

“Votaram por uma redução de 0,25 ponto percentual os seguintes membros do Comitê: Roberto O. Campos Neto (presidente), Carolina Barros, Diogo Guillen, Otávio Damaso e Renato Gomes. Votaram por uma redução de 0,50 ponto percentual os seguintes membros: Ailton de Aquino Santos, Gabriel Galípolo, Paulo Picchetti e Rodrigo Alves Teixeira.”
Copom – Ata de 14 maio, 2024

Nesta carta, vamos apresentar nossas previsões de inflação e juros para 2024 e 2025 para um Comitê de Política Monetária dividido.

ATA DO COPOM

A 262ª Reunião do Comitê de Política Monetária, o Copom, ocorrida nos dias 7 e 8 maio de 2024, foi marcante. Em uma votação histórica o Comitê mostrou-se dividido em relação ao futuro da condução da política monetária na economia brasileira. Isto porque 5 membros da ala bolsonarista votaram por uma redução menor dos juros Selic, em apenas 0,25 ponto percentual; enquanto 4 membros da ala lulista votaram pela queda de 0,50 ponto percentual.

Agora é saber quais passos o Banco Central vai tomar nas próximas reuniões. Mas antes de focar nessa questão, destacamos os seguintes pontos da Ata:

- Bancos centrais determinados em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas em um ambiente marcado por pressões nos mercados de trabalho;
- Mercado de trabalho doméstico tem apresentado maior dinamismo do que o esperado;
- As projeções de inflação do Copom situam-se em 3,8% para 2024 e 3,3% para 2025. As projeções para a inflação de preços administrados são de 4,8% para 2024 e 4,0% para 2025;
- Incerteza com relação ao ciclo de queda de juros norte-americano e ao processo desinflacionário nas principais economias mostra-se persistente;
- Esmorecimento no esforço de reformas estruturais e disciplina fiscal, o aumento de crédito direcionado e as incertezas sobre a estabilização da dívida pública têm o potencial de **eleva a taxa de juros neutra da economia**; e
- Possíveis motivos da recente desancoragem das expectativas de inflação: (i) a piora do cenário externo; (ii) os recentes anúncios de política fiscal; e (iii) percepção de agentes econômicos acerca do compromisso da autoridade monetária com o atingimento da meta ao longo dos anos.

INFLAÇÃO

O mercado e o Copom sinalizam uma inflação para dezembro de 2024 em torno de 3,8 a 4,0%. Nossos modelos macroeconômicos convergem para esse patamar. Para ser exato a mediana de nossas projeções encontra-se no valor de 3,92%, com 4,20% de preços administrados e 3,82% para preços livres.

Entretanto, nossa projeção do IPCA para 2025 está alta, em cerca de 4,78%. Temos uma inflação de preços administrados em cerca de 4,0% e para preços livres de 5,0%. Os modelos os quais mais puxam para cima os preços livres são aqueles que utilizam a dinâmica da taxa de câmbio nominal. Ou seja, há uma preocupação especial sobre o futuro do preço do dólar aqui no Brasil (lembrando que o fiscal piorou) e de preços de commodities que podem subir em virtude de condições climáticas menos favoráveis.

Os modelos macroeconômicos também sugerem que para obter uma inflação de bens livres próxima de 4,0%, o Banco Central precisará manter a taxa de juros em cerca de 10,50%, com viés de alta a depender das pressões cambiais.

Gráfico 1 - Projeção do IPCA: maio de 2024 a dezembro 2025



Fontes: Rubik Capital e IBGE.

Nota: projeção do IPCA para Selic abaixo de 10% ao ano.

Com mercado de trabalho aquecido, maior risco fiscal de cumprimento da meta de resultado

primário, condições climáticas adversas, menor comprometimento do governo em perseguir a meta de inflação são elementos que geram maior volatilidade macroeconômica e incertezas sobre a trajetória da inflação para o médio prazo. Neste sentido, projetamos um juro Selic em cerca de 10,50% e IPCA de cerca de 4,2% em especial para dezembro de 2025.

CENÁRIO INTERNO

Em nossa visão, a disputa interna no Comitê de Política Monetária tem colaborado para a piora na percepção de risco dos agentes financeiros. Ambas as decisões separadas apresentariam um cenário positivo para o ambiente de negócios no Brasil no médio prazo, de modo que o movimento esperado de cada uma imaginamos que seria algo como:

I - A decisão de cortar 0,25 p.p., deveria acomodar as expectativas de inflação dos próximos anos, por conta de uma postura mais conservadora do banco central na condução da política monetária e;

II - O corte de 0,50 p.p. tenderia a causar um recuo dos juros futuros com a manutenção do afrouxamento monetário, estimulando maior alocação de risco e reduzindo o custo de oportunidade.

De toda forma a taxa Selic hoje em 10,50% ou em 10,25% a política monetária brasileira ainda se encontraria em campo restritivo com um juro real acima de 6% para este ano, podendo a velocidade da redução dos juros ser ajustada nas comunicações e reuniões seguintes.

Entretanto, por conta do contexto da disputa e da comunicação da entidade, observamos o resultado menos favorável de ambas as decisões no mercado, com a desaceleração no ritmo de afrouxamento os juros futuros passaram a precificar uma Selic mais alta no final do ciclo, inclusive apontando para uma retomada no aumento da taxa básica de juros ainda neste ano, gerando uma abertura do juro real. Ao mesmo tempo, dada a expectativa de uma maior leniência dos novos diretores para com a inflação a partir do ano que vem, houve também um aumento na inflação implícita dos títulos públicos.

Assim sendo, o resultado combinado foi um aumento relevante no prêmio de risco ao longo do mês de maio, penalizando os ativos e a moeda local.

PORTFÓLIO DE INVESTIMENTO

Considerando o atual patamar de prêmio de risco e aproveitando da robusta posição de caixa de nossos fundos aumentamos o risco das carteiras. Especificamente, escolhemos ativos que apresentam alto repasse de inflação, seja por meio de títulos públicos atrelados ao juro real ou via ações como de empresas elétricas que apresentam indexação à inflação.

Nos títulos públicos, optamos por manter o prazo da carteira mais curto, visando capturar um ciclo de afrouxamento monetário mais profundo que o atualmente precificado pelo mercado. Cabe destacar que neste patamar de IPCA+6,20% onde negociamos os títulos hoje, enxergamos alta margem de segurança, carregando um juro real relevante e protegendo contra um possível revés inflacionário.

Cabe destacar que iniciamos também ao longo do mês posição vendida em dólar, por três principais motivos: (I) a balança comercial brasileira tende a favorecer uma apreciação relevante do real, enquanto *commodities* se mantiverem em patamar elevado; (II) pois entendemos que a Selic mais alta e um corte mais rápido nos EUA geram um diferencial de juro mais atrativo para carregamento da moeda local contra o dólar e; (III) o DXY (índice dólar) apresentou queda de mais de 4% contra uma cesta de moedas desde meados de maio, entretanto, o real tem apresentado desvalorização, descolando do resto do mundo.

Mantemos acompanhamento cauteloso com relação ao quadro fiscal brasileiro, preservando liquidez relevante para novas alocações em caso de melhoria na relação de risco retorno dos ativos locais.