

Esquenta do Copom

Desafios crescentes



Caio Megale

Chief economist

caio.megale@xpi.com.br

Destaques

- A análise dos dados desde o último Copom aponta para uma pior perspectiva de inflação, por conta da alta de preços de commodities, inflação corrente elevada e atividade econômica levemente melhor que o esperado. A menor pressão no câmbio alivia parcialmente o quadro;

- Nossas simulações replicando o modelo do Copom sugerem elevação da projeção para o IPCA de 2022 de 5,2% para 6,4%, e de 2023 de 3,2% para 3,4%;

- Esperamos elevação de 1,0pp na taxa Selic nesta reunião. Para frente, considerando a incerteza gerada pela guerra da Ucrânia e o aperto monetário já implementado, acreditamos que seria prudente o Copom deixar as portas abertas para a próxima reunião ao invés de sinalizar outra alta de mesma magnitude.

Hawk-Dove Heatmap: perspectivas para inflação seguem piorando

A maioria das informações divulgadas desde a última reunião do Copom, reunidas em nosso "Hawk-Dove Heatmap", aponta para uma pior perspectiva de inflação.

Primeiro, os preços das commodities dispararam depois que a Rússia invadiu a Ucrânia. O CRB All-Commodity Index mostra elevação de 27% no acumulado do ano. Alguns dos principais responsáveis pela alta são produtos com impacto direto na inflação ao consumidor, como petróleo Brent (51% acc. ano), milho (29% acc. ano) e trigo (41% acc. ano). Ainda é cedo para dizer que a alta de preços vai durar por muito tempo. Mas, aos olhos de hoje, ela representa um relevante choque inflacionário para a economia global.

Em segundo lugar, os dados de inflação mais recentes continuam rodando em níveis bastante elevados. A média dos núcleos do IPCA de fevereiro ficou em 1%, ou impressionantes 12% em termos anualizados, o mesmo patamar de janeiro. Não há sinal de que o aperto monetário implementado pelo banco central desde março do ano passado esteja desacelerando a inflação.

Terceiro, os números da atividade econômica sugerem demanda final um pouco melhor do que o esperado. O PIB do 4T21 cresceu 0,5% T/T-1 (1,6% A/A), praticamente em linha com nossa estimativa (0,4% T/T-1; 1,5% A/A) e acima do consenso de mercado (0,1% T/T-1; 1,1% A/A). A absorção doméstica cresceu 0,7pp na margem, com bom desempenho de todos os componentes. Além disso, as vendas no varejo de janeiro também ficaram um pouco acima das projeções.

Como consequência desses fatores, as expectativas de inflação continuam em alta, para 2022 e 2023.

Do lado mais benigno, a taxa de câmbio se valorizou 7,3% desde a última reunião do Copom. Embora não seja suficiente para compensar o choque global das commodities, é uma boa notícia que a correlação positiva entre o real e os preços das commodities esteja de volta.

Por fim, os reservatórios continuam em bons níveis, confirmando que os preços da energia elétrica devem cair ao longo do ano.

Tudo considerado, os membros do Copom provavelmente estão agora mais preocupados com as perspectivas de inflação do que estavam em sua última reunião.



Hawk-Dove Heatmap*

Variáveis	ago-21	set-21	out-21	dez-21	jan-22	mar-22	Comentário
Câmbio (Ptax)	5,2	5,3	5,6	5,7	5,4	5,0	Volta da correção com commodities é boa notícia
Juro real ex-ante (%)	3,1	3,7	5,5	6,1	6,7	7,3	Segue em alta expressiva, condições financeiras piores
PIB 2022 (% Focus)	2,1	1,6	1,4	0,5	0,3	0,5	Demanda final um pouco melhor
PIB 2023 (% Focus)	2,5	2,2	2,0	1,9	1,5	1,4	Piorou na margem
Hiato do PIB	-2,0	-1,8	-1,7	-1,7	-1,8	-1,7	Deve ficar aberto por mais tempo, com atividade fraca
IPCA acc. 12m (%)	8,4	9,7	10,3	10,7	10,1	10,5	Inflação corrente pressionada e difusa
Núcleo IPCA mm3m anualizada (%)	8,1	9,0	9,8	9,3	8,5	9,8	Sem alívio algum
IGP-M acc. 12m (%)	35,8	31,1	26,9	18,9	17,8	18,2	Pressão de custo adicional no pipeline
IPCA 2022 (Focus, %)	3,81	4,10	4,4	5,2	5,4	6,5	Piorou com novo choque de commodities
IPCA 2023 (Focus, %)	3,25	3,25	3,3	3,5	3,5	3,7	Divergindo da meta
CDS (bps) - 5 anos	178,0	196,9	227,4	222,2	213,1	223,4	Estabilizou, em patamar alto para o histórico recente
Treasury 10y (%)	1,3	1,4	1,6	1,4	1,8	2,1	Juros em alta adiante
Brent US\$	76,3	75,3	86,2	71,9	89,9	111,0	Voltou a subir, para as máximas em 14 anos
CRB CMDT Index	562,2	555,5	568,3	568,8	584,0	628,0	Commodities em geral subindo, para além do petróleo
Ocupação dos leitos UTI	49,9	32,6	27,5	36,0	64,0	41,0	normalizando.
Mortes por Covid (mm7d)	987,0	532,0	337,0	214,0	627,0	653,5	normalizando.
Mobilidade - Google - Varejo e Lazer	-10,0	-7,0	-3,0	1,0	-6,0	-5,0	normalizando.
Reservatórios SE/CO (%)	26,1	19,9	17,2	19,6	33,6	59,2	Deflação de energia é certa

*A definição das tonalidades leva em conta a evolução histórica do indicador, e um componente julgamental da equipe XP Economia

Modelo do BCB: Projeções para IPCA de 2022 e 2023 sobem com alta de preços de commodities e expectativas

Na última reunião do Copom, as projeções para a inflação no cenário de referência eram de 5,4% para 2022 e 3,2% para 2023. Desde então, o cenário apresentou várias mudanças, como vimos no *heatmap* acima. Isso refletirá também nas projeções para o IPCA no cenário base.

A mediana das expectativas para a taxa Selic no boletim Focus subiu de 11,75% para 12,75% em 2022 (fim de período) e de 8,00% para 8,75% para 2023 desde o último Copom. A taxa de câmbio apreciou e passou de R\$5,45/US\$ para R\$5,05/US\$; e a expectativa de inflação, também coletada no boletim Focus, passou de 5,4% para 6,5% em 2022, e de 3,5% para 3,7% em 2023.

Enquanto a apreciação do real e alta de juros contribuem para a queda da inflação em 2022, a elevação das expectativas e preços de commodities (medidos pelo CRB) agem na outra direção. O efeito líquido sobre a inflação dos preços livres é de +0,64pp.

A projeção de preços administrados também deve subir, de 6,6% para 8,2%, devido à alta no preço de petróleo e incorporação da alta de preços promovida pela Petrobras na gasolina.

O resultado é elevação da projeção do IPCA para 2022 no cenário base para 6,4%, antes em 5,4%.

Por um lado, a elevação da Selic de 2022 e 2023 e o real mais apreciado reduzem a projeção para o IPCA no fim de 2023: -0,34 pp. Por outro, a maior inércia e alta das expectativas de 2023 elevam a projeção em 0,34 pp. Corrigindo os preços administrados pela inércia, estes avançam de 5,4% para 6,2%.

Dessa forma, a projeção para o IPCA de 2023 sobe de 3,2% para 3,4% no modelo base do BC, segundo nossas estimativas

Banco Central do Brasil: Cenário Base						
	2022			2023		
	Copom anterior	Este Copom	Impacto no IPCA	Copom anterior	Este Copom	Impacto no IPCA
Preços livres (I)	5,0	5,9	0,64	2,5	2,5	0,00
Câmbio	5,5	5,1	-0,73	5,5	5,1	-0,04
CRB	583,7	627,3	0,59	-	-	
Selic Focus (fim do ano)*	11,75	12,75	-0,03	8,00	8,75	-0,30
Expectativas*	5,4	6,5	0,66	3,5	3,7	0,15
Surpresa corrente/Inércia	-	-	0,00	-	-	0,19
Preços administrados (II)	6,6	8,2	0,39	5,4	6,2	0,21
IPCA (I + II)	5,4	6,4	1,03	3,2	3,4	0,21

* Boletim Focus- período de referência 11 de março de 2022

Implementação de Política Monetária e Comunicado: um agora e outros adiante

Acreditamos que o Copom elevará a taxa Selic em 1pp nesta semana, para 11,75%. É um ritmo mais lento do que nas duas reuniões anteriores, conforme explicitamente sinalizado na comunicação oficial do Copom. Mas ainda é um passo de magnitude historicamente elevada, especialmente considerando que a taxa básica já está em nível contracionista.

Considerando a incerteza gerada pela guerra da Ucrânia e o aperto monetário já implementado, acreditamos que seria prudente o Copom deixar as portas abertas para a próxima reunião ao invés de sinalizar outra alta de mesma magnitude.

Uma possível redação para os parágrafos de política do comunicado pós-reunião seria:

Considerando o cenário de referência, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 1,050 ponto percentual, para 11,75% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário de referência e um balanço de riscos de variância maior do que o usual para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para as metas ao longo do horizonte relevante, que inclui o anos-calendário de 2022 e, em grau maior, o de 2023. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

O Copom considera que, diante do aumento de suas projeções e do risco de desancoragem das expectativas para prazos mais longos, é apropriado que o ciclo de aperto monetário continue avançando significativamente em território contracionista. O Comitê enfatiza que irá perseverar em sua estratégia até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas.

Em relação aos seus próximos passos, o Comitê antevê a continuidade do processo de ajuste monetário. Diante das incertezas ainda maiores geradas pelos recentes desdobramentos geopolíticos, o ritmo do ajuste deverá se adequar à evolução do cenário, de forma a assegurar a convergência da inflação para suas metas, levando em consideração o estágio do ciclo de aperto, bem como o balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante da política monetária, como mais adequada, neste momento, a redução do ritmo de ajuste da taxa básica de juros. Essa sinalização reflete o estágio do ciclo de aperto, cujos efeitos cumulativos se manifestarão ao longo do horizonte relevante. O Copom enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados para assegurar a convergência da inflação para suas metas, e dependerão da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante da política monetária.



Cenário XP: Juros altos por mais tempo

Entendemos que os impactos da guerra da Ucrânia, ainda que piorem as perspectivas para a inflação, não mudarão muito o plano de voo do BCB quanto à taxa terminal de juros. Como entendemos que os juros já estão em patamar “significativamente contracionista”, é mais provável que a autoridade monetária leia este evento como um choque de oferta, e aceite a inflação mais alta por algum tempo. Mantivemos nossa projeção para o pico da Selic em 12,75%.

Em contrapartida, a alta renovada de custos deve exigir maior persistência da política monetária para garantir a convergência da inflação à meta. Entendemos agora que demorará mais até o BCB encontrar espaço para iniciar um ciclo de redução de juros, que deve começar somente em 2023.

Naturalmente, se o choque de commodities se mostrar mais intenso e prolongado do que o contemplado em nosso cenário - por exemplo, projetamos o preço médio do petróleo Brent este ano em 105 dólares o barril, como descrito aqui - o Copom pode optar por elevar a Selic para além dos 12,75% este ano.



Disclaimer:

Este relatório foi preparado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos") e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º na Resolução CVM 20/2021. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e análises políticas, e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra/venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra/venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A XP Investimentos não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. As opiniões, estimativas e projeções expressas neste relatório refletem a opinião atual do responsável pelo conteúdo deste relatório na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. A XP Investimentos não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e de informar o leitor. O responsável pela elaboração deste relatório certifica que as opiniões expressas nele refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais, e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação a XP Investimentos. Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida a sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos. A XP Investimentos não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710. Para maiores informações sobre produtos, tabelas de custos operacionais e política de cobrança, favor acessar o nosso site: www.xpi.com.br.