

A Lenta Convergência da Inflação

Cecilia Machado
Economista-Chefe

Nicolau Curi
Economista

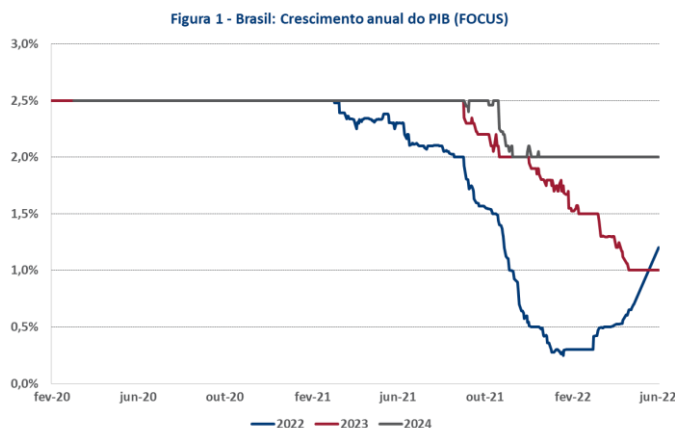
Emanuelle Pires
Estagiária

João Freitas
Estagiário

Marcos Alves
Estagiário

Victor Cota
Estagiário

Os últimos dados de atividade revelaram uma recuperação econômica muito mais sólida do que muitos analistas antecipavam há até bem pouco tempo atrás. De acordo com boletim Focus, as expectativas de crescimento da economia brasileira em 2022 estavam em 0,3% no início deste ano, passando para 1,2%, de acordo com a última leitura do boletim, atualizado no início de junho, após mais de um mês sem atualizações devido à greve dos funcionários do Banco Central. Já para 2023, as expectativas de crescimento foram reduzidas de 1,8% para 1% em igual período (Figura 1).

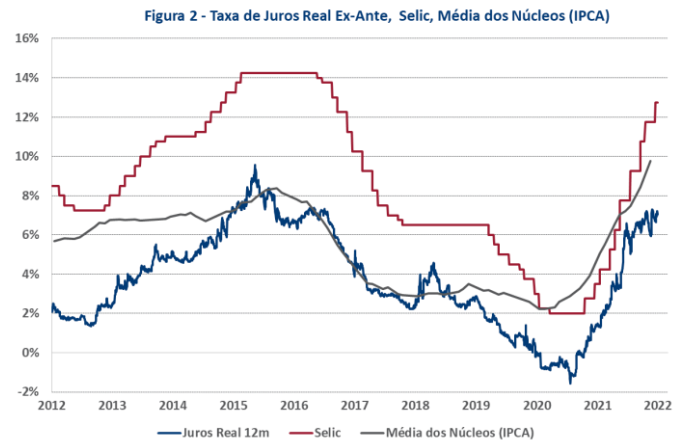


Fonte: BCB, Bocom BBM

A mudança no cenário de crescimento da economia brasileira em 2022 e 2023 vai na contramão do que se espera quando a política monetária entra em território contracionista, o que poderia ser o caso tendo em vista que o ciclo de subida de juros no Brasil teve início no ano passado, e de lá até agora, a taxa Selic subiu 1075 bps, alcançando 12,75% na última reunião. O fim do direcionamento de crédito público subsidiado à setores específicos, a unificação das taxas de juros direcionadas através da criação da Taxa de Longo Prazo (TLP) em 2017, e o aumento da penetração bancária e do mercado de crédito em vários segmentos da população atuam inclusive para que a potência da política monetária seja maior hoje em comparação ao passado, reforçando canais através do qual a política monetária atua.

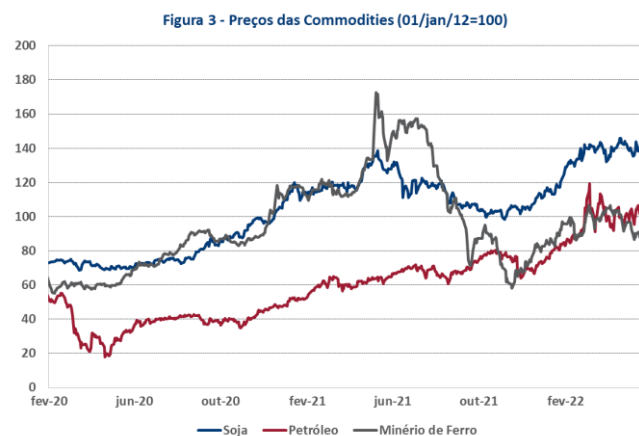
A taxa de juros reais ex ante – medida pela taxa Selic descontada a expectativa de inflação 12 meses à frente – já se encontra em torno de 7%, acima do que muitos julgam ser a taxa neutra, aquela que sustenta a economia mantendo a inflação

estável. Ainda assim, a inflação segue elevada, indicando alta persistência em componentes mais inerciais (por exemplo, nas medidas de núcleo, que descontam os componentes voláteis), assim como também reajustes generalizados em vários itens da cesta de consumo de população. A fração de item sofrendo reajuste de preços segue elevada em 75% (Figura 2).



Fonte: Bloomberg, BCB, Bocom BBM

São muitas as possíveis explicações para a aparente contradição entre a persistência inflacionária, a robustez da economia e o patamar restritivo de juros em 2022. Primeiro, a continuidade dos conflitos entre Rússia e Ucrânia tem contribuído para manter em alta o preço de várias commodities, algumas que melhoram nossos termos de troca e a renda real da economia, como a soja, e outras que pesam na inflação através do preço de itens que seguem a paridade internacional, como o petróleo (Figura 3).



Fonte: Bloomberg, Bocom BBM

Segundo diversas medidas fiscais implementadas recentemente, como a expansão de programas sociais, a liberação do FGTS e antecipação do décimo terceiro salário, estão trazendo sustentação à renda e consumo das famílias. O setor de serviços já se recuperou plenamente da pandemia, mas por algumas aberturas, como serviços prestados às famílias, há espaço para mais crescimento.

Terceiro, a política monetária atua com efeitos defasados, e as recentes elevações de juros ainda levarão muitos meses para impactar a economia, tornando todo o processo desinflacionário mais demorado. Além disto, as expectativas de inflação vêm sendo consistentemente revisadas para cima, em resposta a uma inflação que segue elevada por muito tempo, alimentando a pressão por reajustes de preços.

Olhando para frente, é difícil traçar um cenário muito diferente do atual para as commodities, considerando a persistência do conflito geopolítico, e a dificuldade de muitos países fazerem a transição para uma matriz energética mais limpa, que depende menos de combustíveis fósseis. Entretanto, os impulsos fiscais têm fôlego curto, já que antecipações de renda apenas deslocam intertemporalmente a renda e o consumo das famílias. Por fim, a sinalização de que o Banco Central está disposto a encerrar o ciclo de aperto monetário com expectativas em deterioração pode tornar necessário alongar o horizonte de atuação da política monetária.

Uma desaceleração da economia (e uma menor taxa de crescimento em 2023 é consequência imediata dos efeitos defasados da política monetária e do fim dos efeitos dos estímulos fiscais que estão sendo praticados este ano. Desta forma, atualizamos nossas projeções de crescimento para 1,4% em 2022 e 0,5% em 2023, e de inflação para 9,4% em 2022 e 5% em 2023. As demais projeções seguem na tabela abaixo.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2019	2020	2021	2022P	2023P
Crescimento do PIB (%)	1,1%	-3,9%	4,6%	1,4%	0,5%
Inflação (%)	4,3%	4,5%	10,1%	9,4%	5,0%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	11,7%	13,9%	11,1%	10,8%	11,6%
Taxa Selic (%)	4,50%	2,00%	9,25%	13,50%	9,0%
Contas Externas					
Balança Comercial (US\$ bi)	48	32	36	68	45
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-65	-24	-28	-14	-40
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-2,8%	-0,9%	-1,8%	-0,8%	-2,6%
Política Fiscal					
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-1,2%	-10,0%	-0,4%	-0,3%	-0,6%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	74,3%	88,8%	80,3%	77,4%	80,7%