

No Opinião da semana passada, ao descrever o nosso otimismo com a possibilidade de uma retomada mais forte do crescimento brasileiro em 2019, frisamos a importância da inflação sob controle para a manutenção dos juros nos atuais patamares historicamente baixos. No texto de hoje, vamos reforçar esse cenário, usando como pano de fundo a divulgação do IPCA de novembro e a expectativa com a reunião do COPOM na semana que vem.

Fazendo um resumo do IPCA divulgado hoje, podemos dizer que a deflação de 0,21% do índice teve causas bem específicas não podendo ser, nem motivo de comemoração, nem de preocupação. O raio-x do número, mostra que dois itens específicos puxaram o indicador para baixo: Energia Elétrica e Gasolina. Enquanto o primeiro puxou o IPCA em 0,16 p.p. para baixo, o último contribuiu com 0,15 p.p. para a deflação, ou seja, se retirássemos a influência de ambos no resultado, o número final seria 0,10%. Entretanto, a ideia aqui não é “desmerecer”, mas sim, usar exatamente a peculiaridade desse IPCA para ressaltar o cenário estável do cenário de inflação ao longo de 2018.

Olhando o número “cheio”, pode parecer estranho falar em “cenário estável”. Ao longo do ano, a oscilação do IPCA foi extrema, passando da mínima, exatamente o resultado de novembro, para uma máxima de 1,26% em junho, uma “amplitude térmica” de 1,47 p.p., a maior desde 2003 quando, devemos lembrar, vínhamos de um choque cambial por conta das eleições de 2002. Entretanto, recorrendo a medidas que tentam expurgar essa volatilidade dos números, captando o que se chama de inflação basal, vemos que esta pouco mudou ao longo do ano, ao contrário do que aconteceu no episódio de 2003. Enquanto agora a “amplitude térmica” na média dos núcleos foi de 0,35 p.p., em 2003, ela chegou a 1,32 p.p.. Olhando para o acumulado em 12 meses, enquanto o índice cheio chegou a 4,56% em outubro, máxima na média dos núcleos foi de 3,04% em setembro, o único mês em que essa métrica passou de 3,00% durante todo o ano. Mas, o que isso nos diz?

Considerando que o que não faltou no cenário inflacionário em 2018 foi “desaforo” (desvalorização cambial, alta nas tarifas de energia elétrica, preço dos combustíveis e greve dos caminhoneiros), podemos chegar a duas indicações importantes. A primeira, que não é boa, é que a economia brasileira está ainda longe de uma recuperação digna desse nome. Já a segunda, mais positiva, é que a política monetária, via canal das expectativas, está funcionando muito bem.

No primeiro caso, um box do último Relatório Trimestral de Inflação (RTI)<sup>1</sup> é bastante elucidativo ao mostrar, econometricamente, o que parece fazer sentido intuitivamente: quanto maior for a ociosidade da economia, menor será o repasse cambial. A lógica seria que, com a demanda ainda fraca, as empresas teriam dificuldades de repassar os aumentos dos custos, entre eles o câmbio, para o preço final, sob pena de ver a queda nas vendas mais que compensarem o aumento dos preços, reduzindo, com isso, a receita final. Isso explica, em parte, o porquê da estabilidade da inflação ao longo do ano, mesmo com sequência de choques pelo qual ela passou. Certamente, se a economia brasileira estivesse em outro momento do ciclo econômico, o repasse, não só do câmbio, mas de outros aumentos de custos, como de transportes e de energia elétrica seriam maiores. Entretanto, falta uma parte da história para fechar a explicação completa.

Se o ciclo econômico fosse o único motivo para que o impacto dos choques sobre a inflação fosse minimizado, dificilmente teríamos um IPCA de 10,67% combinado com uma queda do PIB da ordem de 3,6%, como ocorrido em 2015. Pode-se argumentar que lá, os choques foram mais intensos do que agora. Isso é verdade. A Energia Elétrica subiu 50,99%, contra algo em torno de 10,00% esse ano, e a Gasolina 20,10%, contra os 7,5% de agora, mas, em termos

---

<sup>1</sup> <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2018/09/ri201809b9p.pdf>

proporcionais, o impacto não foi tão diferente: Enquanto em 2003 esses dois índices representaram 28% da inflação total, em 2018 esse número chega a 21%. Então, qual seria a peça do quebra-cabeças que está faltando?

Podemos recorrer, novamente, ao box do RTI supracitado para começar a responder a essa pergunta. Nos achados do BCB, além do estágio do ciclo, outra variável importante para explicar o repasse das variações cambiais para a inflação seria o que ele chama de “desancoragem das expectativas”. Em 2015, esta teve um impacto sobre o tamanho do repasse do câmbio até maior do que a variável “magnitude da depreciação”, enquanto, em 2018 esse tipo de impacto não se verificou. O motivo dessa diferença é fácil de ser explicada através dos números do boletim Focus. Considerando a projeção em um ano, para o ano seguinte, antes dos choques de 2015, a última vez que em que está estava na meta de 4,5% foi em agosto de 2011, só voltando para esse patamar em janeiro de 2017, já na atual gestão do BCB. No ano de 2015 em si, as projeções tanto para o ano corrente, quanto para 2016 foram piorando ao longo do tempo, passando de 6,56% para 10,72% no primeiro caso e de 5,70% para 6,87% no último. Vindo para 2018, as projeções para o ano corrente passaram de 3,96% no 1º Focus do ano para 3,89% no último disponível, enquanto para 2019 esses números passaram de 4,25% para 4,11% no mesmo período. Interessante notar que, mesmo com a inflação acumulada em 12 meses se acelerando ao longo do ano, chegando a 4,56% em outubro, o valor máximo projetado para a inflação de 2016 foi, exatamente, esse 4,25% do início do ano. Um contraste com a situação anterior, no qual a projeção para 2016 acompanhava a escalada da inflação de 2015.

A conclusão a que chegamos a partir dos dados do IPCA de novembro é que a inflação não parece ser um problema no horizonte de curto prazo e, não porque tivemos uma deflação no

mês, mas por causa da combinação de uma economia ainda em ritmo lento com as expectativas de inflação ancoradas, resultado de uma política monetária bem conduzida. Como consequência desse cenário, o BCB terá espaço para manter os juros estáveis por um bom tempo, a começar pela reunião da semana que vem.

Na 4ª feira (12/12), teremos outra reunião do COPOM para definir a taxa básica de juros. Será a última do ano e a última de Ilan Goldfajn como presidente do BCB mas, apesar dessas marcas, deverá ser uma reunião totalmente sem “emoção”, pelo menos no que se refere ao seu resultado. Por tudo que foi dito anteriormente, não há motivo para que se faça nenhuma alteração nas taxas nesse momento, nem para que se indique qualquer mudança no horizonte. Por isso, prevemos que a taxa será mantida em 6,5% a.a., enquanto o Comunicado deverá ser praticamente igual ao da reunião de outubro, talvez com um peso maior do risco externo para o cenário prospectivo de inflação.

No Opinião da semana passada mostramos a importância da inflação sob controle para a perspectiva de recuperação consistente da economia brasileira. Esse cenário mais positivo foi reforçado pelo resultado do IPCA de novembro que corroborou a ideia de que o BCB poderá manter os juros estáveis em 6,5% a.a. durante um bom período de tempo, com a vantagem de que terá um espaço importante para observar se as projeções mais otimistas de crescimento vão se verificar ou não. Reproduzindo o modelo do BCB para três cenários diferentes de Dólar (R\$ 3,50, R\$ 3,90 e R\$ 4,10), notamos que, apenas no último nível teríamos alguma chance de antecipação nas altas dos juros, com a inflação em 2019 chegando a 4,40% para uma meta de 4,25% (para os outros níveis, os resultados seriam 3,90% e 4,10%, respectivamente). Mário Henrique Simonsen, no auge do período hiperinflacionário, dizia

que “*toda a sociedade tem a inflação que merece*”, se pudermos considerar uma simetria na situação, podemos estar perto de nos tornar uma “*sociedade normal*”.

<b>Projeção</b>		
	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>IPCA (%)</b>	3,7	4,1
<b>Câmbio (eop R\$/US\$)</b>	3,8	4,0
<b>Selic (eop %)</b>	6,5	7,5
<b>PIB (%)</b>	1,3	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.