

17/03/2022 14:00:20 - AE NEWS

## ARTIGO/MARCELO KFOURY: GUERRA E PREÇOS: DILEMAS DA POLÍTICA MONETÁRIA



O Banco Central do Brasil (BCB) foi um dos primeiros a mudar o diagnóstico, negando que a inflação era transitória e começou a ajustar a política monetária há exatos doze meses. Porém, o choque de commodities, devido à invasão da Ucrânia, traz novos desafios ao combate à inflação. Um antigo lema diz que, em face de grandes incertezas, o melhor é ser gradual com a política monetária. Portanto, no curto prazo, mesmo com um quadro inflacionário mais grave do que estava na reunião de fevereiro, o BCB resolveu, mesmo assim, seguir o seu plano de voo de desacelerar o ritmo de ajuste da Selic. Nesse artigo, traço um roteiro, que pode servir de base para as decisões de política monetária.

No regime de metas para a inflação, o grande segredo é não perder a ancoragem das expectativas de médio prazo. Quando há um choque de grandes dimensões, é necessário aceitar o ajuste dos preços relativos e enfrentar os efeitos de segunda ordem. Portanto, se há um grande aumento do petróleo, o trabalho da política monetária é evitar que todos os preços sejam afetados e impedir que se ajustem na mesma proporção do choque inicial.

Na verdade, estamos vivendo uma sequência de choques nos preços. Primeiramente, devido à covid-19, houve, a nível mundial, aumento na demanda de produtos industriais na esteira da impossibilidade de consumo de serviços. E, com alguns problemas na produção também causados pela pandemia, os preços desses produtos dispararam. A grande resposta de quase todos os países em termos fiscais e monetários provocou também uma disparada dos preços de commodities alimentícias e energéticas. O próprio petróleo iniciou 2021 em US\$ 50 o barril e terminou acima de US\$ 80.

Um segundo choque, especificamente no Brasil, foi a falta de chuva no verão de 2020/21, causando a

17/Mar/2022 14:47

diminuição do nível das represas, o que fez com que fosse usada a energia das térmicas, muito mais cara. A energia elétrica aumentou 21% em 2021 para os consumidores.

Para complicar ainda mais a situação na inflação em todos os países, a Rússia invadiu a Ucrânia, explodindo os preços do petróleo, do gás natural, do trigo e do milho, causando um terceiro choque, cujo tamanho e duração ainda é impossível de se prever.

O quadro abaixo mostra a evolução das principais variáveis no intervalo entre o Copom de fevereiro e o de março. Claramente houve uma piora no quadro inflacionário. Tanto a inflação corrente continua muito elevada como também todas as projeções de inflação do quadro apresentaram alguma piora. O consenso da inflação de 2023 já está quase 50bps acima da meta e a própria projeção do BCB subiu de 3,2% para 3,4% no cenário de referência.

### Quadro comparativo entre reuniões do Copom

Dados	Fevereiro	Março
<b>Atividade</b>		
Prod. Indust mm3m %	-1,7	0,5
Varejo Ampliado mm3m %	-2,7	0
IBC-BR mm3m %	-0,43	0
Conf. Indústria	98,4	96,7
Exp(PIB) 2022 %	0,3	0,49
Exp(PIB) 2023 %	1,55	1,43
Desemprego %	12,4	11,8
<b>Inflação</b>		
Exp(Inf) 2022 %	5,38	6,45
Exp(Inf) 2023 %	3,5	3,7
Exp(Inf) 12 meses %	5,29	5,67
Proj do BCB 2023 %	3,2	3,4
Média Mensal Núcleos %	0,87	0,99
<b>Financeiros</b>		
Câmbio USD/BRL	5,26	5,1
Risco CDS 5 anos	224	222
Commodities CRB	560	568
Juros 5 anos %	11,1	12,3
Juros reais ex-ante de 1 ano %	6,6	7,1

Olhando apenas para o cenário seria difícil fazer um caso para justificar uma desaceleração do aumento do Selic. Porém o próprio Copom tinha sinalizado na ata anterior uma disposição de diminuir o ritmo. Geralmente nesses casos o mercado tem mais dificuldade em antecipar o movimento, pois há boas razões para manter o

ritmo de ajuste ou desacelerá-lo.

As projeções de inflação de alguns economistas já estão no intervalo de 6,5-7% em 2022, mesmo supondo que o ajuste da gasolina não seja completo, portanto, ainda prevendo reajuste de administrados bem menores do que os 9,5% que o BCB colocou na ata de março, quando o petróleo, ainda muito volátil, estava ao redor de US\$100/barril. Com esse ajuste nos administrados, a projeção do BCB superou a expectativa do mercado para 2022.

Não é objetivo desse artigo analisar se o governo deveria ou não permitir que os derivados do petróleo seguissem ou não o preço internacional. Assumo que alguma forma de amenizar o reajuste será seguida. A defasagem da gasolina nacional para a internacional praticamente foi extinta com o aumento anunciado na quinta-feira (10/03) de 18,7%. Porém é quase impossível saber quanto do reajuste da gasolina e do gás de cozinha o Copom já tinha colocado na sua projeção dos administrados.

Os preços das commodities aparentam estar apresentando características de bolha, com o CRB tendo crescido 77% desde abril de 2020. Em 2022, as commodities já subiram 8%, sendo 3,2% desde o início da guerra. No intervalo do Copom entre fevereiro e março, o preço das commodities apresentou apenas ligeira alteração. O fim dos estímulos fiscais e monetários nos principais países e a desaceleração mundial com o efeito bumerangue das sanções à economia russa devem diminuir a demanda por esses produtos eventualmente e estourar a bolha. A desaceleração do crescimento chinês e uma nova onda de covid também podem derrubar o preço das commodities metálicas.

Em relação ao câmbio, é relevante observar que no ano passado, mesmo com o aumento das commodities em cerca de 37% segundo o IC-BR, o câmbio ainda se depreciou cerca de 8%. Já desde o início do ano até agora, o câmbio está respondendo ao aumento das commodities e à entrada de capital para a bolsa brasileira, e já se apreciou cerca de 9%. O câmbio mais apreciado pode mitigar o efeito do aumento dos preços das commodities, mas sempre há o risco de a aversão ao risco disparar com a guerra e o câmbio brasileiro voltar a depreciar.

Já os juros de um ano à frente subiram cerca de 60bps desde o primeiro dia do conflito, ficando acima de 13% pela primeira vez desde 2015. Ao se descontar dos juros a expectativa de inflação em 12 meses, a taxa de juros reais se encontra acima de 7%, sendo o maior valor desde 2016 e colocando a política monetária em território altamente contracionista. Os dados de atividade do quadro comparativo mostram ainda que os efeitos desses juros reais não foram inteiramente sentidos pela economia real, mas as projeções indicam crescimento quase zero no presente ano e próximo ao potencial em 2023.

O fato de o Copom já ter subido tanto os juros no ciclo de aperto monetário deu à autoridade monetária mais tempo para analisar os efeitos inflacionários do evento do Leste da Europa. Além disso, uma outra razão importante para a desaceleração é que o mercado a comprou. Neste caso, houve uma circularidade, pois o BCB indicou que desejaria subir 100 bps, colocando o mercado a esperar esse resultado. Agora o Copom não quer surpreender o mercado, então, subiria os juros de 10,75% para 11,75%. Se houvesse uma forte expectativa do aumento de 150 bps por parte dos agentes de mercado, o Copom provavelmente não teria diminuído o ritmo para 100 bps. Portanto, dado o fato de estar adiantado no ajuste da política monetária e o fato do mercado esperar a redução, o Copom optou por elevar a Selic para 11,75%.

De qualquer maneira, segundo os meus modelos de regra monetária automática, a chamada regra de Taylor, para a inflação convergir para a meta de 3% em 2024, a Selic teria que cair mais lentamente do que esperado pelo Focus. O meu exercício sugere que a Selic esse ano atinja 12,75% como máximo do ciclo em 2022 e termine o ano de 2023 em 11,75%, substancialmente acima de 8,75% do consenso da Focus. Se seguisse a

17/Mar/2022 14:47

Selic sugerida pelo consenso, a inflação de 2023 seria 4% e a de 2024, 3,36%, ligeiramente superior à meta de 3%.

Concluindo, dado o aumento da incerteza com a situação mundial, o comunicado pós-reunião do Copom apresentou um outro cenário de inflação, chamado de alternativo, com redução do preço do petróleo conforme a curva futura precifica, a que ele atribui até maior probabilidade de ocorrer. Neste cenário, a projeção de inflação de 2023 está em 3,1%, abaixo da meta de 3,25%. Portanto, se o mundo convergir para commodities mais baixas, prevejo apenas mais um último aumento de 100bps, com a Selic fechando o ciclo em 12,75%, o que parece ser o novo plano de voo. Já se a guerra se estender e o petróleo se elevar muito acima do US\$100/barril, pode haver uma sequência maior de novos aumentos, com a taxa terminal se aproximando de 14%.

*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.