



**Kínitro**  
CAPITAL

**CARTA MENSAL**  
ESTUDO ESPECIAL  
JANEIRO 2022

# *Killing the Dragon*

---

## PERSPECTIVAS PARA O PROCESSO DE DESINFLAÇÃO BRASILEIRO

Nesta carta apresentamos uma análise dos determinantes da inflação de 2021, bem como as nossas perspectivas e principais temas para monitorar no processo de desinflação em 2022. Por fim, discutimos brevemente os possíveis caminhos para a convergência da inflação para as metas em 2023.

# Killing the Dragon

## O IPCA EM 2021

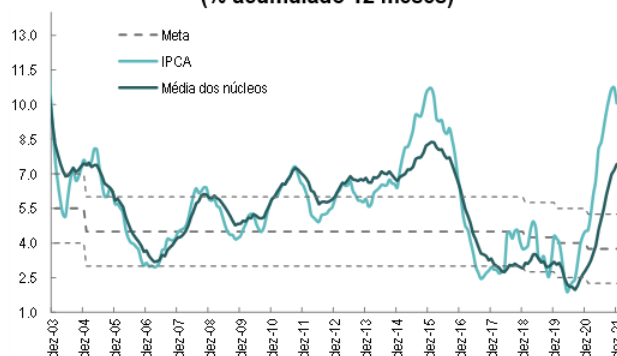
O ano de 2021 terminou muito diferente do que se imaginava inicialmente. A pandemia da COVID-19, que havia impactado a economia intensamente em 2020, se mostrou muito mais persistente no ano, com novas variantes do vírus desafiando os avanços na vacinação e a reabertura das economias.

A forte recuperação da economia global, liderada pela demanda robusta de bens, e as restrições de oferta com a desorganização nas cadeias produtivas, intensificou as preocupações com as pressões inflacionárias nas principais economias, que experimentaram as taxas mais elevadas em 40 anos. A elevação dos preços, entendida inicialmente como um choque temporário, foi o tema do ano e antecipou o debate sobre a retirada dos estímulos monetários em diversos países, especialmente nos EUA.

No Brasil, passados os efeitos deflacionários iniciais da pandemia, houve a partir da segunda metade de 2020 uma importante elevação nos preços ao consumidor. O que se viu em 2021 foi a intensificação desse processo. Essa aceleração dos preços foi consequência de diversos fatores, como a depreciação cambial, elevação dos preços das *commodities*, forte direcionamento da demanda para bens, assim como das restrições de oferta de alguns produtos, sobretudo na cadeia de componentes eletrônicos. Com o avanço da vacinação, no final do ano ainda observamos a retomada mais intensa do setor de serviços.

Dessa forma, os sucessivos choques inflacionários em 2021 fizeram com que o IPCA alcançasse novamente os dois dígitos, fechando o ano em 10,1%, o maior nível desde 2015, quando alcançou 10,7%.

IPCA x Média dos Núcleos x Meta de Inflação (% acumulado 12 meses)



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

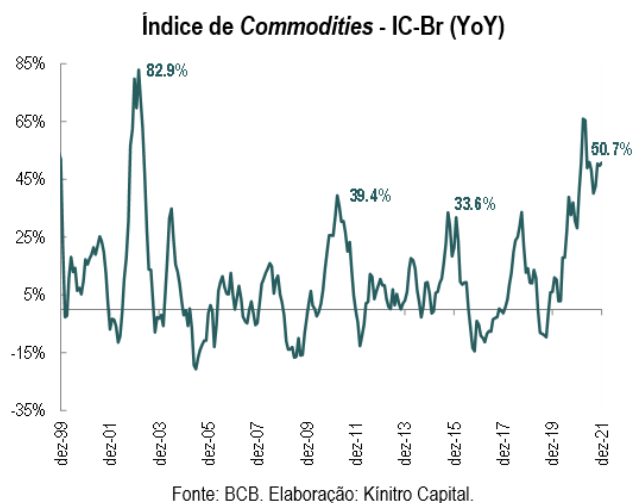
A dimensão desse movimento das *commodities* foi observado no Índice de *Commodities Brasil* (IC-Br), que apresentou a maior elevação em quase 20 anos. Lembrando que o indicador possui uma estrutura de ponderação que busca refletir a relevância de cada *commodity* para a inflação doméstica. Destaque aqui para a alta nos preços das energéticas, pressionadas pela normalização da demanda global e por escassez da oferta na Europa e na China. Para maiores detalhes desse ponto, consultar a nossa carta mensal de setembro de 2021.

CLIQUE PARA ACESSAR O MATERIAL

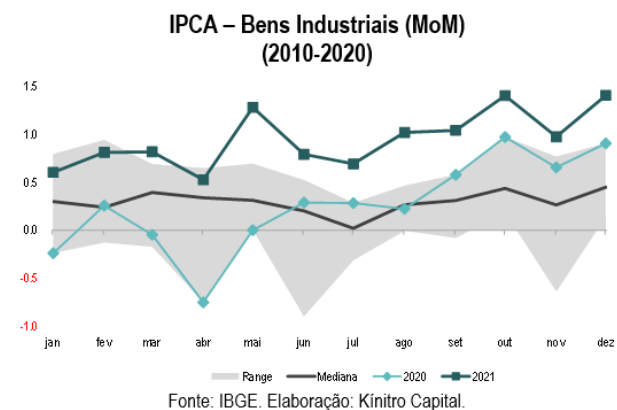
\* Relatório elaborado com dados até o dia 11/01/2022

<sup>1</sup>Para detalhes da metodologia do indicador, consultar: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/201712/RELINF201712-ri201712b3p.pdf>

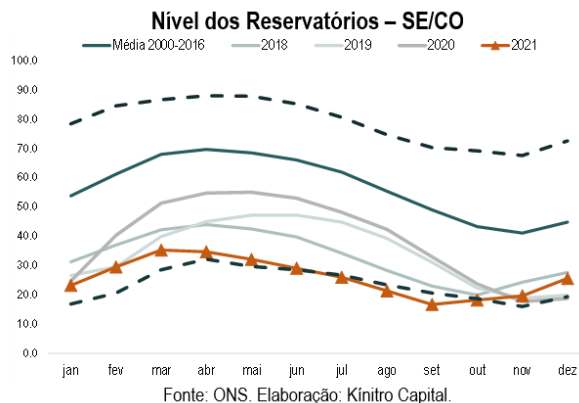
# Killing the Dragon



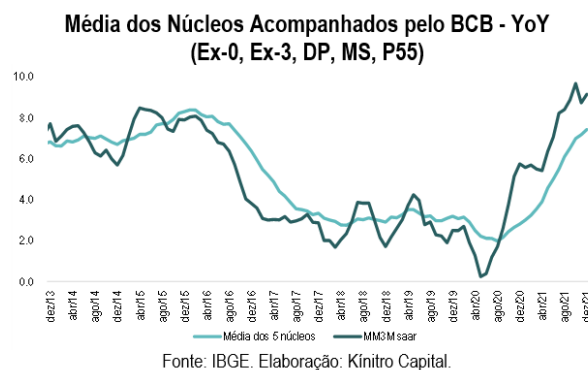
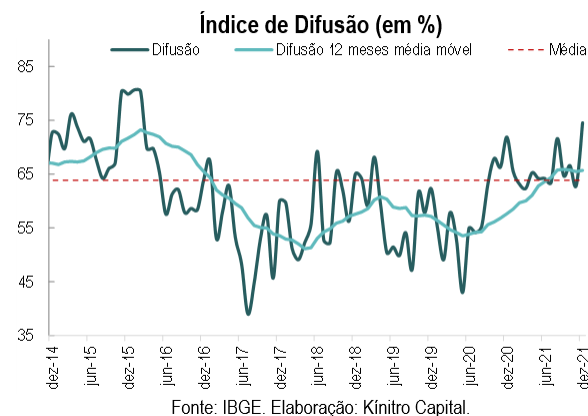
Outra métrica que ilustra o tamanho dos choques enfrentados é o de preços de bens industriais no IPCA. Numa comparação mensal histórica (últimos 10 anos), vimos que desde maio de 2021 esses preços ficaram recorrentemente acima do teto observado para o índice nos mesmos meses dos anos anteriores.



Pela própria natureza desses diversos fatores, a avaliação inicial do BCB, a exemplo do FED, foi que teríamos um aumento transitório na inflação. No entanto, esses choques se mostraram muito mais persistentes que o esperado e se somaram a outros elementos intrínsecos à economia brasileira, como a crise hídrica de 2021. Essa crise desencadeou a pior seca em 91 anos no país e reduziu os reservatórios a níveis críticos, culminando com a criação de uma bandeira tarifária mais cara para o consumidor a fim de cobrir o custo mais elevado da energia produzida pelas termoeletricas, a chamada bandeira de escassez hídrica.

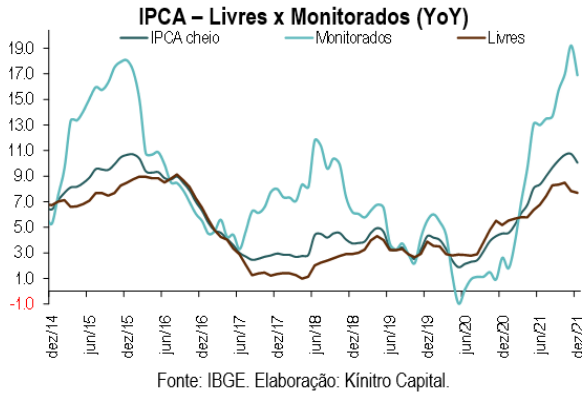


Mesmo que essa pressão inflacionária de 2021 não tenha se caracterizado como um fenômeno exclusivamente brasileiro, a aceleração da inflação no país se mostrou mais intensa e disseminada, com evidências de um maior “espalhamento” dos choques inflacionários sobre os demais preços da economia.

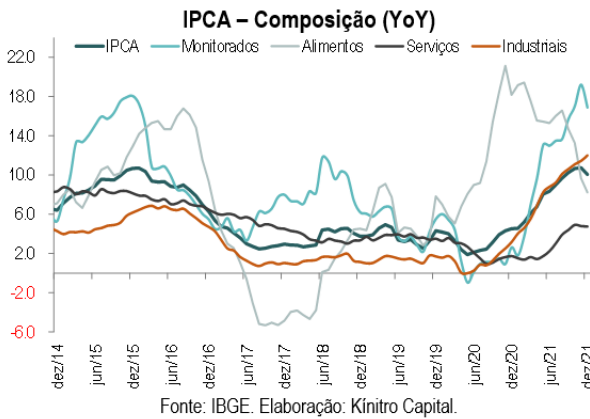


Assim, essa combinação de sucessivos e intensos choques revelaram preços administrados muito elevados no ano (16,9%), alcançando níveis de 2015-2016, assim como os preços livres (7,7%), impactados tanto por alimentos quanto por industriais e serviços, que fizeram um *catching-up* relevante no final do ano.

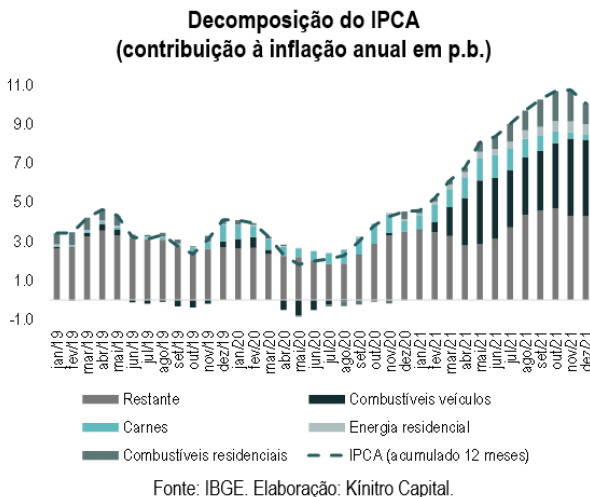
# Killing the Dragon



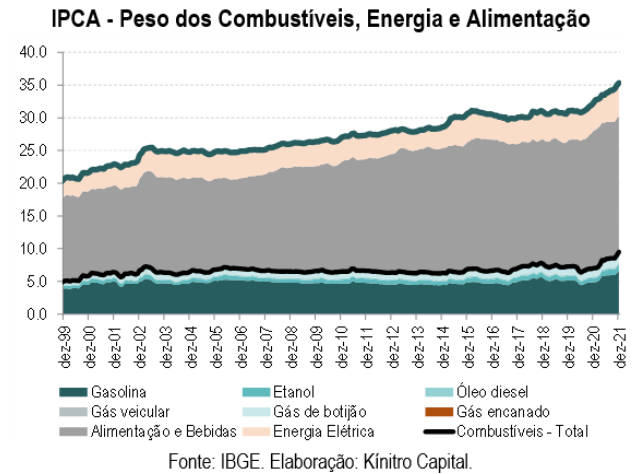
Quando se observa a abertura dos preços livres, temos altas de 8,2% em alimentos no domicílio, 12,0% em industriais e 4,8% em serviços.



Decompondo ainda mais o IPCA, agora pelos principais itens do índice, fica evidente que os choques foram bastante concentrados e intensos. Somente quatro itens (carnes, combustíveis para veículos, combustíveis residenciais e energia elétrica) responderam por cerca de 60% da variação do IPCA no ano.

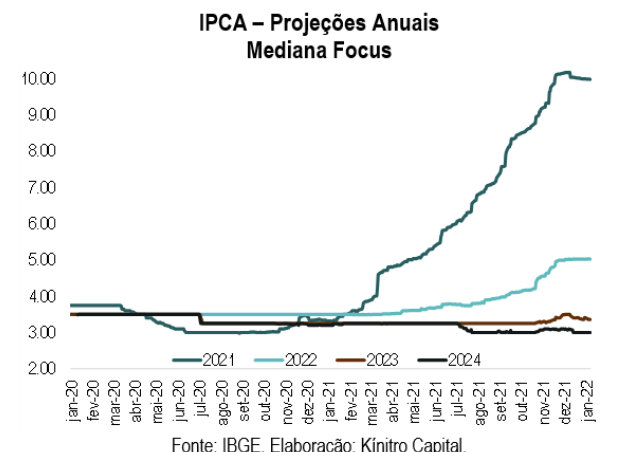


De fato, a inflação respondeu a um número reduzido de itens, mas que possuem um peso relevante na cesta de consumo das famílias e que se propagam facilmente para os demais preços da economia. Analisando historicamente, combustíveis, energia elétrica e alimentação, por exemplo, tiveram ganhos relevantes de participação no orçamento das famílias, chegando a representar atualmente cerca de 35% do peso total da cesta do IPCA. Isso é especialmente delicado em 2022, por se tratar de um ano eleitoral, momento em que podemos observar potenciais riscos de intervenções nesses preços.



## A DESINFLAÇÃO EM 2022

Podemos dizer que o grande tema de 2021 foi a inflação, mas não podemos esquecer que as mudanças realizadas no Teto de Gastos, ao levarem a uma grande perda de credibilidade fiscal, intensificaram a deterioração das expectativas dos agentes e, conseqüentemente, dos preços dos ativos domésticos.



## Killing the Dragon

Sem dúvida, a perspectiva de desinflação em 2022 segue como um dos principais temas a se monitorar. Entre ventos externos contrários e riscos fiscais, entramos o ano com mais um elemento para completar nossos desafios: as eleições presidenciais.

Então, o que esperar para os próximos 12 meses? A seguir, dividimos, de forma sucinta, os principais pontos do cenário inflacionário traçado na Kínitro para 2022, jogando um pouco de luz nos temas que julgamos como os mais relevantes para ficarmos atentos.

### (I) ADMINISTRADOS:

Para o conjunto de preços administrados, enxergamos importantes riscos de descompressão da inflação represada, especialmente em energia elétrica, tarifas de transporte público, planos de saúde e medicamentos.

No entanto, com o caixa dos estados e municípios elevado, e por se tratar de um ano eleitoral, podemos ver um novo adiamento desses reajustes ou, pelo menos, parte deles se deslocando para 2023. Um exemplo disso é energia elétrica, na qual o governo prepara um empréstimo para empresas do setor, a fim de evitar um novo “tarifaço” em 2022<sup>2</sup>. Outro exemplo é o reajuste de transportes coletivos. São Paulo, por exemplo, já anunciou que vai esperar a ajuda federal para definir a questão<sup>3</sup>.

Nossa projeção para os administrados é de uma alta de 4,0% em 2022. Destaque para energia elétrica, que estimamos queda de 5,4% no ano por conta, principalmente, da nossa expectativa de bandeira tarifária amarela no final do ano. Se não fosse essa perspectiva, teríamos muito provavelmente alta de dois dígitos.

A perspectiva para taxa de câmbio é especialmente importante para a gasolina e o diesel, que apresentam repasses elevados. Acreditamos que os investidores seguirão ajustando suas expectativas para a evolução da política monetária nos EUA e, ao incorporar um aumento mais rápido da taxa básica do FED em 2022, a expectativa é que o dólar continue valorizado.

### IPCA – Preços Administrados

Preços Administrados	Peso	Variação	
		2021	2022
	<b>27.5%</b>	<b>16.9%</b>	<b>4.0%</b>
Taxa de Água e Esgoto	1.7%	5.2%	7.5%
Gás de Botijão	1.4%	37.0%	7.6%
Gás Encanado	0.1%	28.5%	19.0%
Energia Elétrica Residencial	5.1%	21.2%	-5.4%
Ônibus Urbano	1.2%	1.2%	10.0%
Táxi	0.2%	0.0%	3.2%
Trem	0.0%	2.4%	9.9%
Ônibus Intermunicipal	0.4%	1.5%	9.0%
Ônibus Interestadual	0.1%	2.5%	6.1%
Metrô	0.1%	4.7%	7.0%
Integração transporte público	0.1%	0.0%	8.5%
Emplacamento e Licença	2.2%	0.9%	5.0%
Multa	0.1%	0.0%	0.0%
Pedágio	0.1%	5.9%	8.0%
Gasolina	6.7%	47.5%	2.3%
Óleo Diesel	0.2%	46.0%	3.6%
Gás Veicular	0.1%	38.7%	6.5%
Produtos Farmacêuticos	3.2%	6.2%	7.0%
Plano de Saúde	3.7%	2.3%	7.9%
Cartório	0.0%	8.1%	6.5%
Conselho de Classe	0.1%	0.7%	3.5%
Jogos de Azar	0.5%	0.0%	0.0%
Correio	0.1%	1.8%	5.0%
Plano de telefonia fixa	0.3%	10.6%	1.0%

Fonte: IBGE / Projeções Kínitro. Elaboração: Kínitro Capital.

### (II) ALIMENTOS:

Seguimos acreditando em uma desaceleração dos preços de alimentos ao longo do ano, mas há riscos em ambas as direções. A despeito das chuvas recentes e da estimativa de safra recorde para 2022, o La-Niña ainda pode atrapalhar a produtividade agrícola (já estamos observando isso no Sul do país<sup>4</sup>), assim como a oferta escassa de fertilizantes, que aumenta os custos de produção. A retomada das exportações de carne bovina para a China em dezembro é outro elemento que também pode resultar em aumentos de preços em 2022<sup>5</sup>.

<sup>2</sup> Estadão – Reajuste de energia pode ficar em 9% com crédito de R\$ 15 bi a elétricas.

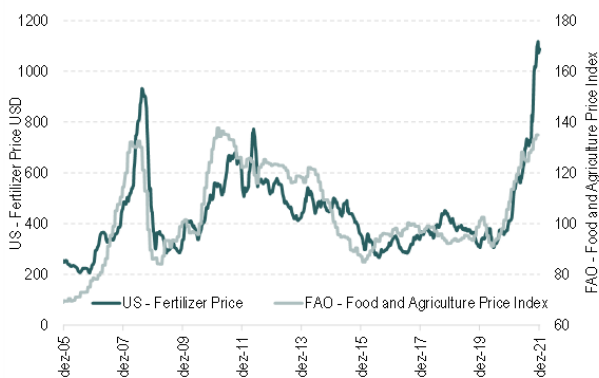
<sup>3</sup> Folha – Rombo no transporte e reajuste da tarifa viram impasse para prefeitos em ano de eleição.

<sup>4</sup> AgroLink – Soja no Paraná pode quebrar 60%.

<sup>5</sup> Valor – Embarques de carnes para a China em 2022.

# Killing the Dragon

**Preços de Fertilizantes e de Alimentos**  
(US Fertilizer Price x FAO Food and Agriculture Price Index)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

## (III) INDUSTRIAIS:

Gargalos de oferta, sobretudo na cadeia de componentes eletrônicos, associados a uma demanda ainda forte continuam exercendo pressão sobre os preços de muitos bens industriais e não esperamos que isso deva ser resolvido no curto prazo.

Esperamos importante desinflação nesses itens, mas alguns indicadores como o tempo de entrega das mercadorias e *backlogs* de trabalho por categorias apontam para a manutenção dos preços elevados<sup>6</sup>.

Por fim, aqui também o câmbio é variável relevante. Como já destacado, a reversão mais célere dos estímulos monetários nos EUA mantém a perspectiva de dólar forte.

**Oferta Global e Atrasos de Envio**  
(Global Manufacturing PMI)



Fonte: IHS Markit, JP Morgan.

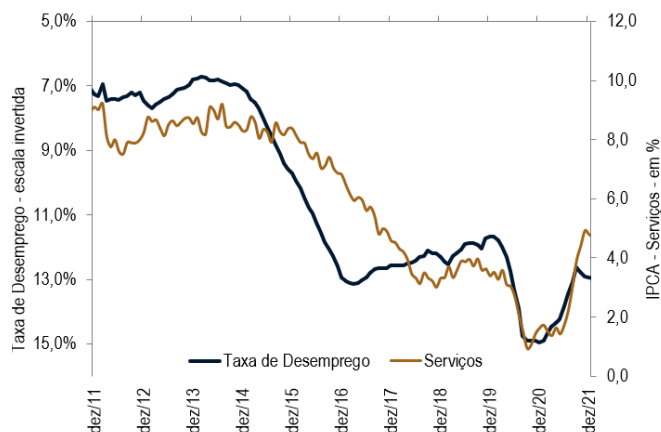
<sup>6</sup> IHS Markit - Global Manufacturing

## (IV) SERVIÇOS:

Passado o processo de reabertura da economia e decompressão de preços represados na pandemia (bares e restaurantes, cursos regulares, lazer e turismo, etc), nossa expectativa é que os preços de serviços voltem a reagir aos fundamentos econômicos fracos.

A dinâmica do mercado de trabalho vai nessa direção, com a redução lenta do desemprego limitando a elevação dos serviços, especialmente na passagem do primeiro para o segundo semestre.

**IPCA - Serviços (YoY) x Desemprego (sa)**



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Porém, apesar da taxa de desemprego elevada, dada a especificidade dessa crise (com formal sofrendo menos), temos observado que as negociações coletivas têm conseguido repor parte relevante da inflação passada (que foi bastante elevada). Ou seja, não há ganhos reais, mas a inflação sendo recomposta sanciona a inércia inflacionária.

**FIPE - Salariômetro (YoY)**



Fonte: Fipe. Elaboração: Kínitro Capital.

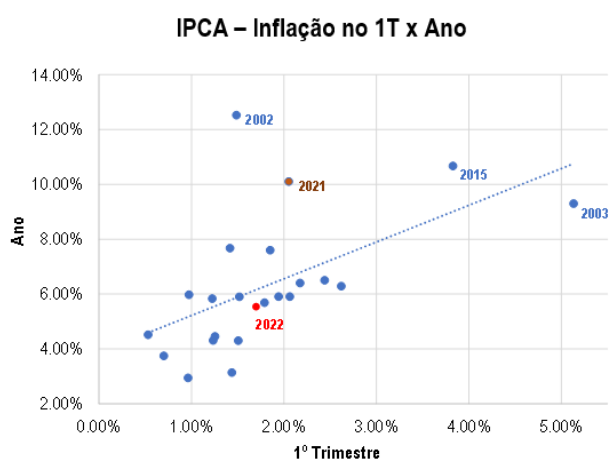
## Killing the Dragon

Em termos gerais, inércia é o quanto a inflação atual é explicada pela inflação passada. Isto é, não importa o que ocorra com a oferta e com a demanda, se a inércia for alta, a inflação atual será mais difícil de ser controlada. De fato, nossos exercícios a partir da curva de Philips<sup>7</sup> mostram que na margem houve um aumento do coeficiente de inércia.

Por que isso é importante? Em um ambiente de desancoragem, os coeficientes da curva de Phillips tendem a mudar, com o coeficiente da inércia ganhando espaço em detrimento do coeficiente das expectativas (lembrando que ambos são positivos e no modelo do BCB precisam somar 1).

Cabe salientar ainda a importância da dinâmica inflacionária nesse primeiro trimestre do ano para consolidar essa visão de desinflação no ano. Esse período se caracteriza por uma sazonalidade positiva no IPCA, no qual observamos pressões tanto de alimentos, quanto de diversos serviços e preços administrados (incidência de importantes reajustes por contrato ocorrem nesse período).

O gráfico a seguir mostra a relação histórica do comportamento da inflação no primeiro trimestre e a do ano como um todo. Percebe-se que os anos de 2002 e 2021 foram anos atípicos, com grande aceleração da inflação ocorrendo no segundo semestre. Mesmo em 2015, quando tivemos inflação bastante elevada, a dinâmica trimestral se assemelhou ao observado historicamente.



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital.

Assim, a abertura das nossas projeções do IPCA para 2022 revela que, em relação ao último ano, teremos uma importante desinflação, a partir da saída dos diversos choques sofridos em 2021, com o IPCA recuando dos 10,1% de 2021 para um patamar próximo de 5,5% em 2022. Apesar da dinâmica inflacionária mais equilibrada, o IPCA ainda se situará acima do teto da meta.

**IPCA – Abertura das Projeções**

	2021	2022
<b>IPCA</b>	<b>10.1</b>	<b>5.5</b>
administrados	16.9	4.0
livres	7.7	6.0
alimentos	8.2	5.3
serviços	4.8	6.4
industriais	12.0	5.6
<b>IPCA livres ex-alimentos</b>	<b>7.5</b>	<b>6.1</b>

Fonte e Elaboração: Kínitro Capital.

<sup>7</sup> Lembrando que na sua formulação original, a curva de Phillips representa a relação inversa entre a inflação e o desemprego. A especificação geral da curva de Phillips tratada aqui estabelece os preços livres do IPCA como função da inflação defasada, da expectativa de inflação, do hiato do produto e da inflação importada.



# Killing the Dragon

## CONVERGÊNCIA DA INFLAÇÃO PARA AS METAS EM 2023

Diante desse cenário, prevemos que o Copom deverá seguir o seu plano de voo e levar a taxa Selic para 11,75% no primeiro trimestre de 2022, assumindo como premissa que a deterioração fiscal ficará circunscrita aos desdobramentos observados na PEC dos precatórios.

Como entramos o ano com mais um elemento para completar os nossos desafios para que essa desinflação ocorra, as eleições presidenciais, decidimos traçar um possível cenário alternativo, no qual consideramos um novo choque de desconfiança dos agentes, a partir da avaliação de que o próximo governo apontará para uma trajetória fiscal deteriorada, sem que haja uma nova âncora fiscal.

Para avaliar as possíveis implicações desse cenário alternativo, utilizamos diferentes modelos de projeção, incluindo um modelo semi-estrutural de pequeno porte, que gera projeções de forma consistente e nos permite estimar os impactos do choque nas principais variáveis do cenário econômico. Cabe destacar que o cenário é construído utilizando vários condicionantes além do fiscal, como a taxa de câmbio, preços das *commodities*, juro neutro e hiato do produto, por exemplo, mas não vamos entrar nos detalhes em todos eles.

Para delinear esse cenário alternativo, basicamente ajustamos a expectativa da taxa de câmbio (mudança de preços relativos) e do juro real neutro. A nova trajetória para o câmbio incorpora um incremento de aproximadamente 10% ao longo do segundo semestre de 2022 em relação ao cenário-base, que leva em consideração o câmbio evoluindo pela paridade do poder de compra (PPC). Lembrando que a depreciação cambial atua no modelo por meio dos seus efeitos nos preços livres e administrados, elevando ainda mais a projeção de inflação, mantendo-a acima do cenário-base.

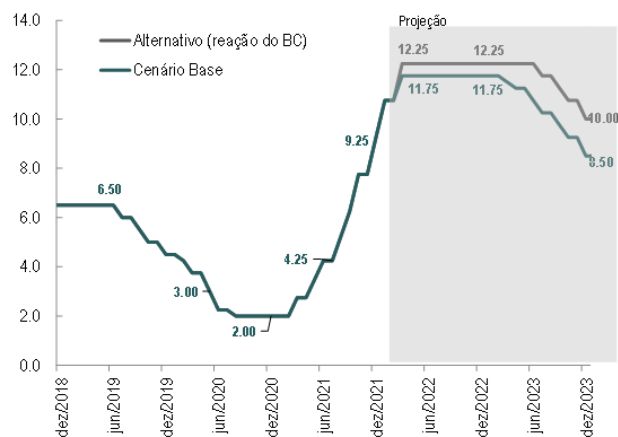
Premissas Adotadas

Período	Taxa de Câmbio		Juro Neutro	
	Cenário Base	Cenário Alternativo	Cenário Base	Cenário Alternativo
2022.1	5.6	5.8	4.0	5.0
2022.2	5.7	5.9		
2022.3	5.7	6.0		
2022.4	5.7	6.1	4.0	5.0
2023.1	5.7	6.3		
2023.2	5.7	5.8		
2023.3	5.8	5.8		
2023.4	5.8	5.8		

Elaboração: Kínitro Capital.

Neste cenário, assumimos duas possíveis trajetórias para a taxa Selic. A primeira é a mesma do cenário-base e, portanto, não incorporaria efeitos de uma reação adicional do Banco Central. Na segunda, a trajetória da taxa Selic é alterada para que haja o alcance do centro da meta de inflação. Nesse cenário, o Banco Central elevaria a Selic para 12,25% (0,5 p.p. acima do nosso cenário-base) e a manteria mais elevada por mais tempo.

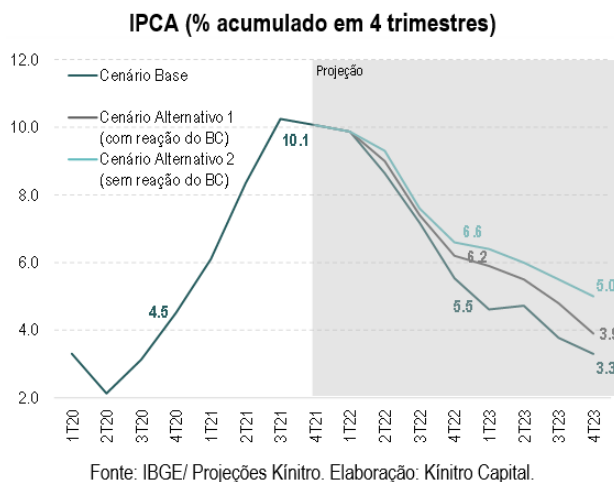
Taxa Selic – Meta (% a.a.)



Fonte: BCB/ Projeções Kínitro. Elaboração: Kínitro Capital.

No gráfico a seguir, podemos observar a dinâmica do IPCA no cenário-base e nos alternativos, indicando uma convergência “por cima” em direção às metas.

## Killing the Dragon



Observando o comportamento da inflação ao longo do tempo, comparada à trajetória original do cenário-base, verifica-se tanto um nível terminal superior, mesmo com a manutenção dos juros elevados por mais tempo, gerando uma convergência para as metas somente a partir do final de 2023 (cenário alternativo 1). No cenário alternativo 2 não há convergência para o centro da meta. Isso é reflexo de uma premissa de juros neutros mais elevados, ao redor de 5,0%, do que os 3,5% estimados atualmente pelo BCB ou os 4,0% estimados por nós no cenário-base. Ou seja, o trabalho do BCB no combate à inflação nesse cenário fica mais desafiador, a partir de uma inflação mais persistente devido à menor credibilidade das políticas eco-

nômicas adotadas, das incertezas políticas e da maior inércia gerada.

Adicionalmente, um novo choque de desconfiança em 2022 traria outros desafios à economia brasileira, dados os reflexos negativos sobre os ativos de risco, além de uma revisão generalizada nas avaliações de bancos e agências de classificação de risco em relação às estatais do país, que continuariam sendo vistas com muito pessimismo pelos investidores.

Em síntese, o estudo especial dessa carta procurou trazer uma análise mais detalhada dos determinantes da inflação de 2021, as nossas perspectivas e principais temas para se avaliar no processo de desinflação em 2022, assim como ilustrar, de forma quantitativa, um cenário alternativo que destaca as possíveis implicações ao nosso cenário-base de um novo choque de desconfiança pelos agentes. Discutimos brevemente possíveis caminhos para a convergência da inflação para as metas em 2023.

Na ausência de novos choques, a nossa leitura do cenário-base segue inalterada. Isto é, que a taxa de juros brasileira caminhará para o patamar de 11,75%, com o Banco Central buscando trazer a inflação para a direção das metas, num contexto de baixa credibilidade fiscal e de eleições gerais no país, em meio à retirada dos estímulos monetários em diversos países, especialmente nos EUA.

**Kínitro**  
CAPITAL

[KINITRO.COM.BR](http://KINITRO.COM.BR)