

Análises de Conjuntura - Copom (05/05/22)

Resumo: O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil (BCB) decidiu por unanimidade, elevar a taxa Selic em 1 ponto percentual, para o patamar de 12,75% ao ano. No comunicado, o BCB ressaltou que o ambiente internacional segue se deteriorando, principalmente devido a fatores relacionados a nova onda de Covid-19 na China e da guerra na Ucrânia. Além disso, a continua o movimento de elevação substancial de juros em diversas economias avançadas. No cenário doméstico, segundo o BCB, as últimas medidas de inflação mostram que o processo de elevação nos preços continua disseminado tanto nos componentes mais voláteis, como é o caso de preços de energia e de alimentos, como nos itens mais sensíveis ao ciclo econômico, como é o caso dos preços de serviços. O BCB projeta que o IPCA encerre em 7,3% em 2022 e em 3,4% em 2023. Para a próxima reunião, o comitê antevê uma nova elevação de juros, mas de magnitude menor do que o aumento atual.

O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil (BCB) decidiu por unanimidade elevar a Taxa Selic em 1,00 ponto percentual, para o patamar de 12,75% ao ano. Em termos de magnitude, o ciclo de alta de juros que se iniciou em março de 2021 já acumula 1075 pontos-base. Nesse novo patamar de Selic nominal e considerando a inflação em 12 meses medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - 15 (IPCA-15) encerrado em abril, a taxa de juro real de curto prazo da economia está em torno de 0,64%.

O primeiro destaque do Copom foi a contínua deterioração das condições financeiras globais, em especial nas economias avançadas. Esse é um dos principais vetores da atual conjuntura monetária brasileira. O processo inflacionário global mostrou-se persistente ao longo dos últimos meses, diferente do previamente esperado pelo mercado global, onde o pico seria no fim do ano passado. A decomposição dos índices de preços ao consumidor de economias avançadas no gráfico 1 abaixo mostra os principais vetores. Em primeiro lugar, uma presença relevante dos preços de serviços. Esse componente está intimamente ligado ao processo de crescimento econômico global. Os governos e bancos centrais

dessas economias foram agressivos na expansão fiscal e monetária desde o início da pandemia de Covid-19. A taxa de emprego e o nível de renda já superou o patamar pré-pandemia na economia norte-americana e está próximo desse patamar na Europa. Ou seja, a demanda das famílias por bens e serviços permanece elevada e por isso a inflação mais persistente nos preços de serviços. Um segundo vetor da inflação global advém dos preços de *commodities* alimentícias e energéticas. Em 2021, o Índice Geral de *Commodities* do Fundo Monetário Internacional (FMI) teve uma alta de 49%. As *commodities* alimentícias subiram 25% e as energéticas 103%. Em 2022, o avanço do índice geral já está em torno de 29%. Alimentos e energia já acumulam alta de 14% e 40%, respectivamente. Nesse período o avanço foi explicado pelo rápido crescimento da economia global e após março, pelo conflito militar no leste Europeu entre Ucrânia e Rússia, que tem adicionado ainda mais volatilidade no cenário.

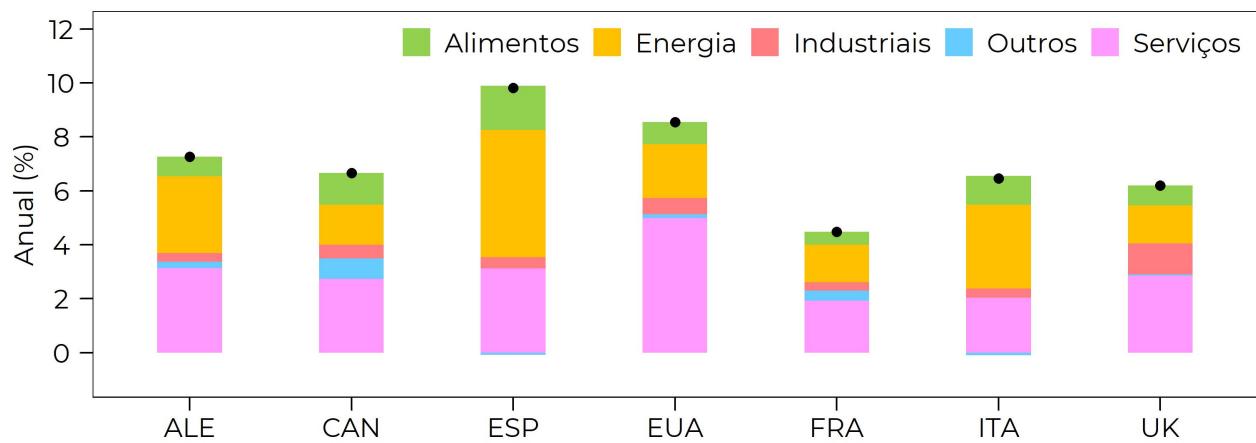


Figura 1: Índice de Preços ao Consumidor em Economias Avançadas

Diante dessa perspectiva inflacionária deteriorada, os bancos centrais estão avançando no processo de normalização da política monetária para um território contracionista. No caso do Federal Reserve (Fed, banco central norte-americano), a taxa alvo dos Fed Funds foi elevada de 50 pontos-base na última reunião, no dia 04/05/2022, para o intervalo de 0,75% a 1,00%. O mercado norte-americano espera que até o final de 2022, a taxa de juros chegue no patamar de 3%. Em paralelo a esse fato, o Fed também está reduzindo o nível do seu balanço patrimonial de liquidez injetado mensalmente nos mercados financeiros norte-americano, chamado de *quantitative tightening* (QT). Será vendido mensalmente US\$ 30 bilhões em *Treasuries* por 3 meses e depois passará para US\$ 60 bilhões. Para os *mortgage-backed securities* (títulos hipotecários), a venda será de US\$ 17 bilhões mensais por 3 meses e US\$ 35 bilhões após esse período. O balanço patrimonial total do Fed atualmente está em US\$ 9 trilhões.

Em resumo, o *front* externo continua impactando negativamente as expectativas domésticas para a política monetária. A normalização da política monetária

global para patamares mais restritivos adiciona prêmio de risco nas economias emergentes.

No Brasil, a inflação ao consumidor medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) continua apresentando uma deterioração significativa. O IPCA anual encerrado em março está em 11%. Dessa taxa, 4 p.p. são do grupo preços administrados, 3 p.p. de preços industriais, 2 p.p. dos alimentos e 2 p.p. dos preços de serviços. Isso demonstra de fato que o processo de inflação está difundido em diversas categorias de preços. Em 2022, na média 75% dos subitens do IPCA estão tendo uma elevação, contra uma taxa de 66% em 2021. Em 2015, quando também estávamos vivendo um processo inflacionário, a taxa foi de 70%. Isso demonstra a complexidade do cenário.

O BCB ressaltou no comunicado após o Copom, que na avaliação do comitê o balanço prospectivo para a inflação é simétrico, ou seja, existem riscos altistas e baixistas para os preços de magnitudes proporcionais. Em nossa avaliação, o comitê equivoca-se. Atualmente, o balanço inflacionário é assimétrico para o risco ainda mais altista de preços. O comitê ressalta que a atividade econômica pode reduzir a inflação. A desaceleração do crescimento da economia brasileira é um fato que vem ocorrendo. Porém, existe um grau de defasagem relevante até isso provocar queda na demanda e como consequência menos aumento de preços. Outro fato levantado pelo Copom é uma possível queda brusca de preços de *commodities*. Também não parece ser o cenário de mercado. No *Commodity Markets Outlook* de abril/22 do Banco Mundial, espera-se que a inflação de *commodities* continue significativa para além de 2022.

No gráfico 2 abaixo observamos um pouco do quadro monetário atual. A taxa Selic nominal no patamar de 12,75%, a Selic real em 0,64% e a Selic Real Neutra¹ em torno de 2,73%. O avanço do juro real deverá ser significativamente maior do que a taxa real neutra ao longo de 2022.

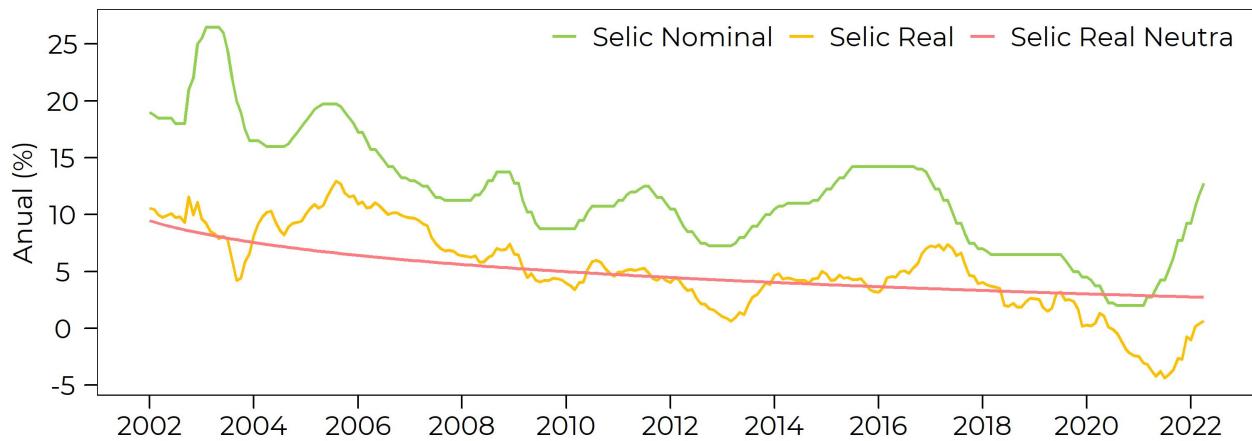


Figura 2: Taxa Selic Nominal, Real e Neutra

¹Uma estimativa de Selic Real de longo prazo que não cria nem pressões positivas e nem negativas sobre o IPCA.

Acreditamos que o BCB tenha sido leniente com a atual conjuntura inflacionária em sua comunicação. Além disso, não acreditamos que o BCB conseguirá cumprir a meta de inflação estipulada para 2022 e cada vez mais cria-se condições para o não cumprimento também em 2023. Nossas expectativas atuais para o IPCA estão em 9,3% para 2022 e 4,2% para 2023. A reancoragem das expectativas inflacionárias de prazos mais longos não deve ocorrer no curto prazo. O mercado especifica em média uma inflação de 4,5 pontos percentuais acima do centro da meta para o prazo de 5 anos.

Atualmente esperamos que o Copom elevará a Selic em 0,75 p.p. na reunião do dia 15/06/2022 e mais 0,25 p.p. na reunião de 03/08/2022. Encerrando o ciclo de alta em 13,75%. Ainda com um grau de incerteza elevado, não esperamos mais mudanças dessa taxa terminal até o final de 2022.