

A INFLAÇÃO E A QUEBRA DO REGIME FISCAL

COMENTÁRIO MACRO



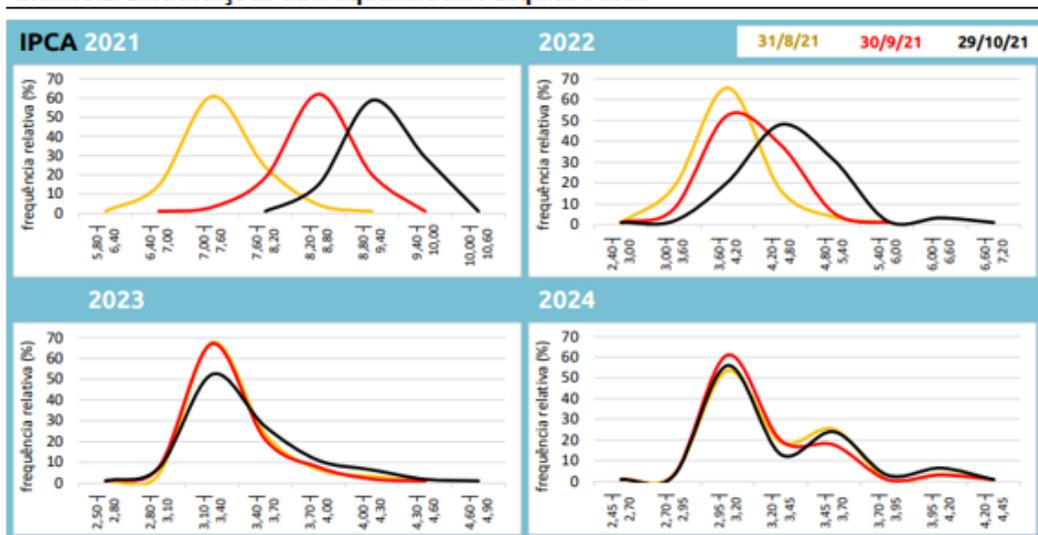
A ata da última reunião do Copom sinalizou que a autoridade monetária vê probabilidade crescente da materialização de cenários alternativos devido aos questionamentos acerca do arcabouço fiscal. Nestes cenários, teríamos trajetórias de inflação potencialmente superiores ao considerado no cenário base. Estimamos uma curva de Phillips não linear a medidas de risco e encontramos evidências de que, em um cenário de “crise” tal como o atual, o processo inflacionário pode se tornar mais “backward-looking”, reforçando a necessidade de o BC agir de forma dura para ancorar expectativas inflacionárias. Em um cenário de estresse no qual um regime de “crise” torna-se mais duradouro, a inflação poderia atingir patamar próximo a 6,0% em 2022, consideravelmente acima da nossa projeção central, atualmente em 4,9%. Desta forma, continuamos esperando que a Selic atinja 12,0% ao início de 2022.

Tivemos na semana a divulgação da ata do Copom referente à sua última reunião de política monetária, em que o BC acelerou o ritmo da alta da Selic e anunciou nova alta de 150 bps para a reunião de dezembro, como parte de um aperto monetário sinalizado agora como mais persistente do que o estimado até então. Como imaginávamos, o BC manteve a comunicação feita antes do final do período de silêncio de que manterá o foco em colocar a inflação na meta no ano que vem, como parte do esforço de impedir uma desancoragem das expectativas para o ano de 2023.

Continuamos assistindo a uma piora acentuada no quadro inflacionário, tanto na inflação corrente quanto nas expectativas. O IPCA-15 divulgado semana passada mostrou um quadro quantitativamente e (sobretudo) qualitativamente muito preocupante. Nos últimos meses, a inflação tem sistematicamente surpreendido os analistas e o próprio BC com números quase sempre acima do esperado, e isto ainda sem refletir o efeito das discussões atuais sobre o futuro do teto de gastos. Como diz a ata, "surgiram, entre as reuniões do Comitê, questionamentos relevantes em relação ao futuro do arcabouço fiscal atual".

Nesta semana, o BC divulgou a distribuição de frequência das expectativas de mercado mostrando a intensificação da desancoragem das expectativas para o IPCA 2022, com uma cauda mais expressiva de projeções muito acima do teto da meta (5,0% no ano que vem). A mediana está já em 4,55%, mais próxima do teto do que do centro da meta. No mercado futuro, a inflação para 2022 (medida pelo DAP) é ainda maior (5,2%). E há já algum movimento relevante também nas expectativas para 2023 e 2024, que estavam relativamente bem comportadas até um mês atrás.

Gráfico 1: Distribuições de frequência na Pesquisa Focus



Fonte: Banco Central do Brasil

Vale pontuar que o deslocamento das expectativas coloca o patamar da inflação de 2022 substancialmente mais alto que aquele da projeção condicional do Copom (4,1%), que refletiria seu cenário base.

Não há dúvida que os riscos inflacionários se intensificaram com a intenção manifesta do governo de fragilizar a institucionalidade fiscal ao propor substancial expansão do gasto extra teto em 2022, acentuando problemas que já vinham sendo reconhecidos pelo BC no seu balanço de riscos. E, ao mesmo tempo, as expectativas para o crescimento de 2022 têm se aproximado de zero (nossa previsão atual), com algumas casas já prevendo recessão.

Na ata, o Copom reconheceu que "a assimetria no balanço de riscos, resultante dos desenvolvimentos no cenário fiscal, implica elevação do risco altista para as projeções do seu cenário básico, e avalia que esse viés de alta é agora maior do que o anteriormente considerado".

Como quantificar esse tipo de risco altista? Para contribuir nesse debate, realizamos alguns exercícios econométricos.

Primeiramente, em exercício similar ao realizado pelo Banco Central em um boxe do Relatório Trimestral de Inflação de março desse ano[1], verificamos, com a utilização de curvas de Phillips setoriais, que a inflação de serviços é a que contém parcela mais relevante do componente inercial dentre os preços livres, enquanto a de bens é muito mais relacionada à inflação importada (preços de commodities em reais).

Olhando à frente, temos um cenário desafiador: a inflação de serviços está respondendo de forma mais forte, mais rápida e mais disseminada ao movimento de reabertura do que o inicialmente suposto. Já a inflação de bens não mostra arrefecimento substancial, não respondendo até aqui à rotação de demanda para o setor de serviços com a reabertura econômica. Tal fato está intimamente relacionado aos problemas da cadeia de suprimentos e ao encarecimento dos fretes, em especial marítimos, que devem perdurar por tempo muito maior do que o inicialmente esperado.

É preocupante, portanto, a recomposição mais rápida e mais forte da inflação no setor no qual o processo inercial é, historicamente, muito mais relevante para explicar a inflação à frente, concomitante à manutenção de pressões mais persistentes no que toca o setor de bens. O risco de termos um processo inflacionário mais duradouro se eleva.

¹ <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202103/ri202103b9p.pdf>

Outro exercício que realizamos foi de tentar verificar se existe algum tipo de não linearidade no processo inflacionário no que toca o prêmio de risco. Para tal, estimamos um modelo de transição suave de regimes utilizando a inclinação da curva de juros como a variável de transição (mais informações no anexo que segue o texto). O resultado encontrado sugere a existência de dois regimes ("normal" e "crise") estatisticamente significativos, com uma transição relativamente rápida entre eles.

No primeiro regime, temos uma curva de Phillips para preços livres ex-alimentos "normal", utilizando como variáveis explicativas o IPCA cheio defasado, as expectativas de inflação 12 meses à frente do Focus e o hiato do produto. Todas as variáveis são estatisticamente significativas e possuem sinal e magnitude dentro do que é esperado.

Já o segundo regime, o de "crise" (que é caracterizado por uma forte inclinação da curva de juros denotando uma mudança abrupta do prêmio de risco), revela características interessantes. Primeiro, possui uma inércia muito maior, aproximadamente 43% acima do observado no regime "normal", aqui com coeficiente estatisticamente significativo. Ademais, há evidências (fracas) de que o papel das expectativas 12 meses à frente perde parcialmente sua relevância, porém não de forma estatisticamente significativa.

Tabela 1: Estimativa da curva de Phillips Não Linear

	Regime linear		Regime não linear	
	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
IPCA(-1)	0.696	0.000	IPCA(-1)	0.300 0.049
Exp_12m(-1)	0.214	0.003	Exp_12m(-1)	-0.340 0.178
Hiato	0.071	0.001	Hiato	-0.029 0.002
D_1T	0.434	0.001	D_1T	0.083 0.912
D_2T	0.547	0.000	D_2T	-0.238 0.007
D_3T	0.370	0.007	D_3T	-0.155 0.002

Fonte: ASA Investments

Tal exercício sugere que, em um regime de "crise", o processo inflacionário se torna muito mais "backward looking", com uma inércia muito maior e possível peso menor das expectativas futuras. O modelo estimado por nós mostra que estivemos neste regime na passagem de 2002 para 2003, na Grande Crise Financeira de 2008, na greve dos caminhoneiros em 2018, nos momentos iniciais da pandemia em 2020 e nas discussões sobre nova ajuda fiscal na segunda onda, no 1S21. Recentemente, com a piora marcante das condições financeiras após a discussão sobre alteração do arcabouço fiscal, retornamos a este regime de "crise".

A INFLAÇÃO E A QUEBRA DE REGIME

COMENTÁRIO MACRO



opção que o Copom analisou na reunião da semana passada (nossa expectativa era por alta de 200 pontos-base), mas decidiu não utilizar.

Anexo

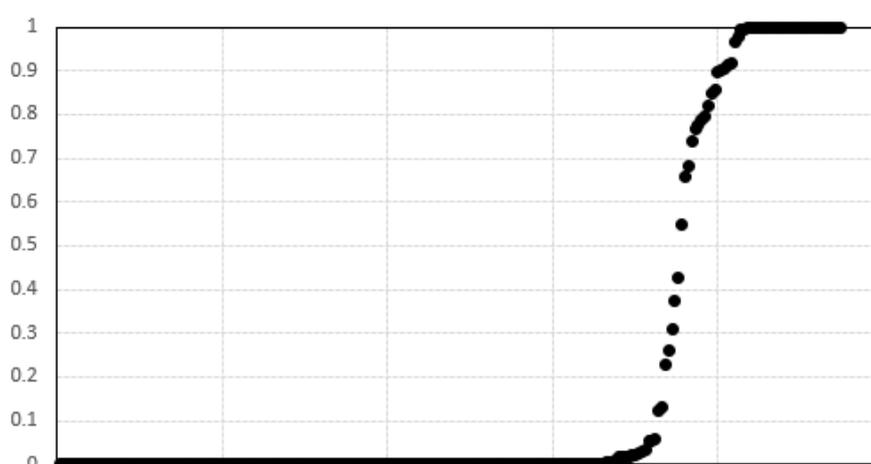
Consideramos a seguinte família de curva de Phillips não linear em nossa estimativa:

$$\pi_t = \bar{\pi} + \sum_{j=a}^A \beta_{1j}^L \pi_{t-j} + \sum_{j=c}^C \beta_{2j}^L x_{t-j} + \beta_3^L \mathbb{E}_t \tilde{\pi} + \left[\hat{\pi} + \sum_{j=a}^A \beta_{1j}^{NL} \pi_{t-j} + \sum_{j=c}^C \beta_{2j}^{NL} x_{t-j} + \beta_3^{NL} \mathbb{E}_t \tilde{\pi} \right] f(z_t; \gamma, c) + u_t,$$

na qual $\mathbb{E}_t \tilde{\pi}$ é a expectativa Focus 12 meses à frente, x_t é o hiato do produto e π_t é a inflação no período t . $f(z_t; \gamma, c)$ é uma função logística que assume valores entre 0 e 1, com a variável estimada c sendo o “threshold” entre os regimes, a variável estimada γ é a que determina o quão suave a transição entre regimes se dá e a variável z_t a variável de transição, no caso a inclinação da curva de juros.

A estimação foi realizada utilizando o procedimento sugerido por Areosa, McAleer e Medeiros (2009)[2], considerando possíveis endogeneidades e utilizando como variáveis instrumentais os mesmos regressores em defasagens. A função logística estimada mostra uma transição relativamente rápida entre os regimes “normal” e de “crise”, com um parâmetro de transição estimado em 12,2, como é possível ver abaixo.

Gráfico 3: Peso relativo ao regime não linear no tempo



Fonte: ASA Investments

² Areosa, Waldyr Dutra; McAleer, Michael e Medeiros, Marcelo C. *Moment-Based Estimation of Smooth Transition Regression Models with Endogenous Variables*. Texto para Discussão do Departamento de Economia da PUC-Rio, 2009.



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Débora Nogueira

Economista Internacional

Leonardo Costa

Economista

Gabriel Braga

Estagiário

Acesse asainvestments.com