

Carta Macroeconômica
Agosto de 2021





Expectativas de Inflação

Uma das maneiras mais eficientes de extrair quais são as expectativas do mercado para a evolução dos índices de preços da economia é verificarmos a chamada inflação implícita na estrutura da curva de juros brasileira.

A inflação implícita é a diferença entre os juros nominais e juros reais pagos por títulos públicos soberanos em determinado vértice. Essa relação baseia-se na conhecida equação de Fisher, onde a taxa de juros nominal da economia é o somatório entre o juro real e a expectativa de inflação.

Por exemplo, no Brasil hoje temos uma Taxa Selic de 5,25% e uma inflação anual de 8,99%. Ou seja, rearranjando os termos da equação, chegamos em um juro real de curto prazo de -3,43%.

Pela própria diferença entre as características de cada título público, quase sempre é necessário fazer algum tipo de ajuste¹ nas taxas de juros. Isso é devido a diferença de duration de cada papel (os vencimentos de papéis de juros nominais não coincidem com o vencimento de papéis de juros reais), além do fato de existir títulos que pagam cupons recorrentemente e outros não.

A tabela abaixo sintetiza a estrutura da curva de juros brasileira com os vencimentos de juro real, nominal e a diferença de ambos, a inflação implícita,

de 1 até 5 anos, feitos os ajustes para tornarem as curvas comparáveis.

Por exemplo, uma NTN-B sintética com vencimento para 5 anos está com um juro real de 4,4% ao ano, enquanto uma NTN-F com o mesmo vencimento está com um juro nominal de 10,1% ao ano. Por consequência, a inflação embutida na estrutura atual da curva de juros para esse vértice de 5 anos é uma taxa de 5,5% a.a.

Anos	Real	Nominal	Inflação
1	2,8%	8,3%	5,4%
2	3,9%	9,2%	5,1%
3	4,2%	9,6%	5,2%
5	4,4%	10,1%	5,5%

A literatura sobre o assunto mostra que além da própria expectativa futura, a inflação implícita embute mais algumas outras variáveis não observáveis, ou seja, variáveis que precisam ser estimadas.

Dentre esses componentes não observáveis, os mais comumente citados além da expectativa de inflação efetiva é a possibilidade de existir na inflação implícita um prêmio de risco inflacionário.

Títulos públicos de juro real constituem o ativo livre de risco da economia, por isso que, por serem indexados a um índice de preços, oferecem proteção ao consumo ao longo do tempo. Já os títulos públicos de juros nominais possuem um valor monetário predefinido de resgate. Ou seja, estão sujeitos ao risco inflacionário ao longo do investimento, ou seja, a

¹ Ver modelo paramétrico de Svensson (1993).



perda de poder de compra dos valores investidos. Logo, para investir nesses ativos, os agentes exigem um prêmio. Essa remuneração adicional é conhecida como o prêmio de risco da inflação.

Um segundo fator mencionado é a possibilidade de existir um prêmio de risco sobre a liquidez dos ativos de juro real. Em julho de 2021, o estoque de dívida mobiliária federal prefixada e de indexada a inflação é de R\$ 1,7 e R\$ 1,4 trilhão, respectivamente.

Segundo dados de 2017², o mercado brasileiro de dívida pública indexada a inflação é o quinto maior do mundo. A NTN-B possui uma defasagem de indexação pequena, de apenas 15 dias. Os TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) norte-americanos e os Gilts ingleses apresentam defasagem de indexação de 3 meses.

Por conta desses fatores, esperamos que esse prêmio de liquidez exista, mas seja menor do que os outros componentes, que por sua vez, introduz menos ruídos na análise da inflação implícita. Em adicional, as NTN-B, ao contrário dos TIPS, não são protegidas para a deflação.

Segundo estudos³ de Vicente e Graminho, a expectativa de inflação explica cerca de 60% em média da variação da inflação implícita ao longo da curva de juros. Por outro lado, o prêmio de liquidez é insignificante e o prêmio de risco de inflação é marginalmente

menor do que as expectativas de inflação.

Ou seja, o principal componente da diferença entre as taxas de juros nominal e real é de fato a expectativa de inflação. Isso justifica a popularidade da inflação implícita como indicador da variação futura dos preços e seu uso difundido como um estimador da inflação.

Pensando nessa característica, levantamos como foi o comportamento da inflação implícita para os vértices de 1, 2, 3 e 5 anos desde 2006. Os dados estão compilados no gráfico abaixo. Nele temos a diferença entre a inflação implícita e a meta de inflação do Banco Central do Brasil (BCB) para o respectivo vértice da curva de juros.

Se o valor é igual a zero, a inflação implícita é igual a meta do BCB, se a diferença é positiva, as expectativas são maiores que a meta e se forem negativas, as expectativas estão abaixo da meta. A área do gráfico situada entre -2 p.p. e +2 p.p. entre 2006 e 2017 e a partir disso -1,5 p.p. e +1,5 p.p. é a banda inferior e superior da meta do BCB.

Os dados nos trazem algumas informações relevantes. Em primeiro lugar, toda a inflação implícita mais recente não só está acima da meta do BCB, mas também acima do limite superior da meta.

A diferença da inflação em relação a meta para os vértices de 1, 2, 3 e 5 anos

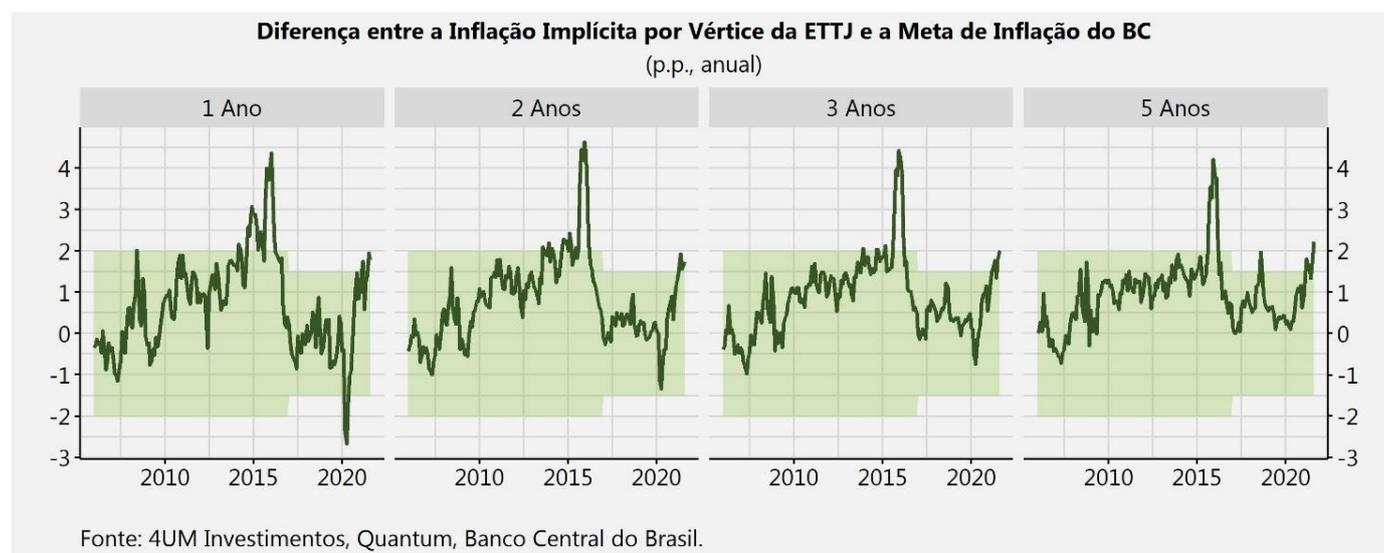
² Evolução recente do mercado de títulos da Dívida Pública Federal (2017).

³ Decompondo a inflação implícita (2015).



estão em 1,8 p.p., 1,7 p.p., 2,0 p.p., e 2,2 p.p., respectivamente. A perspectiva de uma inflação mais elevada no vértice de 1 e 2 anos é justificável. As pressões inflacionárias advindas da crise hídrica, preços de commodities agrícolas e

energéticas nos maiores patamares dos últimos anos e a recuperação do setor de serviços da economia estão elevando a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).



Porém na nossa visão é injustificável a inflação implícita mais longa, do vértice de 5 anos apresentar um desvio de mais de 2 p.p. em relação a meta.

Em primeiro lugar, como afirmamos e exploramos na carta do mês de julho passado, o crescimento econômico da economia brasileira pode frustrar o mercado principalmente em 2022. Se existe uma relação entre o nível de atividade econômica e o nível de preços, podemos esperar uma redução da inflação de preços livres nos próximos anos.

Um outro fato que enfatiza essa tese de uma inflação menor do que o esperado atualmente pelo mercado para os próximos anos é o fato que a política monetária do BCB se tornará contracionista já no início de 2022. Isso

significa que o juro real de curto prazo será maior do que o patamar neutro estimado pelo próprio BCB, que é em torno de 3,5%. E segundo as próprias expectativas implícitas do mercado, o juro real deve se manter no patamar contracionista ao longo dos próximos anos.

Olhando para a série histórica desde 2006, três períodos apresentaram essa conjuntura de inflação acima do limite superior da meta do BCB. Primeiramente em 2015, com o choque de preços administrados que elevou o IPCA para dois dígitos e contaminou toda a estrutura de juros. Um segundo período é o processo eleitoral de 2018 e por fim o período mais recente, julho e agosto deste ano.



Tendo esse cenário em mente, na medida em que os números do IPCA comecem a vir menor do que o esperado pelo mercado (ao longo do primeiro semestre de 2022 com uma possível acomodação dos preços administrados e uma desaceleração dos

preços de serviços), deverá ocorrer uma reversão dessas expectativas de inflação longa na curva de juros. A tendência é de ter concomitantemente uma redução do juro nominal dos mesmos vértices da curva de juros.

Projeções

Indicador	2021		2022	
Crescimento do PIB (% a.a.)	5,6	▼	1,8	=
IPCA (% fim do período)	7,5	▲	4,3	=
Taxa Selic (% fim do período)	8,0	=	8,5	=
CDI (% acumulado no ano)	4,6	=	8,4	=
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 no site do administrador/gestor, 4UM Investimentos, bem como os selos ANBIMA em 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.

