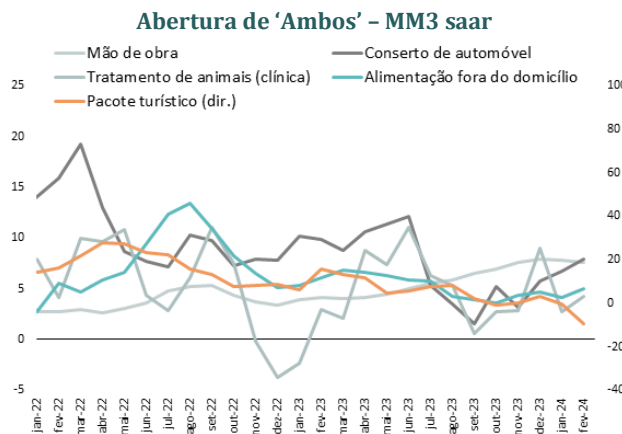
Interessante notar que algumas dessas atividades, especialmente as relacionadas à saúde, possuem uma sazonalidade mais marcada no primeiro trimestre do ano, podendo estar associada à efetivação de reajustes anuais das consultas, por exemplo.

Comparação histórica: Serviço Médico e Dentário



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Por fim, analisando o grupo 'Ambos', que reflete tanto a ociosidade quanto à inércia, destaque para pacotes turísticos em sentido contrário aos demais componentes, que assumiram uma tendência de alta, como visto em concertos de automóvel, por exemplo.



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Portanto, a análise seguindo a classificação do BC reforça a visão de que grande parte da surpresa com a alta recente dos serviços parece estar mais associada à fatores não recorrentes (grupo ‘Nenhum’), que não são sensíveis à ociosidade da economia e à inércia inflacionária.

No grupo associado à inércia e à ambos, possivelmente as elevações estão relacionadas à efetivação de reajustes anuais típicos do período. No grupo ligado à ociosidade, intimamente ligado ao desempenho do mercado de trabalho, observamos que, de fato, atividades em alta refletem o dinamismo recente do mercado de trabalho. E esse seria o potencial canal por onde verificaríamos a transmissão da pressão dos salários nos serviços. Nossa leitura é que eles seguem elevados, mas parecem seguir de acordo com o grau de aperto do mercado de trabalho.

ANOS BONS DE IPCA

Nessa seção, procuramos analisar se as últimas leituras são compatíveis com ‘anos bons’ de inflação. Isto é, quando o IPCA do ano fechado se encontra ao redor (até 25bps acima do centro) ou abaixo do centro da meta. Por outro lado, classificamos os ‘anos ruins’ como aqueles que se situaram acima ou ao redor (até 25bps abaixo) do limite superior da banda estabelecida naquele ano. A estrutura ficou da seguinte forma:

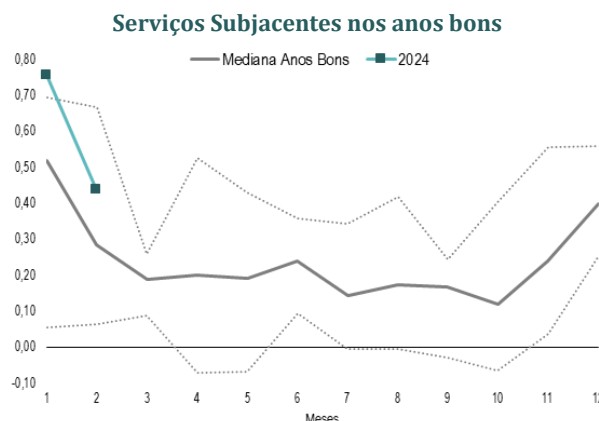
Bons	Ruins
2006	2011
2007	2014
2009	2015
2017	2016
2018	2021
2019	2022
	2023

Apesar das leituras mensais elevadas, uma análise mais direta nos levaria a crer que os serviços subjacentes em 2024 parecem estar compatíveis com a mediana dos ‘anos bons’ de cumprimento da meta.

No entanto, as metas de inflação mudaram ao longo dos últimos anos. Assim, o que seria considerado um bom ano para o IPCA antigamente, pode ser diferente atualmente.

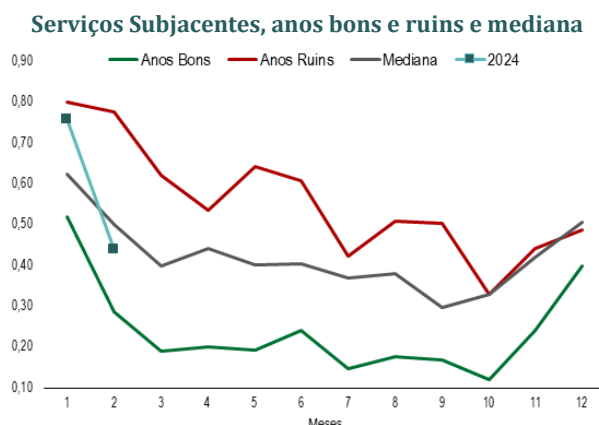
Portanto, buscamos compatibilizar essa mediana aos 3,0% de meta de inflação atual. Com o ajuste,

a leitura muda um pouco, indicando que estamos rodando acima do compatível com os ‘anos bons’ de cumprimento da meta.



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Quando comparamos a mediana dos ‘anos bons’, dos ‘anos ruins’ e a mediana histórica, verificamos que janeiro teve uma leitura bem negativa. Contudo, na leitura de fevereiro ela se situou no intervalo entre a mediana histórica e a mediana dos ‘anos bons’. Ou seja, passado o efeito de janeiro (pressões mais pontuais), a trajetória de fevereiro se mostrou mais aderente à mediana.



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Considerando as nossas projeções para os serviços subjacentes nos próximos meses, a dinâmica se assemelha à mediana do gráfico representado acima.

NOSSA VISÃO

O processo de desinflação do grupo de serviços no IPCA segue rendendo debates, tanto no Copom quanto no mercado. O diagnóstico é que esse processo refletiu, em um primeiro momento, a saída dos choques de oferta e que agora estamos em um segundo estágio ou a chamada ‘última milha’, momento em que deveria ocorrer a desaceleração nos preços dos subitens mais sensíveis ao ciclo econômico.

Em suas últimas análises, o Copom já vinha mostrando maior preocupação com os possíveis efeitos da ampliação dos ganhos reais e da aceleração no crescimento da massa salarial sobre a dinâmica da inflação de serviços. E, desde o final de 2023, houve uma elevação mais acentuada desses subitens no IPCA, ampliando os debates em torno da continuidade do processo nessa última milha.

No presente estudo, procuramos analisar a evolução recente da inflação de serviços, a partir de diferentes desagregações, na tentativa de contribuir para esse debate e verificar se esse movimento de deveu a fatores pontuais ou a itens mais recorrentes, sensíveis à ociosidade da economia e à inércia inflacionária.

Nossa avaliação é que grande parte dos desvios das projeções, ou o ‘susto’ desse início de ano, veio de subitens que não são influenciados pelo ciclo econômico, sendo o exemplo mais notável os serviços bancários. Isso não reduz a importância do dinamismo do mercado de trabalho atual sobre a perspectiva de uma possível desaceleração mais gradual da inflação de serviços.

O grupo ‘Ociosidade’ (que em certo grau representa a inflação de serviços intensivos em trabalho) segue em patamar superior à dos demais subitens de serviços subjacentes, com destaque para atividades como cabelereiro e barbeiro e serviços médicos e dentários. Essas atividades de fato refletem questões como o baixo nível de desemprego, o crescimento da massa salarial e a política de valorização do salário-mínimo.

Na última ata do Copom, em março, o comitê julgou que a dinâmica desinflacionária não divergiu significativamente do que era esperado, mas avaliou que o cenário se mostra mais incerto,

especialmente no que diz respeito à velocidade da desinflação de serviços.

À luz da teoria e da evidência empírica, a convergência sustentada da inflação para o centro da meta está associada a um hiato do produto próximo de zero. Na nossa visão, o BC deve seguir revisando para cima o seu hiato do produto, que ainda está negativo, e com um mercado de trabalho mais apertado, reajustes salariais acima da meta de inflação e sem ganhos de produtividade, aumentaram as chances de um atraso na convergência da inflação para o centro da meta. Obviamente não estamos tratando aqui de possíveis recomposições favoráveis nos preços relativos ou de uma dinâmica mais benigna das *commodities*, elementos que poderiam acelerar o processo de convergência.

Por isso, essa leitura do cenário atual é condizente com as projeções para a taxa Selic ao final desse ciclo ainda em patamar restritivo. A grande incógnita em relação a esse processo é se vamos observar uma moderação da atividade econômica mais à frente (para o nível potencial) e se ela será aceita pelo governo. Isso se faz muito relevante, pois a busca de um ritmo de crescimento em marcha forçada tenderia a trazer consequências negativas para o cenário.

Nosso cenário base segue contemplando a manutenção do Arcabouço Fiscal, ainda que ocorram moderações nas metas ao longo desse ano. O mais preocupante seria uma mudança de direção na dinâmica proposta pelo governo para o resultado primário, o que não está sendo considerado. Diante desse cenário, o BC deve cortar a taxa Selic em 50bps na próxima reunião, mas pode optar por desacelerar do ritmo de cortes a partir de junho, levando a Selic terminal para um patamar ao redor de 9,0%.

Kínitro

CAPITAL



KINITRO.COM.BR