

- A inflação brasileira acumula alta de 11,73% nos 12 meses encerrados na divulgação do IPCA de maio;
- Os bancos centrais das principais economias dão seguimento ao cronograma de aperto monetário ao mesmo tempo que os riscos altistas para a inflação global se intensificam;
- **Esperamos que o COPOM eleve a meta Selic em 50 bps;**
- **Contamos ainda com mais 50 bps na reunião de agosto, encerrando o ciclo em 13,75%.**

## Inflação

O IPCA acumula alta de 11,73% nos 12 meses encerrados em maio/2022 e, no ano, mostra variação de 4,78%. Ainda que o último dado da inflação oficial tenha ficado abaixo do consenso, sua composição segue desfavorável sob as óticas subjacentes e de difusão. No curto prazo, o IPCA foi beneficiado pela redução da bandeira tarifária de energia elétrica, alívio temporário nos preços dos alimentos e pelo represamento dos reajustes dos combustíveis. Por outro lado, os preços de serviços são pressionados pelo fechamento do hiato e bens industriais seguem renovando suas máximas históricas.

**Até o final do ano, esperamos continuidade da tendência primária de desaceleração, puxada primordialmente por bens administrados e, em menor escala, por bens industriais. Para o primeiro, incorporamos nas nossas projeções os impactos da possível redução do ICMS sobre combustíveis e energia elétrica, reduzindo substancialmente a projeção para o ano. No segundo, esperamos algum grau de acomodação dos preços de commodities em moeda local. Por outro lado, serviços e alimentos devem seguir pressionados.**

Expectativa IPCA 2022 e 2023						
Ano	Câmbio	Selic (%)				
		13.25	13.75	14.25	14.75	15.25
2022	4.50	8.71	8.71	8.71	8.71	8.71
2023	4.70	4.91	4.85	4.79	4.73	4.67
2022	4.75	8.76	8.76	8.76	8.76	8.76
2023	4.95	4.99	4.93	4.87	4.81	4.74
2022	5.00	8.80	8.80	8.80	8.80	8.80
2023	5.20	5.07	5.00	4.94	4.88	4.82
2022	5.30	8.86	8.86	8.86	8.86	8.86
2023	5.50	5.16	5.10	5.03	4.97	4.90
2022	5.05	8.81	8.81	8.81	8.81	8.81
2023	5.05	4.94	4.88	4.81	4.75	4.69

**Nossas projeções de 8,8% para 2022 e 5,0% para 2023 contemplam riscos em ambas as direções.** Do lado alista, avaliamos a possibilidade de novos reajustes pela Petrobras no curto prazo, tendo em vista a defasagem de 45% em relação à paridade internacional (com dados até 10/06). Para o ano que vem, o efeito rebote das medidas tributárias de redução dos combustíveis pode distanciar ainda mais a inflação e suas expectativas do intervalo de tolerância da meta. Do lado baixista, avaliamos a possibilidade de alívios tributários mais acentuados sobre os combustíveis no curto prazo, com efeitos incorporados sobre os preços do diesel, etanol, gás de cozinha e gás natural. Para o ano que vem, uma redução aguda das commodities em real podem gerar desinflação significativa em alimentos e, principalmente, bens industriais, compensando os efeitos rebote supracitados.

Projeção IPCA	2022	2023
IPCA	8,8	5,0
Administrados	4,2	6,2
Livres	10,5	4,6
Alimentação no Domicílio	17,3	8,0
Industriais	9,8	2,6
Serviços	8,1	4,5

### **Atividade e Mercado de Trabalho**

O PIB do primeiro trimestre de 2022, divulgado há duas semanas, apontou para um crescimento de 1,0% da atividade e alcançou o maior valor desde 2014. Os destaques ficaram para os serviços pelo lado da oferta e para o consumo das famílias e as exportações líquidas do lado da demanda. O resultado foi impulsionado pela recomposição parcial da renda (Auxílio Brasil e aumento do salário mínimo) e pela reabertura da economia. Além disso, a dinâmica de crescimento mais forte que o esperado anteriormente motivaram uma revisão da nossa projeção de 2022 para 1,5% (ante 0,5% no último COPOM). Para 2023, a duração do aperto monetário necessário suscitou nossa revisão de PIB de 0,3% para 0,0%.

O mercado de trabalho tem acompanhado o bom desempenho da atividade econômica. Os dados do CAGED de abril apontaram para mais um mês de crescimento positivo no saldo de vagas formais com destaque para o setor de serviços. Pela PNAD, a taxa de desocupação de 10,5% está em seu menor valor desde o início de 2016 e projetamos que ela caia para 10,0% até o final do ano com viés de baixa. Em suma, **atividade e mercado de trabalho continuam aquecidos no curto prazo e indicam um hiato menos fechado do que o apontado por nossos modelos. O que, por sua vez, torna a dinâmica inflacionária mais persistente e dificulta o trabalho do BCB de quebrá-la.**

## Fiscal

Os dados fiscais recentes continuam corroborando o bom desempenho das contas públicas. Impulsionada pela inflação, a arrecadação federal vem sendo positivamente impactada por recolhimentos extraordinários de IRPJ/CSLL ligados a empresas de commodities, além do aumento na receita com royalties. Adicionalmente, o melhor desempenho da atividade econômica aliado a um mercado de trabalho mais aquecido também vem favorecendo a receita do governo.

Entretanto, riscos permanecem no radar. Se por um lado a inflação alta favorece a arrecadação, por outro o aperto monetário em vigor pressiona os gastos com juros nominais e a dívida pública federal. Além disso, projetos de redução de impostos, em destaque o PLP 18 que estabelece uma alíquota máxima de ICMS para combustível, energia elétrica, telecomunicações e transporte coletivo, podem impactar o desempenho observado até aqui. Portanto, apesar do bom momento, os fatores elencados acima preocupam a trajetória fiscal para o médio e longo prazo.

## Cenário externo

Os bancos centrais das principais economias dão seguimento ao cronograma de aperto monetário ao mesmo tempo que os riscos altistas para a inflação se intensificam.

Na China, a deterioração no quadro de infecções em Shanghai e Beijing acarreta dificuldades para a cadeia de suprimento global. Como resultado imediato tem-se redução da demanda agregada e recuo dos preços de commodities. Uma vez que as restrições são removidas, acumula-se a demanda reprimida e os gargalos logísticos. Como observado nos últimos meses, o efeito dessa dinâmica é a maior inflação global.

Na Europa, a leitura preliminar da inflação de maio mostrou um avanço de 8,1% y/y, acima dos 7,7% esperados. Em relação ao período de abril, o *headline* foi de 7,4% (vs. 7,4% anterior) e o *core* 3,5% (vs. 3,0%). Em sua última reunião o Banco Central Europeu decidiu manter a taxa de juro inalterada, mas antecipou que iniciará o ciclo de elevação da taxa de juros, subindo 25bps em julho e sinalizando possível aumento da cadência em setembro.

O Fed, por sua vez, deve manter o cronograma anunciado e subir a FFR em 50bps no dia 15/06. O CPI dos Estados Unidos veio acima do esperado tanto no *headline* (1,0% vs. 0,7% esperado) como no *core* (0,6% vs. 0,5% esperado). Qualitativamente, a leitura do índice foi negativa, evidenciando um cenário complicado para a convergência da inflação. Vemos riscos diversos advindos tanto da inflação subjacente, em função de um mercado de trabalho aquecido, quanto da inflação não-subjacente, consequência de novas pressões em combustíveis e alimentação. Somado a isso, **o mercado de trabalho bastante apertado e a consequente pressão nos salários, reforçam nossas expectativas de mais três a quatro altas de 50bps seguidas de altas de 25bps.**

## Decisão de Política Monetária

**O COPOM encontra um cenário de maior dificuldade do que em reuniões anteriores.** Por um lado, o efeito defasado do ciclo de altas deve pesar sobre a atividade durante o segundo semestre e contribuir para a convergência da inflação. Por outro lado, medidas fiscais para controle de preços de combustíveis, a resiliência da atividade econômica neste primeiro semestre, o aperto das condições financeiras globais e a persistência da expectativa de inflação elevada tornam a convergência consideravelmente mais demorada.

**Os riscos fiscais merecem destaque, na medida em que impactam a inflação de curto prazo para baixo, mas adicionam viés altista nas expectativas que entram efetivamente no horizonte relevante além de provocar deterioração das contas públicas. Ademais, o agravamento do cenário internacional por conta do avanço da inflação nos EUA e a perspectiva da necessidade de juros consideravelmente mais elevados colocam pressão altista na taxa SELIC.**

Face este cenário, mantemos que a autoridade monetária elevará a taxa de juros em 50bps na reunião de junho (15/06) e novamente em 50 bps na reunião de agosto. Isto levará a taxa SELIC para 13.75%, patamar no qual deve permanecer por período prolongado (não antevemos cortes antes do final do segundo trimestre de 2023).

Dado que nos aproximamos do final do ciclo, há chance de alterações no comunicado que visem dar mais graus de liberdade para o COPOM nos próximos passos. Portanto, ao invés de antever um próximo movimento como “provável”, acreditamos que o comitê optará pela descrição “possível”. A descrição da magnitude, no entanto deve indicar que o ajuste poderá ser de igual ou menor magnitude. Apesar da deterioração na situação global decorrente de aumento da expectativa de juros dos EUA, não antecipamos alterações no *bullet* relativo ao cenário externo.

### **Modal Economics:**

**Felipe Lacs Sichel**

felipe.sichel@modal.com.br

**Adriano Valladão**

adriano.ribeiro@modal.com.br

**Guilherme Pessoa**

guilherme.pessoa@modal.com.br

**Luiz Fernando Lopes**

luiz.junior@modal.com.br

**Rafael Rondinelli**

rafael.rondinelli@modal.com.br

**Thomaz Sarquis**

thomaz.sarquis@modal.com.br

## Modal Economics | Monitor Copom

	Último Copom (04/05)*	Último Dado (10/06)*	Var
<b>Taxa de câmbio (BRL/USD)</b>	4,92	4,99	1,35%
<b>IBOVESPA (BRL)</b>	108.343,74	105.481,23	-2,64%
<b>IBOVESPA (USD)</b>	22.016,61	21.148,69	-3,94%
<b>Petróleo (wti)</b>	107,81	120,67	11,93%
<b>Petróleo (brent)</b>	110,14	122,01	10,78%
<b>CDS 5Y</b>	226,5	257,1	13,50%
<b>US Treasury 10Y</b>	2,93	3,16	0,23
DI Jan/23	13,04	13,37	0,33
DI Jan/25	12,05	12,50	0,44
DI Jan/27	11,91	12,49	0,59
NTN-B 2030	5,51	5,54	0,04
NTN-B 2050	5,77	5,88	0,10
<b>IPCA Headline YoY (%)</b>	11,30	11,73	0,43
- Administrados YoY (%)	14,84	12,10	-2,74
- Livres YoY (%)	10,04	11,60	1,56
- Alimentação YoY (%)	13,72	16,35	2,63
- Serviços YoY (%)	6,30	8,02	1,72
- Industriais YoY (%)	13,44	13,98	0,54
<b>Desemprego %</b>	11,10	10,50	-0,60
<b>Relatório Focus</b>			
IPCA (%) 2022	7,65	8,89	1,24
IPCA (%) 2023	4,00	4,39	0,39
PIB (%) 2022	0,65	1,20	0,55
PIB (%) 2023	1,00	0,76	-0,24
Taxa Selic (%) 2022	13,25	13,25	0,00
Taxa Selic (%) 2023	9,00	9,75	0,75
Câmbio (R\$/US\$) 2022	5,00	5,05	0,05
Câmbio (R\$/US\$) 2023	5,00	5,05	0,05
R. Primário (% do PIB) 2022	-0,45	-	
R. Primário (% do PIB) 2023	-0,50	-	

\*Dados do fechamento.