

Política monetária De 113 casas, 26 esperam juro em 13,75% em 2023

Mercado vê taxa Selic sob pressão

Victor Rezende e Gabriel Roca
De São Paulo

Se a visão dos economistas de mercado se provar correta, o Banco Central vai deixar a Selic parada por um bom tempo nos atuais 13,75% antes de dar início a um processo de flexibilização. Os estímulos contratados para o próximo ano e as incertezas que rondam a condução da política fiscal pelo futuro governo levaram os agentes financeiros a esperar um movimento gradual de afrouxamento e deram vida a discussões sobre a possibilidade de a Selic voltar a subir em 2023. Uma parte não espera reduções na taxa básica de juros no próximo ano.

Levantamento do Valor com 113 instituições financeiras e consultorias aponta para uma mediana de 12% nas estimativas para a Selic no fim de 2023. Desse total, apenas duas casas projetam aumento no juro básico, enquanto 26 casas (23% do total) sustentam um cenário-base com a taxa de juros inalterada em 13,75% ao longo de todo o ano.

Para efeito comparativo, na pesquisa realizada no início do mês, o ponto-médio das 110 casas consultadas indicava uma Selic a 11,5% no fim de 2023. Além disso, apenas seis instituições (ou 5,5% do total) já esperavam que o juro básico terminasse em 13,75%.

"O cenário de juros está ligado ao que vai acontecer com a política fiscal. Tínhamos um cenário mais otimista, em que não víamos uma expansão fiscal tão grande, mas, com as iniciativas do novo governo para garantir o máximo possível para gastar sem definir uma âncora, migramos para um cenário mais conservador, onde atrasamos o início dos cortes de juros", afirma o economista-chefe da JGP, Fernando Rocha, cuja expectativa central abarca duas reduções de 0,5 ponto apenas no quarto trimestre do próximo ano.

Um cenário alternativo, ainda mais conservador para a política monetária, não pode ser descartado, de acordo com Rocha. Para ele, a variável chave que vai guiar o rumo dos juros será a expectativa para o IPCA de 2024. "O Focus, neste momento, aponta uma inflação de 3,6% em 2024 e o teto da banda de tolerância é 4,5%. Se o Focus caminhar para esses 4,5%, começa a aumentar o risco de o BC ter que elevar os juros. Se a desancoragem começar a ameaçar o teto da banda da meta, pelo manual do BC, não teria razão para não subir os juros."

Na visão de Rocha, um descola-

mento das expectativas de inflação de longo prazo emite um sinal de desconfiança dos agentes. Caso o cenário-base da JGP se mostre correto, é possível esperar uma desancoragem ainda mais intensa das projeções para o IPCA de 2024, já que a gestora espera que a inflação termine aquele ano em 4,3%.

Na medida em que o próximo governo sinaliza que deve caminhar na direção de mais gastos públicos e maior uso da política para-fiscal via BNDES e bancos públicos, a trajetória à frente parece ser de uma Selic estável por ainda mais tempo, constata o economista-chefe do C6 Bank, Felipe Salles. "Sabemos a direção que o vento está soprando, mas não sabemos a intensidade", diz. Para ele, o ambiente de deterioração fiscal do Brasil foi instalado há algum tempo, especialmente com o encarecimento da dívida na esteira da alta dos juros.

"Uma forma simples de medir [esse fator] é ver a dinâmica da dívida líquida sobre PIB, e parece que há um consenso de que ela seguirá apresentando uma trajetória de alta", afirma Salles. Ele, assim, acredita em um processo "bastante desafiador e lento" de desinflação da economia brasileira, ao apontar que o mercado de trabalho está aquecido; o câmbio está depreciado; e que a inflação brasileira tem um caráter mais inercial.

Nos cálculos do Banco Central revelados no Relatório de Inflação (RI) publicado em 15 de dezembro, a chance de o IPCA furar o teto da meta em 2023 (4,75%) é de 57%, enquanto a possibilidade de o teto da meta de inflação de 2024 ser furado é de apenas 14%.

Se desancoragem ameaçar teto da meta de inflação para 2024, pelo manual do BC haveria razões para subir juro

Nesse sentido, a percepção, no mercado, de que os juros terão de ficar inalterados por um período ainda maior tem se consolidado. A ARX Investimentos, que, em outubro, projetava a Selic em 11,25% no fim de 2023, agora espera que a taxa básica só seja reduzida em 2024.

"Está tudo muito em aberto e, no limite, a trajetória de juros vai depender do arcabouço fiscal novo que o governo apresentar. Enquanto não estiver claro, a incerteza fica enorme. E, pelos discursos do [presidente do Banco Central, Roberto] Campos Neto, está bem claro que eles vão reagir no momento em

Sem cortes de juros à vista

Projeções* para a taxa Selic em dezembro de 2023

| Instituição | % a.a. | Instituição | % a.a. | Instituição | % a.a. |
|---------------------------------------|--------|----------------------------|--------|------------------------------|--------------|
| Partheon Macroeconomics | 9,50 | Mizuho | 11,75 | Safra | 12,50 |
| Deutsche Bank | 10,00 | MUFJ | 11,75 | Acrefi | 12,75 |
| Trafalgar Investimentos | 10,00 | Parcitas Investimentos | 11,75 | Barra Peixe Investimentos | 12,75 |
| Aliva Investimentos | 10,25 | Princípal Claritas | 11,75 | J.P. Morgan | 12,75 |
| Neo Investimentos | 10,25 | Rio Bravo Investimentos | 11,75 | JGP | 12,75 |
| Warren Renascença | 10,25 | Santander Asset Management | 11,75 | Oriz Partners | 12,75 |
| Bank of America | 10,50 | Scotiabank | 11,75 | Roach Capital | 12,75 |
| BRP | 10,50 | Toro Investimentos | 11,75 | Terra Investimentos | 13,50 |
| Oti | 10,50 | Banco BV | 12,00 | Wealth High Governance (WHG) | 13,50 |
| Porto Investimentos | 10,50 | Banco Original | 12,00 | A.C. Pastore & Associados | 13,75 |
| Sicredi | 10,50 | Barrisul | 12,00 | ABC Brasil | 13,75 |
| Goldman Sachs | 10,75 | BlueLine Asset | 12,00 | ARX Investimentos | 13,75 |
| 4intelligence | 11,00 | BNP Paribas | 12,00 | ASA Investimentos | 13,75 |
| Capital Economics | 11,00 | Inter | 12,00 | Bahia Asset | 13,75 |
| Persevera | 11,00 | MB Associados | 12,00 | BNP Paribas Asset Management | 13,75 |
| Rabobank | 11,00 | Reag Investimentos | 12,00 | BOCOM BBM | 13,75 |
| Société Générale | 11,00 | RPS Capital | 12,00 | BRCC | 13,75 |
| Versa Asset | 11,00 | Santander | 12,00 | Credit Suisse | 13,75 |
| BGC Liquidez | 11,25 | Suno Research | 12,00 | Fibra | 13,75 |
| Petros | 11,25 | Tendências Consultoria | 12,00 | Ibre | 13,75 |
| TD Securities | 11,25 | Troster & Associados | 12,00 | Infinity Asset | 13,75 |
| UBS BB | 11,25 | Alphatree Capital | 12,25 | Itaú Asset Management | 13,75 |
| B.Side Investimentos | 11,50 | Armor Capital | 12,25 | Kairós Capital | 13,75 |
| Bradesco Asset Management (Bram) | 11,50 | Austin Rating | 12,25 | Kintiro Capital | 13,75 |
| EQI Asset | 11,50 | AZ Quest | 12,25 | MAG Investimentos | 13,75 |
| Paraná Banco | 11,50 | Bradesco | 12,25 | MCM Consultores | 13,75 |
| Sicredi Asset | 11,50 | Genoa Capital | 12,25 | Novos Capital | 13,75 |
| The Economist Intelligence Unit (EIU) | 11,50 | Oxford Economics | 12,25 | Occam | 13,75 |
| ABBC | 11,75 | Planner | 12,25 | Pezzo | 13,75 |
| Banco Alfa | 11,75 | SulAmérica Investimentos | 12,25 | Quantitas | 13,75 |
| Banco do Brasil | 11,75 | Wells Fargo | 12,25 | Ryo Asset | 13,75 |
| Banco Master | 11,75 | Barclays | 12,50 | SOMMA Investimentos | 13,75 |
| Bradesco BBI | 11,75 | CM Capital Markets | 12,50 | Vedha Investimentos | 13,75 |
| C6 Bank | 11,75 | Fator | 12,50 | Western Asset | 13,75 |
| Coface | 11,75 | Itaú Unibanco | 12,50 | XP | 13,75 |
| Guide Investimentos | 11,75 | LCA Consultores | 12,50 | SM Managed Futures | 14,00 |
| Macro Capital | 11,75 | Mirae Asset | 12,50 | Genial Investimentos | 14,50 |
| Medley Advisors | 11,75 | Modal | 12,50 | Mediana | 12,00 |

Fonte: Instituições financeiras e consultorias; Elaboração: Valor; *Projeções coletadas entre 12 e 23/12/2022.

que a incerteza começar a afetar os parâmetros do modelo (câmbio e expectativas)", diz a economista-chefe da gestora, Elisa Machado.

A ARX, assim, trabalha com a Selic parada em 13,75% até o fim de 2023. "Está difícil dizer uma data para cair ou voltar a subir sem saber o que será o arcabouço fiscal", afirma Machado. "O BC está dizendo o correto: que a política fiscal importa na medida em que afete as variáveis cruciais para o modelo e que, se isso acontecer, que vai reagir. É o que dá para fazer", observa a economista, que também dá destaque à alta das expectativas de inflação de mercado. "As [taxas de inflação] implícitas andaram muito mais que o Focus. Todos os vencimentos voltaram a mostrar inflação de 6%", enfatiza.

De fato, as medidas de inflação "implícita", extraídas das NTN-Bs (títulos atrelados ao IPCA), mostram um aumento relevante. Se, em 31 de outubro, logo após o segundo turno da eleição, a NTN-B com vencimento em agosto de 2026 embutia uma inflação de 5,81%, na sexta-feira o IPCA projetado estava em 6,11%, após ter chegado a 6,81% durante o mês.

O estrategista-chefe da Warren Renascença, Sérgio Goldenstein, por outro lado, afirma que, se a Selic se mantiver em 13,75% por um período muito longo, isso pode indicar um viés ainda mais baixista para a atividade. "Com um enfraquecimento da atividade e piora do mercado de trabalho, é difícil vislumbrar pressão de demanda. E, quando olhamos para o exterior, a perspectiva é de desaceleração da inflação global, já que os bancos centrais estão atuando e há um en-

fraquecimento da China e dissipação dos choques de oferta globais."

Ao avaliar os canais pelos quais a política fiscal poderia ter impactos na monetária, Goldenstein cita a demanda agregada, mas lembra que, pela ótica da despesa, os gastos não serão em nível muito diferente do que o visto em 2022; a taxa de câmbio, que tem se mantido bem comportada; e uma possível deterioração das expectativas inflacionárias. Mas, para o estrategista, sem pressão de demanda ou uma depreciação forte do câmbio, seria difícil observar uma desancoragem relevante das expectativas.

Um quarto fator citado por Goldenstein é a política para-fiscal. "Essa, sim, é uma variável de risco. Se houver uma decisão de volta do crédito subsidiado em um montante relevante ou a recriação da TLP, a política monetária perderia potência e a taxa neutra de juros subiria e, se houvesse a percepção de que isso aconteceu, significa que a Selic se tornaria menos contracionista do que o imaginado. É preciso acompanhar esse risco de perto, mas acho improvável que o BNDES volte a ter o peso que teve durante o governo [da ex-presidente] Dilma [Rousseff]", diz Goldenstein, cuja projeção aponta para a Selic em 10,25% no fim de 2023.

O superintendente de pesquisa econômica do Itaú Unibanco, Fernando Gonçalves, destaca a trajetória das expectativas de inflação, que ganhou relevância desde a ata do Copom, que deu ênfase à evolução das expectativas para 2024. "O comitê notou, com preocupação, que, embora a mediana do Focus esteja estável, a média começou a se deslocar para cima. Temos de

olhar com lupa o que está acontecendo com a distribuição das projeções de 2024 para começarmos a avaliar se vai haver alta adicional das expectativas", afirma. Cabe notar que até mesmo a mediana das projeções de inflação de 2025 começou a subir e está em 3,2%.

Gonçalves avalia como "não improvável" que o movimento de revisões altistas para as projeções de inflação de prazo mais longo ganhe força. "Na próxima reunião, talvez, já haja algum impacto na mediana e o BC comece a ser enfático em relação a isso. Parece bem difícil cortar juros em 2023 de forma significativa se as projeções de 2024 começarem a desancorar", conclui. O Itaú projeta a Selic em 12,5% no fim de 2023.

Nesse sentido, também o BNP Paribas considera a manutenção da taxa por um longo período. "Por um lado, temos o risco fiscal, que gera um viés altista para as projeções de inflação. Por outro, temos uma redução do crescimento econômico mundial e no Brasil, gerando um viés baixista para as expectativas", nota a economista para Brasil do banco, Laiz Carvalho.

Ela lembra que, em meados de novembro, a curva de juros chegou a embutir elevações na Selic em 2023, o que não está presente no cenário do banco. "Mas, pensando em um cenário alternativo, no qual as despesas do governo aumentem muito, gerando não só impacto na demanda agregada (com consequente aumento da inflação), mas também uma deterioração nos preços dos ativos, como a taxa de câmbio, as expectativas de 2024 e de 2025 podem subir ainda mais, demandando uma taxa de juros mais alta", afirma Carvalho.

Veículo: Impresso -> Jornal -> Jornal Valor Econômico - São Paulo/SP

Seção: Finanças **Caderno:** C **Página:** 1