

Jabuticabas da inflação brasileira e política monetária: algumas comparações simples

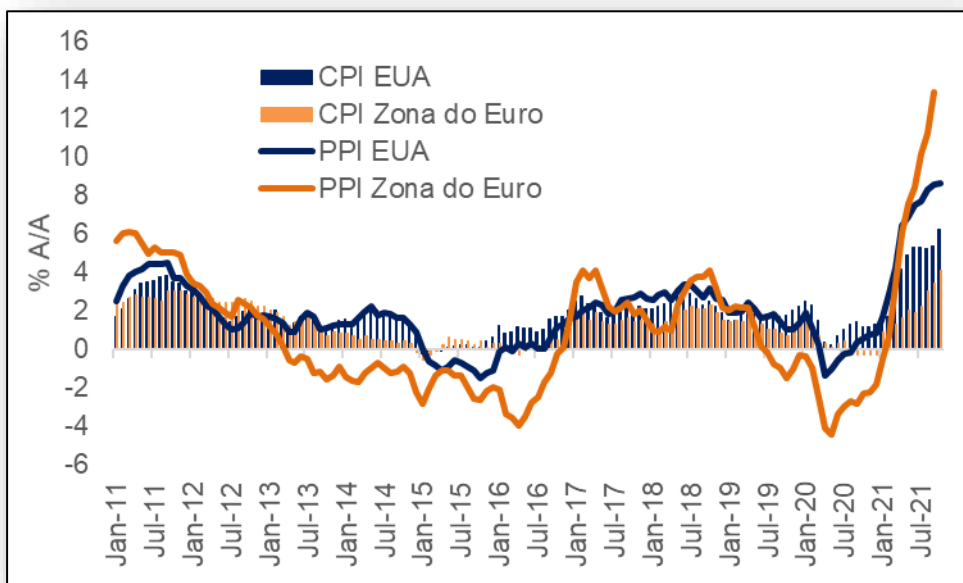
As perspectivas para a variação do IPCA no Brasil assustam muito, ainda mais quando enxergamos os números projetados para 2021 e 2022 entre 10,2% e 10,5% e entre 5% e 5,5%, respectivamente. Essas projeções, coletadas pela Pesquisa Focus do Banco Central, surpreendem negativamente, principalmente, quando levamos em conta que o centro da meta de inflação de 2021 é de 3,5% e o de 2022 é igual a 3,25%, com um intervalo de variação em torno da meta de $\pm 1,5\%$ em ambos os anos. No entanto, de olho nas projeções para a inflação norte-americana e da Zona do Euro, as perspectivas também assustam, especialmente para 2021. Nos EUA, a variação do CPI (Consumer Price Index) cheio deve fechar 2021 perto de 6,5% e, em 3,5%, em 2022, bem acima da meta de 2% nos dois próximos anos. Já na Zona do Euro, o CPI tende a 4,8% e 2,5% em 2021 e 2022, respectivamente, acima dos 2% objetivados pelo banco central europeu (BCE). Portanto, esses números mostram que a alta da inflação é um fenômeno global gerado por forças comuns às várias economias, que podem ser resumidas por três condicionantes principais e que devem perdurar (em menor intensidade) durante parte de 2022: (i) restrições na cadeia internacional de oferta de insumos e bens industriais; (ii) a alta dos preços das commodities e; (iii) os problemas climáticos gerados pelo La Niña em 2021, particularmente sobre alimentos e energia.

O mercado de trabalho nos EUA e na Zona do Euro, por outro lado, está muito mais apertado do que no Brasil. Os cenários apontam que as taxas de crescimento da economia norte-americana e da Zona do Euro em 2021 e 2022, projetadas em 5,5% e 4,2% e em 5% e 4,3%, respectivamente, implicam taxas de desemprego nas duas regiões bem próximas ou abaixo do nível pré-pandemia, enquanto a variação do PIB brasileiro em torno de 0% no ano que vem deve deixar o desemprego quase estável comparado a 2021, entre 13% e 13,5%. Ainda assim, apesar das forças inflacionárias comuns às três regiões e da taxa de desemprego bem mais elevada no Brasil em 2021 e 2022, as projeções para a variação do IPCA são bem superiores às expectativas de inflação nos EUA e na Zona do Euro.

Afinal de contas, o que está ocorrendo com a economia brasileira que leva a uma disparidade inflacionária tão elevada em contexto de estagnação do PIB? A inflação ao produtor repassada para o consumidor no Brasil é maior do que nos EUA e na Zona do Euro? A inflação de serviços, em particular, reage mais à recuperação econômica em 2021, com efeitos defasados em 2022, do que nas outras duas regiões? No Brasil, a memória e a inércia inflacionária normalmente explicam as taxas de variação do IPCA superiores às taxas de inflação ao consumidor em outras economias emergentes e desenvolvidas, mas diante do desemprego particularmente elevado no ano que vem, o IPCA de 2022 entre 5% e 5,5% é realmente surpreendente. Portanto, o desalinhamento de preços relativos no Brasil mais pronunciado do que em outras economias torna-se um forte candidato para a (relativamente) maior persistência inflacionária brasileira.

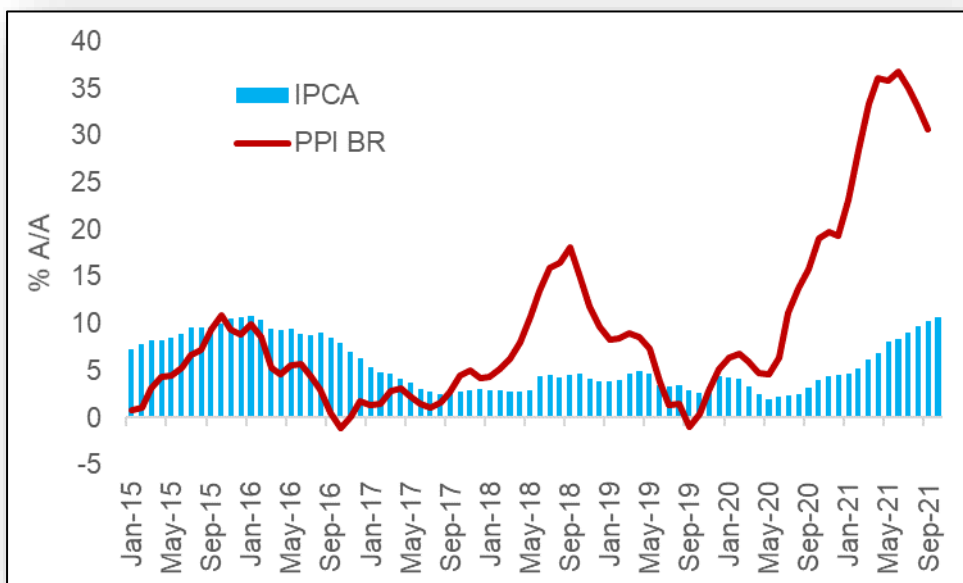
Começando pelos fatores comuns às altas taxas de inflação nas três economias, em especial pelos choques inflacionários de oferta, as elevações do PPI (Producer Price Index) nos EUA têm sido acompanhadas pela aceleração do CPI (Consumer Price Index) bem mais acentuadamente do que na Zona do Euro e no Brasil.

CPI x PPI (respectivamente) nos EUA e na Zona do Euro



Fontes: BLS, Eurostat, Ipea, Kairós Capital

IPCA x PPI no Brasil



Fontes: IBGE, Kairós Capital

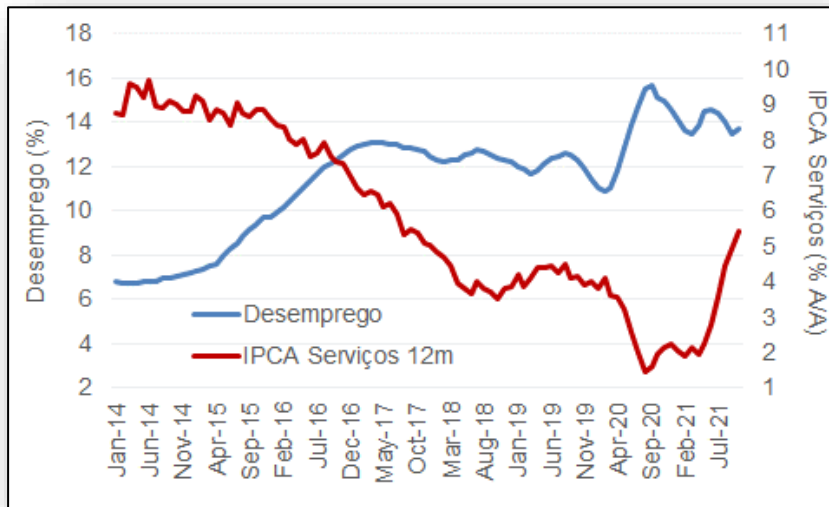
A conclusão imediata dos dois gráficos acima é de que o repasse mais rápido dos choques inflacionários de oferta nos EUA para o consumidor norte-americano ao longo de 2021 tende a levar a inflação ao consumidor em 2022 a durar mais tempo na Zona do Euro e no Brasil do que nos EUA.

No entanto, porque a inflação ao consumidor projetada para a Zona do Euro está bem abaixo da norte-americana e da brasileira em 2022? A maior parte dos analistas repousa a explicação, principalmente, no efeito estatístico desinflacionário advindo da alta do imposto sobre valor adicionado (IVA), na Alemanha, no início de 2021, o qual permanecerá estável em 2022, e no ajuste fiscal mais ordenado na Zona do Euro, implementado por meio do European Recovery Fund (ERF). O ERF, especificamente, ataca os problemas de restrição de infraestrutura regional e de necessidade de requalificação de mão de obra em cada país de maneira mais eficiente do que os pacotes fiscais nos EUA e no Brasil. Pode parecer mais uma esperança do que uma boa justificativa dos analistas, mas – de fato – os pacotes fiscais nos EUA destinam a maior parte dos recursos para transferências governamentais às famílias (em parte, via créditos tributários às famílias de baixa renda, os quais crescem, proporcionalmente, ao número de filhos), enquanto que as medidas fiscais no Brasil repousam no assistencialismo.

Logo, o repasse comparativamente mais rápido dos choques inflacionários de oferta ao consumidor nos EUA durante 2021, o efeito estatístico desinflacionário da estabilidade do IVA, na Alemanha, em 2022, sobre a variação do CPI na Zona do Euro e a expectativa de elevação da capacidade de oferta na Zona do Euro (associada aos gastos com o ERF) limitam a alta das projeções de inflação para 2022 nas duas economias, fazendo com que a variação da inflação ao consumidor, no Brasil, seja potencialmente mais forte.

A inércia inflacionária nas três economias, por seu turno, pode ser analisada por meio da influência da taxa de desemprego sobre a inflação de serviços. Em geral, o maior nível de atividade e de emprego implica inflação de serviços mais elevada e vice-versa. Estes têm sido os casos dos EUA e da Zona do Euro, mas não tanto o do Brasil, recentemente, onde a inflação anual de serviços (35% do IPCA) acelera a despeito da taxa de desemprego elevada, persistentemente, entre 13% e 14%. A alta da inflação de serviços com relação ao desemprego elevado é mais uma jabuticaba que diferencia as regularidades que podem ser observadas em economias desenvolvidas e em várias emergentes.

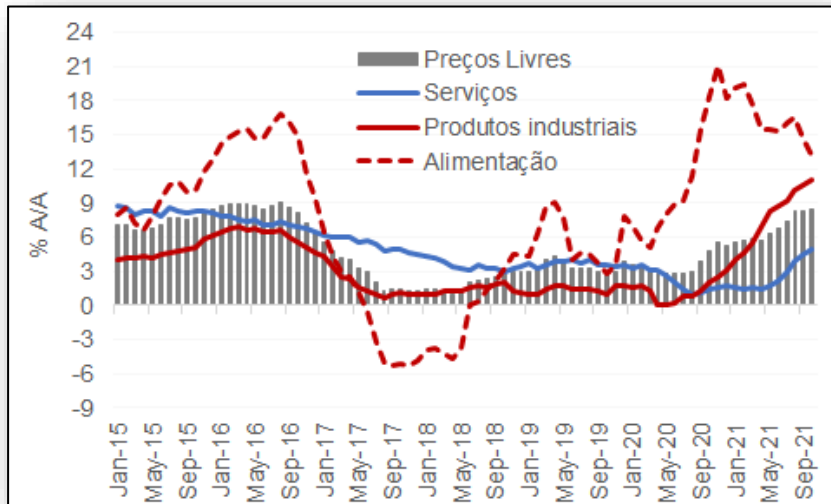
Desemprego Brasil (dessazonalizado) x IPCA Serviços



Fontes: IBGE, Kairós Capital

A aceleração da inflação de serviços no Brasil repousa, portanto, na distorção de preços relativos que vem acontecendo desde o segundo semestre do ano passado, quando as taxas de inflação anuais de alimentos no domicílio e de bens industriais no segmento de preços livres do IPCA passaram a rodar bem acima da inflação de serviços. Com a volta da mobilidade social, o setor de serviços no Brasil busca recuperar as margens perdidas desde meados do ano passado, mesmo com o desemprego em níveis recordes. Este quadro é facilitado pela baixa competitividade e pelo elevado poder de fixação de preços do segmento, ainda mais quando comparados com os de outras economias mais desenvolvidas.

Inflação do IPCA (% A/A): Preços Livres, Serviços, Industriais, Alimentos no Domicílio



Fontes: BCB, IBGE, Kairós Capital

As diferenças entre as características inflacionárias das três economias destacadas nesta carta deixam as pistas para as ações dos respectivos bancos centrais. A fim de trazer a inflação ao consumidor para o patamar de 2% em 2023, o Fed se verá forçado a desacelerar mais rapidamente o programa de recompra de ativos de US\$ 15 bilhões para US\$ 20 ou 30 bilhões por mês e, adicionalmente, subir o juro básico de 0% para 1% até o final de 2022. Já o BCE poderá adiar a alta da taxa básica de juros para períodos posteriores a 2022, ainda mais porque os efeitos sobre o aumento da capacidade potencial de oferta na Zona do Euro, advindos do ERF, não devem aparecer antes de meados de 2023.

Finalmente, o Banco Central brasileiro terá pela frente mais aumentos da Selic rumo a 11,25% em março do ano que vem, objetivando segurar a provável disparada da inflação de serviços rumo a 8% até meados de 2022 e os efeitos inflacionários e distorcivos dos choques de oferta que tendem a perdurar até o final do primeiro semestre do ano que vem. De todo modo, independente do motivo, temos adiante um mundo com mais inflação, maior persistência inflacionária e, conseqüentemente, políticas monetárias mais apertadas.



Rua Baltazar da Veiga, 634, 10º and, cj. 101/102
Vila Nova Conceição – São Paulo – SP – 04510-001
Tel.: +55 (11) 3135-7730 | www.kairoscapital.com.br

A Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda. (Kairós Capital) não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Este material não constitui em oferta de venda de cotas dos fundos geridos pela Kairós Capital e também não deve ser considerada como recomendação de investimento. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela Kairós Capital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate, e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário de fundos de longo prazo. Qualquer divulgação de informação sobre os resultados dos fundos só poderá ser feita, por qualquer meio, após um período de carência de 6 (seis) meses, a partir da data da primeira emissão de cotas. A data de constituição do fundo Kairós Macro FIC FIM é o dia 30 de abril de 2019. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da Kairós Capital.



Gestão de Recursos

Signatory of:

