

Carta Macroeconômica
Setembro de 2021





Desafios de Política Monetária

O ciclo atual de alta da Taxa Selic poderá ser o maior período de política monetária contracionista em termos de elevação da taxa desde 2002. A expectativa implícita do mercado é de uma elevação da Selic para o patamar de 9,75% até o fim de 2022.

Se confirmado, o ciclo de política monetária contracionista será de 7,75 pontos percentuais, em um período de aproximadamente 22 meses. Essa conjuntura supera o ciclo de 2013-2015 onde a Selic foi elevada em 7 pontos percentuais em um espaço de 30 meses.

Expectativas Implícitas

Anos	Real	Nominal	Inflação
2021	-1,1%	8,2%	9,3%
2022	4,8%	9,8%	4,7%
2023	5,1%	10,7%	5,4%
2024	5,2%	11,1%	5,7%

Para fins de política monetária, a principal comparação a ser feita com a Selic é com a taxa natural de juros em termos nominais, isto é, a estimativa de taxa compatível com a economia no seu produto potencial, sem exercer pressões positivas ou negativas sobre o crescimento da economia.

Se a Selic estiver abaixo da taxa natural, a postura da política monetária é expansionista sobre a economia e nesse cenário é esperado uma elevação positiva do hiato do produto (diferença

entre o crescimento efetivo da economia e o crescimento potencial estimado). No outro cenário onde a Selic estiver acima da taxa natural, é esperado que a economia opere abaixo do potencial.

Essa relação não é mecânica ou imediata. Os canais de transmissão da política monetária para a economia podem operar de maneiras distintas dependendo de onde se encontra o ciclo econômico. A política monetária afeta a trajetória dos preços por intermédio de diferentes canais. Os principais são o produto/atividade, a taxa de câmbio, o crédito, o mercado de ativos em geral e as expectativas.

Um fator relevante que acontece no Brasil no canal do crédito é que mais de 90% das empresas brasileiras se financiam via mercado de crédito bancário, onde o juro nominal médio destas operações fica por volta de 20%¹ ao ano, bem acima do patamar da Selic.

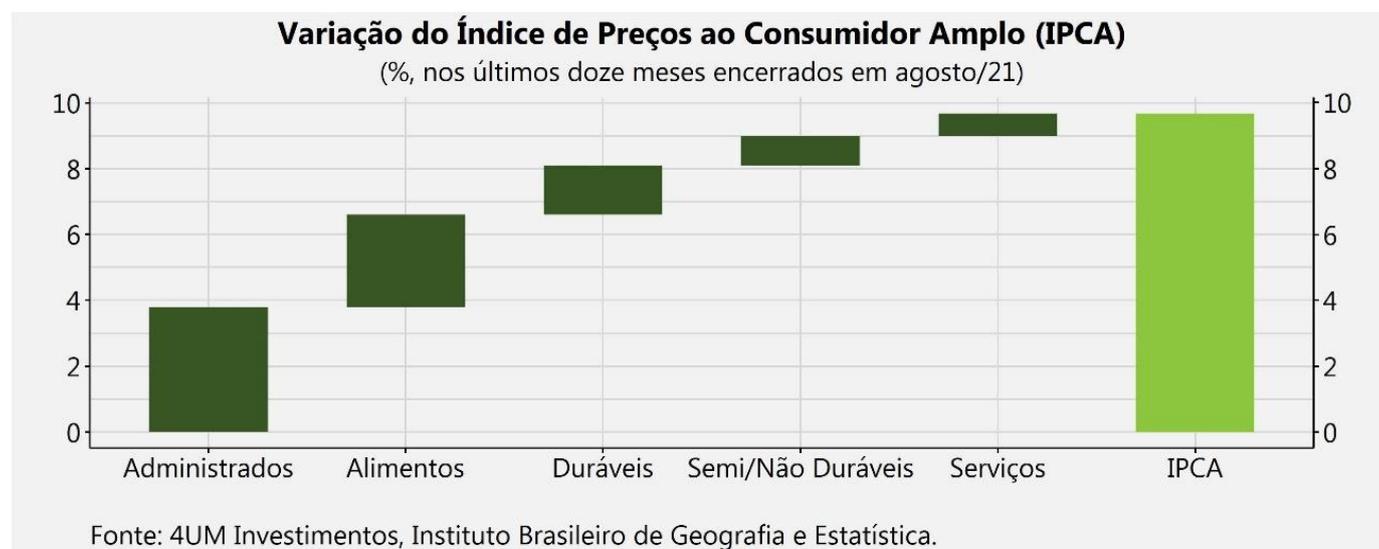
Outro componente relevante é que existe uma defasagem na transmissão de política monetária. Artigos recentes estimam que no Brasil essa defasagem é de 6 a 9 meses. Ou seja, a elevação da Selic atualmente deve ter efeito sobre a atividade somente entre o segundo e terceiro trimestre de 2022. Por outro lado, o efeito é mais imediato quando analisamos os canais de crédito, expectativas e câmbio.

¹ Tratamos sobre este tema na Carta Macroeconômica de Jan/2020.



Diante dos fatores expostos acima, estimamos que a taxa natural de juros em termos nominais está em torno de 5,5% ao ano. No cenário implícito atual de uma Selic indo para o patamar de 9,75%, o aperto monetário exercerá significativa pressão negativa ao longo de 2022.

Quando desagregamos a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) por categorias, notamos que os dois principais componentes de pressão de preços são a categoria de preços administrados (em especial energia elétrica e combustíveis) e preços de alimentos.

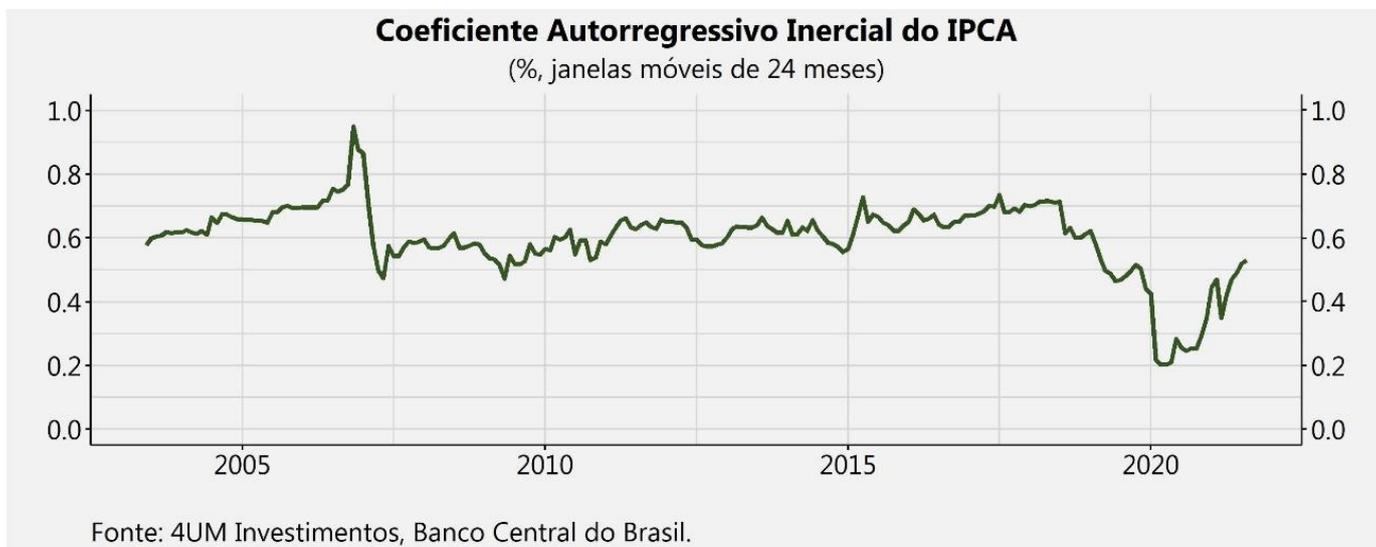


No início deste ano, o mercado esperava que o BCB tivesse 3 principais objetivos para reduzir a taxa de inflação: (i) controlar os efeitos secundários dos choques de oferta causados pelos preços de energia e combustíveis, dado que o BCB não tem controle de choques primários de oferta; (ii) controlar choques de demanda causado pelo crescimento da economia, em especial devido a postura mais ativa da política fiscal ao longo da pandemia; e (iii) controlar o efeito inercial do IPCA, onde as taxas mais altas no curto prazo contaminam

as expectativas futuras por meio da indexação e correção de preços.

O gráfico abaixo demonstra por meio de um modelo econométrico² o nível da inercia do IPCA ao longo dos últimos anos. Quanto maior é o coeficiente estimado, maior é o fator inercial. Vemos que da crise financeira de 2008 até meados de 2017 o fator inercial era alto. A pandemia derrubou o coeficiente para perto da nulidade, mas vemos que nos últimos meses esse componente está se tornando novamente significativo.

² Modelo autorregressivo de janelas móveis de 24 meses, onde o IPCA no período t é explicado pelo IPCA no período em $t-1$.



Porém, acreditamos que o cenário é mais favorável ao BCB hoje. O segundo fator mencionado acima, o controle do consumo das famílias para dissipar a inflação de demanda poderá ser um objetivo secundário.

O crescimento esperado para a economia brasileira reduziu-se, especialmente pelos dados de mercado de trabalho que não tem apresentado bons números nos últimos meses³.

O nosso cenário base é de um crescimento de 1,2% em 2022, estruturalmente menor do que o potencial de crescimento da economia brasileira que é da ordem de 2,1%. Isso deve fazer com que a ociosidade da economia (traduzindo-se na taxa de desemprego e na capacidade ociosa das empresas) deverá se manter elevada. O dado mais recente do hiato do produto

calculado pela Instituição Fiscal independente é de uma taxa de aproximadamente -5%.

Em conclusão, esperamos que o ciclo de alta da Selic seja menor do que o mercado estima atualmente na curva nominal de juros.

O ciclo de aperto deve se encerrar com a Selic entre de 8,25% e 9,5% no início de 2022. Esperamos que nesse nível o BCB tenha controlado a inércia inflacionária e, na medida em que os efeitos do choque de oferta se dissiparem, a perspectiva de juros nominais e inflação implícita atualmente refletidas nos preços de mercado poderão ser revistas para baixo.

³ Tema da nossa Carta Macroeconômica de Jul/21.



Projeções

Indicador	2021		2022	
Crescimento do PIB (% a.a.)	5,0	▼	1,2	▼
IPCA (% , fim do período)	8,7	▲	4,1	▼
Taxa Selic (% , fim do período)	8,2	▲	8,5	=
CDI (% , acumulado no ano)	4,9	▲	8,4	=
Desemprego (% , fim do período)	12,9	=	11,0	▲



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.

