

Semana mais curta, mas nem por isso menos confusa. Na verdade, a confusão já vem da semana anterior com a questão do preço do diesel. O que foi a “novidade” nessa semana foi a reunião da CCJ para tentar votar a Reforma da Previdência. Mais confusão. O Governo esperneou, mas, no fim, acabou ficando no pior dos mundos, com a votação adiada e sob o risco de uma desidratação da proposta ainda nessa Comissão, que não seria o fórum adequado para isso. Bem, se na CCJ já vamos ter problemas, imagina quando a discussão chegar à Comissão Especial, o lugar adequado para se discutir alterações no texto? A resposta a essa pergunta não parece boa e, por isso, o mercado levou o Dólar, novamente a níveis acima de R\$ 3,90. Entretanto, como já discutimos em outros Opiniões quais os impactos do adiamento/diluição da Reforma, vamos usar o texto de hoje para tratar de outro assunto que voltou a causar um certo desconforto, a inflação.

O IPCA já teve os seus momentos de “glória”, com a sua divulgação dominando a atenção do mercado e o seu resultado sendo destrinchado na página principal do caderno de economia dos jornais. Entretanto, de uns tempos para cá, esse assunto perdeu o seu espaço, com a preocupação dos mercados ficando cada vez menor e a diagramação dos meios de comunicação relegando-o ao rodapé da página. Tanto que as discussões a respeito da política monetária têm se concentrado no hiato do produto, com a inflação sendo apenas um argumento para reforçar o discurso de quem clama por uma redução dos juros no curto prazo.

O cenário não mudou radicalmente nos últimos meses, mas o resultado de março, bem acima do esperado, acabou reativando a curiosidade de todos com relação a essa variável econômica. Sabe como é, “gato escaldado tem medo de água fria”. A grande pergunta que temos ouvido é se o recente repique inflacionário pode nos levar a um processo de estagflação como o verificado em 2015, quando, ao mesmo tempo em que a economia afundava 3,1%, o IPCA chegava aos 10,67%. A nossa resposta, por mais paradoxal que isso possa parecer, é que as preocupações recentes com a inflação podem ter um impacto mais

relevante na frustração das perspectivas de crescimento, do que na ameaça à meta de inflação. Ou seja, no médio prazo, podem, ao invés de ser um motivo para um aumento dos juros, reforçar o discurso do afrouxamento monetário. Vamos ver o porquê disso.

Realmente tivemos uma surpresa para cima no 1º trimestre desse ano. Considerando os números projetados pelo BCB, os três primeiros meses do ano deveriam fechar com um acumulado de 1,35%, ao invés dos 1,51% verificados. Entretanto, a grande diferença veio no mês de março, quando a sua projeção, divulgada no Relatório de Inflação (RI), era de 0,55% e o IBGE divulgou um IPCA de 0,75%. Mas o erro não foi apenas do BCB. O boletim Focus, da véspera da divulgação do número, projetava o mesmo resultado. Esse erro fez com que a projeção para o IPCA em 2019, como um todo, passasse de 3,90% para 4,06%. Pior que isso, o acumulado em 12 meses até março, passou de 3,89% para 4,58%, a maior aceleração em pontos percentuais desde junho de 2018 e o maior nível desde fevereiro de 2017. Muita notícia ruim em um único número. Então por que isso não deve preocupar nem o BCB, nem o mercado?

Porque, ao analisar o número de março mais detalhadamente, chegamos à conclusão de que estamos diante de um claro choque de oferta. Para chegar a essa conclusão, basta fazer a seguinte conta... o IPCA tem 383 itens e dos 0,75% apurados em março, nada menos do que 0,36 p.p. (48% do total), se referem a apenas 5 itens (0,9% do total de itens). Três deles (Feijão Carioca, Batata Inglesa e Tomate), são reflexos de problemas na safra e/ou sazonalidade dos produtos, já os outros dois (Gasolina e Álcool), são resultado da combinação da alta nos preços internacionais do petróleo com a recente desvalorização cambial. Ou seja, são itens que, assim como subiram forte agora, voltarão com força semelhante mais à frente, no caso dos itens ligados a alimentação e que não podem ser controlados internamente, no caso dos

últimos. Reforçando a ideia de que estamos frente a um “clássico” choque de oferta temporário, basta observar como estão os cálculos do índice que tentam eliminar esses impactos de curto prazo, como os Serviços Subjacentes e as medidas de núcleo. Enquanto os primeiros apresentaram alta de apenas 0,19% em março, chegando a 3,33% no acumulado em 12 meses, a média dos últimos apresentou resultados de 0,32% e 3,14%, respectivamente. Portanto, para quem acha que pode haver alguma mudança de visão do BCB com relação ao seu “plano de voo”, por conta desse repique de inflação, pode rever os seus conceitos porque isso não deverá acontecer por dois motivos. O primeiro é que, pela própria característica dos itens que pressionaram o IPCA de março, parece que temos caracterizado um choque de oferta daqueles que a autoridade monetária só deveria combater caso houvesse algum efeito secundário. O que nos leva ao segundo motivo: não observamos nas medidas de inflação que são mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, qualquer sinal de pressão inflacionária que possa levar à necessidade de elevação dos juros.

Posto que afastamos o “fantasma” de uma volta da inflação que poderia levar o BCB a subir os juros, vamos mostrar que, se essa inflação mais alta do que o esperado pode ter algum impacto na política monetária, é no sentido de afrouxamento e não de aperto.

Pode parecer estranho, mas, voltando ao Opinião da semana passada, uma das conclusões a que chegamos, é que não teremos um crescimento sustentável caso não vejamos uma recuperação no Consumo das Famílias e que está não ocorrerá se não tivermos a combinação de um aumento da confiança com a melhora do mercado de trabalho. Onde entra a inflação aqui? Bem, um dos motivos de estarmos em processo de revisão das nossas projeções de crescimento para 2019 é, exatamente, que a confiança do consumidor retraiu nos dois últimos meses. Não nos parece coincidência que, junto com as decepções com o novo Governo, essa

queda coincidiu com esse repique inflacionário concentrado em itens que afetam diretamente o “bolso” dos consumidores, alimentação e combustíveis. Esses são itens que o consumidor tem contato em alta frequência, ou seja, ele é bastante sensível às suas variações de preços. Portanto, se houver algum efeito secundário nesse tipo de choque, será no sentido de diminuir a renda disponível do consumidor e reduzir o seu otimismo levando, em ambos os casos, a uma perda de fôlego da recuperação do consumo. Dessa forma, se esse tipo de choque de oferta tem algum impacto sobre a política monetária, no atual momento do ciclo econômico, é de colocar um viés de afrouxamento e não de aperto, como a intuição poderia nos indicar.

Parafraseando o ministro do STF, Marco Aurélio Mello, “tempos estranhos” e não apenas na parte política. Quando poderíamos pensar que um choque de preço nos alimentos poderia nos trazer mais preocupações quanto ao nível de atividade do que sobre a inflação? Isso é reflexo do estado de suspense em que a economia brasileira está, desde 2017, por conta da questão da Reforma da Previdência. Quanto mais tempo passa para que esse imbróglio seja resolvido, mais preocupante fica a nossa questão fiscal e mais enfronhado na sociedade fica a certeza da necessidade dessa. O crescimento da parcela da população que acredita na necessidade da Reforma da Previdência de 11% para 49%, nesse período, mostra isso. Portanto, enquanto não resolvermos esse problema, a recuperação da economia ficará em suspenso e, conseqüentemente, a inflação não será um problema. Por outro lado, se não resolvermos essa questão, a inflação voltará a ser o nosso principal problema. A escolha sobre se teremos ou não uma Reforma da Previdência digna desse nome cabe ao Congresso, mas, como este foi eleito, no fim, cabe a sociedade. Portanto cabe aqui a frase de Mario Henrique Simonsen sobre isso: *“Toda a sociedade tem a inflação que merece”*.

Projeção		
	2019	2020
IPCA (%)	3,9	4,0
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,7	4,0
Selic (eop %)	6,5	7,5
PIB (%)	2,0	3,0

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.