



Carta Mensal Macroeconômica



Política e Cenário | Ago.Set.24

Economistas: Étore Sanchez | Guilherme Sousa | Matheus Alexandre

www.ativainvestimentos.com.br



O que mudou para mexer na Selic?

Agosto/2024

Ainda que consideremos que, neste momento, nossa projeção possa ser vista como ousada, na Carta Macroeconômica deste mês, vamos explorar os motivos que nos levam a apostar na manutenção da Selic em 10,50% até meados do ano que vem.

Antes de começarmos a falar sobre a reunião do Copom dos dias 17 e 18 de setembro, precisamos esclarecer algumas premissas. A primeira, e mais evidente, é que projetamos o que o BC deverá fazer na reunião do Copom e não o que acreditamos que a autoridade deveria fazer, tratando-se de uma questão positiva e não normativa.

A segunda premissa sustenta nossa perspectiva de estabilidade: acreditamos que os membros do Copom tomam a melhor decisão possível com a máxima informação disponível. Isso é evidente pelo fato de que, mesmo diante das condições econômicas adversas enfrentadas na última reunião, a autoridade decidiu manter a Selic em 10,50% e optou por não sinalizar nada para a reunião seguinte.

Consideramos também que, apesar de certa rigidez nas declarações de Roberto Campos Neto (RCN), Presidente do BC, e Gabriel Galípolo, diretor e futuro presidente da autoridade, os membros reiteram a todo momento trechos da comunicação oficial que ressaltam não haver guidance para a próxima reunião. Ou seja, não se pode afirmar que a comunicação oficial foi atualizada pela diretoria à luz de novos dados.

Posto isso, devemos analisar as condições que o BC tinha em sua última reunião do Copom e comparar como elas se encontram atualmente, bem como as perspectivas até 18 de setembro.

Por partes, e começando pelo cenário externo, na ata do Copom de 31 de julho, destacamos que a autoridade classificava o ambiente externo como adverso, “ em função da incerteza sobre os impactos e a extensão da flexibilização da política monetária nos Estados Unidos e sobre as dinâmicas de atividade e de inflação em diversos países.”

Notadamente, o direcionamento da política monetária internacional ficou muito mais claro desde a última reunião. O evento mais marcante da política monetária internacional foi a declaração dovish de J.Powell no simpósio de Jackson Hole. A autoridade aproveitou a oportunidade para sinalizar o início do afrouxamento monetário, deixando a porta aberta para um começo mais agudo por parte do Fed.

Pontuamos que a menor sincronização das políticas monetárias entre os países, apontada como motivo de cautela na ata, parece ter sido mitigada, como podemos ver no gráfico abaixo apresentado pelo próprio RCN.



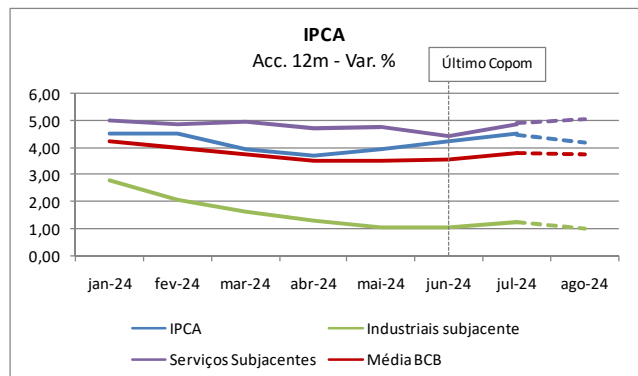
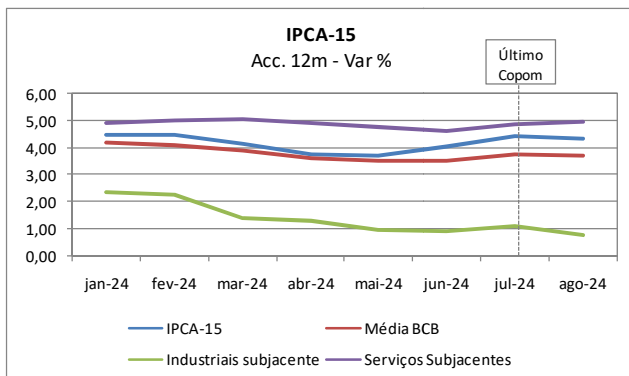
Precificação da política monetária

APREÇAMENTO DE POLÍTICA MONETÁRIA

26/08/2024

País	Taxa (%)	Apreçamento 6 meses	Apreçamento 1 ano
	última decisão	pontos-base	pontos-base
Avançados			
Estados Unidos	5,38	-129	-200
Canadá	4,50 ↓	-102	-160
Zona do Euro	3,75	-90	-146
Reino Unido	5,00 ↓	-61	-120
Austrália	4,35	-41	-92
Nova Zelândia	5,25 ↓	-98	-183
Japão	0,25 ↑	+12	+21
Emergentes			
México	10,75 ↓	-81	-175
Chile	5,75	-69	-129
Brasil	10,50	+127	+125
Colômbia	10,75 ↓	-209	-349
Rússia	18,00 ↑	+23	-141
África do Sul	8,25	-87	-141
China	1,70 ↓	-31	-38
Índia	6,50	-31	-64
Coréia	3,50	-33	-71

Por sua vez, no que toca à inflação corrente, o BC considerava que, em alguma medida, o processo desinflacionário havia arrefecido. Entretanto, olhando para o IPCA-15 de agosto, notamos que o processo pode ter se reiniciado, à medida que projetamos que o IPCA de agosto deverá exibir deflação, com os núcleos caminhando para baixo. avaliamos que a trajetória da inflação corrente é novamente baixista para os próximos meses.



Já as expectativas de inflação do Focus, usadas no Copom, para 2024 e 2025, estavam em 4,1% e 4,0%, respectivamente, ao passo que, no relatório mais recente (23/08/24), as perspectivas migraram para 4,3% e 3,9%. Vale lembrar que o horizonte relevante do BC já não considera 2024, focando preponderantemente em 2025 e, em menor grau, em 2026.

Para as projeções condicionais, o esperado para o primeiro trimestre de 2026 estava em 3,4% no cenário de referência e 3,2% no alternativo (com Selic em 10,50% até o fim do horizonte relevante). Estimamos, entretanto, que ambas as projeções tenham caído desde a última reunião do Copom, para, respectivamente, 3,3% e 3,1%.



Além disso, o balanço de riscos teve uma intensificação dos fatores que contribuem para a desinflação, enquanto os fatores que apontam para mais inflação permanecem estáveis. Destacamos ainda que nenhum deles é novidade, e muitos já estavam presentes desde a época em que o ciclo de afrouxamento monetário estava em curso, como: (i) uma desancoragem das expectativas de inflação por um período mais prolongado; e (ii) uma maior resiliência na inflação de serviços do que a projetada, em função de um hiato do produto mais apertado.

A argumentação exposta no parágrafo anterior se conecta diretamente às premissas apontadas no início do texto. Se as condições altistas já estavam presentes nas últimas reuniões, quando se decidiu pela estabilidade, não há novos motivos que justifiquem uma alta da taxa.

Em resumo, os fatores que mudaram desde a reunião de julho, quando o BC optou por manter a Selic em 10,50%, intensificaram a perspectiva mais acomodatória, enquanto os riscos altistas para a inflação já estavam presentes em outros momentos. As premissas analisadas e a avaliação das condições econômicas, reforçam a lógica de estabilidade na condução da política monetária. Assim, mesmo em um cenário onde parte significativa do mercado especula sobre uma possível alta dos juros, acreditamos que a manutenção da Selic é a decisão mais prudente e coerente, dada a ausência de justificativas convincentes para uma mudança no posicionamento do Banco Central até o momento.

Projeções Ativas Investimentos	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Longo Prazo
IPCA (%)	2,9	3,7	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	4,3	4,2	4,0
Livres (%)	1,3	2,9	3,9	5,2	7,7	9,4	3,0	4,1	4,2	-
Alimentação no domicílio (%)	-4,9	4,5	7,8	18,2	8,2	13,2	-0,6	4,6	4,3	-
Livres ex alimentação (%)	3,1	2,5	2,8	2,3	7,6	8,4	4,1	4,1	4,3	-
Serviços (%)	4,5	3,3	3,5	1,7	4,8	7,6	6,2	4,4	5,3	-
Bens Industrializados (%)	1,0	1,1	1,7	3,2	12,0	9,6	1,0	3,6	2,8	-
Monitorados (%)	8,0	6,2	5,5	2,6	16,9	-3,8	9,2	4,9	4,2	-
Média dos Núcleos BCB (%)	3,3	2,9	3,2	2,8	7,4	9,1	4,3	4,0	4,1	-
Meta de Inflação (%)	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,0	3,0	3,0
Selic - Fim de período	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	10,50	9,25	9,00
Selic - Média no período	9,92	6,56	5,96	2,81	4,81	12,63	13,25	10,67	9,65	9,00
Câmbio - Fim de período (R\$/US\$)	3,31	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	4,84	5,30	5,38	-
Câmbio - Média no período (R\$/US\$)	3,19	3,66	3,95	5,16	5,40	5,16	4,90	5,17	5,34	-
PIB	1,3	1,8	1,2	-3,3	5,0	2,9	2,9	2,3	1,6	1,7
DBGG (% do PIB)	73,72	75,27	74,44	86,94	78,29	72,87	74,34	81,67	82,11	-