

Análises de Conjuntura - Copom (03/02/22)

Resumo: O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil (BCB) decidiu por unanimidade elevar a Taxa Selic em 1,50 ponto percentual, para o patamar de 10,75% ao ano. O BCB ressaltou que o cenário de inflação prospectiva é assimétrico para o risco altista de preços. De um lado, a reversão dos preços de commodities agrícolas e energéticas cotadas no mercado global podem provocar queda mais acentuada na taxa de inflação, e, por outro lado, o mais provável, é que incertezas em relação ao quadro fiscal pode provocar impulso na demanda agregada da economia e uma elevação das expectativas de inflação. A projeção do BCB para o IPCA é de 5,4% em 2022 e 3,5% em 2023. Vale ressaltar que essa expectativa está acima do teto da meta de inflação em 2022 e no centro da meta em 2023. Para a próxima reunião, o BCB ressaltou que antevê uma redução no grau de elevação da Taxa Selic.

O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil (BCB) decidiu por unanimidade elevar a Taxa Selic em 1,50 ponto percentual, para o patamar de 10,75% ao ano. Em termos de magnitude, o ciclo de alta de juros que se iniciou em março de 2021 já acumula 875 pontos-base. Nesse patamar, a taxa de juro real de curto prazo da economia está em torno de 0,63%, primeiro patamar positivo desde meados de junho de 2020.

No comunicado divulgado após a reunião o BCB ressaltou primeiramente que o ambiente global se tornou incerto após o Federal Reserve (Fed) entender que o processo inflacionário na economia americana é persistente e que a reversão de estímulos monetários é necessária. Essa reversão se dará em menor injeção de liquidez no mercado doméstico via expansão quantitativa¹ e pelo aumento da taxa dos Fed Funds, atualmente entre 0% e 0,25% ao ano. O mercado americano espera pelo menos 6 altas de 25 pontos-base em 2022, encerrando em 1,50% ao ano. O aumento de juros do mercado americano pressiona o mercado de juros futuros de todas as economias emergentes. Em nossa avaliação, esse cenário global de aperto na política monetária norte-americana está precificado no mercado doméstico.

¹Atualmente o balanço de ativos do Fed está em torno de US\$ 8,9 trilhões. A *duration* deste portfólio está em torno de 8 anos.

Além desse aspecto, o BCB ressaltou sobre o cenário de crescimento da economia brasileira e disse ter havido uma surpresa positiva com os indicadores. Porém, em nossa avaliação a economia brasileira continua apresentando um desempenho ruim. Após ter duas quedas consecutivas no segundo e no terceiro trimestre de 2021, de respectivamente -0,4% e -0,1%, o Índice de Atividade Econômica do BC (IBC-Br) mostra uma alta de apenas 0,3% (ou 1,2% em termos anualizados) no crescimento da economia no último trimestre de 2021. Os dados do mercado de trabalho tampouco mostram um dinamismo. A taxa de desemprego efetiva recuou 1,08 pontos percentuais (de 12,64% para 11,56%), porém a taxa de desemprego com ajuste sazonal recuou ainda menos, em torno de 0,54 pontos percentuais (de 12,61% para 12,07%). Isso indica que em parte a queda recente do desemprego é efeito sazonal de final de ano. E como complemento, o crescimento da taxa de emprego da economia continua sendo puxado pelo setor informal de trabalho.

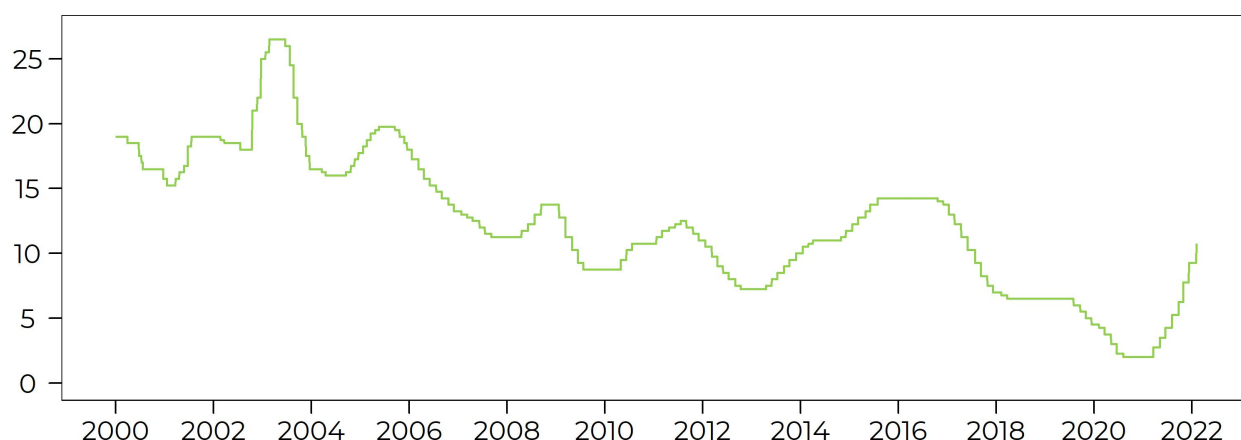


Figura 1: Taxa Selic (% anual)

Por fim, o BCB destacou sobre o balanço de perspectivas para a taxa de inflação ao longo de 2022. Para o BCB, o balanço é assimétrico para o risco altista de inflação. Para uma surpresa positiva com a taxa de inflação, o principal vetor segundo o BCB seria uma reversão do aumento dos preços de commodities alimentícias e energéticas cotadas no mercado global. Porém, com maior probabilidade segundo o BCB, é de que os estímulos fiscais podem provocar um impulso adicional na demanda agregada da economia e elevar os prêmios de risco inflacionário ao longo da curva de juros brasileira.

Nas projeções do BCB, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) deve variar 5,4% em 2022 e 3,2% em 2023. Nas hipóteses do BCB, a taxa de câmbio permanece no patamar de R\$ 5,45 e adota-se a hipótese de bandeira tarifária “vermelha patamar 1” em dezembro de 2022 e dezembro de 2023. Além disso, adota-se o cenário de mercado do Boletim Focus, onde a Selic se eleva para 12% no final do primeiro semestre, termina o ano de 2020 em 11,75% e reduz-se para 8% no final de 2023.

O BCB ressaltou também que antevê uma redução no grau de elevação da Selic para a próxima reunião do Copom. Em nossa visão, ainda com um grau de incerteza elevado, o BCB deve elevar a Selic nas duas próximas reuniões (em 16/mar e 04/mai) de magnitudes de 75 pontos-base e 25 pontos-base, encerrando o orçamento total de elevação no patamar de 11,75%. Hoje a curva de juros precifica elevação de 125 e 50 pontos-base nas mesmas datas anteriores.

Em nossa avaliação, dado que os vetores do processo inflacionário recente serem de fatores não correlacionados com a política monetária², a principal tarefa do BCB é reancorar as expectativas de inflação do mercado, que atualmente estão distantes das metas do BCB para os próximos anos. Além do fato de que existe uma defasagem na transmissão de política monetária para os preços de mercado de em torno de 6 à 9 meses na economia brasileira.

Atualmente, a inflação implícita³ do mercado brasileiro está em torno de 5,2%, 5,5% e 5,6% nos vértices de 1, 3 e 5 anos da Estrutura a Termo da Taxa de Juros (ETTJ). Acima das metas de inflação do BCB para os prazos correspondentes que são de 3,25%, 3,00% e 3,00%. Essa desancoragem dos vértices mais longos em nossa avaliação não é justificada, o mercado continua superestimando a inflação longa que em nossa avaliação deve retornar para as metas em 2023.

²Nos últimos 12 meses, o IPCA está apresentando uma variação de 10,1%. Dessa taxa, 4,6 p.p. advém de preços administrados; 2,0 p.p. de alimentos; 1,4 p.p. de bens duráveis; 0,8 p.p. de bens semi/não duráveis; e 1,3 p.p. de serviços.

³diferença entre taxas de juros nominais e reais soberanas.