

14/04/2022 10:15:07 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY: INFLAÇÃO E JUROS, COPOM EM SINUCA DE BICO



O IPCA de março de 1,62%, acumulando 11,3% em 12 meses, é a maior surpresa da inflação dos últimos vinte anos, superando em 0,18 ponto percentual o teto das projeções da pesquisa do **Broadcast**. O número pode ter acendido a luz amarela no Copom e dificultar o encerramento do ciclo de altas da Selic que o Banco Central vem planejando, para a sua próxima reunião. Nesse artigo, apresento projeções de inflação baseados em dois modelos distintos. Com base nessas projeções e nas expectativas do mercado, prevejo a Selic em 13,25% no final do ano.

Como já expliquei em artigo recente do Broadcast, estamos vivendo uma sequência de choques nos preços em todo o mundo. Primeiramente, devido a Covid-19, houve o aumento na demanda de produtos industriais na esteira da impossibilidade de consumo de serviços e com alguns problemas na produção também causada pela pandemia, os preços desses produtos dispararam. A grande resposta mundial de política econômica provocou também uma disparada dos preços de commodities alimentícias e energéticas (puxadas também pela maior demanda de energia do setor industrial).

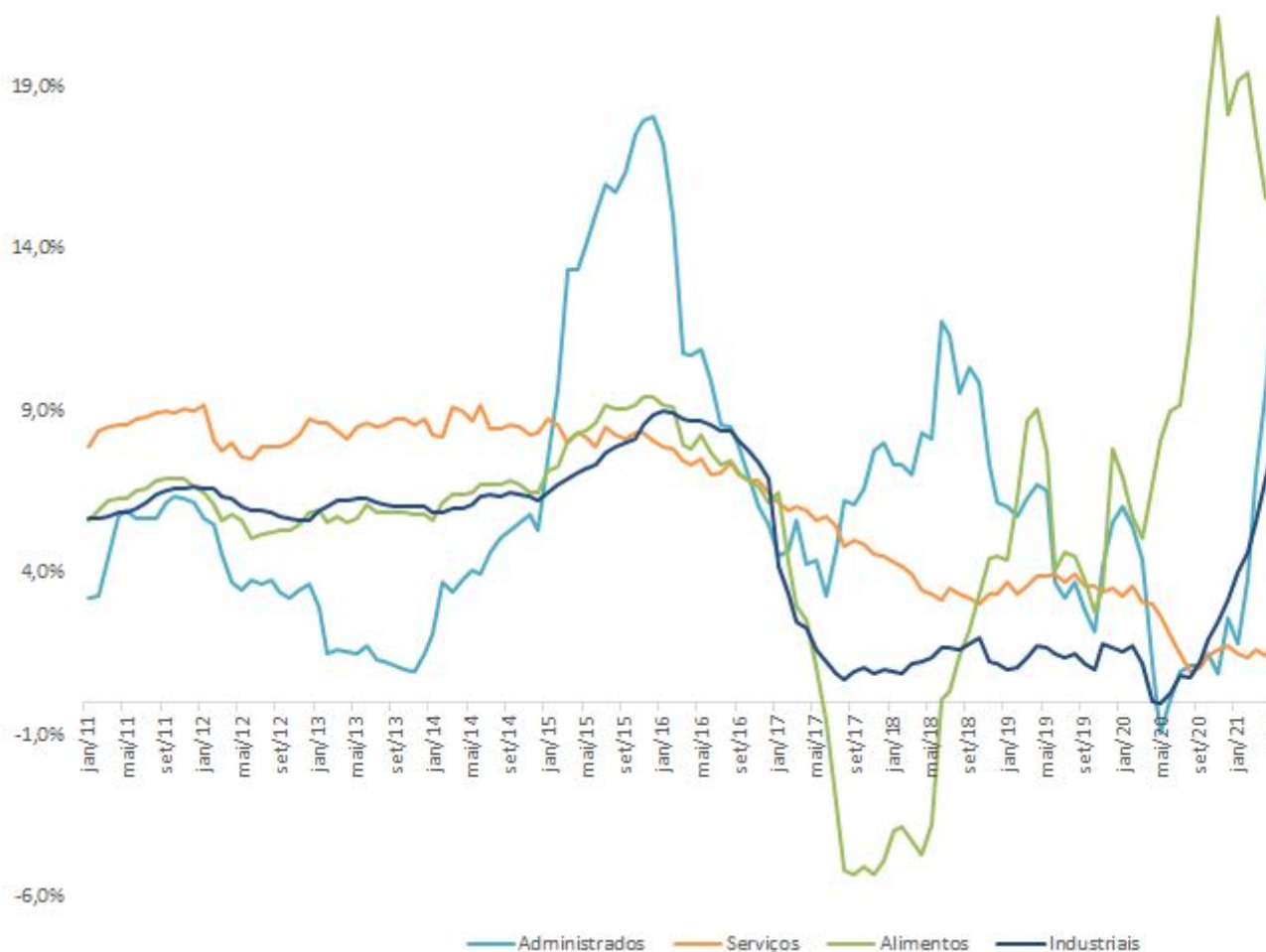
Um segundo choque, especificamente no Brasil, foi a falta de chuva no verão de 2020/21, causando diminuição do nível das represas, o que fez com que fosse usada a energia das térmicas, que são muito mais caras. E a cereja do bolo foi a invasão da Ucrânia explodindo preço do petróleo, do gás natural, do trigo e do milho, causando um terceiro choque, que ainda está em curso.

Em relação ainda ao IPCA de março, o aumento foi muito concentrado em combustíveis (já esperado, mas com maior repasse para a bomba) e alimentação no domicílio (pães e óleo de soja). A recente apreciação do real pode ajudar a inflação nos próximos meses. Porém, o repasse do câmbio é mais forte nos preços ao atacado e os IPAs agrícola e industrial da FGV ainda não mostraram o efeito do câmbio. O IPA-DI agrícola mostrou alguma redução desde a divulgação do IPA-M, de 3,22% para 2,28%, mas o industrial acelerou de 1,59% para 3,02% no intervalo de 10 dias. Há uma correlação fortes desses IPAs com a inflação dos produtos industriais, que subiu 1,21% em março e dos alimentos no domicílio com alta de 3,24%.

14/Abr/2022 18:39

É esperada uma desaceleração da inflação nos próximos meses, pois em abril já virá a bandeira verde na eletricidade e alta da gasolina do meio de março sairá do índice. Mas dados os níveis ainda muito altos do IPAs agrícola e industrial, alimentos e preços industriais ainda demorarão a reduzir significativamente. Abaixo, há um quadro com os grupos desagregados, mostrando a inflação acumulada em 12 meses dos grupos alimentação no domicílio (13,7%), preços industriais (13,4%) e preços administrados (14,9%) e serviços (6,3%).

Inflação Desagregada



A surpresa inflacionária de março deve afetar as projeções dos economistas. Com os servidores do BCB em greve, a expectativa dos Focus não tem sido divulgada. Para efeitos de política monetária, as expectativas de inflação de 2023 são mais relevantes. No Relatório Focus do final de março, essa projeção estava em 3,8% e agora pode estar até acima de 4%, o que é um problema, pois mostra que os agentes econômicos estão dando pouco crédito à resposta de política monetária do Banco Central para colocar a inflação na meta em 2023.

Para efeitos comparativos, apresento dois modelos completamente diferentes para projeção de inflação. O primeiro desagrega o índice em quatro grupos apresentados no gráfico acima. Os preços industriais e os alimentos no domicílio dependem dos índices de inflação ao atacado e do preço da commodities e as projeções destes grupos em 2022 somam 8,7% e 16% respectivamente. Em 2023, os alimentos batem 6,3% e o industriais 4,6%. Já o preço dos serviços é mais inercial, dependendo da inflação passada e do com o

hiato do produto, somando 6% esse ano e 5,7% no próximo. A inflação dos preços administrados é feita por fora e próxima ao consenso de mercado. Com base nesse modelo desagregado, temos a inflação total atingindo 8% em 2022 e reduzindo para 5% no próximo ano. O gráfico acima mostra na linha tracejada a projeção desse modelo desagregado.

O segundo é o modelo de pequeno porte, que desagrega a inflação apenas em inflação dos preços livres e dos administrados, similar ao usado pelo BCB nas suas projeções. Com base nesse modelo, a inflação atinge 7% em 2022 e 3,4% no próximo ano, com a inflação dos preços livres sendo 6,1% em 2022 e o apenas 2,9% em 2023. Já o reajuste dos preços administrados somando 8,1% em 2022 e 4,6% em 2023. A vantagem desse modelo pequeno é que projetando diferentes taxas de juros, vemos o resultado em termos da inflação. Quando os juros sobem, há uma desaceleração da economia, apreciação do câmbio e queda potencial da expectativa de inflação. No modelo desagregado, não é possível quantificar esses mecanismos de transmissão da política monetária atuando na inflação.

Ao se aplicar os modelos uma trajetória endógena dos juros (regra de Taylor) com a Selic no topo do ciclo em 12,75% e terminando 2023 em 9,5% (Focus 9%), a inflação de 2023 ficaria em 3,4%, bem próxima meta de 3,25% e abaixo da meta de 3% de 2024. O aperto monetário embutida nessa curva de juros impede que o hiato do produto volte para o equilíbrio antes de 2026. No final de 2025, mesmo com a Selic em 6%, o hiato do produto ainda fica 2% negativo.

Mesmo com o exercício acima apontando que os juros em 12,75% já seriam suficientes para a inflação convergir, além disso, a própria sinalização explícita na ata e no relatório de inflação o desejo do BCB finalizar o ciclo de alta nesse nível, ainda pode haver mais uma alta na Selic no Copom de junho.

Na última na segunda feira (11/04), o presidente do BCB, Roberto Campos, disse que o Copom tem transmitido de forma mais transparente possível o enfrentamento de uma inflação mais persistente. Essa frase representou para o mercado um recado, que talvez o BCB deixe no próximo Copom a porta aberta para novos aumentos da Selic em junho. Dado que o meu modelo desagregado ainda aponta para uma inflação muito alto nesse ano (8%) e no próximo (5%) e as expectativas do mercado de 2023 não devem parar de subir nos próximos meses, prevejo mais um aumento de 50 pontos-base no Copom de junho com a Selic fechando o ciclo de alta em 13,25%.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central.

Os artigos publicados no **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores.