

Os Desafios para o Banco Central

O caminho será mais difícil na gestão da política monetária até o final deste ano, mas avalio que não foi surpresa o sinal do Banco Central de que prolongará a elevação da taxa básica de juros (Selic) . **Temos reiterado que as nossas previsões de inflação , de 8,27% em 2022 e também para 2023, seguem superiores** às projeções da média do mercado e do Bacen, e ainda , incorporam o risco do descumprimento do teto da meta do IPCA para 2023. De fato, não daria para estacionar os juros em 12,75% em 2022 !, enquanto **o diferencial das expectativas de inflação à meta não estabilizar**, e enfrentando uma inércia inflacionária ainda elevada.

Foi prudente a sinalização do Bacen de não se comprometer com qualquer intensidade de alta da taxa de juros nas próximas reuniões, apenas que o movimento é elevação da Selic. No nosso modelo com câmbio a R\$ 5,0/US\$, se o Bacen elevar a Selic no máximo em 13,75%, a inflação superaria 8% em 2022 e 5% em 2023. As opções estão na mesa.

Existem muitas incertezas também no cenário político acrescido de uma política fiscal com mais flexibilização, que vai gerar um déficit primário superior, e também da dívida pública como proporção do PIB. Há rumores que a regra do teto dos gastos públicos possa ser ajustada, sem contar a credibilidade arranhada com a aprovação da PEC dos Precatórios no final de 2021. De fato, não é um bom sinal para o Bacen, as tentativas de ampliação do gasto público permanente e sinais controversos na gestão da política de preços dos combustíveis.

As tentativas de retorno à heterodoxia podem gerar uma rigidez na curva futura de juros, com taxas elevadas para o financiamento do governo dos seus papéis. Para os próximos meses, avalio o peso do contágio do impacto da elevação das taxas de juros nos Estados Unidos será mais predominante na dinâmica dos preços dos ativos domésticos, na mesma linha que o prolongamento da guerra da Ucrânia e restrições à logística e na cadeia de suprimentos na China mantém sustentabilidade de preços das commodities em níveis elevados.

Avalio que estamos no prolongamento do choque de oferta, pelo terceiro ano consecutivo – desde 2020 - incorporando um ambiente mais restritivo de fluxos de capitais para emergentes e dólar ainda para cima no exterior. No contexto de inflação alta e resistente com reprecificação de elevações dos juros internacionais, a tendência **será de revisões adicionais para baixo da atividade global, e portanto, repercutindo em realocação de ativos no exterior**, que já está ocorrendo, saindo do mercado acionário para o segmento de renda fixa.

O cenário pretendido do Bacen de preço médio do barril do petróleo a US\$ 100 ainda não se consolidou no curto prazo. E com o retorno da pressão do dólar para cima no exterior, não podemos esperar contribuições relevantes desses fatores para desacelerar a inflação. É um cenário de maior volatilidade, infelizmente.

No tocante à atividade econômica, os indicadores do primeiro trimestre corroboram um cenário menos recessivo em 2022 do que esperava a média do mercado na virada de 2021 para 2022, mas também é um cenário de crescimento não superior à 0,5% a.a. para a taxa real do PIB, que tende a afetar a arrecadação, também abalada com mais renúncias nas últimas semanas.

Para o Bacen, o balanço de riscos piorou no segundo trimestre, com os núcleos da inflação e as medidas de disseminação de reajustes de preços ainda elevados para os padrões históricos. **Avalio que as projeções do cenário referencial do modelo do Bacen de um IPCA de 7,3% em 2022 e de 3,4% para 2023 deverão ser revistas para cima.**

No nosso cenário, os riscos de alta ou persistência da inflação com o cenário fiscal, político e das expectativas seriam mais elevados que os riscos da contribuição da atividade e das commodities para a desaceleração do IPCA. De fato, **acho muito difícil a convergência da inflação em 2023, pois nossa previsão da inflação estrutural (persistência) recentemente foi ajustada de 4,3% para 4,42%, enquanto a estimativa central do IPCA seria de quase 5% para 2023**, ou seja, ambos superiores à meta central.

São tempos difíceis, mas comparando com as crises cambiais e monetárias da década de 90, mas a situação externa brasileira está bem mais confortável no tocante ao financiamento do déficit em transações correntes, e além disso, **nos próximos meses antes da eleição presidencial, seria mais provável uma atuação mais incisiva do Bacen no câmbio** com o ajuste da política monetária internacional.