



## JUROS GLOBAIS PODEM LIMITAR REDUÇÃO DA SELIC EM 2024

No início de agosto, o Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom) fez o primeiro movimento de redução da taxa básica de juros da economia brasileira desde meados de 2020. Cabe lembrar que a Selic começou a ser elevada no início de 2021 e atingiu o patamar de 13,75% em agosto de 2022, nível que vigorou por um ano. O corte, em agosto de 2023, foi de 50 pontos-base, levando a taxa de juros para 13,25%. Desde então, discutia-se, dadas as condições mais favoráveis para a economia brasileira, se o Copom não poderia acelerar o passo nas reuniões seguintes, algo que os membros do Comitê sinalizaram posteriormente não ter a intenção. Com efeito, na reunião de setembro, a Instituição repetiu o movimento de corte de 50 pontos-base, agora para 12,75%, e indicou que o ritmo deve ser mantido nas próximas reuniões. Ou seja, a magnitude do corte deve se repetir, pelo menos, nas reuniões de novembro e dezembro, levando a taxa Selic para 11,75% ao final de 2023.

Como a discussão em torno da dimensão das reduções perdeu força no mercado, uma vez que os próprios membros do Copom limitaram o debate em torno do tamanho dos cortes, o foco das análises se volta agora para qual seria o nível do final do ciclo de redução. Em outras palavras, até onde a Selic poderia cair. Em nosso cenário base, consideramos que o Banco Central manterá o ritmo de 50 pontos-base por quase todo ano de 2024, o que levaria a taxa básica de juros a 8,5% no final do próximo ano, nível que consideramos de equilíbrio para a economia brasileira. Segundo o consenso de mercado, representado pela pesquisa Focus, 8,5% seria também a taxa terminal que o mercado considera como mais adequada, apesar de o tempo de chegada divergir um pouco do nosso cenário de referência.

Contudo, nas últimas semanas, alguns acontecimentos elevaram o nível de incerteza em torno desse nível terminal. Em que pese parte da incerteza estar associada a elementos domésticos, em que se destacam os riscos em relação ao cumprimento das metas fiscais para o próximo ano, avaliamos que a maior parte das incertezas derivou do cenário global, mais especificamente acerca do nível das taxas de juros nos Estados Unidos no futuro. Temporalmente, o movimento mais adverso para os ativos brasileiros ocorreu a partir do dia 20/09, quando o Comitê de Política Monetária do do FED (Fomc) decidiu manter a taxa básica de juros dos EUA (Fed Funds) em 5,50%, mas alterou suas projeções da trajetória de juros esperada para o ano que vem. Com efeito, na visão dos membros do Comitê, a taxa de Fed Funds deve se situar em 5,25% ao final de 2024, acima dos 4,75% previstos pelos mesmos membros três meses antes. Diferentemente do Copom, nos EUA os membros do Comitê de Política Monetária projetam como eles acreditam que a taxa de juros e outras variáveis macroeconômicas se comportarão no futuro.

Gráfico 1: Movimento do real até 15/09

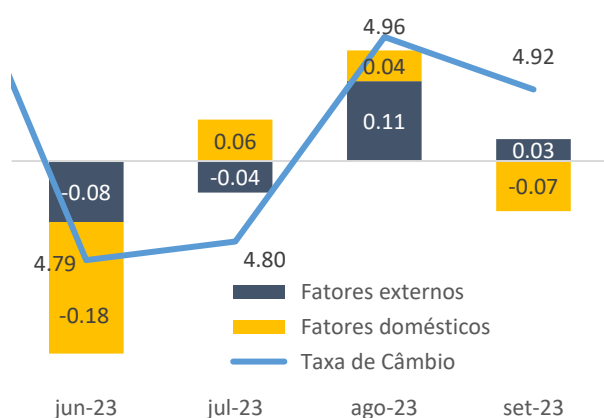
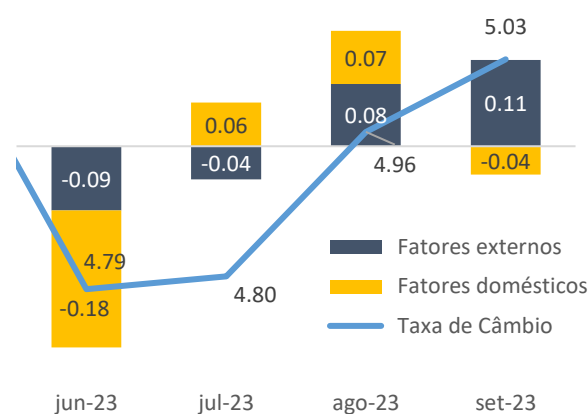


Gráfico 2: Movimento do real em setembro



Fonte; Projeção: BCB; BB Assessoramento Econômico

Por conta disso, o mercado começou a projetar taxas de juros americanas mais altas por mais tempo, o que levou a repercussões significativas nos preços dos ativos ao redor do mundo. Para ilustrar isso, podemos observar o

movimento dos indicadores de risco-país e da taxa de câmbio no Brasil. No que tange ao risco-país, utilizando o CDS brasileiro de 5 anos como *proxy*, observamos uma piora de quase 15% nos dois dias seguintes à reunião do Fomc, chegando a atingir mais de 20% nos primeiros dias de outubro. Para o câmbio, em uma análise similar, observamos uma piora próxima a 2% e 7%, respectivamente. No intuito de tentar identificar a origem de tal desvalorização da moeda doméstica, utilizamos alguns modelos estatísticos que visam separar os movimentos de apreciação/depreciação do real entre fatores domésticos e externos. Conforme podemos identificar nos gráficos 1 e 2, até a primeira quinzena de setembro, a moeda brasileira verificava dois vetores contrários.

Do lado doméstico, a divulgação de indicadores de atividade doméstica melhor do que o esperado pelo mercado levaram a um ambiente de maior otimismo, o que se refletiu em uma influência de valorização da nossa taxa de câmbio na primeira quinzena de setembro. Por outro lado, o cenário global gerava uma pressão suave de desvalorização do real no período. Após o dia 20 de setembro, segundo nossas estimativas, o cenário doméstico permanecia como influência positiva, enquanto o cenário global se mostrou bem mais desafiador, o que impactou significativamente no ritmo de depreciação do real desde então.

Dado o contexto nos Estados Unidos e os efeitos gerados nos ativos brasileiros, um questionamento pertinente é se esse movimento de taxa de juros mais altas nos EUA pode influenciar no ritmo de queda da Selic em 2024. Para tanto, fizemos uso do nosso modelo de pequeno porte, similar ao que o Banco Central do Brasil utiliza<sup>1</sup>, e avaliamos como as variáveis macroeconômicas reagiriam a um nível mais alto de Fed Funds. Em nosso cenário base, temos Fed Funds em 4,25% em dezembro de 2024, além de uma taxa de câmbio de R\$/US\$ 5,10, Selic em 8,5% e IPCA em 3,8%.

Segundo nossos cálculos, caso a taxa básica de juros dos EUA ao final do próximo ano passe de 4,25% para 5,25%, isso levaria a um maior nível de risco no cenário global, o que geraria uma pressão adicional no nosso CDS, e diminuiria o nosso diferencial de juros com os EUA. Esse movimento levaria a uma redução da atratividade de investimentos em carteira de renda fixa no Brasil e provocaria uma saída de capitais. A combinação desses acontecimentos levaria, de acordo com nossas estimativas, a uma desvalorização em torno de 7% da taxa de câmbio, com a projeção passando de R\$/US\$ 5,10 para R\$/US\$ 5,45 ao final de 2024. Com uma taxa de câmbio mais elevada, observaríamos uma pressão adicional nos preços dos produtos, levando a taxa de inflação medida pelo IPCA a sair de 3,8% e caminhar para mais próximo do teto da meta do próximo ano, a saber, 4,5%.

Adicionalmente, realizamos um exercício para entender qual o movimento que o Copom deveria fazer caso quisesse neutralizar o efeito inflacionário provocado pela posição mais restritiva da política monetária americana. De acordo com os nossos modelos, para anular a desvalorização da nossa moeda (manter a cotação cambial em torno de R\$/US\$ 5,10) o Copom poderia continuar com o processo de 50 pontos-base de redução da Selic, mas deveria encerrar o ciclo bem antes do contemplado hoje em nosso cenário. Em nossa visão, para chegar aos mesmos 3,8% de IPCA em 2024, o Copom precisaria interromper o ciclo de cortes da taxa básica de juros quando a Selic alcançasse aproximadamente 10,0%, e não mais os 8,5% atualmente considerado no nosso cenário.

**Quadro 1: Simulações para as variáveis macroeconômicas ao final de 2024**

	Fed Funds	Selic	Câmbio	IPCA
Cenário Base	4,25%	8,50%	R\$/US\$ 5,10	3,8%
Cenário Alternativo 1: <b>sem reação</b> do BC	5,25%	8,50%	R\$/US\$ 5,45	4,5%
Cenário Alternativo 2: <b>com reação</b> do BC	5,25%	10,00%	R\$/US\$ 5,10	3,8%

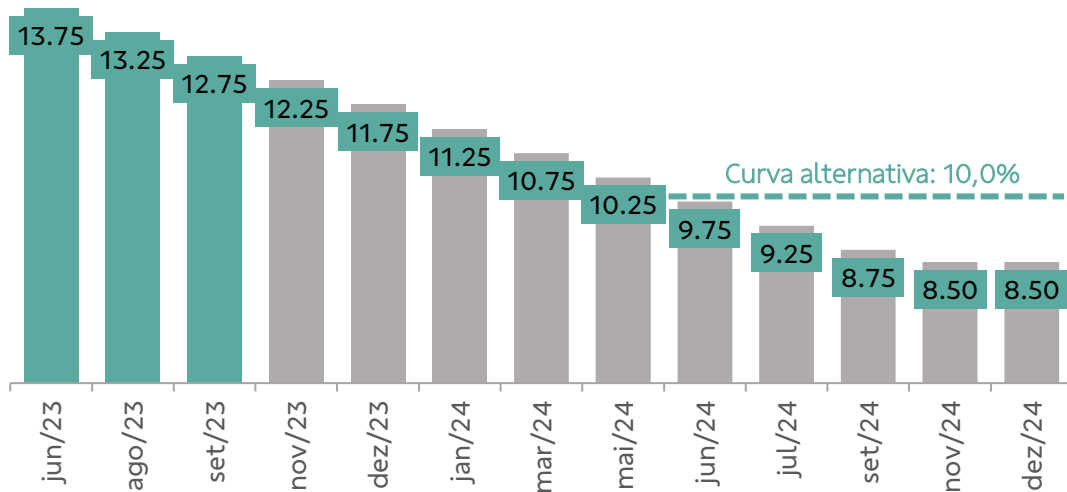
Projeções/Elaboração: BB Assessoramento Econômico

Em suma, nossas simulações mostram que, caso as expectativas dos membros votantes do Fomc se concretizem, e a taxa de Fed Funds fique de fato acima de 5,0% ao final de 2024, ou o Bacen seria levado a interromper o ciclo de cortes da Selic quando ela atingisse níveis próximos a 10,0% (Cenário Alternativo 2), ou o Copom teria que conviver com níveis inflacionários mais elevados (Cenário Alternativo 1). Contudo, vale destacar que, por ora, não alteramos nossa visão de que a economia americana entrará em desaceleração mais intensa na virada de 2023 para 2024, o que levaria o Fomc a ter um comportamento menos duro em relação à política monetária do que o atualmente projetado pelos seus membros.

<sup>1</sup> Relatório de Inflação do Banco Central do Brasil, dezembro de 2021. *Boxe: Revisão do modelo agregado de pequeno porte.*

Por fim, outro ponto de atenção nesse ambiente global mais conturbado se refere ao início do conflito no Oriente Médio. Em linhas gerais, as primeiras reações do mercado vão na linha de uma atividade econômica sendo negativamente impactada, o que restringiria a necessidade de juros muito altos por muito tempo. Isso posto, reforçamos nosso cenário base mais parcimonioso em relação à taxa de juros dos Estados Unidos. Apesar disso, devemos reconhecer que, no momento, o risco de a Selic encerrar 2024 em dois dígitos foi elevado.

**Gráfico 3: Taxa Selic (% a.a.)**



Fonte/Elaboração e Projeção: BCB/BB Assessoramento Econômico

## Projeções

### Cenário Base

	2022	2023	2024
PIB (Var. % a.a.)	2,9	3,0	1,5
Desemprego <sup>(1)</sup> (% da PEA)	9,3	8,2	8,9
Câmbio <sup>(2)</sup> R\$/US\$	5,22	4,90	5,10
SELIC <sup>(2)</sup> (% a.a.)	13,75	11,75	8,50
IPCA <sup>(2)</sup> (% a.a.)	5,8	4,7	3,8
Crédito total (% a.a.)	14,0	7,7	9,8

Projeções BB/Assessoramento Econômico  
(1) média do ano, (2) fim de período.

## Disclaimer

---

### Informações Relevantes

Esta publicação contém análises/avaliações que refletem as visões de profissionais da área de Assessoramento Econômico do Banco do Brasil S. A. ("BB").

As análises/avaliações aqui publicadas:

- i. eventualmente, podem não expressar o posicionamento do Conglomerado BB sobre os temas aqui tratados;
- ii. é possível que diverjam substancialmente das visões de outras áreas correlatas do BB, mesmo que faça referências a recomendações publicadas por essas respectivas Áreas;
- iii. podem ou não ser seguidas pela gestão da Carteira Proprietária do BB.

As informações, opiniões, análises e avaliações contidas nesta publicação:

- i. contém dados e projeções informativos que são dependentes das hipóteses adotadas. Nessa medida, não devem ser tomados como base, balizamento, guia ou norma para quaisquer documentos, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal;
- ii. foram fornecidas apenas como comentários gerais de mercado e não constituem quaisquer formas de aconselhamento pessoal, jurídico, tributário ou outro serviço financeiro regulamentado;
- iii. não contém toda a informação desejável, ou seja, fornecem apenas uma visão limitada de classes de ativos no mercado, como Juros, Câmbio e Índice de Bolsas, de forma geral "Macro", não avaliando valores mobiliários específicos e emissores determinados;
- iv. não são uma pesquisa ou recomendação de investimento para fins regulatórios e não constitui uma análise substantiva;
- v. não são uma recomendação personalizada ou uma consultoria de investimento.

Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises são assumidas exclusivamente por quem as utiliza, eximindo o BB de todas as ações decorrentes do uso deste material.

Ressalte-se que o BB não se responsabiliza por atualizar qualquer estimativa contida nesta publicação.

O BB recomenda aos leitores da publicação que:

- i. antes de entrar em qualquer transação, certifiquem-se de que entende os potenciais riscos e retornos e verifique a compatibilidade com seus objetivos e experiência, recursos operacionais e financeiros e outras circunstâncias relevantes;
- ii. procurem consultores para verificar limitações tributárias, legais e contábeis, sempre que necessário.

Por fim, o BB esclarece que o acesso a esta publicação implica na total aceitação deste termo de responsabilidade e uso, não sendo permitido a reprodução, retransmissão e distribuição do todo ou de qualquer parte deste material sem a sua prévia e expressa autorização.

*Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias:*

**SAC 0800 729 0722**

**Atendimento a Deficientes Auditivos ou de Fala 0800 729 0088**

**Ouidoria 0800 729 5678**