

Relatório Económico

Não há almoço grátis

Porto Asset Management



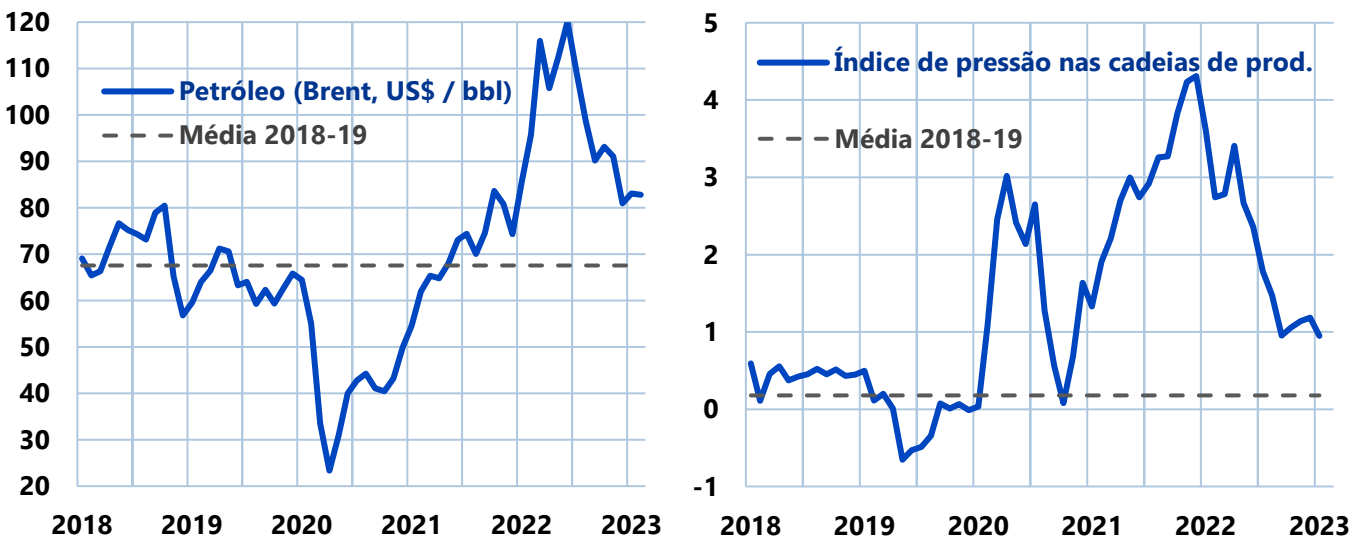
Março – 2023

Quando as pressões inflacionárias começaram a se manifestar de forma expressiva ao redor do planeta no começo de 2021, tanto entre países emergentes como nos desenvolvidos, a reação inicial de dois dos principais bancos centrais do planeta, o Fed e o BCE, foi a de relativizar a situação. Caracterizaram tal movimento como temporário e localizado em alguns poucos itens mais afetados por problemas nas cadeias globais de suprimento. Em outras palavras, a alta da inflação seria fruto de uma redução momentânea da oferta global de bens, a ser debelada com a gradual reabertura das economias mundo afora e a consequente retomada da produção.

E o que já era bastante grave ao longo de 2021 (a redução da oferta global de bens) piorou ainda mais com a invasão da Ucrânia pela Rússia no início de 2022. Os preços de várias *commodities* aumentaram de forma expressiva, entre elas o petróleo e seus derivados, além de alimentos e outras mais. Diante dessas circunstâncias, os bancos centrais dos Estados Unidos e da Zona do Euro finalmente iniciaram o processo de elevação de suas taxas básicas de juros.

Commodities e pressões nas cadeias de produção

Fontes: Bloomberg, Fed NY, Porto Asset Management



Ao longo do segundo semestre do ano passado, contudo, essas duas fontes de pressão inflacionária (desarranjo das cadeias globais de produção e a forte elevação dos preços das *commodities*) se enfraqueceram bastante. O barril do petróleo, por exemplo, praticamente voltou aos níveis imediatamente anteriores à guerra da Ucrânia, enquanto que o funcionamento das cadeias globais de suprimentos se aproximou novamente do padrão histórico observado antes da pandemia da Covid-19.

Como consequência, tem havido um declínio da inflação nos últimos meses. Porém, essa queda tem sido menor que a esperada a partir dessa normalização do quadro global de oferta de bens e serviços. Outra ilustração da redução lenta e modesta da inflação em várias partes do globo é dada pelos chamados núcleos da inflação.

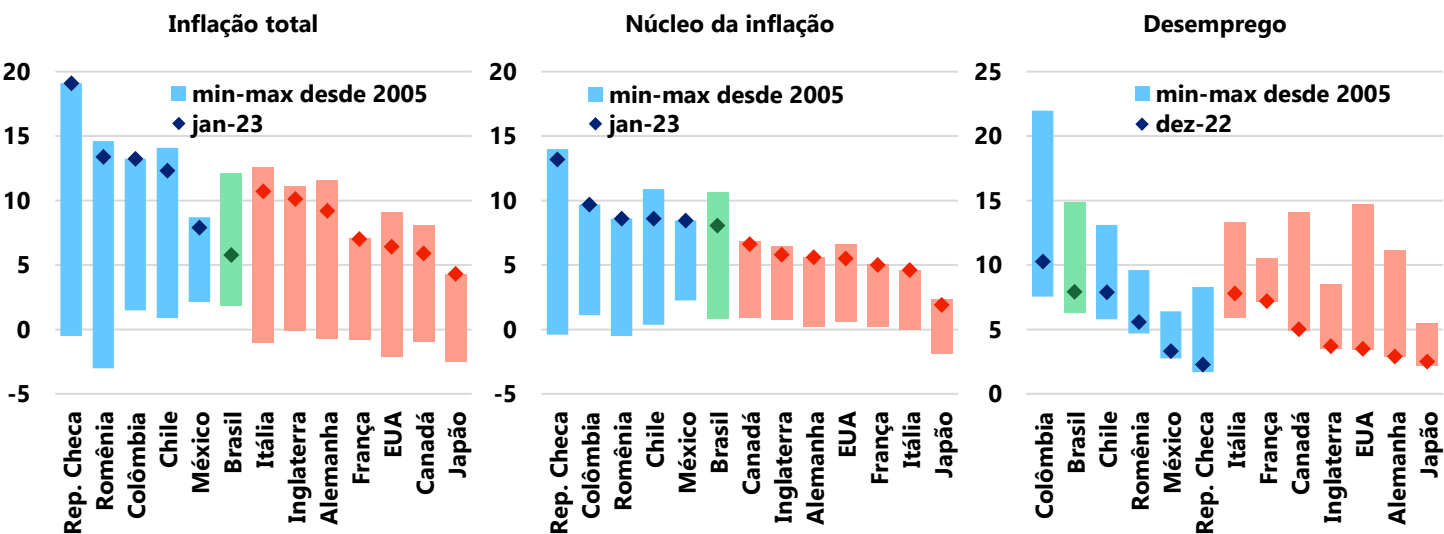
Quando se consideram os índices totais de inflação ao consumidor, os níveis atuais já mostram um distanciamento razoável das máximas registradas ao final do ano passado. Porém, quando se consideram os núcleos, que excluem os preços de alimentos e energia, a queda tem se mostrado bem mais modesta e lenta.

Isso pode ser interpretado como um espalhamento das pressões inflacionárias para além daqueles itens mais diretamente impactados pelos percalços do lado da oferta. Outra leitura possível, e complementar desse quadro, é que a dinâmica inflacionária dos últimos meses tem respaldo também do lado da demanda, que sustenta e sanciona o repasse de custos mais elevados para os preços finais ao consumidor.

A força da demanda, por sua vez, é explicada pelo (i) volume maciço de transferências fiscais para amplos segmentos da população durante a pandemia e pelo (ii) vigor do mercado de trabalho em economias (e regimes trabalhistas) tão heterogêneas como a norte-americana, a europeia, a mexicana e a brasileira, entre várias outras. Em muitas dessas regiões, a taxa atual de desemprego está próxima das mínimas registradas nas últimas décadas.

Inflação e desemprego no mundo

Variação % em 12 meses, e % da força de trabalho. Fontes: Bloomberg, Porto Asset Management



A crença (ou seria esperança?) compartilhada por parcela significativa dos mercados globais e mesmo por integrantes do Fed e de outros bancos centrais, de que seria possível promover a convergência da inflação, dos patamares atuais para os níveis registrados pré-pandemia, a um custo baixo em termos de crescimento econômico – e emprego, tem sido abalada sucessivamente com a persistência e a disseminação da inflação, mesmo com a melhora do quadro de oferta global.

A história e a literatura econômica mostram que esforços de desinflação, especialmente os de magnitude similar ao empreendido atualmente, dificilmente ocorrem sem um sacrifício, ainda que temporário, em termos econômicos e sociais.

E o desafio de reduzir a inflação será ainda maior se houver divergência entre as políticas fiscal e monetária. A potência da política monetária aumenta se a política fiscal também for na mesma direção. Se por outro lado, o gasto público cresce além do que seria explicado pelo ciclo econômico, a redução da inflação exigirá uma política monetária ainda mais apertada. Ou seja, juros mais elevados.

Ainda que em escala menor que nas fases iniciais da pandemia, a expansão fiscal observada atualmente em economias desenvolvidas e emergentes é superior ao observado até poucos anos atrás. Níveis elevados da despesa pública acabam sustentando a demanda agregada e dificultando o declínio da inflação.

Esses argumentos teóricos e práticos se aplicam igualmente ao Brasil. Se por um lado o Copom foi um dos primeiros bancos centrais a subir os juros durante a pandemia, reconhecendo pressões inflacionárias vindas não apenas do lado da oferta, mas também da demanda, por outro lado, a incerteza ainda existente sobre a condução da política fiscal no médio prazo, além do próprio nível atual do gasto público, dificultam o processo de desinflação doméstico.

Especulações sobre uma eventual mudança nas metas de inflação para os próximos anos tampouco ajudam, à medida em que acabam gerando uma deterioração das expectativas inflacionárias que restringem bastante o eventual espaço de corte da Selic pelo Copom, apesar de uma clara desaceleração da atividade doméstica.

O governo do presidente Lula terá em breve a oportunidade de dar contribuição relevante para o processo de desinflação e, conseqüentemente, para a queda da taxa básica de juros. Seja pela proposição de um arcabouço fiscal de médio e longo prazo que restaure a confiança sobre a sustentabilidade das contas públicas, seja pela indicação de nomes reconhecidamente capazes para substituir os dois diretores do Copom cujos mandatos terminaram em fevereiro. Essas ações e sinalizações são ainda mais importantes diante do risco de juros mais elevados por mais tempo no exterior.

		2020	2021	2022	2023 (p)	2024 (p)
PIB	var. acum. %	-3,3	5,0	2,9	0,7 (0,6)	1,8 (-)
IPCA	var. acum. %	4,5	10,1	5,8	6,2 (6,1)	4,3 (-)
Câmbio	R\$/US\$, dez	5,20	5,58	5,22	5,50 (5,50)	5,55 (-)
Selic	%, dez	2,00	9,25	13,75	13,75 (13,75)	10,50 (-)

(p): atual (anterior)