

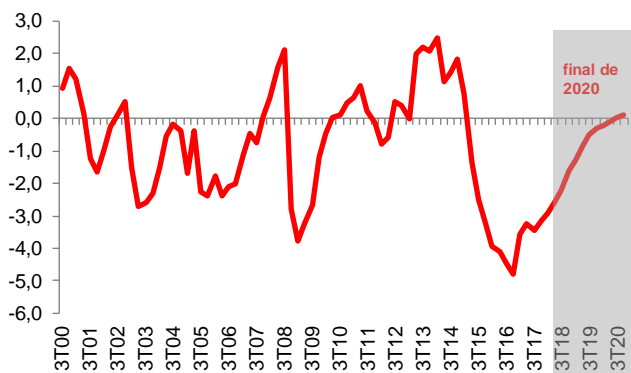
### Brasil – Inflação

#### Atividade Fraca, Inflação Baixa: Teoria Econômica em Prática

Tatiana Pinheiro  
[tatiana.pinheiro@santander.com.br](mailto:tatiana.pinheiro@santander.com.br)  
 (11) 3012-5179

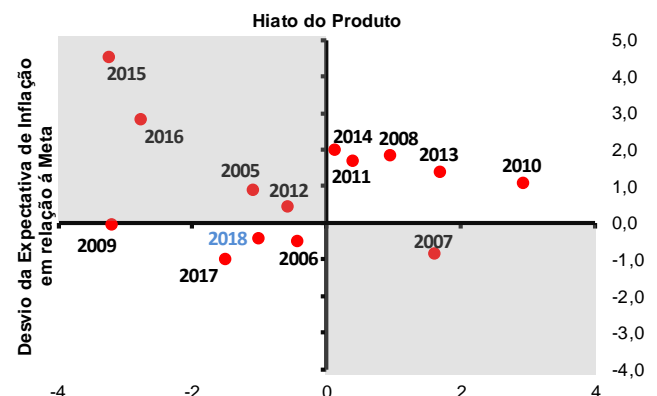
- Revisamos nossa projeção para o IPCA em 2018, de 3,5% para 3,9%, de modo a considerar os efeitos altistas sobre preços oriundos da escassez de importantes insumos e produtos em maio e junho (reflexos da paralisação do setor de transportes).
- A nosso ver, o processo de normalização da oferta não compensará totalmente os efeitos dessa escassez sobre os preços. Estimamos que a paralisação tenha um impacto líquido de 0,4 ponto percentual na inflação fechada de 2018.
- Apesar da normalização da oferta não ser suficiente para neutralizar a elevação do IPCA em 1,26% em junho, acreditamos que a inflação de julho virá em patamares baixos – projetamos 0,22% m/m, seguida por deflação em agosto.
- Mantemos nosso cenário para a Selic: estabilidade em 6,5% a.a. até o 4T19. Esse prognóstico está condicionado à vitória de um candidato reformista na eleição presidencial de outubro.
- De acordo com nossas estimativas, a credibilidade da autoridade monetária, a ociosidade econômica e a recuperação gradual da economia limitam a propagação dos efeitos de choques sobre os preços.
- Desde a paralisação do transporte de cargas, o consenso revisou a expectativa do IPCA de 2018 para acima de 4%. Entretanto, acreditamos que, diante do forte *trade-off* entre inflação e atividade econômica, a expectativa de inflação será revisada para baixo nos próximos meses.

Figura 1. Hiato do produto (PIB efetivo – PIB potencial) - %



Fonte: IBGE e Santander.

Figura 2. Trade-off entre Atividade Econômica e Inflação



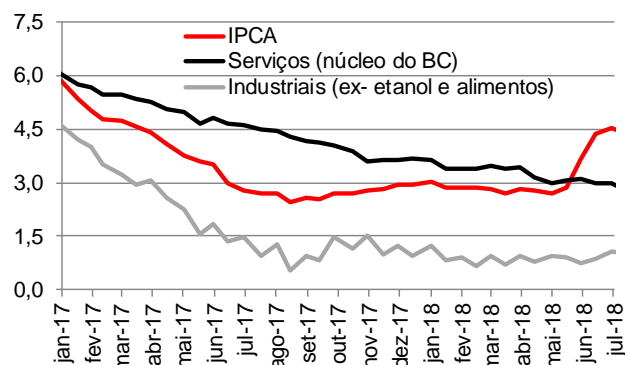
Hiato positivo = PIB efetivo acima do potencial.  
 Fonte: BCB, IBGE e Santander.

#### A importância do hiato do produto

A paralisação dos caminhoneiros sobre a oferta de bens e serviços teve, de fato, efeito altista sobre os preços em maio e junho, sendo os itens alimentação e combustíveis duas importantes fontes de pressão inflacionária. O IPCA de junho registrou aumento de 1,26% m/m, com a inflação de alimentação no domicílio e de combustíveis veiculares em patamares muito elevados (3,1% e 4,5%, respectivamente). Por sua vez, alimentação fora do domicílio e serviços registraram inflação de 0,17% e 0,39% no mês, indicando um repasse mais contido dos efeitos da paralisação sobre os demais preços da economia (especialmente os mais sensíveis à atividade doméstica).

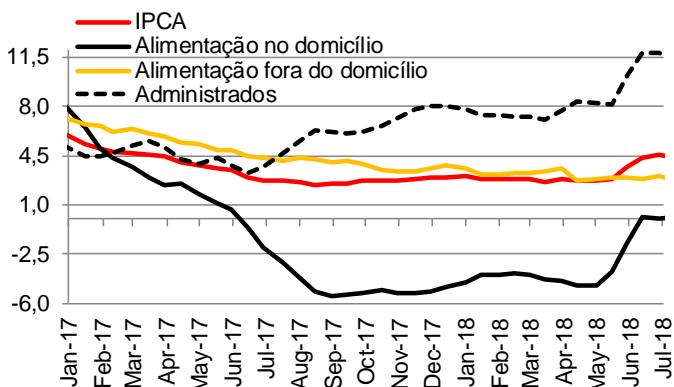


Figure 3. Inflação da indústria e de serviços



Fontes: IBGE e Santander.

Figure 4. Administrados e Alimentação no Domicílio

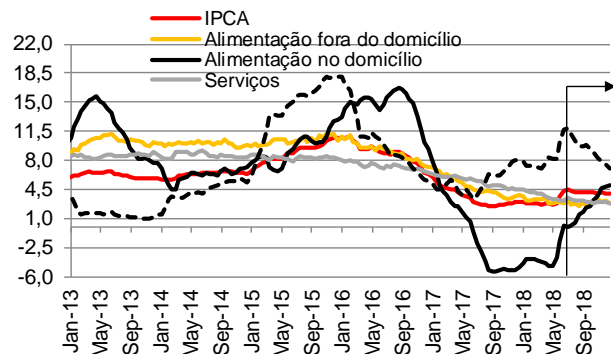


Fontes: IBGE e Santander.

Como destacado em nosso relatório “*Dias que Pararam o País – Avaliação Preliminar*”, publicado em 11 de junho, não há motivos para persistência da elevação dos preços à medida que ocorre o processo de normalização da oferta. Medidas preliminares para inflação já apontam o retorno da maioria dos preços para patamares pré-paralisação. Em nossa visão, essa tendência resultará em inflação mensal de 0,22% em julho e deflação de 0,1% em agosto. Entretanto, não acreditamos que esses resultados serão suficientes para neutralizar todos os efeitos inflacionários da paralisação, os quais tendem a elevar o IPCA fechado de 2018 em 0,4 ponto percentual. Diante disso, revisamos nossa projeção de inflação em 2018 para 3,9% (contra 3,5% anteriormente).

Assim, ainda acreditamos que a inflação de 2018 permanecerá abaixo de 4% (logo, confortavelmente abaixo da meta, de 4,5%), devido, sobretudo, à elevada ociosidade da economia brasileira. **Em nossa visão, a credibilidade da política monetária permite a existência do clássico trade-off entre atividade econômica e inflação**, isto é, da relação direta entre hiato do produto (diferença entre o crescimento efetivo do PIB e seu crescimento potencial) e taxa de inflação – maior hiato implica em maior inflação, e vice-versa. Historicamente, essa relação funcionou bem no Brasil (ver Figura 2); entretanto, desde 2005, houve 5 anos em que ela não funcionou, o que, em geral, está relacionado à menor credibilidade da política monetária. Para 2018 e 2019, acreditamos que esse fenômeno não ocorrerá: de acordo com nossas projeções para o crescimento do PIB, o hiato do produto (atualmente muito negativo) fechará somente no final de 2020, implicando na continuidade do *trade-off* entre inflação e atividade, o que é favorável à contenção de choques de preços.

Figure 5. Grupos do IPCA – Projeções mensais para 2018



Fontes: IBGE e Santander.

Figure 6. Grupos do IPCA – Projeção final 2018 e 2019

	2015	2016	2017	2018(F)	2019(F)
<b>IPCA</b>	<b>10,7</b>	<b>6,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>
Alimentação	12,9	94,0	-4,9	4,2	5,1
Administrados	18,1	5,5	8,0	7,1	5,0
Média dos núcleos	7,3	6,6	3,6	2,2	3,4
Industriais (ex-alimentos)	6,2	4,8	1,0	1,5	1,8
Serviços	8,1	6,5	4,5	2,9	4,3
Serviços (núcleo do BC)	9,4	6,3	3,7	2,6	3,8
Tradables (ex-alimentos)	4,6	4,0	0,7	2,9	1,8
Non-tradables (ex-alimentos)	8,2	6,1	4,3	2,9	4,2

Fontes: IBGE e Santander.

Além disso, acreditamos que a inflação do final de 2018 esperada pelo consenso de mercado será revisada para baixo, à medida que o *trade-off* entre atividade e inflação mostre seus efeitos sobre os preços nos próximos meses. Atualmente, o consenso espera inflação de 4,1% para 2018 e 2019. Esses patamares resultaram de revisões altistas após a paralisação do transporte de cargas. Entretanto, esse pessimismo perdeu força no período recente e, caso a inflação mensal retorne a patamares em torno de 0,2% ao mês, as expectativas de inflação passarão a ceder, gradativamente, nos próximos meses.

## Conclusões

**Estimamos que a paralisação dos caminhoneiros teve impacto apenas marginal sobre a inflação, e que não levará a alterações, no curto e longo prazo, na política monetária.**



**Logo, mantemos nosso cenário para a taxa Selic – estabilidade em 6,5% a.a. até o segundo semestre de 2019. Note que esse cenário está condicionado à vitória de um candidato reformista na eleição presidencial de 2018. Em caso de maior probabilidade de vitória de um candidato não-reformista, haveria deterioração da confiança do mercado quanto à aprovação de reformas fiscais. Este cenário resultaria em impactos negativos sobre preços de ativos, depreciação cambial e piora nos fundamentos macroeconômicos, tais como o aumento da inflação, o que anteciparia a elevação de juros na economia brasileira.**

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados

