

Algumas Considerações sobre a Inflação e Crescimento

Na década de 90, a inflação estava fora de controle. A cada mês a inflação flutuava, mas em uma tendência de crescimento. Durante os anos que precederam esse período, a inflação ganhava destaque e as páginas dos jornais traziam chamadas como: preço do ovo puxa a inflação ou o preço do tomate é o culpado de a inflação ter estourado. Desde o início dos anos 80, a inflação galopava e subia com cada ano batendo o anterior, exceto em 1986, quando a inflação mostrou uma queda de 242,2% ao ano para surpreendentes 79,7%. A crise do petróleo fez os preços dispararem globalmente, o que obrigou os Estados Unidos a subirem fortemente os juros, levando o Brasil à crise da dívida externa. Entre outras coisas, nossa crise foi gerada por algo que os militares acharam que nos protegeria de avanços dos preços, a indexação, criada na década de 60.

O Brasil dos militares adotou uma forma de indexação para nos proteger da variação abrupta de preços. Nesta forma, os preços eram ajustados tomando por base a inflação do mês ou do ano anterior, conforme o contrato. Essa indexação nos segue até os dias de hoje e, agora, impacta outros preços como os de serviços. O último IPCA-15, publicado em novembro e que nos dá uma prévia da inflação, mostrou que o índice de difusão (que mede a proporção de itens que tiveram aumento de preço) acelerou no período atingindo 65,7%. Os combustíveis mostraram altas expressivas, como o óleo diesel que variou 8,2%, mas a gasolina, por ter maior peso no índice, foi o principal fator de pressão subindo 6,6%. Em doze meses, o IPCA-15 ficou em 10,73%, o que coloca pressão no Banco Central para acelerar a alta de juros. Segundo Étore Sanchez, economista da Ativa Investimentos, o IPCA-15 não surpreendeu, devido às projeções já estarem elevadas. Agora, a inércia inflacionária é que gera preocupação. O Plano Real de 1994 foi baseado em combater essa inércia, ao utilizar o valor do dólar para criar a

Unidade de Referência de Valores (URV). Nos estudos da inflação passada notou-se que os preços variavam muito pouco em dólar e, para evitar que a economia se dolarizasse, foi criado um índice de referência, a URV. O real, em seu lançamento, foi cotado em R\$1,00:USD1.00.

No momento a pressão está em cima do banco central, com o mercado demandando mais juros. A inflação subiu tanto que, agora, contamina a inflação de 2022. Mas o banco central já mandou um recado através de seu presidente, Roberto Campos Neto, dizendo que, no momento, ele está focado na inflação de 2023. Roberto afirmou que, com o desemprego nas alturas e um hiato de produto elevado, não colocaria o país em recessão buscando uma inflação no centro da meta em 2022. Essa frase fez com que o mercado se acalmasse desarmando as taxas de juros.

A variação de preços desestruturou muitos paradigmas, entre eles o das commodities que, quando se valorizavam, o real sempre ganhava contra o dólar. Mas dessa vez foi o inverso, pois enquanto as commodities subiam, nossa moeda se desvalorizou brutalmente perdendo 38,2%. Verdade seja dita: a desvalorização do real começou quando o Ministro Guido Mantega aumentou o imposto sobre operações financeiras – IOF – para prazos inferiores a 2 anos, removendo o incentivo para estrangeiros comprarem títulos do governo brasileiro e, assim, cessando a entrada de dólares no país.

Um estudo de Claudio Adilson, economista da Tendências, sobre os fundamentos da economia brasileira coloca a taxa de câmbio entre R\$4,2 e R\$4,3 em relação ao dólar. O saldo de R\$1,3 é devido às incertezas políticas. Agora, o quanto disso é incerteza política e o quanto é fiscal? Para esclarecer essa dúvida temos de responder a uma pergunta: qual o diferencial entre a inflação brasileira e a americana? Assumindo que Claudio Adilson fez as contas certas, então o dólar deveria ter caído com a aprovação da reforma dos precatórios. Mas havia uma dúvida quanto à reforma, se ela seria aprovada ou não, e, se aprovada, seria esperada uma grande variação negativa do dólar em relação ao real, o que não aconteceu.

Paulo Guedes, o atual Ministro da Economia, garante que o governo do presidente Jair Bolsonaro vai entregar um país com uma despesa pública menor em relação ao PIB – Produto Interno Bruto – do que quando ele entrou. No início, foi encontrado um governo com 2% de déficit nominal e agora o presidente vai entregar um governo a caminho do superavit, com despesas da união inferiores a 18,5% do PIB, e isso em plena pandemia. Muitas reformas também foram aprovadas: Lei de Cabotagem, Lei do Saneamento, Reforma do Gás Natural, entre outras tantas. Apesar das reformas terem passado, nem a bolsa nem o dólar reagiram. Então, toda a culpa do dólar, segundo a mídia, estar fora de seu preço determinado pelos fundamentos, não era fiscal? E se não era fiscal, seria político? Paradoxalmente, o equilíbrio fiscal determinou muitos dos fundamentos por manter a bolsa em seu menor nível de Preço/Lucro e o dólar em overshooting. Mas de uma coisa estamos certos: nosso país vai sair da pandemia melhor do que entrou. E quando o mercado perceber isso vai criar um movimento reverso de máximas na bolsa e de undershooting no dólar.

Quando Paulo Guedes disse aos brasileiros que era preciso desindexar, desobrigar e desvincular, o Congresso não o levou a sério e, agora, com os índices de inflação mostrando preços cada mais salgados, fica a questão: ele estava correto? Quem viver verá.

É a economia, estúpido!

Essa foi a frase cunhada pelo estrategista da campanha de Bill Clinton em 1992, James Carville, na derrota de George H. W. Bush na corrida presidencial dos Estados Unidos da América (EUA). James Carville dirigia-se aos colaboradores da campanha pedindo para focarem na economia. Bill Clinton utilizou a então corrente recessão americana para derrotar o Presidente dos EUA. A expressão se tornou icônica na esfera política americana, com a palavra “economia” sendo substituída por outras como déficit, eleitores ou planeta. Essa expressão ganhou apelo e tornou-se corriqueira no mundo todo, quando o foco é a

substituição de presidentes. Se a economia está bem, por que mexer? Já houve troca de partido em final de mandato, como por exemplo o republicano George W. Bush que perdeu seu mandato em 2008 para o democrata Barack Obama. Bush havia levado os EUA a sua maior recessão, desde a grande depressão de 1934, com a crise do subprime. Existiram outras recessões nos EUA desde então, mas foram causadas pela Covid-19, uma enfermidade que forçou a maior parte das pessoas a ficarem em casa por medo de contraírem a doença.

No Brasil, a economia nem sempre é o foco da campanha, mas é um fator determinante para decidir quem ganha a eleição. Tanto é que, nos impedimentos de Collor de Mello e Dilma Rousseff, a economia estava em recessão, e a caminho de piorar, mostrando que por aqui, na nossa jovem democracia, a economia é o principal fator decisório de quem governará o país. Neste contexto, destaca-se a saraivada de pedras arremessadas contra a economia, em um país que precisa encontrar sua forma de crescimento. Desde o final da CPI da Covid, a economia está sob ataque, causando confusão na previsão de crescimento do PIB de 2022. Enquanto o Itaú projeta uma queda de -0.5%, o Bradesco projeta um crescimento de 0,8% para o PIB em 2022. Tudo bem que estamos na saída da pandemia, mas esses números jamais estiveram tão discrepantes, o que nos coloca diante de questão de difícil definição: A economia vai crescer em 2022?

Estabelecida essa situação, vamos aos números. Uma pesquisa do jornal Valor Econômico, com 105 economistas, predisse que a economia vai crescer 0,4% em 2022. Os números da pesquisa são tão discrepantes quanto as análises de Itaú e Bradesco, variando entre -2% para a Persevera e +2% para a Troster & Associados, o que não nos diz muita coisa. De fato, entre as projeções mais baixas estão aquelas de quem deveria acompanhar o pulso da economia, as gestoras de recursos. Entre as projeções mais altas estão as empresas de capital estrangeiro, como Sociéte Generale e Wells Fargo. Talvez, seja a atualização das projeções que determina a variação: quanto mais atualização se faz, maior a discrepância. Na incerteza, é melhor seguir o consenso e revisar

depois. De qualquer forma, o Ministério da Economia firmou o pé no crescimento de 2% para o PIB, e eu acho que essa previsão tem alguma validade.

Por exemplo, a turma do Ministério da Economia sabe melhor do que ninguém qual o investimento contratado para o PIB em 2022. O ministro Paulo Guedes afirmou que os investimentos contratados nas concessões seriam da ordem de R\$650 bilhões, o que representa quase 8% do PIB. Somados à depreciação ocorrida nos investimentos, mais os investimentos normais em capital, isso nos colocaria um valor superior a 20% do PIB. Agora, com a aprovação do Auxílio Brasil que vai impactar a demanda, mais o consumo de Estados e Municípios que cresce para reeleger os Governadores, além do crescimento de setores que estão atrasados na saída da pandemia, como serviços, restaurantes, shopping centers, acredito que o crescimento estará entre 1% e 2% no próximo ano.

Mudanças no portfolio

Acreditando em nossa análise, buscamos aumentar a exposição em setores que demoraram a sair da pandemia com investimentos em Anima, IMC e Natura. Também, fizemos uma redução pontual na carteira de Long/Short com compra de BOVA11, que replica a performance do Ibovespa.

Em um movimento agressivo, nós trocamos Vale por Natura comprando quase a mesma posição que tínhamos há 10 meses atrás por uma fração do preço, apesar de todas as aquisições que eles fizeram. Fizemos alguns ajustes nas posições de CCR, Itaúsa. Na Petrobrás, conseguimos trocar as ações ON para as PN com um spread de 1,103 para aumentar o ganho com os dividendos, que deverão ser pagos após a próxima assembleia.

Algumas considerações sobre a carteira. Tenho acompanhado a bolsa desde 1993, quando fiz a minha primeira aquisição de um fundo. Acredito que a bolsa brasileira está em seus menores níveis históricos. Uma evidência desse fato, é que os estrangeiros não param de entrar na Bolsa procurando barganhas. Um fator adicional é que o P/L (preço/lucro) da bolsa atingiu seus níveis mais baixos, atingindo em trono de 7x, o que é muito barato considerando que o P/L da bolsa americana é em torno de 25x. Desta forma, aumentamos nossa exposição em ações que estavam muito descontadas na bolsa, com a expectativa de que, se o PIB crescer como consideramos, nossa carteira capturará esse movimento agregando retorno para nossos cotistas.

Período	Carteira	Ibovespa	(-) Ibovespa
3 meses	12,96	8,35	4,609
6 meses	-5,43	-7,93	2,497
12 meses	14,70	-2,54	17,238
24 meses	-16,05	-1,42	-14,629
36 meses	17,14	15,14	1,999