

Esquenta do Copom

Mesmo cenário



Caio Megale
Economista-chefe

Rodolfo Margato
Economista

Destaques

- Os dados publicados desde a última reunião do Copom não sugerem mudanças significativas no cenário de inflação. Indicadores de atividade econômica apontam para desaceleração suave da demanda agregada e mercado de trabalho resiliente, e as previsões para o crescimento do PIB ficaram praticamente estáveis. Além disso, os preços no atacado mostram queda, enquanto a inflação ao consumidor mantém-se em alta, apesar da tendência de recuo na variação anual;
- Nossas simulações replicando o modelo do Copom indicam estabilidade da projeção para o IPCA de 2023 (em 5,8%) e ligeiro aumento para o IPCA de 2024 (de 3,6% para 3,7%);
- Esperamos que o Copom mantenha a taxa Selic em 13,75% na semana que vem, e que o comunicado pós-decisão contenha a mesma redação do anterior;
- Acreditamos que o Copom iniciará um ciclo de flexibilização gradual no segundo semestre. Projetamos um corte de 0,25pp na reunião do Copom de agosto, seguido de cortes sequenciais de 0,50pp até a Selic atingir 11,00% no primeiro semestre de 2024.

Hawk-dove heatmap: Mesmo tom

A evolução dos dados e notícias desde o último Copom não sugere mudança significativa nas perspectivas de inflação do Copom.

Os números de atividade econômica apontam para desaceleração apenas suave da demanda e mercado de trabalho resiliente. As previsões do PIB para 2023 e 2024 ficaram praticamente estáveis, de acordo com a pesquisa Focus do banco central.

A inflação no atacado continua negativa, em linha com a queda dos custos globais de produção. A inflação ao consumidor, no entanto, continua alta e resistente, com poucos sinais de melhora. A média móvel de três meses dos núcleos do IPCA, anualizados e dessazonalizados, ficou em 6,1% em março, ligeiramente abaixo de fevereiro (6,5%) e acima de dezembro de 2022 (5,6%). Na comparação anual, o IPCA caiu para 4,7%, principalmente pelo efeito base de comparação (redução de impostos no segundo semestre do ano passado). A projeção do mercado para o IPCA 2023, segundo o Focus, se manteve em 6,0%.

As expectativas de inflação continuam se afastando lentamente da meta de 3%. As previsões para o IPCA de 2024 e 2025 subiram mais 0,10pp desde o último Copom, para 4,2 e 4,0%, respectivamente. O Copom vem repetindo que a reversão dessa tendência é fundamental para os próximos passos da política monetária.

Poucas mudanças também em relação aos preços do mercado financeiro. Os juros dos títulos do Tesouro dos EUA e os spreads dos CDS brasileiros estão nos mesmos níveis do último Copom. A taxa de câmbio recuou para patamares ao redor 5,0 reais por dólar, com volatilidade elevada nas últimas semanas. A principal variação ocorreu no preço do petróleo, que retornou para níveis próximos a US\$ 80 o barril após cair perto de US\$ 70 no mês passado.

A notícia mais importante desde o último Copom, contudo, foi a divulgação do tão aguardado arcabouço fiscal do governo. Em suas declarações públicas, o presidente do banco central, Roberto Campos Neto, se limitou a dizer que o arcabouço reduz os “riscos de cauda”. Acreditamos que o arcabouço ficou mais ou menos em linha com as expectativas do Copom.

Tudo considerado, não vemos razão para o Copom alterar substancialmente seu balanço de riscos para a inflação em sua reunião da semana que vem.



Hawk-Dove Heatmap*



Variáveis	set-22	out-22	dez-22	jan-23	mar-23	mai-23	Comentário
Câmbio (Ptax)	5,2	5,2	5,3	5,1	5,3	5,0	Volátil, sem tendência clara
Juro real ex-ante (%)	8,1	7,6	8,1	7,7	7,0	7,2	Subiu um pouco
PIB 2023 (% Focus)	0,5	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0	Relativamente estável
PIB 2024 (% Focus)	1,8	1,7	1,7	1,5	1,5	1,5	Estável
Hiato do Produto	-0,7	-0,5	-0,8	-0,8	-0,5	-0,6	Estável
Taxa de desemprego (% mensalizado, dessaz., PNAD)	8,6	8,6	8,3	8,5	8,6	8,6	Estável, depois de alguma deterioração recente
IPCA acc. 12m (%)	8,7	7,2	6,5	5,8	5,6	4,7	Em queda pelo efeito base
Núcleo IPCA mm3m anualizada (%)	9,3	7,6	5,6	5,7	6,5	6,1	Sem sinais de melhora
IGP-M acc. 12m (%)	8,6	6,5	5,9	3,8	1,9	-2,2	Desinflação expressiva no atacado
IPCA 2023 (Focus, %)	5,0	4,9	5,1	5,7	6,0	6,0	Acima do topo da banda em torno da meta
IPCA 2024 (Focus, %)	3,5	3,5	3,5	3,9	4,1	4,2	Expectativas ainda em alta
IPCA 2025 (Focus, %)	3,0	3,0	3,0	3,5	3,9	4,0	Expectativas ainda em alta
CDS (bps) - 5 anos	246,4	298,8	263,7	248,0	229,8	226,8	Estável
Treasury 10y (%)	3,5	3,5	3,9	3,5	3,4	3,5	Se estabilizando recentemente
Brent US\$	91,6	90,4	91,2	82,8	71,9	79,0	Próximo ao patamar de janeiro
CRB CMDT Index	568,7	554,9	560,4	556,2	544,5	548,0	Estável
Reservatórios SE/CO (%)	58,0	51,1	50,3	53,0	76,9	81,5	Não é um risco este ano

*A definição das tonalidades leva em conta a evolução histórica do indicador e um componente de julgamento da equipe XP Macro.

Modelo do BCB: projeção de IPCA para 2024 deve subir um pouco

Para 2023, a projeção do IPCA cheio deve permanecer em 5,8%. Por um lado, nossas simulações sugerem menor inflação de preços livres, já que o real mais apreciado deve mais do que compensar os preços mais altos das commodities, a taxa Selic mais baixa e o ligeiro aumento das expectativas de inflação na pesquisa Focus. Por outro lado, a inflação dos bens administrados deve subir, refletindo especialmente a maior tributação de combustíveis.

Para 2024, por sua vez, esperamos que a projeção para o IPCA cheio suba de 3,6% para 3,7%, em linha com o aumento das expectativas de inflação e a menor taxa Selic projetada pelo Focus para 2023.

Banco Central do Brasil: Cenário de Referência						
	2023			2024		
	Copom anterior	Este Copom	Impacto no IPCA	Copom anterior	Este Copom	Impacto no IPCA
Preços livres (I)	4,3	4,2	-0,11	3,0	3,1	0,07
Câmbio	5,27	5,06	-0,18	5,27	5,06	-0,11
Índice de commodities **	331,7	360,5	0,09	-	-	0,04
Selic (fim do ano) *	12,75	12,50	0,04	10,00	10,00	0,08
Expectativas *	5,95	6,04	0,05	4,11	4,18	0,06
Surpresa corrente/Inércia	-	-	-0,07	-	-	-0,03
Preços administrados (II)	10,2	10,7	0,13	5,3	5,3	0,00
IPCA (I + II)	5,8	5,8	0,02	3,6	3,7	0,07

* Boletim Focus - período de referência: 24-abr-23

** leva em consideração os pesos dos componentes do CRB na inflação brasileira

Decisão de política monetária e comunicação: serenidade e paciência

Considerando que o balanço de riscos para a inflação do Copom provavelmente não se alterou muito, prevemos que a taxa Selic permanecerá em 13,75%, sem sinais de queda em breve. Acreditamos que o comunicado pós-decisão reforçará a mensagem da última ata do Copom, de que é preciso “serenidade e paciência” para que apareçam os efeitos das elevações passadas da taxa de juros. E, portanto, a política monetária permanecerá contracionista “até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas”.

Na edição anterior do “Esquenta do Copom”, argumentamos que o comitê abandonaria a frase final do comunicado, de que (o Copom) “não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso o processo de desinflação não transcorra como esperado”, considerando que um novo aumento da Selic parecia muito improvável.

Estávamos errados. A frase permaneceu no comunicado, e os integrantes do Copom explicaram várias vezes o que ela significa desde então. Diante disso, e considerando que as perspectivas de inflação continuam desafiadoras, acreditamos, desta vez, que, a mensagem estará lá novamente.

Assim, uma redação para o comunicado da semana que vem poderia ser:

Considerando a incerteza ao redor de seus cenários, o Comitê segue vigilante, avaliando se a estratégia de manutenção da taxa básica de juros por período prolongado será capaz de assegurar a convergência da inflação. Tal processo demanda serenidade e paciência na condução da política monetária. O Comitê reforça que irá perseverar até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas, que mostrou deterioração adicional, especialmente em prazos mais longos. O Comitê enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados e não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso o processo de desinflação não transcorra como esperado.

Visão XP – Cortes graduais, Selic terminal em dois dígitos

O Copom tem mantido o tom duro em sua comunicação oficial e a inflação corrente segue elevada. Assim, acreditamos que a taxa Selic continuará nos atuais níveis contracionistas por mais algum tempo, o que é consistente com a sinalização do Copom de manter a taxa básica de juros em 13,75% por “um longo período”.

Ao mesmo tempo, os mercados de crédito estão finalmente sentindo os efeitos do aperto monetário. Adicionalmente, eventos exógenos (como os problemas da companhia “Lojas Americanas”) atingiram o crédito mais fortemente do que seria justificável pela política monetária restritiva, com destaque aos grupos de pequenas e médias empresas

O arcabouço fiscal não estabiliza a relação dívida/PIB, mas traz alguma visibilidade ao estabelecer limites para a expansão de gastos. Assim, o arcabouço tende a ser útil para a gestão da política monetária; embora não necessariamente abra espaço para uma taxa de juros menor ao longo do tempo, uma vez que a postura fiscal permanecerá expansionista.

Tudo considerado, acreditamos que o Copom iniciará um ciclo de flexibilização gradual no segundo semestre. Projetamos um corte de 0,25pp na reunião do Copom de agosto, seguido de cortes sequenciais de 0,50pp até a Selic atingir 11,00% no primeiro semestre de 2024.

Como acreditamos que as políticas fiscais e parafiscais permanecerão expansionistas nos próximos anos e as taxas de juros neutras ao redor do mundo tendem a ser mais altas do que nos últimos anos¹, projetamos a taxa Selic terminal consideravelmente acima dos níveis pré-pandemia.

¹ Ver IMF, [Global Economic Outlook April 2023](#)



XP Macro

Contato: economiaxp@xpi.com.br

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.