

O mundo continua prendendo a respiração a cada tuite de Donald Trump e o circo da prisão de Lula trouxe, definitivamente, a questão das eleições presidenciais no Brasil para as discussões do mercado. Entretanto, como já falamos sobre esses temas nas duas últimas semanas, vamos usar o Opinião de hoje para falar de um tema mais “mundano”, os recentes dados econômicos brasileiros e os seus impactos sobre os próximos passos da política monetária, em um mundo mais volátil.

Ao longo da semana, tivemos eventos que efetivamente mexeram com os mercados e reforçaram algumas convicções com relação ao nosso cenário prospectivo. O primeiro que vai nos interessar é o IPCA de março. O número ficou em 0,09%, abaixo tanto do que esperávamos, 0,13%, quanto do 0,12% esperados pelo mercado. Apesar dos motivos pontuais que levaram ao erro de projeção, no nosso caso uma subestimação do impacto das mudanças do PIS/Confins em alguns estados sobre o item Energia Elétrica, o que importa são duas tendências que ficaram reforçadas nesse resultado. A primeira diz respeito aos alimentos. Após um ano em que, claramente, tivemos um choque agrícola favorável, a expectativa era de que o grupo Alimentação, se não seria o vilão do ano, pelo menos devolveria parte da deflação verificada em 2017 (deflação de 4,86% no item Alimentação no Domicílio). Os primeiros números de inflação do ano pareciam corroborar com essa visão. Em janeiro, o item Alimentação no Domicílio apresentou alta de 1,12%, bem acima dos 0,17% apresentados no mesmo período do ano passado, e, mais importante, começávamos a ver uma pressão vinda do atacado, com o IPA agrícola acumulando uma alta de quase 2,50% até o início de 2018, após 15 meses seguidos de deflação. Entretanto, dois fatores contribuíram para que essa tendência de recuperação dos preços dos alimentos não se verificasse. Um deles foi a subestimação dos estoques de passagens deixados pela safra recorde de 2017 e o outro foi o tamanho da safra desse ano. No primeiro caso, qualquer aumento nos preços, principalmente no setor de grãos, levava a uma “desova” de estoques que puxava o preço para baixo. Isso pode ser verificado, principalmente na parte de feijão, que também foi

influenciada pela boa safra “das águas”, apresentou deflação de mais de 4,0% no primeiro trimestre do ano. No caso da safra para 2018, as previsões de que esta poderia ficar até 20% abaixo daquela colhida em 2017, não foram corroboradas pelas últimas projeções do Levantamento Sistemático de Produção Agrícola (LSPA) do IBGE para a safra desse ano, divulgada nessa semana, que indicam uma redução de apenas 4,7%, levando a colheita de 2018 ser a 2ª maior da história. Além desses dois pontos mais estruturais, tivemos um terceiro, totalmente conjuntural: os problemas da BRF. Com a proibição de exportar frango para alguns países por conta da 2ª fase da Operação Carne Fraca, a empresa redirecionou a produção para o mercado interno levando o preço do item Frango a cair 2,85% no IPCA divulgado nessa semana. O “resumo da ópera” é que os alimentos terão um comportamento muito mais benigno do que o anteriormente “precificado”, contribuindo, novamente, para que a inflação em 2018 fique, confortavelmente, abaixo da meta de inflação de 4,5%.

O segundo ponto que surpreendeu os analistas foi o impacto do hiato do produto sobre os preços, principalmente dos Serviços. Apesar do otimismo inicial do mercado com a recuperação da economia, principalmente com o consumo, os Serviços Subjacentes, aqueles mais sensíveis ao comportamento da economia, segundo o BCB, vêm mostrando uma trajetória mais baixa daquela esperada na virada do ano. Na média, esse grupo apresentou uma taxa de variação anualizada de 3,65%, também bem abaixo da meta e compatível com o atual acumulado em 12 meses de 3,38%, demonstrando pouco potencial para uma reversão rápida desse cenário.

O resultado da combinação destes dois fatores é que a inflação está bem menor do que o esperado pelo BCB nesse 1º trimestre. No último Relatório Trimestral de Inflação (RTI), a inflação esperada para março era de 0,20%, ou seja, 0,11 p.p. acima dos 0,09% realmente

observado. A consequência disso é que, *ceteris paribus*<sup>1</sup>, a inflação esperada pelo BCB para 2018 passaria de 3,8% para 3,7%, só por conta deste erro.

O segundo evento importante da semana e que tem relação com parte do que foi discutido acima, foi a divulgação de números piores para a economia brasileira. Ao longo da semana tanto a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), quanto a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), ambas de fevereiro, vieram bem abaixo do esperado pelo mercado. Ao se somar a esses dados, o também fraco resultado da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) divulgada na semana passada, vimos frustrada a expectativa do mercado de que o crescimento da economia brasileira no 1º trimestre poderia alcançar níveis próximos de 1,0% na comparação com o último trimestre de 2018, o que seria compatível com um crescimento de mais de 3,0% no ano como um todo. Com os dados já divulgados, projetamos que o IBC-Br (o PIB do BCB) de fevereiro, que será divulgado na 2ª feira (16/04), terá variação em 0,0%, praticamente sepultando a esperança de que os níveis supracitados para o crescimento do PIB no 1º trimestre se verifique. Com isso, observamos uma “corrida” para rever as projeções de crescimento para a economia brasileira para níveis mais próximos de 2,5%, mais coerente com a nossa projeção de 0,5% para o crescimento do 1º trimestre. Para se ter uma ideia da dificuldade de se manter as projeções ao redor de 3,0%, caso o trimestre venha, efetivamente, ao redor de 0,5%, basta voltar ao Opinião 563, no qual mostramos que a média de crescimento nos trimestres subsequentes deveria ser de 1,5% para alcançar aquele nível de crescimento ao final do ano. O que nos parece pouco provável nesse momento. Portanto, mantemos a nossa projeção de crescimento de 2,8% para 2018, só que, agora com viés de baixa.

---

<sup>1</sup> “Tudo mais constante” em economês;

Por fim, tivemos a mudança de patamar do Dólar, verificada ao longo da semana. A variação de quase 2,0% entre 6<sup>a</sup> feira da semana passada e 2<sup>a</sup> feira dessa semana, fez com que a moeda americana passasse de um patamar ao redor de R\$ 3,30 para outro acima de R\$ 3,40. Não importa muito se o motivo foram os tuítes de Trump e/ou a antecipação da discussão eleitoral com a prisão de Lula, o importante é que os últimos movimentos no mercado nos lembrou o quão instável deverá ser o cenário daqui para frente.

A combinação desses três eventos reforça, a nosso ver, a expectativa de que teremos mais uma queda dos juros de 0,25 p.p. na reunião de maio (16/05), seguida de uma interrupção do ciclo na reunião de junho (20/06). A questão da inflação mais baixa e o crescimento decepcionante reforçam a queda na próxima reunião pelo fato que o BCB deixou claro que, nesse encontro, ainda estará olhando para o cenário de inflação de 2018. Portanto, aqueles 0,11 p.p. de erro no IPCA de março e a perspectiva de que os Serviços possam permanecer abaixo do centro da meta devido à recuperação mais lenta da economia, apenas corroboram o discurso do BCB de mais uma queda em maio. Entretanto, não acreditamos que isso seja motivo para que a estratégia de interrupção da queda em junho seja alterada. A questão é que nessa reunião, o horizonte relevante de projeção já será 2019, quando valerá mais as incertezas com o cenário prospectivo, fato que nos foi lembrado pela volatilidade do câmbio ao longo da semana, do que das certezas do cenário de curto prazo. Para aqueles que argumentam que o crescimento mais baixo irá afetar também o cenário de inflação de 2019, devido ao fechamento mais lento do hiato do produto, devemos lembrar que, no último RTI, o BCB tinha projetado um PIB para 2018 de 2,6%. Ou seja, as revisões que o mercado está fazendo não deveria afetar o cenário de crescimento do BCB, que se mostrou mais adequado do que aquele que o mercado trabalhava antes dos dados dessa semana... *“Tudo como dantes no quartel de Abrantes”*.

Aproveitando o ensejo do tema, alteramos a nossa projeção de IPCA para o final do ano de 3,8% para 3,5%, com viés de baixa. Como supracitado, a grande diferença vem do comportamento dos alimentos que tem apresentado um comportamento mais benigno do que esperávamos inicialmente. O número só não foi revisado mais para baixo porque, como contraponto, aumentamos as nossas projeções para os Preços Administrados, puxados, principalmente, por Gasolina e Energia Elétrica. Já, tanto na questão dos juros, quanto do crescimento, mantemos as nossas projeções para o ano de 6,25% a.a. e de 2,8%, respectivamente. A única diferença é que, no caso do último, temos um viés de baixa.

<b>Projeção</b>		
	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>IPCA (%)</b>	3,5	4,1
<b>Câmbio (eop R\$/US\$)</b>	3,5	3,6
<b>Selic (eop %)</b>	6,25	7,5
<b>PIB (%)</b>	2,8	2,5

Este material possui cunho meramente informativo, não constituindo qualquer tipo de oferta, convite, proposta ou aconselhamento por parte do Banco ABC Brasil S.A. (“Banco”) aos seus destinatários para quaisquer fins, inclusive, mas não limitado, à contratação ou não de operações financeiras, negócios ou investimentos, bem como quanto ao desenvolvimento por estes, ou não, de quaisquer estratégias correlatas. O envio deste material aos seus destinatários se dá de forma gratuita e por mera liberalidade do Banco, não se configurando como qualquer tipo de produto ou prestação de serviços por parte deste, ao qual fica reservado o direito de descontinuar o envio destas informações a qualquer tempo e sem qualquer tipo de aviso prévio a seus destinatários. As informações contidas neste material foram obtidas de fontes públicas e consideradas razoavelmente apuradas na data de sua divulgação. O Banco não confere aos destinatários deste material qualquer espécie de garantia, direito ou pretensão no que se refere às informações ora apresentadas, bem como quanto à sua exatidão, completude, isenção, confiabilidade ou atualização. Quaisquer decisões, contratações, investimentos, negócios ou estratégias, relacionadas ou não às informações ora apresentadas, deverão ser adotadas, efetuadas ou desenvolvidas pelos destinatários deste material exclusivamente de acordo com seus critérios de avaliação próprios e sob sua integral responsabilidade, com base nas informações por estes obtidas de forma independente e de acordo com a análise e opinião de seus consultores, analistas e administradores próprios. O Banco não será responsável, perante os destinatários deste material ou quaisquer terceiros, por qualquer forma de utilização das informações ora apresentadas, bem como por quaisquer perdas diretas, indiretas ou quaisquer tipos de prejuízos e/ou lucros cessantes que possam ser decorrentes do uso deste conteúdo. Este material e as informações dele constantes somente poderão ser reproduzidos, divulgados ou redistribuídos com a expressa anuência por escrito do Banco. Este material não se constitui, e não deve ser interpretado, para quaisquer fins, como relatório de análise nos termos do artigo 1º da Instrução CVM n.º 483, de 06 de Julho de 2010.