

O “ajuste fino” da política monetária doméstica tem sido o foco de discussões intensas entre os participantes do mercado recentemente. Neste contexto, o Opinião de hoje traz a nossa contribuição para o debate, em uma semana marcada por indicadores importantes de inflação e emprego, além de discursos de *policy makers*. De forma resumida, em decorrência das projeções oficiais que o Banco Central (BC) tende a enxergar, aliada à avaliação qualitativa do quadro inflacionário mais recente e à dinâmica favorável da atividade doméstica, nos parece mais provável que a taxa Selic siga estável em seu patamar atual de 4,50% nas próximas reuniões. Esta postura cautelosa, vale ressaltar, foi reiterada em manifestações recentes da autoridade monetária.

Começando pelos resultados do modelo econométrico do Banco Central (BC), avaliamos que, em seu cenário-base, as projeções oficiais tendem a ficar basicamente estáveis na comparação com a reunião anterior, exceto por alterações (talvez discricionárias) nos preços administrados e/ou de alimentos. Isto porque as hipóteses básicas do cenário híbrido – que supõe câmbio constante e trajetória da Selic idêntica à da Pesquisa Focus – em nada se alteraram desde a última reunião, em 11 de dezembro. A taxa de câmbio segue ao redor de R\$4,20 na média móvel de cinco dias e a trajetória da taxa Selic oriunda da pesquisa Focus ainda encerra o 1T20 em 4,25%, subindo daí para 4,50% já no 4T20 e finalizando 2021 em 6,25%. Neste sentido, considerando o cenário híbrido, nossas simulações ainda apontam para IPCA ao redor de 3,7% neste ano (2020) e no próximo (2021), cedendo para 3,5% em 2022. São basicamente os mesmos números antevistos em dezembro. Na comunicação oficial, vale notar, o IPCA de 3,7% para 2020 tem sido qualificado como “ligeiramente abaixo da meta” (4%), ao passo que o de 2021 (também 3,7%) situa-se “ao redor da meta” (3,75%)¹. Ou seja,

¹ Uma ressalva a ser feita em torno das simulações do modelo do BC diz respeito as hipóteses para os preços administrados e de alimentos. No primeiro caso, considerando o cenário híbrido, as projeções oficiais situavam-se em 3,9% (2020) e 4,1% (2021) em dezembro. De lá para cá, especialmente no caso de 2020, a perspectiva para os reajustes de eletricidade parece ter ficado ainda menor (em função da composição mais favorável de custos

são termos que sugerem tranquilidade da autoridade monetária com o cenário inflacionário atual e também pouca propensão a estímulos adicionais de juros – situação que seria compatível com “IPCA projetado abaixo da meta” no horizonte relevante.

Esta pouca propensão a estímulos adicionais, inclusive, foi atestada através da exclusão, já no *statement* de dezembro, da menção à “cautela em eventuais novos ajustes” e a sua substituição por “cautela na condução da política monetária”, o que é um *forward guidance* menos restrito – mais alongado no tempo – e que guarda inclusive semelhanças com a postura do *FED* e de outros bancos centrais ao redor do mundo, especialmente em contexto de pausa.

Assim, em nossa visão, considerando a mudança de comunicação já sinalizada em dezembro, junto com a relativa estabilidade das projeções no cenário-base e a avaliação do BC sobre essas projeções, nos parece mais provável que a taxa Selic siga estável em seu patamar atual de 4,50% nas próximas reuniões. Esta perspectiva foi ainda mais reforçada pelos indicadores de inflação (IPCA-15) e atividade (confiança e CAGED) publicados nesta semana e discutidos em mais detalhes a seguir.

das tarifas) e isso poderia provocar revisões para baixo do 3,9% inicialmente simulado para os administrados neste ano. Com peso em torno de 25% no IPCA total, esta alteração de administrados tenderia a reduzir também o IPCA total projetado (3,7%). No segundo caso (inflação de alimentos), a dúvida em torno das projeções oficiais está em como o BC calibrará, na modelagem dele, a “volta” do choque de preços das carnes observado em fins de 2019. Em ambos os casos (alimentos e administrados), tratam-se de intervenções que podem ser realizadas pelo BC, desde que acompanhadas de comunicação esclarecedora, sem custos para a sua credibilidade.

O IPCA-15 de janeiro veio em 0,71%, algo acima do consenso de mercado (0,70%) mas desacelerando frente ao resultado de dezembro (1,05%). Na passagem do mês, 4 dos 9 grupos componentes do índice tiveram desaceleração, especialmente “alimentação e bebidas” como reflexo dos preços de carnes. Na abertura regional, a maior variação foi observada em Belém (1,13%), ao passo que a menor foi de 0,29% (Brasília). Em doze meses até janeiro, o IPCA-15 acelerou de 3,9% para 4,3%.

Mais importante, os indicadores qualitativos do IPCA-15 não vieram tão bons assim. Seu índice de difusão – que mede o percentual de subitens com inflação no mês – subiu de 55,6% para 67,7% (acima de sua média de longo prazo, 62%). E, além disso, em função da maior inflação de “alimentação fora do domicílio”, o subgrupo de “serviços subjacentes” acelerou para 3,7% A/A e a média dos 7 índices de núcleo acompanhados pelo Banco Central (BC) elevou-se para 3,2% A/A. Olhando exclusivamente para os núcleos que guardam maior correlação com a atividade econômica, observamos também aceleração para 3,2% ao ano (situavam-se em 2,7% em outubro). Estes dados de núcleo são monitorados tempestivamente pelo BC com o foco na tendência inflacionária doméstica. Obviamente, são taxas de núcleo ainda “confortáveis” (usando a terminologia oficial) e compatíveis com o nível atual do hiato do PIB e o próprio ambiente de expectativas ancoradas. Ou seja, núcleos rodando ao redor de 3,2% A/A, não mudam a atual postura estimulativa do COPOM. Contudo, conforme o BC discutiu no parágrafo #14 da última Ata, em uma conjuntura em que os mercados de crédito e de capitais experimentam mudanças (estruturais) que potencializam os efeitos da taxa de juros, a subida dos núcleos pode ser um indício prévio de queda mais rápida da ociosidade. Ainda mais quando a sensibilidade dos modelos é questionada pela própria autoridade, à luz dessas mudanças estruturais e da falta de “comparativos históricos” (parágrafo #13).

Sob o ponto de vista da política monetária, portanto, essa leitura do IPCA-15 de janeiro também nos parece compatível com uma abordagem cautelosa por parte do BC no atual estágio do ciclo de ajustes. Obviamente, a sua postura prosseguirá estimulativa (juros efetivos abaixo do neutro), sem dúvida. Contudo, não nos parece que o “qualitativo” deste indicador colaboraria para um “chorinho” de -25 bps na próxima reunião.

Quanto à atividade, os dados de confiança econômica e geração de empregos publicados nesta semana continuam em trajetória positiva, em linha com a perspectiva favorável para a economia doméstica, conforme discutimos no último Opinião. Com isso, julgamos que é muito baixa a probabilidade de o BC reduzir as suas projeções atuais para o PIB (1,2% em 2019 e 2,2% em 2020). O que, por sua vez, não motivaria também eventual ajuste adicional de juros no curto prazo.

Vamos aos dados...

O índice de confiança da indústria (ICI) – calculado pela FGV – teve aumento de 1,1 pontos em janeiro (para 100,5) e, com isso, acumulou crescimento de 5,2% desde outubro. Cabe notar que este patamar de janeiro (100,5) superou o limiar favorável (de 100 pontos) pela primeira vez desde maio de 2018. Na margem, o componente de expectativas (IE) subiu em 2,4 pontos ao passo que o índice de situação atual (ISA) mostrou discreto declínio (-0,3 pontos). Além disso, segundo a FGV, o uso da capacidade instalada (NUCI) elevou-se de 75,1% para 75,5% entre dezembro e janeiro, após ajuste sazonal. E houve recuo nos indicadores de estoques. Tais aspectos sugerem que há espaço para crescimento da produção manufatureira no trimestre.

Quanto à confiança dos consumidores (ICC), esta recuou em 1,2 ponto em janeiro (para 90,4) após dois meses em alta. Com isso, sua média trimestral manteve tendência positiva. No mês, ainda assim, houve piora tanto da avaliação sobre o presente (ISA) – que diminuiu 0,9 ponto –, como das expectativas para os próximos meses (IE), com queda de -1,4 ponto. Julgamos que avanços mais consistentes da propensão a consumir dependerão cada vez mais do mercado de trabalho, tanto sob o ponto de vista da formalização (vagas melhores), como de seu (gradual) aquecimento. E os dados mais recentes do CAGED apontaram nesta direção.

Segundo o Ministério da Economia, o saldo do CAGED foi negativo em -307 mil vagas em dezembro, resultado levemente acima da mediana de mercado (-324 mil) e vindo de +99 mil em novembro. Houve, no mês, saldos negativos generalizados em quase todos os setores pesquisados devido, principalmente, ao padrão usual de demissão de temporários no período. Após ajuste sazonal, contudo, o ritmo do CAGED reduziu-se levemente na margem, de 87 mil para 80 mil, o que manteve a média móvel trimestral praticamente *flat* no bimestre (77 mil). Este ritmo equivale 920 mil vagas/ano e é condizente com o que projetamos para o CAGED total de 2020 (850 mil), em função do maior crescimento econômico esperado (PIB de 2,5% em 2020).

Com o resultado de dezembro, o CAGED acumulou 560 mil vagas em 2019, vindo de 421 mil em 2018. E a sua tendência em doze meses segue positiva e altamente correlacionada (92%) com o “PIB mensal” do BC (IBC-Br) em doze meses. Neste sentido, os números do CAGED seguem compatíveis com a nossa expectativa de crescimento do PIB ao redor de 1,2% em 2019 e aceleração para 2,5% neste ano.

Em paralelo aos dados de contratação, o Ministério também publicou os salários de admissão e demissão no mês. E estes mostraram variações comportadas. O ritmo de crescimento (real)

tanto dos salários de admissão como de demissão cedeu para perto de zero (interanual) nesta apuração de dezembro. Por aqui, portanto, sem sinal algum de pressão de salários (e de custos) na inflação.

Em resumo, em decorrência da avaliação qualitativa do quadro inflacionário mais recente, aliada à dinâmica ainda favorável da atividade doméstica e às projeções oficiais que o BC tende a enxergar, nos parece mais provável que a taxa Selic siga estável em seu patamar atual de 4,50% nas próximas reuniões.

Projeção		
	2019	2020
IPCA (%)	4.31	3.70
Câmbio (eop R\$/US\$)	4.02	4.21
Selic (eop %)	4.50	4.50
PIB (%)	1.20	2.50

Este material possui cunho meramente informativo, não constituindo qualquer tipo de oferta, convite, proposta ou aconselhamento por parte do Banco ABC Brasil S.A. (“Banco”) aos seus destinatários para quaisquer fins, inclusive, mas não limitado, à contratação ou não de operações financeiras, negócios ou investimentos, bem como quanto ao desenvolvimento por estes, ou não, de quaisquer estratégias correlatas. O envio deste material aos seus destinatários se dá de forma gratuita e por mera liberalidade do Banco, não se configurando como qualquer tipo de produto ou prestação de serviços por parte deste, ao qual fica reservado o direito de descontinuar o envio destas informações a qualquer tempo e sem qualquer tipo de aviso prévio a seus destinatários. As informações contidas neste material foram obtidas de fontes públicas e consideradas razoavelmente apuradas na data de sua divulgação. O Banco não confere aos destinatários deste material qualquer espécie de garantia, direito ou pretensão no que se refere às informações ora apresentadas, bem como quanto à sua exatidão, completude, isenção, confiabilidade ou atualização. Quaisquer decisões, contratações, investimentos, negócios ou estratégias, relacionadas ou não às informações ora apresentadas, deverão ser adotadas, efetuadas ou desenvolvidas pelos destinatários deste material exclusivamente de acordo com seus critérios de avaliação próprios e sob sua integral responsabilidade, com base nas informações por estes obtidas de forma independente e de acordo com a análise e opinião de seus consultores, analistas e administradores próprios. O Banco não será responsável, perante os destinatários deste material ou quaisquer terceiros, por qualquer forma de utilização das informações ora apresentadas, bem como por quaisquer perdas diretas, indiretas ou quaisquer tipos de prejuízos e/ou lucros cessantes que possam ser decorrentes do uso deste conteúdo. Este material e as informações dele constantes somente poderão ser reproduzidos, divulgados ou redistribuídos com a expressa anuência por escrito do Banco. Este material não se constitui, e não deve ser interpretado, para quaisquer fins, como relatório de análise nos termos do artigo 1º da Instrução CVM n.º 483, de 06 de Julho de 2010.