



O IGP-M, o IPCA e as tendências para 2021

macro research

23 de dezembro de 2020

Álvaro Frasson

economia@btgpactual.com

@alvarosfrasson

Luiza Paparounis

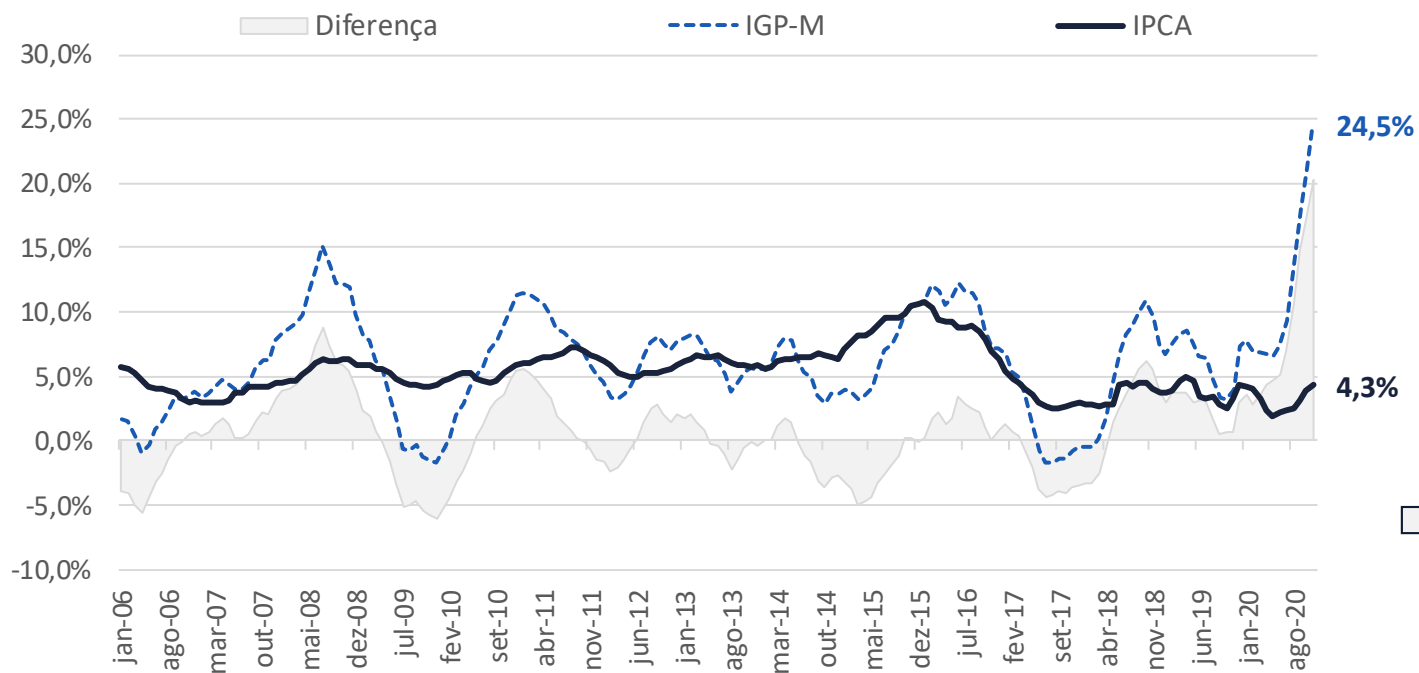
luiza.paparounis@btgpactual.com



Descasamento acima do usual em 2020 trouxe alguns questionamentos...

- ❑ Quais os motivos para esta diferença?;
- ❑ Qual o comportamento dos índices no passado?; e
- ❑ O que a alta do IGP-M em 2020 significa para o IPCA em 2021?

IGP-M vs IPCA (a/a): 2006 - 2020



1^{os} insights

- IGP-M é mais volátil que o IPCA.
- Diferença anual, em média, entre +5% a -5%: *hoje está em 20%.*
- Há riscos de repasse da inflação do IGP-M para o IPCA?

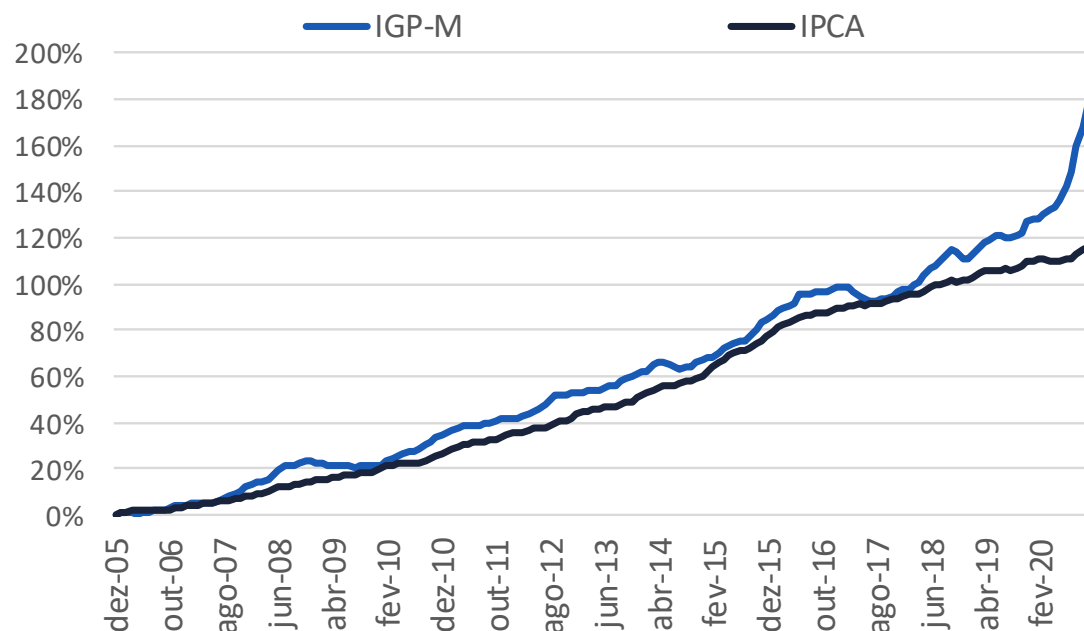


Comportamento histórico dos índices

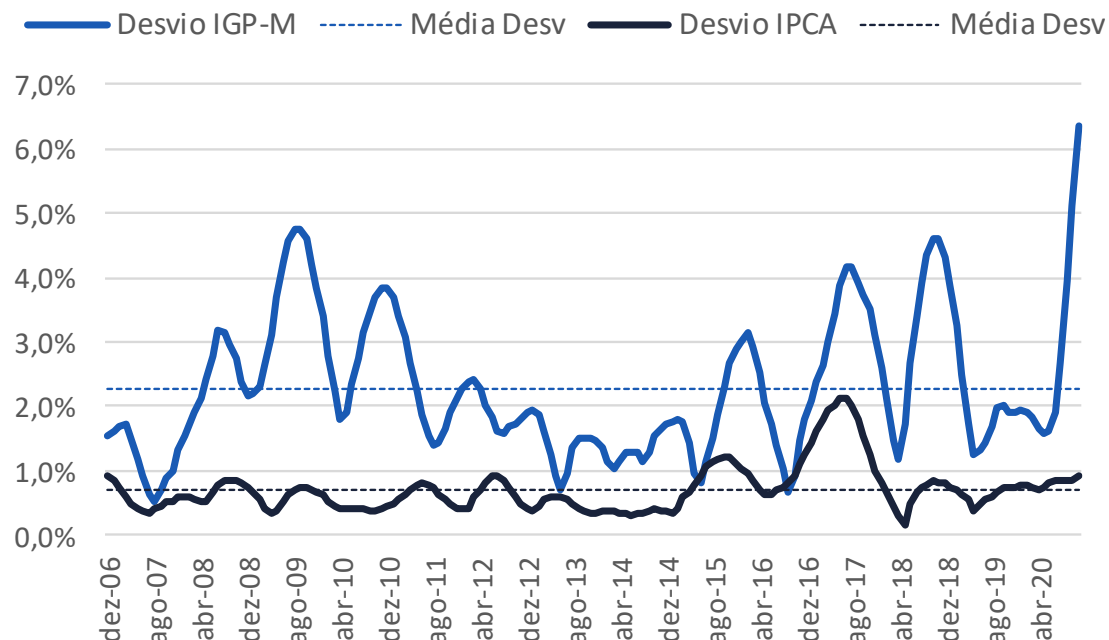
Em 15 anos (jan.06 até nov.20), a inflação acumulada do **IPCA foi de 116%** e a do **IGP-M foi de 177%**. No mesmo período, a média do desvio-padrão anual também apresentou diferença significativa: 2,3% para o IGP-M vs. 0,7% para o IPCA.

Como veremos a seguir, **os indicadores medem cestas de preços diferentes** e, portanto, seus componentes trazem efeitos distintos na mensuração de inflação.

IGP-M vs IPCA: Inflação acumulada 2006-2020



IGP-M vs IPCA: Volatilidade 12 meses (desvio-padrão)



Composição do IGP-M e do IPCA

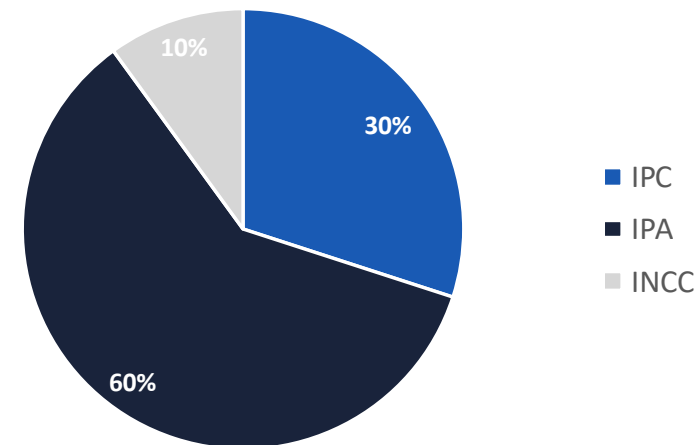
O **IGP-M** é um índice geral de preços. Isso significa que ele abrange o conjunto de preços da economia incluindo custos para a indústria, não apenas os preços ao consumidor.

Seus componentes são:

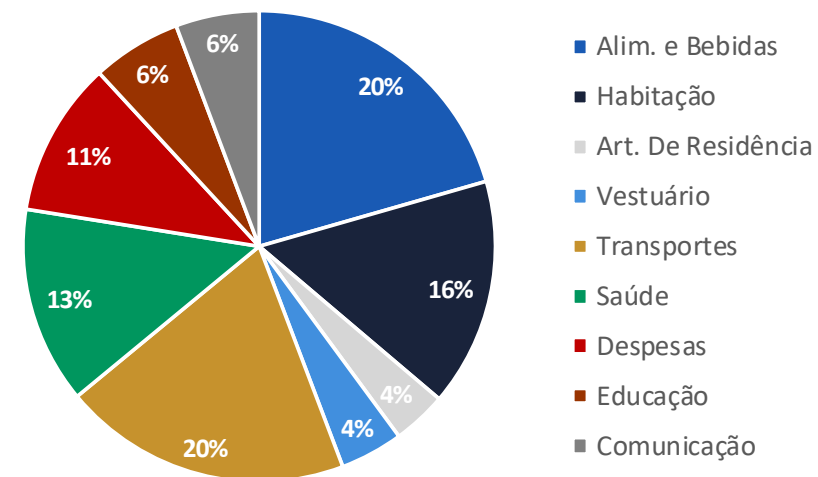
- **IPC** (índice de preços ao **consumidor**, semelhante ao IPCA), com **30%** de peso,
- **IPA** (índice de preços no **atacado**) com **60%** de peso; e
- **INCC** (índice de custos para a **construção civil**) com **10%** de peso.

O **IPCA**, por outro lado, é apenas um índice de preços ao consumidor. Ele não reflete outros preços da economia como, por exemplo, os custos pagos pelos produtores.

Composição IGP-M

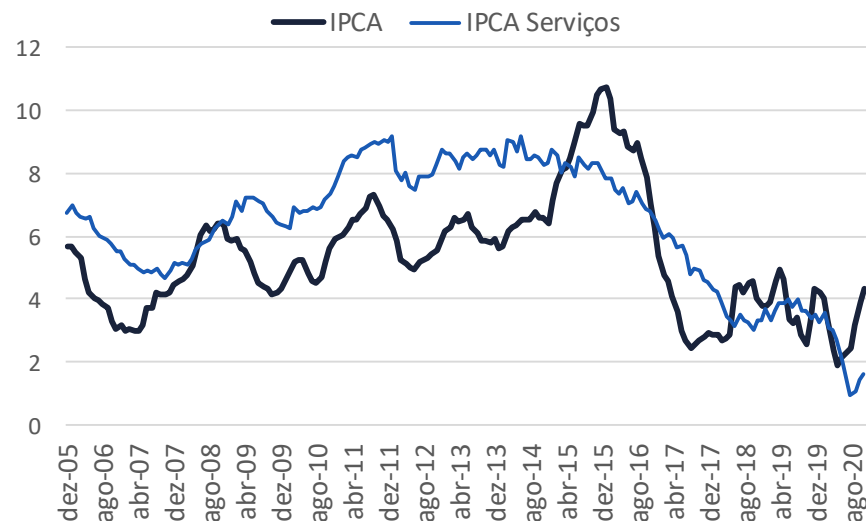


Composição IPCA

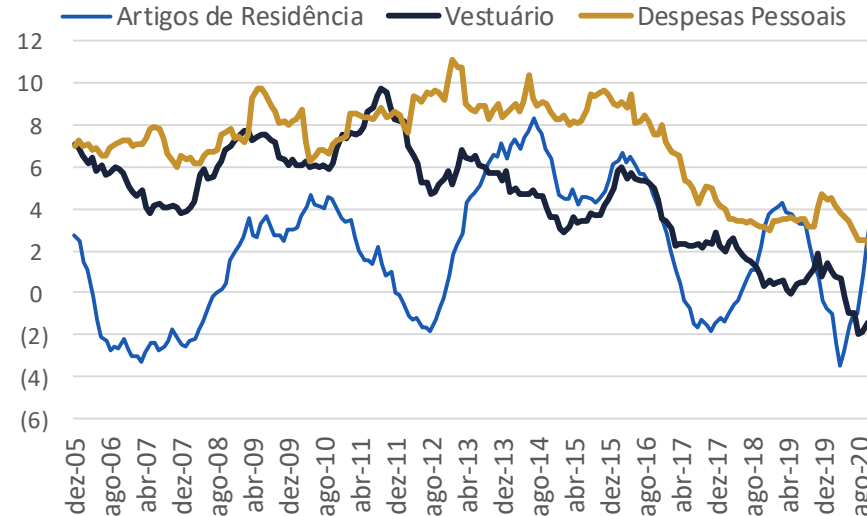


Histórico dos componentes: IPCA

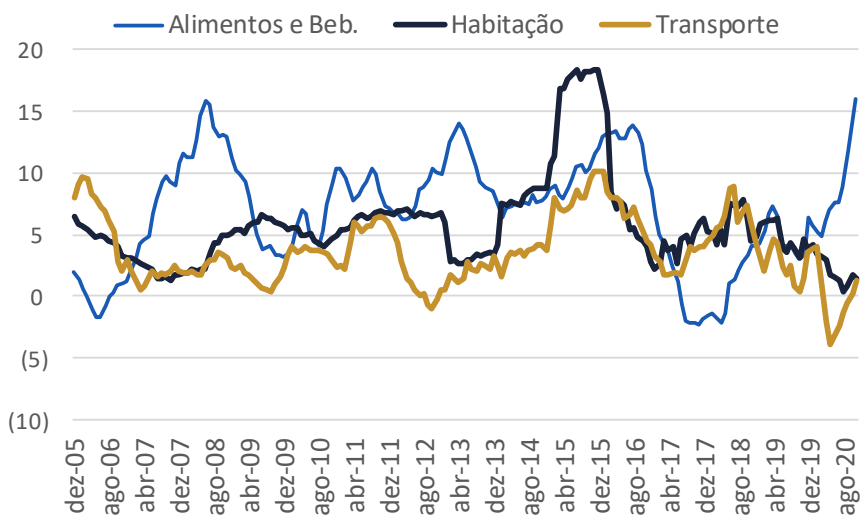
IPCA vs Serviços (a/a%)



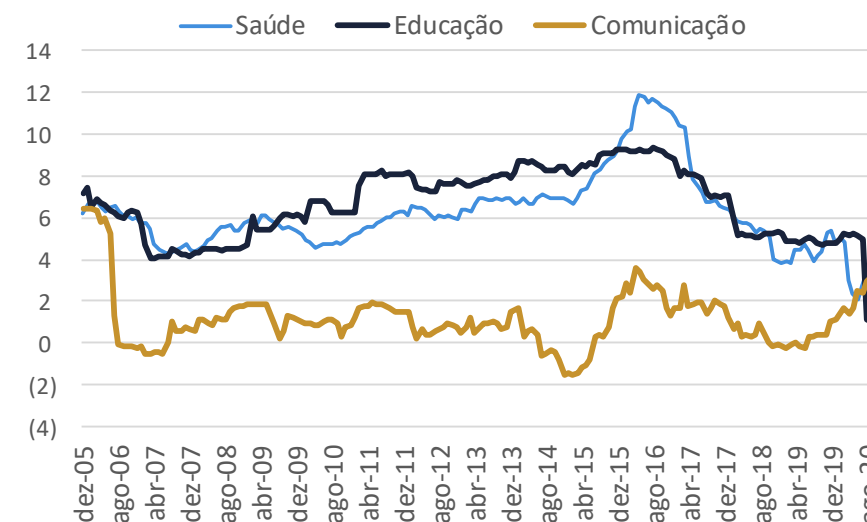
Artigos de Residência, Vestuário e Despesas Pessoais (a/a%)



Alimentos e Beb., Habitação e Transporte (a/a%)

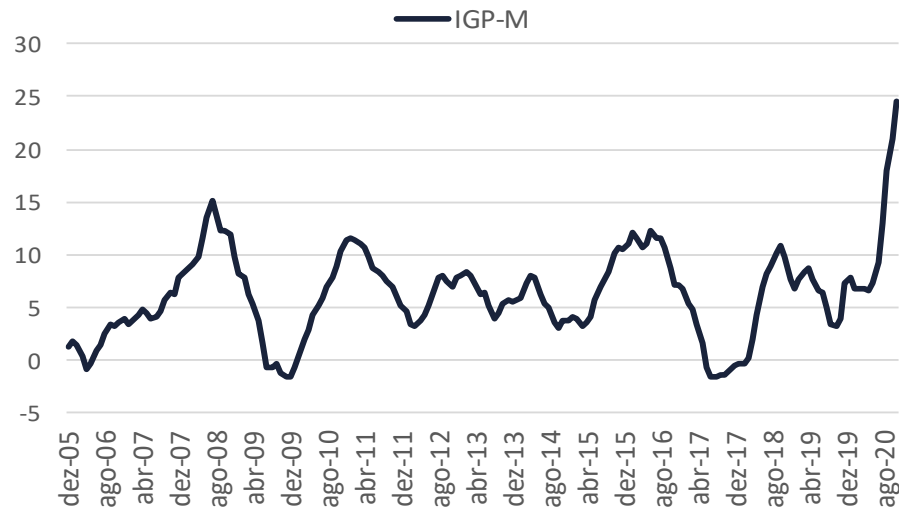


Saúde, Educação e Comunicação (a/a%)

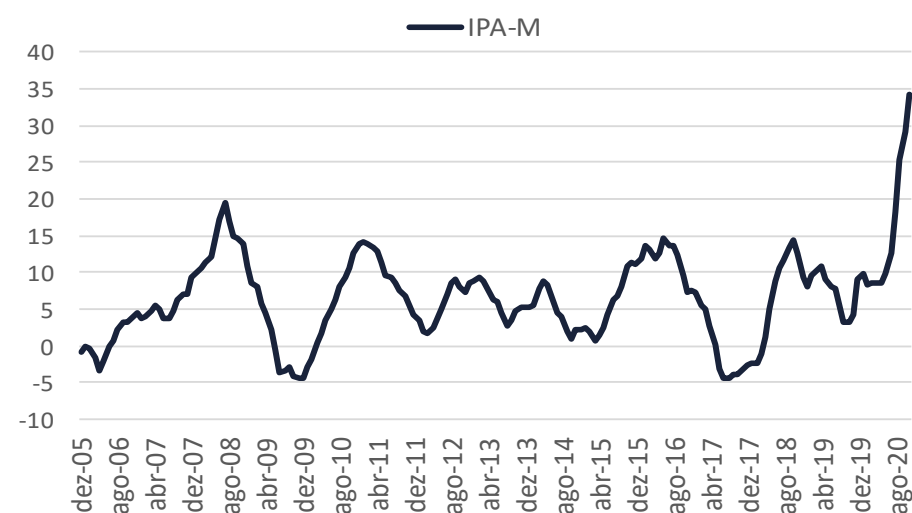


Histórico dos componentes: IGP-M

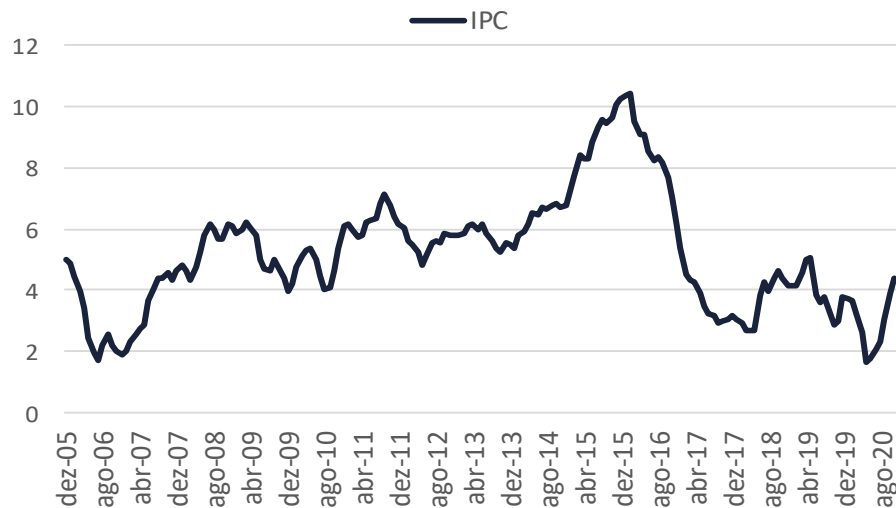
IGP-M (a/a%)



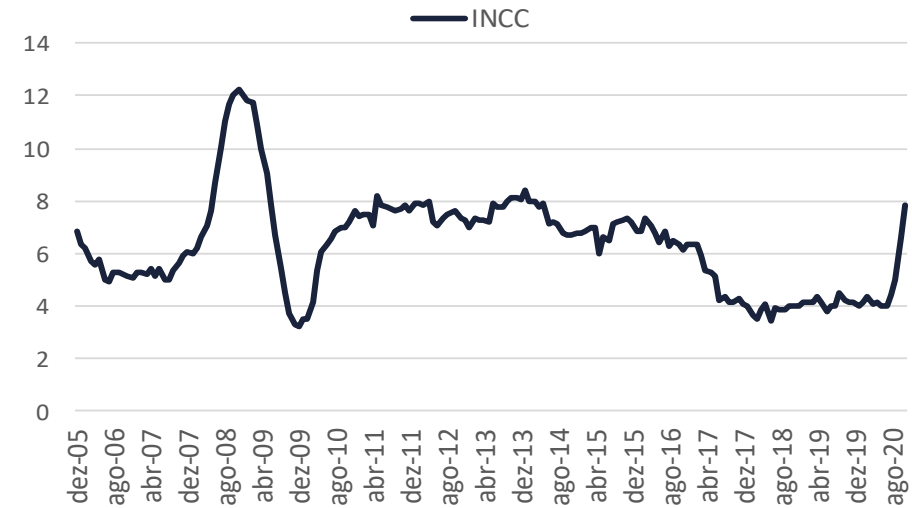
IPA (a/a%) : Preços ao Atacado



IPC (a/a%) : Preços ao Consumidor



INCC (a/a%) : Preços à Construção Civil



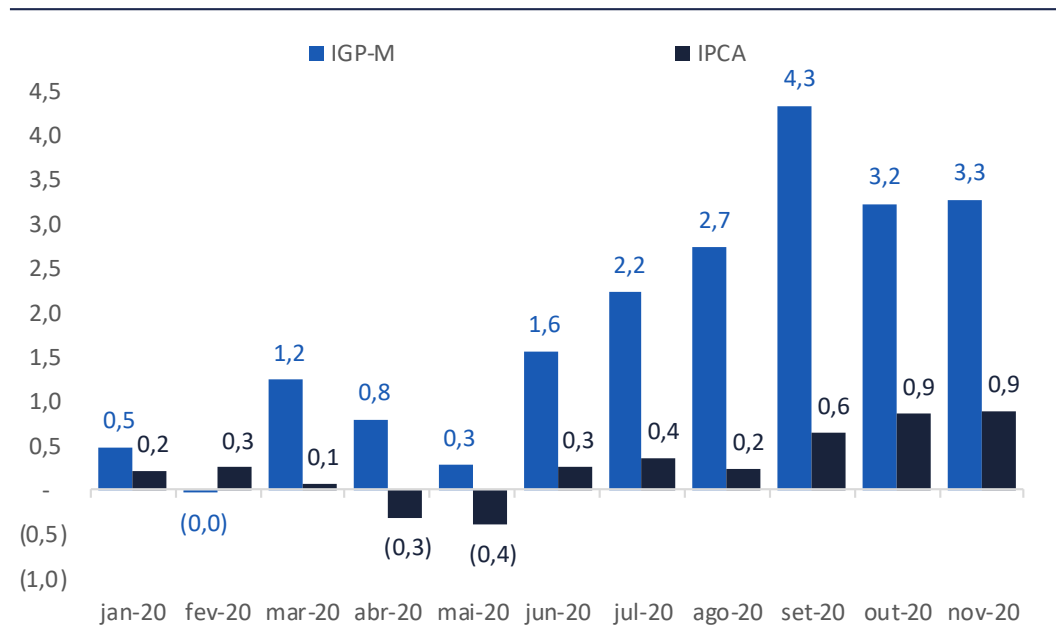
IGP-M é mais volátil em função dos preços no atacado

Como o IPA (60% IGP-M) é composto exclusivamente por bens e com participação expressiva de *commodities* (agro e industrial), os preços aos produtores são mais voláteis uma vez que os preços das *commodities* são balizadas pelo mercado internacional (US\$) e, ao entrar no Brasil, dependem da taxa de câmbio (R\$/US\$).

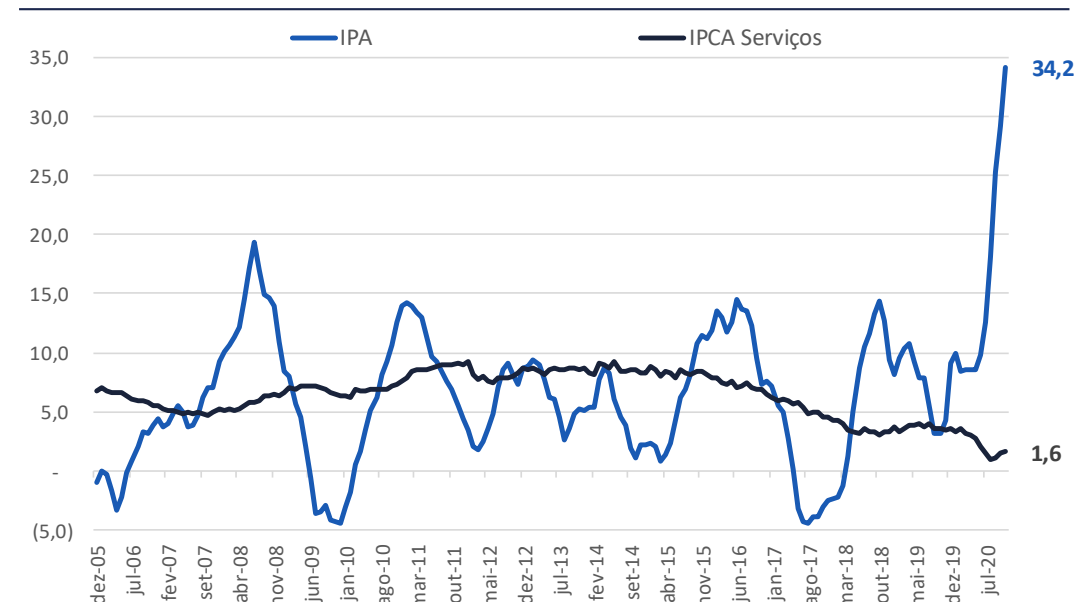
Em 2020, a taxa de câmbio se elevou em 22% e as *commodities*, neste 2º semestre, tiveram alta de 21%. Neste ano, vemos que o IGP-M descolou do IPCA desde março, quando a pandemia tomou maior proporção no Brasil.

Em **contraposição**, os preços de serviços (IPCA) dependem menos de fatores externos e, portanto, oscilam menos e mais atrelados a atividade econômica doméstica.

IGP-M vs IPCA em 2020 (m/m%)



IPA vs IPCA Serviços (a/a%)



Commodities, Câmbio e o repasse para o IPCA

Nos gráficos ao lado, podemos ver a correlação entre o IPA com as variações tanto das *commodities* (Índice CRB) quanto da taxa de câmbio R\$/US\$.

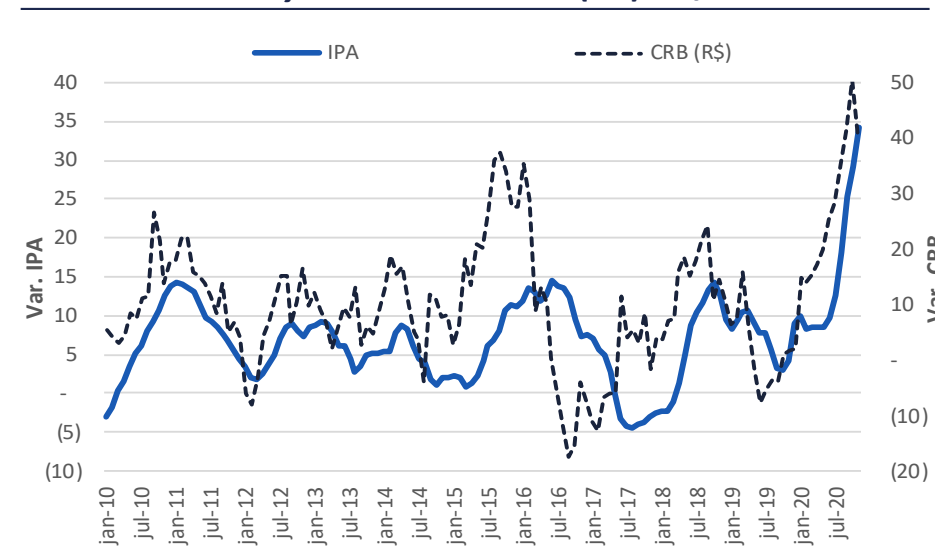
Um exemplo de *commodity* que impacta diretamente o IPA é o **diesel, que tem peso elevado no IGP-M, mas não possui participação relevante no IPCA.**

Não há *commodities* na cesta do IPCA. O impacto de eventuais altas de preço chega ao consumidor via cadeia produtiva e de forma defasada. Além disto, **esse repasse não é 1-1...**

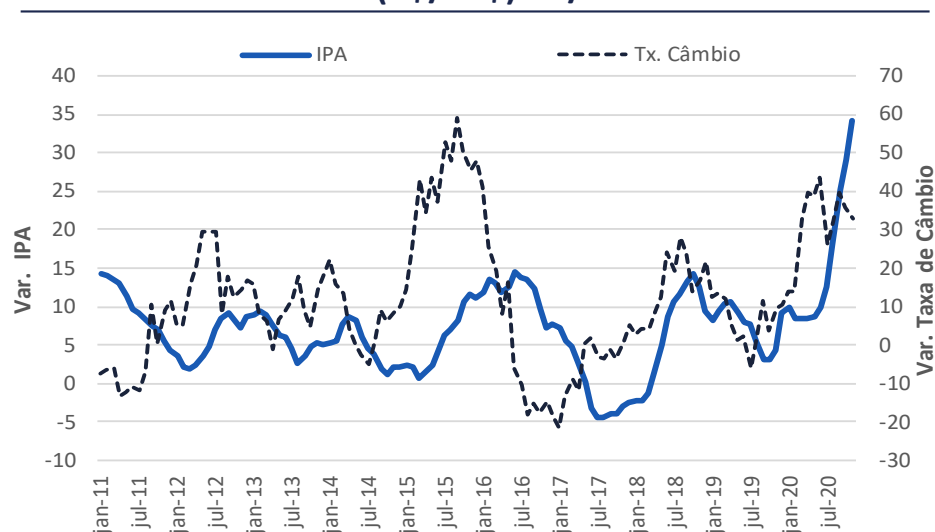
... ele é menor dado que a alta nos preços de *commodities* é diluída por outros custos da cadeia que não sofreram pressão altista, como mão de obra.

O repasse também está sujeito às condições de demanda, às expectativas de inflação, às expectativas para a taxa de câmbio à frente e às margens das empresas.

IPA vs Commodity Research Bureau (R\$) – a/a%



IPA vs Taxa de Câmbio (R\$/US\$) – a/a%

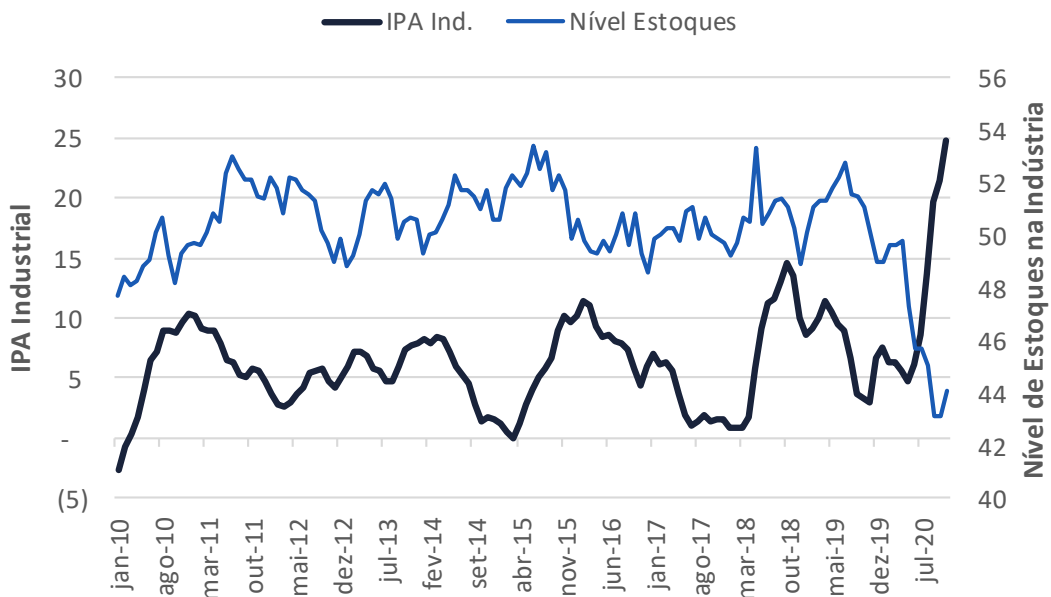


Efeito da pandemia: inflação em construção e no atacado

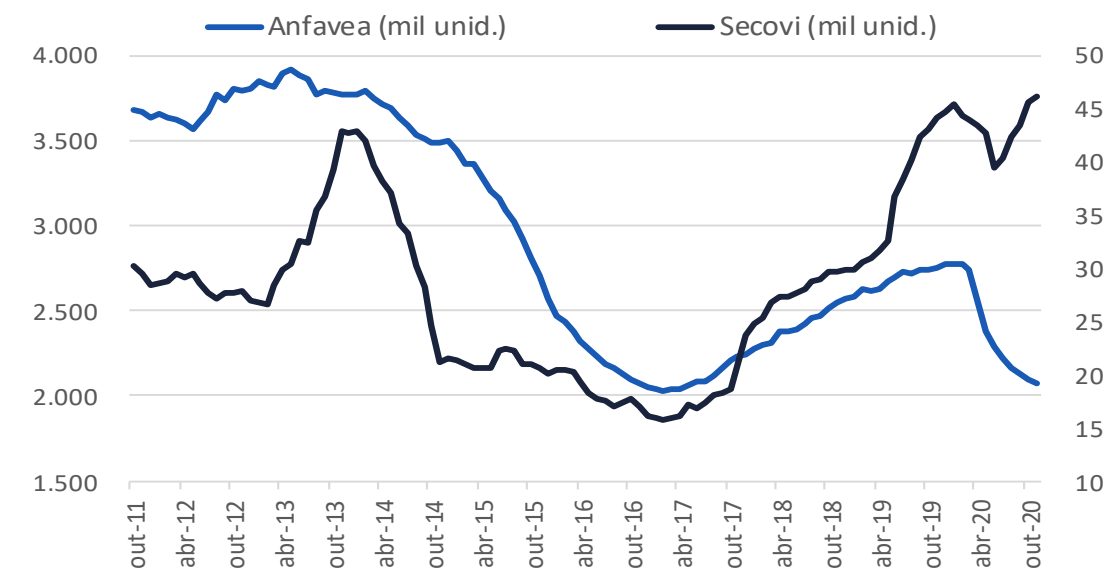
Descasamento entre uma queda na oferta com uma recuperação heterogênea na demanda elevaram os preços dos custos pagos pelos produtores.

- 1. Choque na oferta:** A paralização na produção reduziu os estoques na indústria e, conseqüentemente, provocou uma elevação acima do usual nos preços ao atacado.
- 2. Demanda heterogênea:** Enquanto as reduções nas taxas de juros provocaram maior demanda por imóveis (+4%), as vendas de veículos (-24%) tiveram desempenho oposto. A alta do setor imobiliário sem estoque suficiente de materiais de construção fez o INCC retomar os níveis 2011-13: pré-crise brasileira (ver slide 6).

1. IPA Ind. (a/a) vs Nível dos Estoques na Indústria (CNI)



2. Vendas Veículos (Anfavea) vs Vendas Imóveis (Secovi): 12 meses



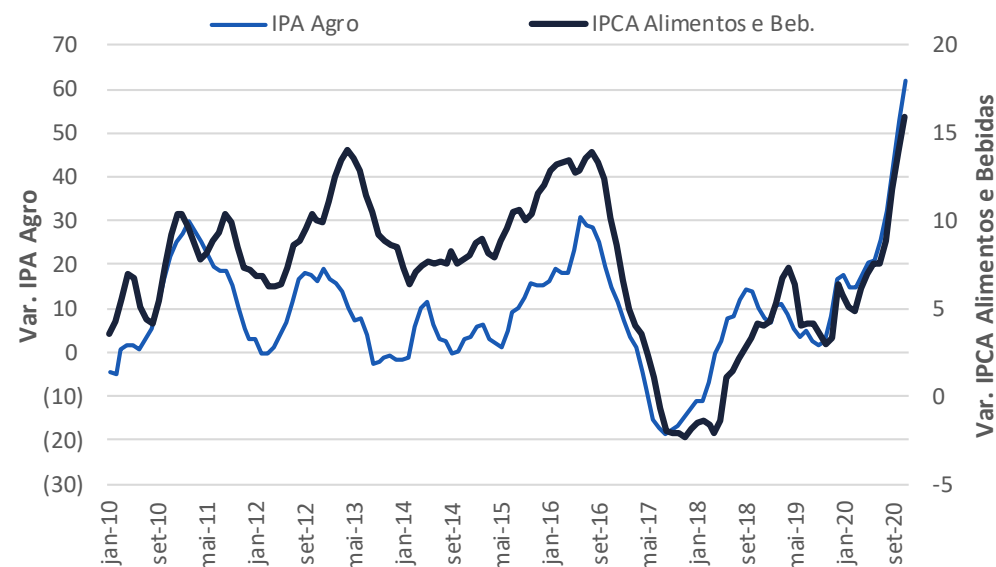
Os Riscos Inflacionários de 2021: Pressões Altistas

Commodities: tendência de alta nos preços em 2021 reflexo da melhor expectativa para o PIB global. Retomada da demanda no pós-vacina e política menos agressivas ao protecionismo (Joe Biden) são os principais motivos.

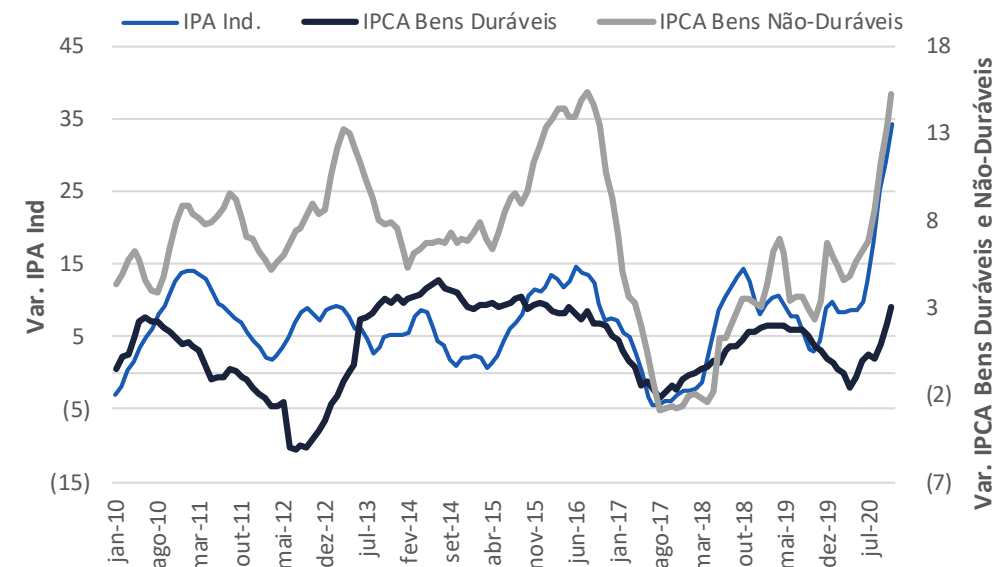
O impacto no segmento agro, portanto, pode continuar a elevar tanto os custos aos produtores quanto os preços no consumo final já que o repasse do IPA-agro para o IPCA-alimentos tem sido intenso, sobretudo nos alimentos em domicílios, que projetamos alta de 18% em 2021.

O IPA industrial pode apresentar algum risco para o IPCA uma vez que o repasse para bens industriais deve continuar a ocorrer no 1º semestre de 2021.

IPA Agro vs IPCA Alimentos e Beb.



IPA Ind. vs IPCA Bens Duráveis e Não-Duráveis

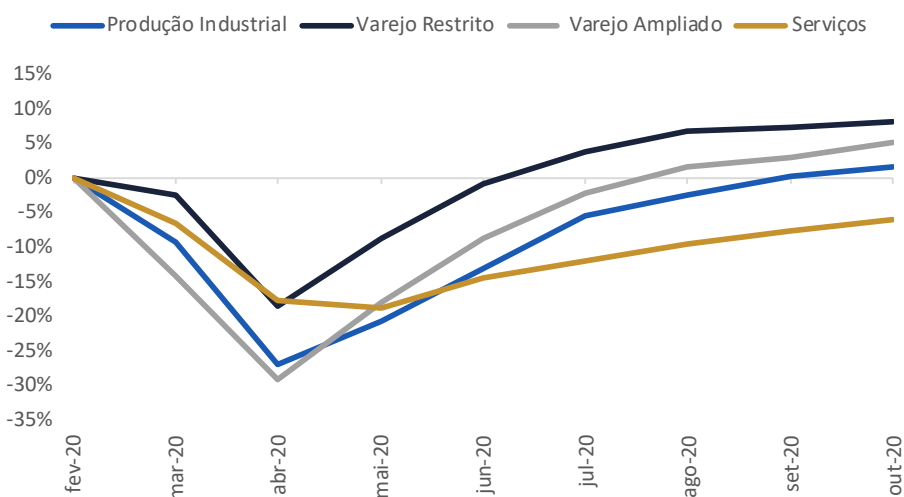


Os Riscos Inflacionários de 2021: Pressões Baixistas

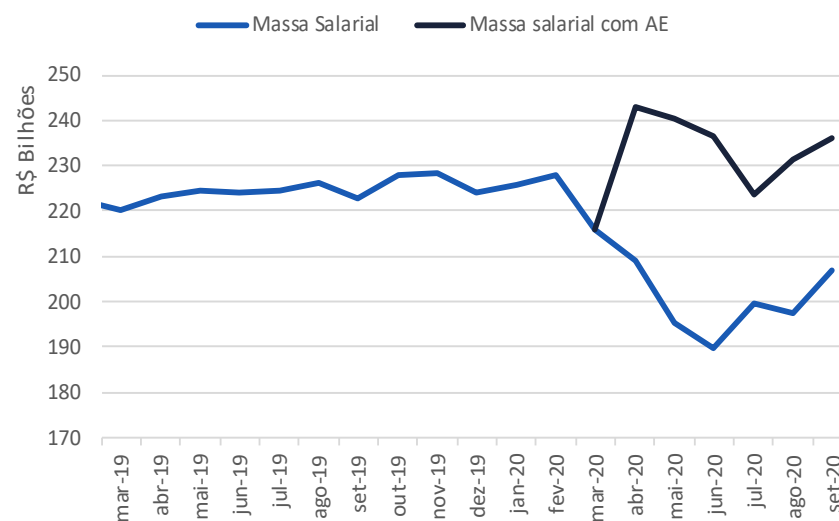
Fim dos auxílios e desemprego: com o provável fim do auxílio emergencial a massa salarial da população brasileira deve cair significativamente, uma vez que as expectativas para a taxa de desemprego de 2021 ainda não apresentam quedas. A consequência é a redução no consumo das famílias: fato que o próprio Banco Central já ajustou nas suas expectativas para o PIB Brasil em 2021 no Relatório de Inflação de dez.20.

Ritmo de recuperação incerta em serviços: piora no consumo das famílias e falta de clareza sobre o cronograma de vacinação podem ser entraves para um crescimento mais robusto do setor de serviços em 2021.

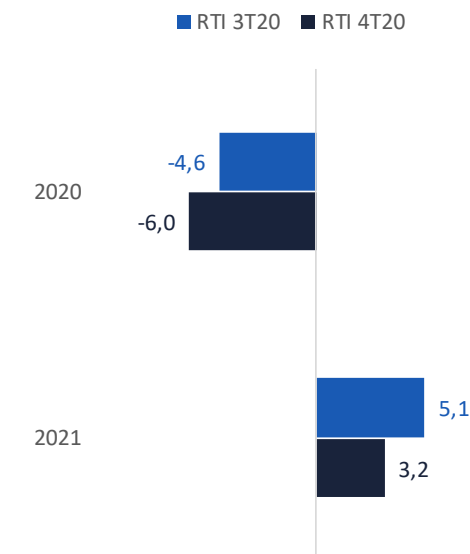
Desempenho dos setores: acumulado fev.2020



Massa Salarial com e sem Auxílio Emergencial



Consumo das Famílias (a/a%): Expectativas BCB

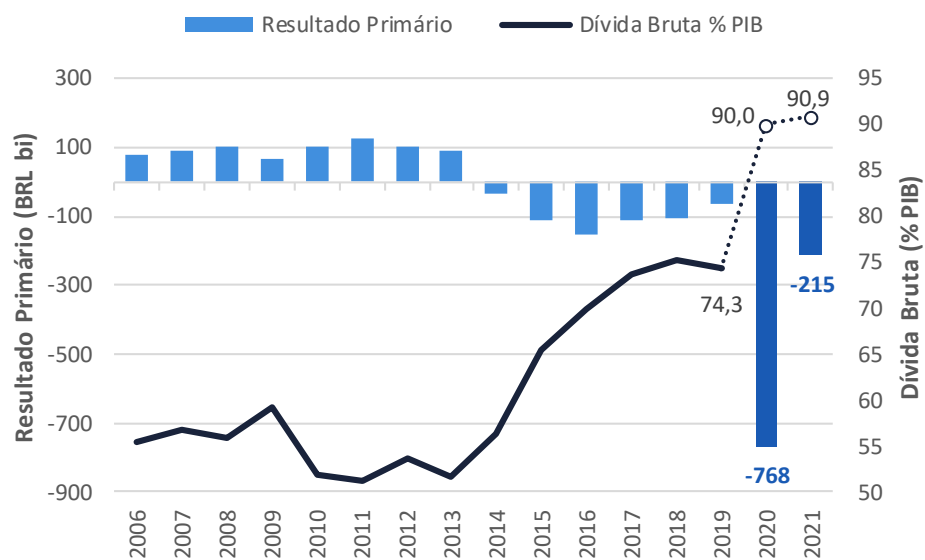


Outros alertas para 2021: Incerteza Fiscal e Risco Cambial

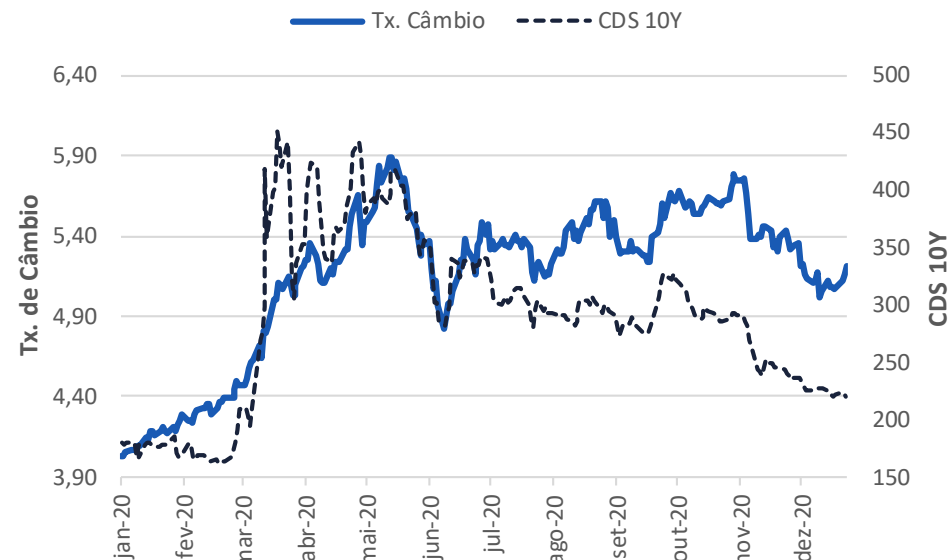
Tão ou mais importante que os riscos citados anteriormente, a trajetória da dívida pública segue preocupante. Caso não haja projetos ([reformas nas contas públicas](#)) e/ou sinalizações do controle do endividamento ([manutenção do teto de gastos e cumprimento da meta de resultado primário](#)), a incerteza fiscal poderá ser precificada no risco-país do Brasil e, conseqüentemente, depreciando o real perante o dólar.

Portanto, [a agenda de reformas é fundamental para a credibilidade da economia brasileira e, a depender da sua evolução e intensidade de ajuste, pode impactar as expectativas de inflação para os anos de 2021 e 2022](#) – horizontes significativos para o Banco Central conduzir sua política monetária.

Dívida Bruta (% PIB) e Resultado Primário (R\$ bilhões): 2006-2021



Taxa de Câmbio vs Risco-País (CDS 10 anos): 2020



Taxas de inflação em queda, mas risco persiste...

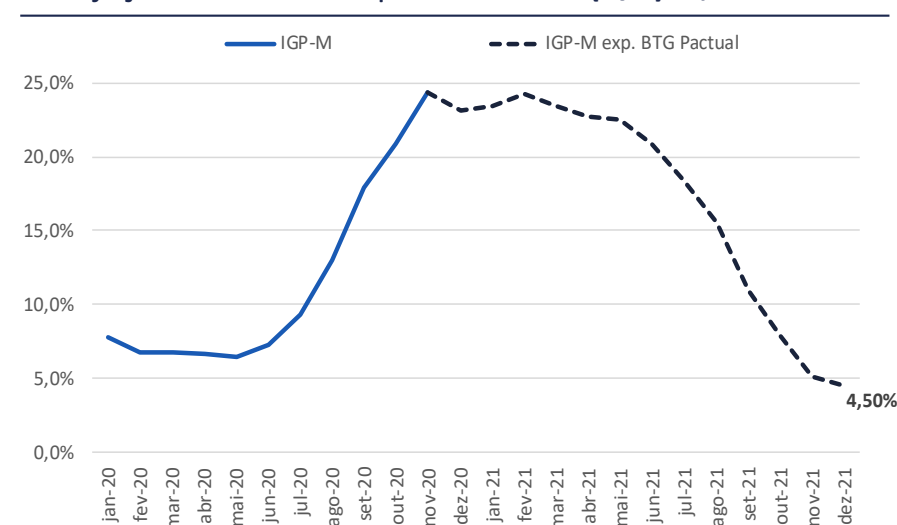
Com tudo na mesa, vemos o IGP-M descendente, uma vez que com a normalização dos níveis de estoques da indústria (via retomada da atividade local) e uma taxa de câmbio média de 2021 menor tendem a tirar a pressão dos preços no atacado.

No IPCA, acreditamos que o repasse de preços deve continuar para bens industriais no 1º semestre. Nas nossas projeções, o IPCA 12 meses entre maio e junho pode chegar em 6,0%, mas deve arrefecer ao longo do 2º semestre.

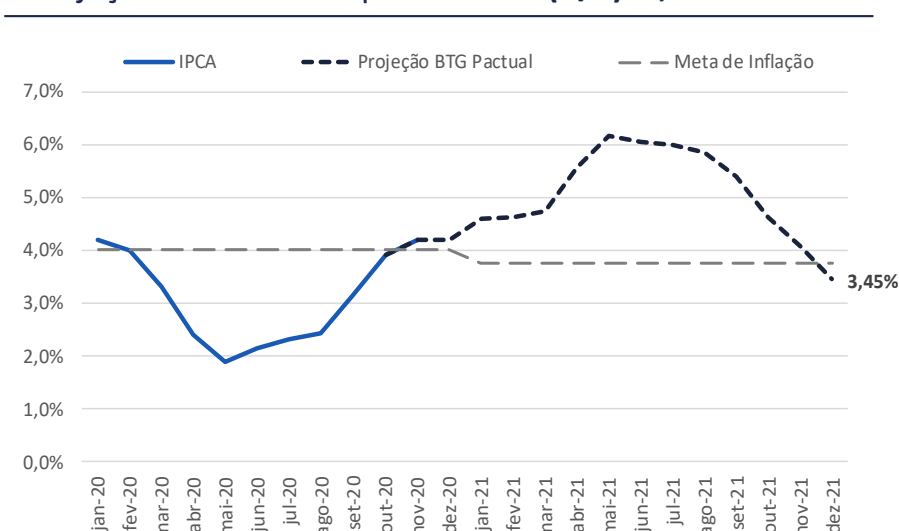
A base comparativa de preços com 2020 é elevada, a retomada do emprego não deve ser veloz e o auxílio emergencial tende a encerrar neste ano: fatores que devem manter a inflação de serviços em patamares tranquilos.

Nossas projeções levam em consideração a manutenção da credibilidade fiscal. Portanto, qualquer alteração no regime fiscal que impacte a trajetória do câmbio trará um risco altista para as expectativas de inflação no Brasil.

Projeção BTG Pactual | IGP-M 2021 (a/a): 4,50%



Projeção BTG Pactual | IPCA 2021 (a/a): 3,45%





Macro Research digital

Disclaimer

Para acesso ao Disclaimer, clique:

<https://www.btgpactualdigital.com/analises/disclaimer-macro>