

## Carta Macro Mensal

### FEVEREIRO 2022

# Condições Financeiras Restritivas

**Cecilia Machado**  
Economista-Chefe

**Nicolau Curi**  
Economista

**Luisa Curcio**  
Economista

**Joel Makangila**  
Estagiário

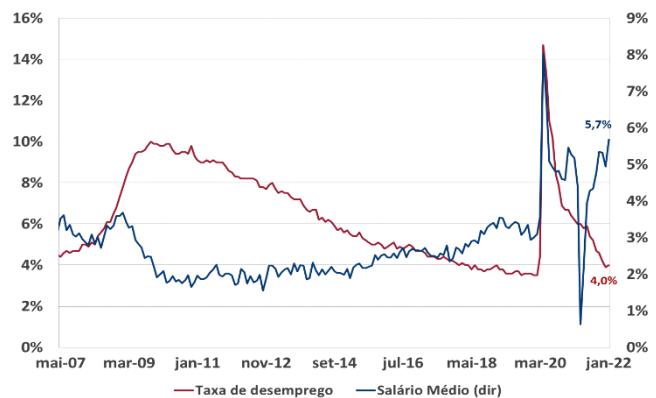
**Emanuelle Pires**  
Estagiária

**João Freitas**  
Estagiário

Na última reunião do FOMC, o Comitê de Política Monetária dos Estados Unidos, foram dados mais detalhes sobre a condução do aperto monetário na economia americana, com clara indicação de um aumento forte de juros e de uma redução do balanço do Fed em futuro próximo. Durante a pandemia, o Fed acumulou ativos através da compra de títulos do Tesouro e de títulos lastreados em hipoteca, e a agora, preocupações com a inflação, que segue elevada, e com um mercado de trabalho extremamente aquecido, trazem na redução do balanço um instrumento adicional de política monetária.

Pelos princípios anunciados, o Fed Fund rate segue sendo o principal instrumento de política, e em março, quando o Fed parar de comprar títulos do Tesouro, abre-se espaço para o início da elevação dos juros. A redução do balanço de ativos, por sua vez, será iniciada apenas após o início do processo de elevação de juros. Maiores detalhes sobre quando se inicia a redução do balanço, o seu ritmo e o seu tamanho ainda serão definidos nas próximas reuniões, mas há indicações de que o ajuste deve se dar de forma rápida, já que a mensagem passada na coletiva de imprensa da última decisão foi clara: comparado a 2015, a economia está mais forte, o mercado de trabalho aquecido e a inflação rodando acima de 2% por muito tempo.

Figura 1 - EUA: Taxa de Desemprego vs Salário Médio (YoY, %)

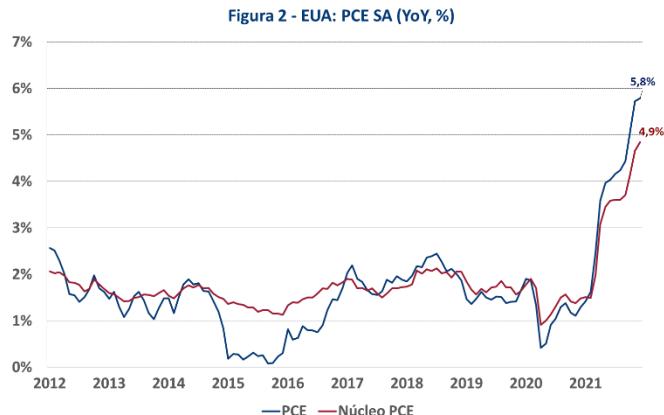


Fonte: Bocom BBM, BLS

A resiliência da economia americana diante do recrudescimento da pandemia com a variante Omicron é evidente nos dados de mercado trabalho, que seguem apontando para a geração de emprego acima das expectativas do mercado, nos segmentos de serviço, comércio e transporte, mais favorecidos pela reabertura da economia e

Este relatório foi preparado pelo Banco BOCOM BBM e é distribuído gratuitamente com o único propósito de fornecer informações ao mercado. Quaisquer previsões, estimativas e informações contidas neste documento foram baseadas em pesquisas proprietárias e não devem ser interpretadas como aconselhamento ou recomendação de investimento. Embora as informações contidas neste documento tenham sido preparadas com o máximo cuidado e diligência, a fim de refletir os dados e bases de dados disponíveis à época em que foram coletados, o Banco BOCOM BBM não pode garantir a exatidão das mesmas. O Banco BOCOM BBM, e/ou suas empresas controladas, não se responsabilizam por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do presente conteúdo, devendo o cliente buscar aconselhamento técnico adequado e tomar suas próprias decisões de investimento. Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo destinatário ou usado para qualquer finalidade sem o consentimento prévio, por escrito, do Banco BOCOM BBM.

aumento da mobilidade. Em resposta à uma demanda por trabalho que segue acima da oferta de mão de obra, o salário médio por hora aumentou 5,7% em 12 meses (FIGURA 1), pressionando ainda mais a inflação americana. O núcleo de inflação (core PCE) alcançou 4,9% em 12 meses (FIGURA 2), e sua permanência prolongada acima da meta de 2% dá subsídios para que o FOMC faça a primeira subida de juros já em março, com expectativa de mercado de cinco altas ao longo de 2022, elevando a taxa a para 1,25-1,5% ao final do ano.



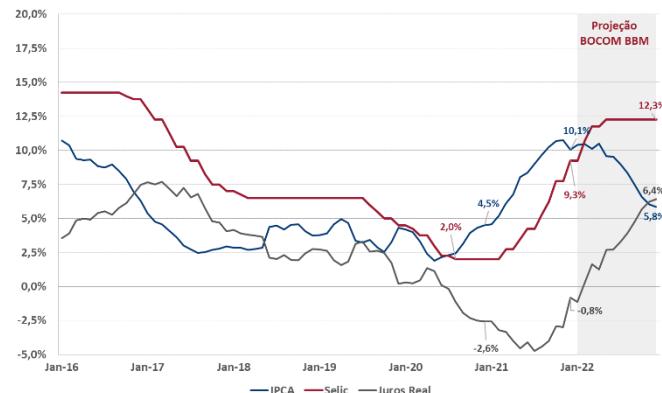
Fonte: Bocom BBM, BEA

Na Europa, o Banco Central da Inglaterra (BoE) elevou a taxa de juros em 25 bps para 0.5%, reconhecendo os riscos inflacionários também na economia inglesa, em decisão acirrada, na qual 4 dos 9 membros do comitê de política monetária votaram por um aumento ainda maior, de 50bps. Em linha com os Bancos Centrais dos EUA e da Inglaterra, o Banco Central Europeu passou a reconhecer a necessidade de recalibrar sua política monetária, em resposta a uma inflação 5,1% na última divulgação, substancialmente acima da meta de 2%, o que deve acelerar os planos para a redução de compras de ativos, consistente com uma subida de juros ainda ao final de 2022.

O tom duro dos principais Bancos Centrais do mundo dita o ritmo do aperto monetário que será necessário para o combate à inflação das economias desenvolvidas, trazendo condições financeiras ainda mais desafiadoras para as economias emergentes. Uma maior volatilidade nos preços dos ativos, câmbio em particular, coloca ainda mais complexidade no cenário de inflação e decisão de política monetária no Brasil.

Aqui, a política monetária segue contracionista, acumulando oito altas seguidas desde o início do ciclo, em março de 2021. A última reunião do Comitê de Política Monetária elevou a Selic em 150bps – alcançando 10,75% ao ano – mas sinalizou uma redução no ritmo do aumento de juros para as próximas reuniões. Projetamos uma elevação de mais 100bps na reunião de março, seguida por mais uma elevação de 50bps em maio, alcançando 12,25% ao final do ciclo (FIGURA 3). Esta trajetória de juros que é consistente com a convergência da inflação para meta no horizonte relevante, que a partir de abril focará em 2023, de acordo com as projeções do Banco Central.

Figura 3 - Brasil: IPCA, Selic e Taxa de Juros Real Ex-post (YoY, %)



Fonte: Bocom BBM, IBGE, BCB

Há, entretanto, riscos neste processo desinflacionário. De um lado, o desaquecimento da atividade doméstica, aliado à ociosidade no mercado de trabalho, e de uma maior sensibilidade da economia a mudanças na taxa de juros, como a expansão do mercado de crédito privado e o fim do crédito subsidiado, são risco baixistas para a inflação. De outro, condições financeiras internacionais mais restritivas e incertezas trazidas em ano eleitoral, são riscos altistas. Abaixo seguem as nossas projeções atualizadas para 2022 e 2023.

Abaixo seguem as nossas projeções para 2022.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Crescimento do PIB (%)	1,1%	-4,1%	<b>4,4%</b>	<b>0,3%</b>	<b>1,7%</b>
Inflação (%)	4,3%	4,5%	10,1%	<b>5,8%</b>	<b>3,3%</b>
Taxa de Desemprego (dez.,%)	11,7%	13,9%	<b>11,5%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,0%</b>
Taxa Selic (%)	4,50%	2,00%	9,25%	<b>12,25%</b>	<b>8,0%</b>
<b>Contas Externas</b>					
Balança Comercial (US\$ bi)	48	32	36	<b>49</b>	<b>40</b>
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-65	-24	-28	<b>-23</b>	<b>-43</b>
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-2,8%	-0,9%	-1,8%	<b>-1,3%</b>	<b>-2,6%</b>
<b>Política Fiscal</b>					
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-1,2%	-10,0%	-0,4%	<b>-1,4%</b>	<b>-1,3%</b>
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	74,3%	88,8%	80,3%	<b>82,1%</b>	<b>87,1%</b>