

Neo

JAN/25

**O NOVO BANCO
CENTRAL,
POR ENQUANTO...**

**...COMO O
VELHO BANCO
CENTRAL**

RELATÓRIO ECONÔMICO
por Luciano Sobral,
Economista-chefe da Neo

 Autorregulação
ANBIMA
Gestão de Recursos

O novo Banco Central, por enquanto como o velho Banco Central

Uma das grandes surpresas que tivemos nos meses finais de 2024 foi o grau de continuidade aparente na condução da política monetária do Brasil. Seja por convicção adquirida ou por força das circunstâncias, Gabriel Galípolo comprometeu-se com a política de juros altos resultante de um cenário crescentemente desafiador para a inflação (sobretudo depois de uma nova rodada de depreciação do real, entre outubro e dezembro) e da baixa eficácia da política monetária em meio às altas das transferências do governo para famílias e de um mercado de crédito pujante.

A decisão do Copom de dezembro, uma alta de 3pp na Selic “parcelada” em três reuniões e sem nenhuma indicação de onde poderia terminar o ciclo, mostrou que, ao menos neste início de mandato, o BC de Galípolo deve operar de forma muito similar ao de Roberto Campos Neto: com uma observância estrita ao arcabouço de “inflation forecast targeting”.

Cabe aqui uma explicação mais detalhada: por ora, o Banco Central parece estar ajustando o nível da taxa Selic como o necessário, pelos seus modelos, para que a inflação projetada seis trimestres à frente (o horizonte relevante determinado pelo regime de metas) atinja o centro da meta (3,0%). A observância é estrita porque não tem se falado em uma meta intermediária (por exemplo, o teto da meta em até um ano), o desvio para se considerar “ao redor da meta” parece ser pequeno (menor que 0,3pp) e não se considera estender esse horizonte. Em declarações públicas, há muita consonância entre os membros do Copom de assim caracterizar a atuação do comitê.

Por esse regime, justificam-se as taxas de juros acima de 15% precificadas no mercado futuro de juros. Mais do que isso: como o Banco Central fez, nos últimos anos, um grande esforço de transparência, os parâmetros de vários de seus modelos são amplamente conhecidos (foram publicados e tem sido atualizados no Relatório Trimestral de Inflação), de forma que o mercado tem, em tempo real (ou seja, em função das oscilações da taxa de câmbio e das expectativas de inflação), uma boa ideia de qual seria essa Selic necessária para que a inflação projetada pelo modelo chegue em 3%.

Isso acaba servindo como uma amarra (“commitment device”) para a atuação do Banco Central, que precisaria se justificar caso suas decisões começassem a desviar substancialmente do previsto pelo modelo. É uma maneira de manter a credibilidade da instituição em meio às trocas na diretoria, sobretudo considerando o perfil visto como “político” do novo presidente. Trocam-se graus de liberdade na decisão por uma regra que pode ser facilmente fiscalizada pelo mercado.

Para a conquista definitiva da credibilidade, o mercado precisa ainda se convencer de que a perseguição da meta de 3,0% até meados de 2026 será levada às suas consequências – ou seja, além de levar os juros a níveis muito altos (o que já parece contratado, em grande medida), mantê-

los por tempo suficiente, eventualmente em meio a uma desaceleração na atividade econômica, até que as expectativas do Focus voltem para mais perto dessa meta. Dado o comportamento recente dessas expectativas, que até para 2026 e 2027 têm subido, essa conquista ainda parece distante.

Uma sinalização importante será dada quando expirar a “validade” do guidance atual, de altas de 1pp em cada uma das próximas duas reuniões do Copom. Considerando o preço atual do dólar e as expectativas de mercado para a inflação e o crescimento nos próximos trimestres, o pico da Selic previsto pelos modelos e compatível com a inflação a 3,0% provavelmente está bem acima dos 14,25% já prometidos até o final do primeiro trimestre. O que fará o Copom posteriormente poderá levar a uma nova avaliação de seu compromisso com o regime de metas, ao menos aos olhos do mercado. Por enquanto, para os políticos de Esquerda, ainda é possível pintar as altas de juros como o cumprimento de uma promessa feita na gestão Campos Neto (ainda que totalmente endossada por e atribuída também ao novo presidente); a pressão sobre o comitê deve aumentar consideravelmente quando as decisões tenham que ser totalmente atribuídas a Galípolo e uma maioria de diretores indicada por Lula.

O outro teste de credibilidade será a reação do BC a uma eventual desaceleração da atividade que seja diferente de um “pouso suave” – o tipo de desaceleração que ficou mais provável considerando o tamanho do ajuste de juros que está sendo implementado, mas que, por conta da resiliência da atividade ao longo de 2024 e das boas perspectivas em 2025 de setores que não são afetados pelos juros, tem sido empurrada para mais perto das eleições de 2026. Novamente, a reancoragem da inflação ao centro da meta será tão mais fácil quanto menos o BC desviar da regra que se impôs, de manter a aderência da Selic praticada á prescrita pelos modelos.

Não projetamos uma desaceleração significativa da atividade antes do segundo semestre deste ano – e, mesmo com isso, devemos terminar 2025 ainda com o crescimento do PIB superior a 2%, ou seja, próximo ou acima das estimativas que julgamos mais adequadas de crescimento potencial da economia brasileira (entre 1,5% e 2,0% ao ano). A maior parte do efeito das altas de juros em curso só será sentido em 2026, quando os juros reais “realizados” (ou seja, a Selic acumulada descontada pela inflação passada, ou juros ex-post) chegarem no patamar já observado nos juros pré-fixados. Será quando a maior parte das empresas brasileiras, que financiam suas operações a taxas indexadas a Selic, terá passado a sentir integralmente o peso do aumento de suas despesas financeiras.

Uma desaceleração da atividade também agravará o problema fiscal. O governo brasileiro deve entregar já em 2025 um déficit nominal tão grande quanto o observado em 2015-16, quando a economia estava em queda livre. Quedas na arrecadação tornarão ainda mais evidente a necessidade de ajustes do lado das despesas, algo difícil de ser imaginado tão próximo às eleições.

Se não entregue, o ajuste adiado passaria a ser incorporado a prêmios de risco nos preços de mercado, o que também, tudo mais constante, poderia levar a juros maiores ou altos por mais tempo.

Em um cenário que parecia plausível até meados do ano passado, o mandato de Gabriel Galípolo começaria com uma taxa Selic ainda alta e inflação relativamente controlada, o que permitiria uma condução da política monetária com poucos atritos com o poder político (recentemente ouvimos de um ex-presidente do banco central da Colômbia, Juan José Echavarría, que seu mandato só foi muito bem avaliado porque, ao longo de quatro anos, nunca precisou aumentar juros). Os juros poderiam cair em 2025 e 2026, em consonância com o que o mercado julgaria adequado, e o teste de credibilidade para o BC independente ficaria para um novo ciclo de altas posterior às eleições. A realidade hoje não poderia ser mais diferente, e a recentemente conquistada autonomia do Banco Central viverá um teste de fogo nos próximos dois anos.

Como reconhecemos no início deste relatório, a firmeza de Galípolo em bancar a continuidade do modo de operar do BC de 2024 nos surpreendeu. Outras surpresas desse tipo serão necessárias durante essa travessia turbulenta até 2026. Torcemos para que o resultado seja o fortalecimento institucional do Banco Central do Brasil – o estabelecimento de uma reputação de seriedade no combate à inflação será muito valioso num futuro que, feliz ou infelizmente, se encontra apenas no próximo mandato presidencial.

Disclaimer

O presente relatório foi preparado pela Neo Multimercado Gestão de Recursos LTDA ("NEO") para o uso exclusivo do destinatário, não podendo ser reproduzido ou distribuído por este a qualquer pessoa sem a expressa autorização da NEO. Opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material constituem o nosso julgamento considerando-se as atuais condições de mercado e as informações às quais tivemos acesso, podendo estar sujeitas a revisões e alterações frequentes. Algumas informações desse material são baseadas em simulações de performance passadas. As simulações levam em consideração uma série de simplificações e premissas que podem ser difíceis de serem replicadas em condições reais de mercado. Ao contrário de resultados reais, as simulações de retorno não refletem operações efetivamente realizadas e, em função disso, podem subestimar ou superestimar os impactos de fatores como liquidez, diferenças entre preços de compra e venda dos ativos e outros eventuais custos de transação. As simulações possuem uma série de limitações e o resultado das mesmas não deve ser considerado como promessa ou garantia de performance pois poderão ocorrer diferenças significativas entre o resultado obtido nas simulações e o retorno real obtido pelas estratégias. As simulações não devem ser utilizadas para realizar comparações com performances efetivamente verificadas. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. AO INVESTIDOR É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROSPECTO E DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO AO APLICAR SEUS RECURSOS.

