

# Carta Macroeconômica

Abril de 2021





## Desafios da política monetária

Desde 2017 o Brasil viveu um dos maiores períodos de queda de juros básicos do nosso passado recente. A Selic cedeu de 14,00% para 2,00% até março deste ano, uma queda de 12 p.p. ao longo de quase cinco anos.

Nos primeiros meses de 2021, porém, isso mudou. Nas três primeiras decisões deste ano o Banco Central do Brasil (BCB) já elevou a taxa Selic em 1,50 p.p. O mercado já precifica que este tenha sido o início de um ciclo de elevação de Selic que acumule ao menos 7,00 p.p., atingindo mais de 9,00% em 2023.

Esta mudança na postura do Banco Central, bem como nas expectativas do mercado, refletem a dinâmica inflacionária do país. O IPCA mantinha-se dentro da meta desde 2017. Até os primeiros meses da pandemia, e a queda de mais de 6,0% no nível de consumo do país que acompanhou, a inflação de preços livres chegou a quase zero. Desde então não parou de subir.

Ao longo dos doze meses até março deste ano o IPCA já acumula 6,1%, inicialmente como fruto de aumentos em preços internacionais de alimentos, petróleo e a desvalorização cambial do real. Nem mesmo as expectativas da pesquisa Focus esperam o cumprimento da meta de inflação para os dois próximos anos. O mercado não precifica inflação abaixo de 5,0% em nenhum horizonte.

Para contribuir com esse movimento, os juros oferecidos sobre títulos de dez anos norte americanos passaram de 0,93%

para 1,61%, refletindo algum receio com o nível de preços também na outra América devido ao rápido crescimento.

Sobre a situação fiscal não cabem meias palavras. Tivemos cinco anos desde a promulgação do Teto de Gastos, e ainda em 2020 vemos um déficit no resultado primário recorrente do governo central de 2,3% do PIB (o resultado primário oficial, incluindo efeitos não recorrentes da pandemia foi de -10% do PIB). Temos um déficit de natureza permanente e são necessárias reformas sobre gastos obrigatórios. O Tesouro tem encontrado relativa liquidez no mercado para refinanciamento da dívida. Para não elevar o nível de risco de refinanciamento, o Tesouro tem emitido papéis de prazos intermediários para aumentar a duration da dívida, em contrapartida o custo dessa emissão mensal subiu de 4,9% em maio de 2020 para 8,6% em abril deste ano

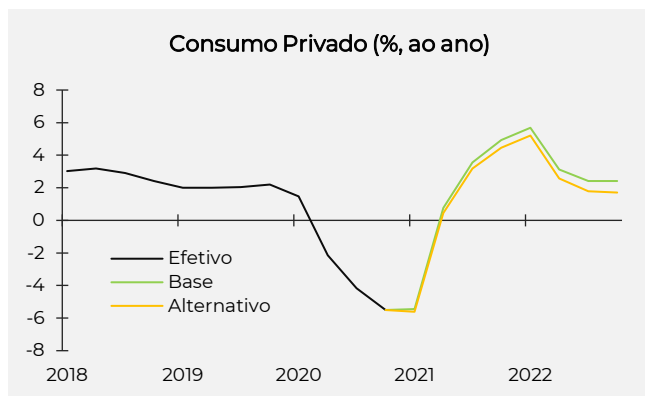
O desafio diante do Banco Central é considerável. Ao criar um aperto monetário, corre o risco de gerar um encarecimento do endividamento público e privado. Analisando os indicadores de endividamento das famílias, vemos que atualmente o nível de endividamento médio em relação a renda média das famílias encontram-se em 35%, nível acima do pico da série em 2012, quando o indicador estava próximo à 33%.

O consumo, por mais que ainda frágil, deve ser pouco impactado por este aumento. Fazendo uma análise do consumo privado dos agentes econômicos que representa



aproximadamente 70% da demanda agregada da economia brasileira, em níveis estatisticamente robustos, não achamos evidências de que a adição de um prêmio sobre o juro real para os próximos meses desviaria a tendência de recuperação do consumo das famílias.

Em nosso cenário base, o crescimento do consumo privado terminará 2021 e 2022 com um crescimento de 4,9% e 2,4%. No cenário alternativo, considerando a perspectiva implícita do mercado, o crescimento seria de 4,7% e 2,1%. Porém, levando em conta o erro-padrão das estimativas, não podemos rejeitar a hipótese de que os cenários são diferentes devido a adição do juro real.



O fenômeno de redução da efetividade do canal de transmissão da política monetária para consumo ocorre no Brasil. Ou seja, o consumo privado responde pouco a variações na taxa Selic, a referência da política monetária. Isso pode acontecer devido a composição da cesta de consumo média dos indivíduos brasileiros.

Acreditamos que a autoridade monetária pretende controlar a inflação através dos canais cambiais e de expectativas.

No canal cambial a alta dos juros proporciona uma atração maior do fluxo de capitais internacionais e apreciam a moeda local na medida em que os bens importados se tornam mais competitivos. Além disso para as indústrias que importam insumos para a produção interna poderão ver os custos cair com a apreciação do real e arrefecer a forte alta da inflação para os produtores que beira uma variação anual de 30%.

Em uma segunda derivada é controlar as expectativas de inflação dos agentes econômicos, principalmente para 2022 que já superam a meta. Na medida em que o BCB vai reduzindo o grau de estímulo monetário sobre a atividade econômica, o mercado pode começar a precificar uma relativa queda da curva de inflação implícita para os próximos anos.

Por fim, uma consequência menor é a diminuição do efeito riqueza na medida em que o valor presente dos ativos de mercado cai com alta dos juros dos papéis.

Os desafios do BCB para os próximos meses serão consideráveis. Uma comunicação clara com o mercado pode proporcionar menos ruído no curto prazo, mas não deve limitar a manutenção dos prêmios de risco em níveis acima da média.



## Projeções

Indicador	2021		2022	
Crescimento do PIB (% a.a.)	2,7	▼	1,9	=
IPCA (% , fim do período)	5,2	▲	4,1	▲
Taxa Selic (% , fim do período)	5,7	▲	6,5	=
CDI (% , acumulado no ano)	4,1	▲	6,0	=
Desemprego (% , fim do período)	12,9	▲	10,0	=



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, o regulamento e o **material técnico denominado como "Informativo Mensal" antes de investir, os quais podem ser obtidos em [www.4um.com.br](http://www.4um.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. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

