

Condicionantes internos e externos na queda da taxa Selic

Cecilia Machado
Economista-Chefe

Luana Miranda
Economista

Victor Cota
Analista

Mariana Rodrigues
Estagiária

Dafne Sznajder
Estagiária

Lara Bonatti
Estagiária

Eudes Barros
Estagiário

Em sua última reunião, o Comitê de Política Monetária do Brasil (Copom) decidiu, de forma unânime, por reduzir a taxa básica de juros em mais 50 bps, alcançando 12,75% ao ano, e antecipou cortes de igual magnitude nas próximas reuniões. Esta sinalização levou em conta a avaliação de seus cenários de risco e o conjunto de informações disponíveis ao momento da decisão, mas desde então o ambiente doméstico e internacional mudou. De um lado, a dinâmica inflacionária mostrou evolução benigna, apesar de um cenário de atividade ainda bastante resiliente e de expectativas de inflação desancoradas em horizontes mais longos. De outro, a abertura da curva de juros americana, especialmente nos vértices mais longos, está levando à reprecificação de diversos ativos, incluindo a curva de juros brasileira e o câmbio.

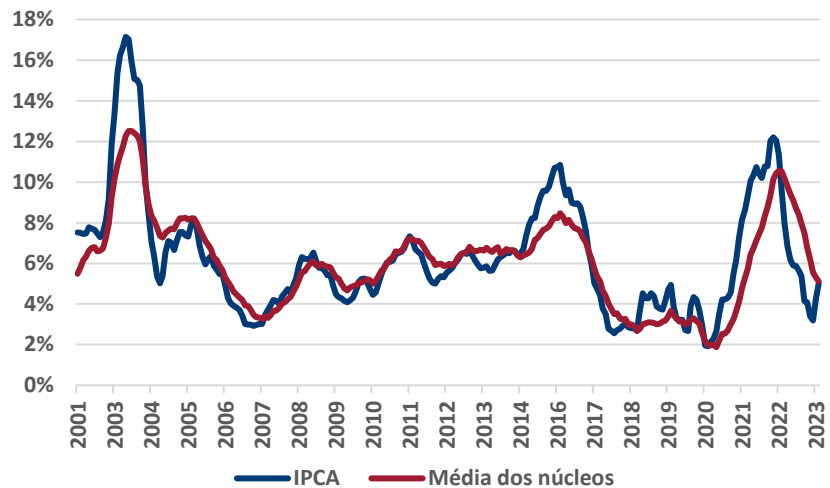
No âmbito doméstico, o cenário inflacionário vem surpreendendo positivamente, especialmente na evolução dos seus componentes mais inerciais. A alimentação no domicílio vem apresentando fortes deflações mensais disseminadas entre os itens que compõem o grupo, o que se soma a desinflação de bens industriais, principalmente bens duráveis. Ainda mais importante que o forte efeito direto dessas categorias na inflação cheia, são os efeitos secundários que vêm exercendo sobre núcleos e serviços subjacentes, que seguem recuando a cada nova divulgação, mesmo em um cenário de atividade e mercado de trabalho mais resilientes que o esperado (Figura 1).

Contudo, o cenário corrente de significativa desinflação não foi suficiente para esgotar a desancoragem das expectativas para horizontes mais longos, que permanecem 0.5 p.p. acima do centro da meta a partir de 2025. O tema segue sendo um fator de preocupação para o Banco Central, cuja avaliação é que diversos fatores podem estar contribuindo para a manutenção dessa desancoragem, como incertezas em relação ao fiscal, receios com a desinflação global e a possível percepção leniência do Copom no combate à inflação.

A resiliência da atividade econômica e do mercado de trabalho têm justificado a falta de convicção de alguns membros do Copom em extrapolar o comportamento benigno dos núcleos de inflação. De fato, há 3 anos consecutivos os agentes de mercado são surpreendidos positivamente com o desempenho do PIB. A mediana das expectativas do Focus iniciou o ano com crescimento abaixo de 1%, mas já se encontra na casa dos 3% (Figura 2). O excelente desempenho dos setores produtores de commodities e seus efeitos de transbordamento em outras atividades – principalmente nos serviços – contribuem em grande medida para esse cenário. Outros fatores conjunturais como o aumento das transferências de renda e crescimento da

população ocupada, mas também fatores estruturais como a aprovação de diversas reformas ao longo da última década, estão no centro do debate.

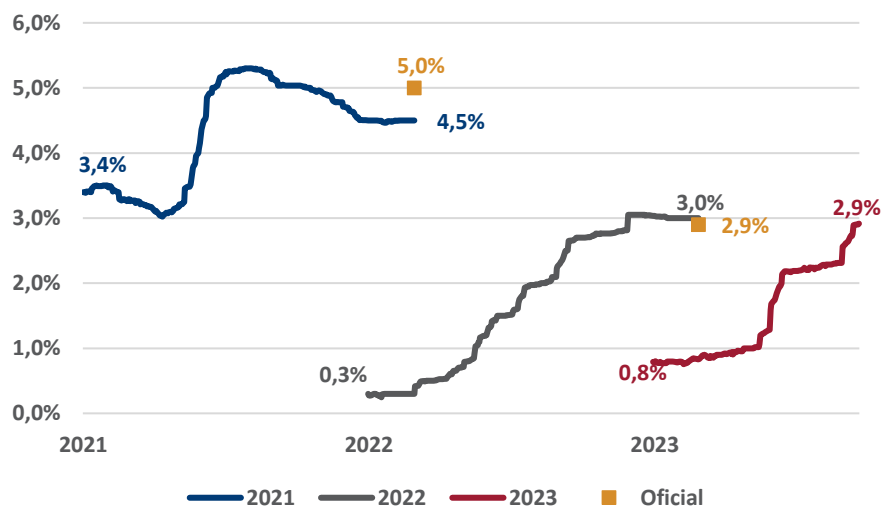
Figura 1: IPCA e Média dos Núcleos (Acum. 12 meses)



Fonte: BOCOM BBM, IBGE, BCB

A incerteza fiscal continua sendo um importante fator no balanço de riscos para a inflação. A nova regra fiscal, recém aprovada pelo congresso, não sanou os receios do mercado quanto a trajetória da dívida, permanecem dúvidas à respeito da manutenção das metas de primário anunciadas pelo governo e da consequente execução dos gatilhos previstos na lei que estabeleceu a regra. Especulações sobre o tema podem ter contribuído para a desvalorização do real nas últimas semanas.

Figura 2: Expectativas de Mercado para o Crescimento do PIB



Fonte: BOCOM BBM, BCB, IBGE

Este relatório foi preparado pelo Banco BOCOM BBM e é distribuído gratuitamente com o único propósito de fornecer informações ao mercado. Quaisquer previsões, estimativas e informações contidas neste documento foram baseadas em pesquisas proprietárias e não devem ser interpretadas como aconselhamento ou recomendação de investimento. Embora as informações contidas neste documento tenham sido preparadas com o máximo cuidado e diligência, a fim de refletir os dados e bases de dados disponíveis à época em que foram coletados, o Banco BOCOM BBM não pode garantir a exatidão das mesmas. O Banco BOCOM BBM, e/ou suas empresas controladas, não se responsabilizam por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do presente conteúdo, devendo o cliente buscar aconselhamento técnico adequado e tomar suas próprias decisões de investimento. Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo destinatário ou usado para qualquer finalidade sem o consentimento prévio, por escrito, do Banco BOCOM BBM.

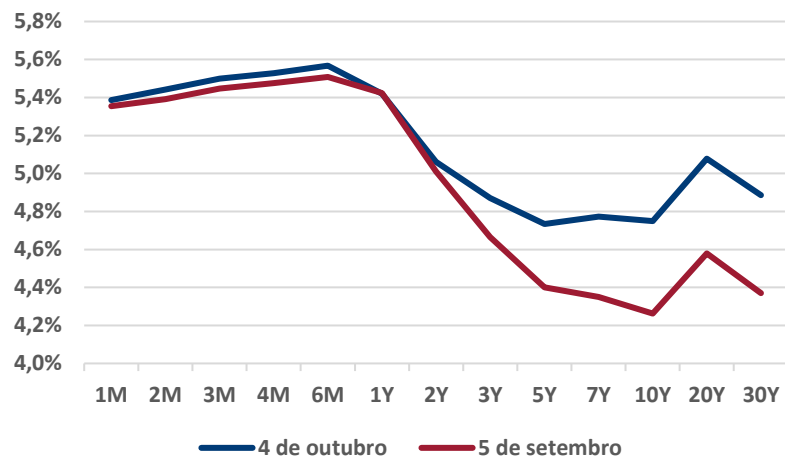
No ambiente internacional, há melhoras nos indicadores de inflação entre as principais economias desenvolvidas, e em alguns casos esta melhora está sendo acompanhada pela desaceleração da atividade econômica, como no caso da Zona do Euro. Em sua última reunião, o Banco Central Europeu (BCE) elevou a taxa de juros em 25bps, alcançando 4%, e tudo indica que esta decisão deve marcar o final do ciclo de aperto monetário na região. Apesar de a fala da presidente do BCE, Christine Lagarde, não mencionar explicitamente o fim do ciclo, ela sinalizou que a manutenção das taxas no atual patamar por algum tempo será capaz de trazer a inflação de volta à meta.

Nos Estados Unidos, o FOMC decidiu pela manutenção da taxa de juros no intervalo de 5.25%-5.5% em sua última reunião, mas as projeções econômicas dos membros do comitê ainda indicam mais uma subida de 25bps este ano. Ainda que a mediana das projeções para 2023 tenha permanecido em 5.5%-5.75%, cabe notar que a continuidade do ciclo de aperto segue incerta, já que 7 dos 19 membros esperam que a taxa seja mantida no atual patamar, enquanto 12 esperam que ela se eleve. Além disto, dados de atividade ainda mostram que a economia segue resiliente, como indicam as projeções de crescimento do FOMC, que se elevaram tanto para 2023, quanto para 2024.

Apesar de estarmos cada vez mais próximos do final do ciclo de aperto monetário das principais economias desenvolvidas, a abertura das taxas longas americanas vista no último mês leva a um aperto adicional nas condições monetárias, e dificulta o ciclo de queda dos juros no Brasil (Figura 3). Ainda há espaço para cortes na Selic, mas um diferencial de juros menor entre o Brasil e a economia americana deve fazer com que o COPOM mantenha-se ainda mais cauteloso no ciclo de cortes.

Mantemos nossa expectativa de cortes de 50 bps nas próximas reuniões, mas elevamos a taxa Selic em 2024 para 9,5%.

Figura 3: Curva de Juros dos Estados Unidos



Fonte: BOCOM BBM, Bloomberg

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Crescimento do PIB (%)	1,2%	-3,3%	5,0%	2,9%	2,9%	1,4%
Inflação (%)	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	4,5%	3,6%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	11,1%	14,2%	11,1%	7,9%	8,5%	9,0%
Taxa Selic (%)	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	9,5%
Contas Externas						
Balança Comercial (US\$ bi)	27	32	36	44	60	42
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-68	-28	-46	-56	-39	-50
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-3,6%	-1,9%	-2,8%	-2,9%	-1,8%	-2,3%
Política Fiscal						
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-1,3%	-9,8%	-0,4%	0,6%	-1,0%	-0,9%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	74,3%	86,9%	78,8%	72,9%	75,6%	79,0%

Este relatório foi preparado pelo Banco BOCOM BBM e é distribuído gratuitamente com o único propósito de fornecer informações ao mercado. Quaisquer previsões, estimativas e informações contidas neste documento foram baseadas em pesquisas proprietárias e não devem ser interpretadas como aconselhamento ou recomendação de investimento. Embora as informações contidas neste documento tenham sido preparadas com o máximo cuidado e diligência, a fim de refletir os dados e bases de dados disponíveis à época em que foram coletados, o Banco BOCOM BBM não pode garantir a exatidão das mesmas. O Banco BOCOM BBM, e/ou suas empresas controladas, não se responsabilizam por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do presente conteúdo, devendo o cliente buscar aconselhamento técnico adequado e tomar suas próprias decisões de investimento. Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo destinatário ou usado para qualquer finalidade sem o consentimento prévio, por escrito, do Banco BOCOM BBM.