

Cenários e Perspectivas

Inflação: por que a surpresa do 1S15 não contaminou nossas projeções de médio e longo prazo

Na carta do gestor de jan/15, apresentamos uma visão pessimista para a inflação de 2015, mas com perspectivas mais favoráveis no médio prazo. Na ocasião, esperávamos que o IPCA atingisse 7,5% em 2015, sendo impulsionado por dois fatores em especial: preços administrados e depreciação cambial. Em contrapartida, acreditávamos que as medidas que vinham sendo implementadas pelo governo ajudariam a reequilibrar a economia, de forma que a inflação pudesse ceder para próximo de 5,5% em 2016 e 4,5% em 2017.

Seis meses depois de fazer aquela análise, elevamos consideravelmente a nossa expectativa para o IPCA em 2015 (9,4%), mas praticamente não alteramos a nossa visão para os dois anos seguintes. Sendo assim, é importante entendermos os motivos que levaram a uma revisão tão grande na expectativa para 2015 e, mais importante, porque acreditamos que essa revisão não deve contaminar também as expectativas para 2016 e 2017.

Um dos motivos é exatamente a razão pela qual a projeção de 2015 foi revisada para cima. Tanto o ajuste nos preços administrados quanto a depreciação do câmbio foram mais fortes do que o imaginado. Enquanto no início do ano esperávamos um aumento de 9,5% nos preços administrados, sendo 32% em energia elétrica, atualmente a nossa projeção está em 15,2%, com a alta esperada em energia elétrica ficando em 52%. Somente essa revisão foi responsável por uma elevação de 1,3 p.p. em nossa projeção do IPCA. Sobre a taxa de câmbio, nos últimos seis meses houve uma nova rodada de forte depreciação do real. De fato, a taxa de câmbio está atualmente muito próxima a 3,50 R\$/US\$, praticamente 32% acima do valor observado no fechamento de 2014. Estimamos que a depreciação mais intensa do que a esperada foi responsável por uma revisão de 0,8 p.p. no IPCA de 2015.

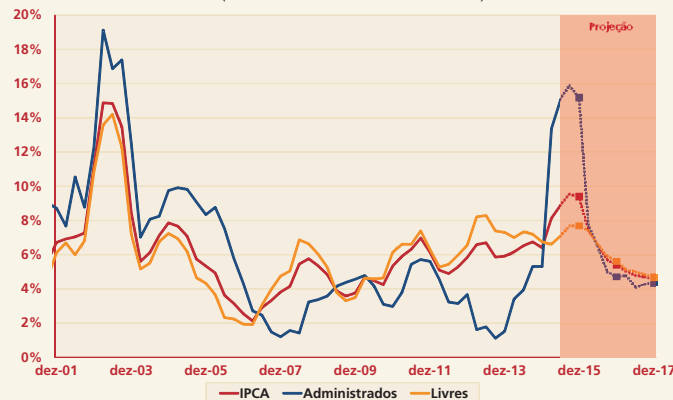
Ainda que esses fatores tenham impactado significativamente a inflação corrente, enxergamos ambos os ajustes como sendo movimentos saudáveis para a economia no médio prazo. No caso das tarifas de energia elétrica, acreditamos que seu nível atual já reflete um cenário hidrológico bastante adverso. Além disso, a forte elevação no preço, em conjunto com a severa deterioração da atividade, tem contribuído para uma certa normalização no nível dos reservatórios, afastando, pelo menos por ora, os temores de um racionamento de energia. Já é possível observar alguns sinais de que o setor trabalha com mais folga como, por exemplo, a recente redução do PLD e a diminuição no despacho das térmicas. Neste contexto, esperamos que as tarifas de energia recuem aproximadamente 10% no ano que vem. Em relação ao câmbio, continuamos acreditando que a tendência é de depreciação do real. Contudo, avaliamos que o câmbio encontra-se hoje bem mais próximo do seu equilíbrio de longo prazo. Ainda assim, não descartamos cenários de depreciação aguda que poderiam ocorrer, por exemplo, devido a movimentos de aversão a risco ligados à posição fiscal bastante fragilizada do Brasil.

Se, por um lado, os motivos que levaram a uma revisão para cima da inflação de 2015 possuem um caráter mais temporário, por outro tivemos, nos últimos meses, acontecimentos que tendem a contribuir para um cenário mais benigno de inflação de forma mais duradoura. O mercado de trabalho, por exemplo, se ajustou de forma mais rápida do que imaginávamos. Como a nossa expectativa é de que este ajuste continue ocorrendo ao longo dos próximos meses, acreditamos que haverá uma considerável descompressão nos preços de serviços, que ficará muito evidente já no ano que vem. Outro acontecimento que consideramos bastante relevante foi o trabalho feito pelo Banco Central para tentar ancorar ao máximo as expectativas inflacionárias. Mesmo diante de um cenário de forte deterioração da atividade, a autoridade monetária deu prosseguimento ao ciclo de aperto monetário. Nossos modelos apontam que o canal das expectativas é um dos principais na formação de preços da economia.

Em suma, a inflação foi extremamente elevada no 1S15, acumulando alta de 6,17% no período, a maior taxa em 12 anos e a segunda maior em 19 anos. Este resultado superou largamente a nossa expectativa – já bastante negativa – do início do ano. Entretanto, mantivemos nossa visão de que a inflação deve ceder consideravelmente em 2016, ficando entre 5% e 5,5%, e, possivelmente, se aproximar de 4,5% em 2017. Para que este cenário se concretize, porém, acreditamos que o governo precisará persistir nos ajustes já implementados em sua política econômica, aprofundando-a, principalmente, no que se refere à política fiscal.

Gráfico 1

IPCA, Livres, Administrados
(acumulado em 12 meses)



Fonte: IBGE, BBM Investimentos / Data: 07/2015

Gráfico 2

Taxa de Câmbio Nominal
(R\$/US\$)



Fonte: Bloomberg, BBM Investimentos / Data: 07/2015

Gráfico 3

Taxa de Desemprego
(dessazonalizada)



Fonte: IBGE, BBM Investimentos / Data: 07/2015

Mercados

Juros Brasil



Bolsa Brasil



Real vs. Dólar



Juros Americano



Bolsa Americana



Dólar vs. Euro



Estratégias Brasil

Contribuições Positivas

- Posição tomada em inclinação da curva de cupom cambial.
- Alocação *overweight* no setor de Papel e Celulose.
- Alocação *underweight* no setor de Energia.
- Posições específicas nos setores de Alimentos e Distribuição de Combustível.

Contribuições Negativas

- Posição aplicada em juros nominais de curto prazo.
- Alocação *underweight* no setor de Bebidas.

Estratégias Internacionais

Contribuições Positivas

- Posição comprada em dólar contra real e euro.
- Posição tomada em CDS de países emergentes.

