



Carta Mensal Macroeconômica



Política e Cenário | Mar.23

Economistas: Étore Sanchez | Guilherme Sousa

www.ativainvestimentos.com.br



Inflação segue pressionando juro

Março/2023

Após um mês em que se discutiu muito sobre inflação, não poderíamos deixar de colocá-la nos holofotes da nossa publicação mensal, evidentemente trazendo consigo os desdobramentos para a política monetária, principalmente sobre postura do executivo frente ao BC ao longo de fevereiro.

Recentemente promovemos uma alteração na nossa perspectiva de IPCA para 2023 e 2024, que saltaram de respectivamente, 6,2% e 3,7% para **6,8%** e **4,0%**. Se o ano corrente subiu por conta da elevação de impostos, como esmiuçaremos adiante, o ano que vem reflete a inércia maior gerada pela perspectiva majorada de 2023.

Na véspera do vencimento da Medida Provisória (MP) que isentava gasolina e etanol de impostos federais, o governo editou uma nova MP retomando parcialmente os impostos, o que deverá, a nosso ver, ser integralmente recomposto em meados do ano.

A MP 1163/23, publicada em 1º de março, elevou o imposto sobre Gasolina C de zero para R\$0,35/litro, ante R\$0,69/l observados antes da isenção. Assim, de imediato, subimos nossa perspectiva para o IPCA do bimestre março/abril em 27bps. Não obstante, majoramos o IPCA do bimestre julho/agosto, em outros 27bps, com a expectativa de recomposição integral dos impostos federais para os R\$0,69/l.

O escalonamento projetado se dá em decorrência de o governo buscar não causar um choque inflacionário muito grande imediatamente, segundo o próprio Ministro Haddad, que para compensar a renúncia fiscal elevou o imposto sobre exportação de petróleo por 4 meses, datando assim a nossa expectativa para a reintegração total dos impostos, visto que fiscalmente não há a possibilidade da renúncia *ad aeternum*.

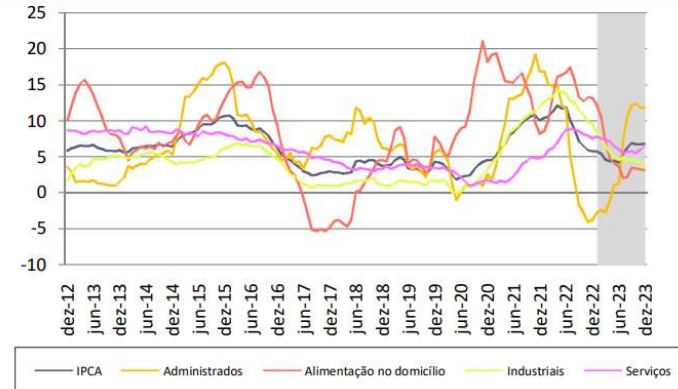
Salientamos que vemos com receio a alternativa de arrecadação sobre exportação de petróleo, antevendo que a ação poderá não gerar o efeito pretendido, visto que o imposto temporário gera uma postergação de negócios, ainda mais em commodities globalizadas. Em outras palavras, o petróleo tem mais valor em estoque do que sendo comercializado pelo exportador, haja vista a perspectiva de receita futura ampliada após a remoção do imposto em 4 meses.

Com efeito total, conforme supracitado, elevamos o IPCA de 2023 para 6,8% e, por inércia, majoramos o IPCA de 2024 para 4,0%.

Como é possível observar no gráfico abaixo, o IPCA (linha cinza) volta a avançar impulsionado pelos preços administrados (linha laranja), exatamente o agrupamento que sofreu forte queda em meados do ano passado, de maneira artificial, e em perspectiva voltará a rodar acima de 10% esse ano, na esteira da intensa contribuição de combustíveis.



IPCA acumulado em 12 meses (% - Acc. 12m)

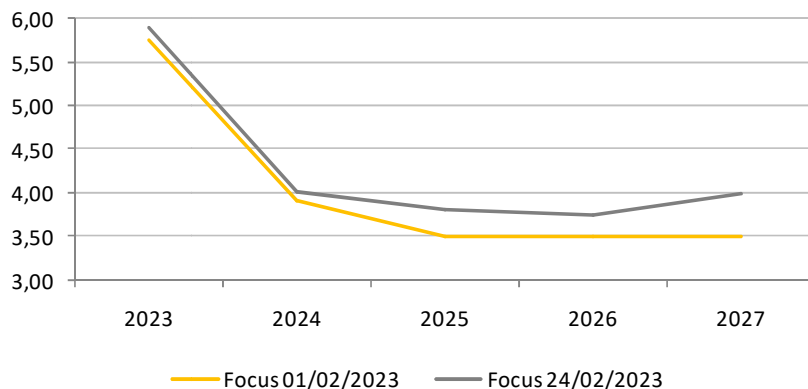


Também gostaríamos de chamar a atenção para o comportamento dos serviços (linha rosa), grupo mais sensível a política monetária, que entra em desaceleração, mas não consegue romper a barreira dos 5%, finalizando 23 em 6,6%.

Evidentemente nosso destaque no agrupamento serviços se dá para denotar a insuficiência desinflacionaria, exatamente no agrupamento no qual o BC tem mais potência de atuação, que ajudaria a justificar um processo de redução na restrição monetária.

Adicionalmente, ressaltamos o comportamento das expectativas de inflação do Boletim Focus ao longo de fevereiro, que exibiram forte alta para todo o horizonte relevante (25% 2023 e 75% 2024) e também reforçaram o processo de desancoragem inflacionária (2025 até 2027).

Expectativas IPCA Boletim Focus (Em %)



Mediante ao comportamento desinflacionario corrente insuficiente, ao avanço das expectativas do Focus que elevam a perspectiva condicional do BC sobre o IPCA e a forte desancoragem da inflação para 2025 em diante, fica inviável colocar cortes precoces na projeção para a Selic.

Com a política monetária seguindo o regime de metas de inflação e as perspectivas subindo, reafirmamos nossa projeção de que a Selic permanecerá em 13,75% até o início do segundo trimestre, começando a ceder a partir de então, e, ainda assim, condicionado pelo processo de acomodação das expectativas.



Nessa esteira, não podemos nos furtar de comentar que as falas do executivo sobre a política monetária são completamente inoportunas, sejam através dos questionamentos sobre a independência do BC, das críticas ao nível dos juros e, principalmente, das sinalizações de revisão na meta de inflação.

Pontuamos que os dizeres de membros do executivo sobre o Banco Central (BC) têm contribuído para a elevação das perspectivas inflacionárias, dificultando que o BC atinja o objetivo que os integrantes do executivo anseiam: a redução dos juros. Diga-se de passagem, uma economia pratica política monetária de restrição ou de estímulo a depender do hiato de juro. A Selic a 13,75% não deve ser considerada restritiva em absoluto, mas frente à diferença a taxa de juro considerada neutra.

O juro neutro é a taxa na qual se a Selic se igualar, grosso modo, não se observará nem aceleração nem desaceleração da economia. Estimamos atualmente que o juro neutro brasileiro esteja entre 8% e 9%. Deste modo, estaríamos falando de uma restrição nominal de no mínimo quase 500bps. Mas o juro neutro não é constante, e oscila conforme as “institucionalidades” brasileiras caminham, tais como o fiscal, parafiscal e outros.

Assim, o papel do próprio executivo vem à tona, visto que políticas expansionistas insustentáveis consomem graus de restrição de política monetária “por baixo”, ou seja, elevando o juro neutro.

Com perspectiva fiscal pior, a volta da expansão do BNDES (possivelmente buscando um “subsídio” para a TLP), revisões em reformas, dificuldades de ganhos de eficiência e outros, o juro neutro já subiu e pode se elevar ainda mais, o que significa dizer que o BC, que tinha uma restrição de juro grande para buscar a convergência inflacionária, vem perdendo graus de restrição em função de uma variável não observável, o juro neutro.

Logo, criticar uma taxa nominal de 13,75% pelo alvo numérico, negligenciando as estimativas de juro neutro é apenas um dos motivos que as críticas não têm o menor cabimento.

Além dos dizeres causarem temores sobre a eventual reversão da autonomia do BC, passou-se a questionar se o próximo presidente da autoridade monetária terá ao menos uma atuação descolada do executivo, visto que em 2025 o Presidente Lula indicará novo *chairman* para o órgão. Vale destacar que recentemente o Presidente da Petrobras, empresa de capital aberto, teve intensa agenda com membros do executivo para decidir impostos sobre combustíveis.

Em suma, subimos nossa perspectiva de inflação para o horizonte relevante, tal qual o mercado, e isso não permite que o BC afrouxe os juros tão em breve, ainda mais mediante a postura institucionalmente inoportuna do executivo e as expansões fiscais e parafiscais.

ativa		Projeções Ativa Investimentos					ativa	
		Economista-chefe: Éttore Sanchez Economista: Guilherme Sousa						
Indicador	2020	2021*	2022*	2023*	2024*	2025*		
IPCA (%)	4,5	10,1	5,8	6,8	4,0	3,5		
Meta de Inflação (%)	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00		
PIB (var. % real)	-4,2	4,6	3,0	1,2	0,9	1,5		
Câmbio (R\$/US\$ - final de período)	5,20	5,57	5,27	5,50	5,55	5,60		
Selic (% - final de período)	2,0	9,25	13,75	13,75	10,75	8,50		

* Números em branco indicam projeção da Ativa Investimentos