



Panorama Econômico
Outubro de 2020





Mudança de direção na política monetária

Meses após do pico da pandemia no Brasil e de uma relativa recuperação pontual da economia, algumas questões sobre condução da política monetária, até então incógnitas, começam a ficar mais claras e perceptíveis.

Nos últimos meses destacamos a atual insustentabilidade fiscal e como existe uma probabilidade não desprezível de uma pressão maior sobre o refinanciamento da dívida pública. Essa pressão foi vista no mercado de LFTs nos últimos meses e agora a percepção sobre o risco fiscal está impactando a condução da política monetária.

Devido a recessão causada pela pandemia e a credibilidade que o Banco Central do Brasil (BCB) conquistou com os agentes de mercado, este conseguiu trazer a Selic para 2,0% a.a. Nesse patamar, o atual juro real ex-ante (juro nominal do DI de 1 ano deflacionado pelas expectativas de inflação para 1 ano) está em -0,7%.

Além de reduzir a Selic para os menores níveis históricos, o BCB adotou um *forward guidance* (prescrição futura de política monetária) que na prática coloca algumas condições para a não elevação da Selic. Em primeiro lugar as expectativas de inflação precisam estar ancoradas nas metas estabelecidas e o “atual regime fiscal” não se alterar. Não é muito claro ainda o que seria uma mudança de regime fiscal para o BCB.

A nossa leitura atual é que a continuidade da “isenção” do governo central de

cumprir as regras fiscais (em especial a Regra de Ouro e as metas de resultado primário) em 2021 pode-se caracterizar como uma mudança negativa do regime fiscal.

Esse *forward guidance* do BCB tem a finalidade de influenciar os prêmios intermediários da curva de juros. Mas como o risco fiscal acentuou-se gradativamente ao longo dos últimos meses, os prêmios intermediários e longos avançaram ao invés de reduzirem.

No período de início do *forward guidance*, por volta de agosto deste ano, os vencimentos intermediários passaram de em média 3,6% para 4,6%, um aumento de mais de 100 bps. Os vencimentos longos passaram de em média 6,2% para 7,4%, aumento de 121 bps.

Na última ata do Comitê de política Monetário (Copom), o BCB foi bem mais realista com a situação fiscal e ponderou que o balanço de risco para a inflação é assimétrico. O risco de a inflação surpreender para cima é maior hoje do que surpreender para baixo.

O fator que pode influenciar a inflação, e eventualmente causar pressão deflacionária, é principalmente o hiato do produto (a diferença entre o crescimento efetivo e o crescimento potencial da economia). Segundo os dados mais atualizados da Instituição Fiscal Independente (IFI), órgão do Senado Federal, o hiato da economia brasileira está atualmente em -5,6%, valor equivalente ao patamar do fim de 2017. Em geral, quanto mais negativo é o hiato do produto, maior deve ser a queda na



taxa de juros. Esse é então o primeiro componente, como o BCB reage a desvios no crescimento do PIB.

Por outro lado, existe o segundo componente que é como o BCB reage a desvios nas expectativas de inflação. Seguindo a mesma receita, quanto mais as projeções de inflação situarem-se abaixo da meta, maior deve ser a queda nos juros e vice-versa. Atualmente as expectativas de inflação do mercado para 2020, 2021 e 2022 são de 3,1%, 3,3% e 3,5%, respectivamente. A meta de inflação para esses anos é de 4,0% para 2020, 3,75% para 2021 e 3,5% para 2022. Ou seja, o desvio da expectativa de inflação para a meta está concentrado principalmente neste ano e no próximo.

Porém um fator bastante determinante na condução da política monetária é qual o peso que o BCB estipula para cada um dos dois componentes, (i) o desvio do PIB e (ii) o desvio da inflação. Utilizando uma simulação bastante conhecida na literatura econômica que é o princípio de Taylor¹ (uma das ferramentas utilizadas pelos bancos centrais para formular a política monetária), dependendo da forma como o BCB reage ao PIB e inflação, a Selic efetiva pode ser bem diferente.

A simulação a seguir evidencia esse fato. Se o BCB hoje estipulasse um peso maior para as expectativas de inflação e menor para o hiato do PIB, a Selic atual deveria estar em um patamar de aproximadamente 3,6% a.a. Se por outro

lado o peso fosse maior para o hiato do PIB, a Selic deveria estar em 0,8%. Por fim, no cenário em que o peso do hiato e da inflação é o mesmo, a Selic tende ao patamar atual de 2%.

Cenários (2020)	Assimetria para o IPCA	Assimetria para o PIB	Reação Simétrica
Juro Nominal de Equilíbrio (%)	5,5	5,5	5,5
Ativismo do BC sobre IPCA	0,8	0,2	0,5
Ativismo do BC sobre PIB	0,2	0,8	0,5
IPCA (%)	3,0	3,0	3,0
Meta de Inflação (%)	4,0	4,0	4,0
Hiato do PIB (%)	-5,6	-5,6	-5,6
Selic Efetiva	3,6	0,8	2,1

Fica claro que os cenários são condicionantes. No Brasil devido a presença de memória inflacionária após décadas de hiperinflação e atualmente termos um BCB em média mais conservador, o histórico sugere que no período recente a formulação de política monetária baseia-se mais nos desvios do IPCA do que os desvios no PIB. Em outras palavras, o BCB estipula mais peso para a inflação do que para o crescimento da economia.

Considerando que a argumentação do BCB é de que as expectativas de inflação podem superar as projeções atuais devido a adição de prêmio de risco fiscal, a normalização da Taxa Selic para níveis considerados neutros pode ocorrer mesmo com uma frustração da retomada da economia brasileira. Esse nível neutro de juros em estimativas² recentes está por volta de 5 a 6% a.a. em termos nominais.

¹ Discretion versus policy rules in practice (John B. Taylor, 1993)

² Novo modelo agregado de pequeno porte com estimação bayesiana (Relatório de Inflação nº 22, BCB, 2020)



Esse seria um cenário bastante adverso. Em um caso de frustração com o crescimento agregado da economia, poderemos ter uma elevação de juros devido ao descontrole fiscal.

A manutenção da Selic em níveis baixos depende de uma mudança de direção na política fiscal. Como o caminho para

arrumar as contas públicas não é simples, a expectativa atual é que o BCB inicie uma elevação na Selic no próximo ano. Como será a magnitude dessa elevação dos juros dependerá da percepção de risco em 2021. Espera-se que a agenda fiscal tenha uma evolução para que a normalização da Selic seja de uma maneira previsível para o mercado.

Projeções

Indicador	2020		2021	
Crescimento do PIB (% a.a.)	-5,3	▲	4,0	▼
IPCA (% , fim do período)	3,3	▲	3,1	=
Taxa Selic (% , fim do período)	2,0	=	4,0	▲
CDI (% , acumulado no ano)	2,9	=	2,6	▲
Desemprego (% , fim do período)	20,3	▼	15,1	▼



Para informações:

(41) 3351 9966

contato@4um.com.br

www.4UM.com.br

Rua Visconde do Rio Branco, 1488 - 4º andar

Curitiba | PR

Ouvidoria-Reclamações: 0800 645 6094



Este é um material de divulgação com fins informativos e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerada uma oferta para aquisição de cotas. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos em www.jmi.com.br. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito - FGC. Taxa de administração máxima compreende, além da taxa mínima do fundo, a taxa de administração dos fundos em que o fundo venha a investir. Os investimentos dos fundos de investimento de que trata este material de divulgação apresentam riscos para os investidores, ainda que o gestor da carteira mantenha sistema de gerenciamento de riscos, não há garantia de completa eliminação da possibilidade de perdas para os fundos de investimento e para os investidores. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.