

## Carta Macro Mensal

Abril 2023

# A Separação entre as Políticas Macroprudencial e Monetária

**Cecilia Machado**  
Economista-Chefe

**Luana Miranda**  
Economista

**Victor Cota**  
Analista

**Emanuelle Pires**  
Estagiária

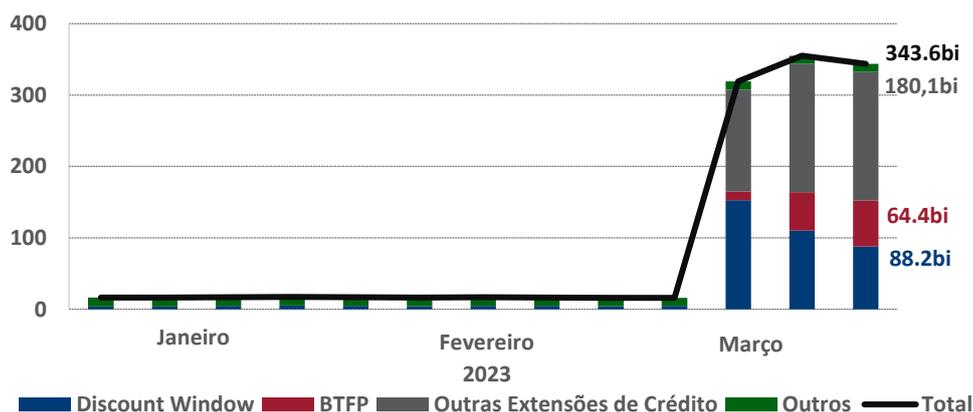
**Mariana Rodrigues**  
Estagiária

**Dafne Sznajder**  
Estagiária

A medida que os países avançam em território de política monetária cada vez mais contracionista e se aproximam do fim do ciclo de elevação de juros necessário para trazer a inflação de volta a patamares mais baixos, alguns episódios de instabilidade financeira, como os eventos envolvendo bancos nos Estados Unidos e na Europa, começaram a aparecer. Os efeitos secundários destes eventos no sistema bancário e uma possível deterioração das condições de crédito de forma mais intensa que esperada trouxeram diversos questionamentos sobre o papel da política monetária na mitigação dos riscos de instabilidade financeira.

Nos Estados Unidos, o colapso do Silicon Valley Bank (SVB) fez com que reguladores agissem de forma energética para afastar riscos de uma crise sistêmica, garantindo não apenas a totalidade dos depósitos do SVB, inclusive os não cobertos pelo FDIC, como também ampliando linhas de crédito para as instituições financeiras que viessem a enfrentar algum problema de liquidez. Além das linhas já existentes (como o Discount Window), o Federal Reserve Board criou uma nova linha (BTFF: Bank Term Funding Program) com condições ainda melhores, em uma ação direcionada para aumentar a liquidez dos bancos e garantir a provisão de dinheiro e crédito adequado para o bom funcionamento da economia.

**Figura 1: Empréstimos do Fed (USD Bilhões, por Semana)**



Fonte: Fed, BOCOM BBM

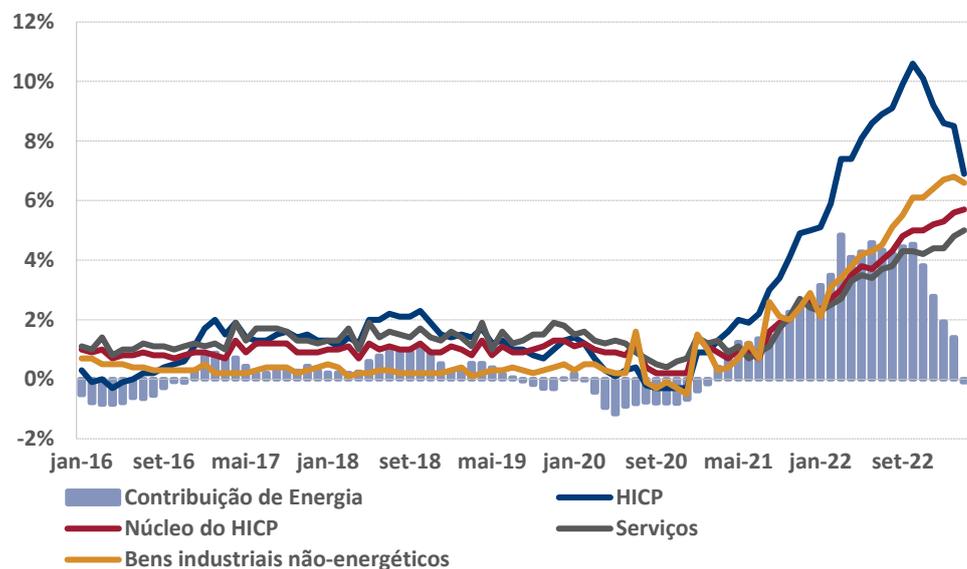
Este relatório foi preparado pelo Banco BOCOM BBM e é distribuído gratuitamente com o único propósito de fornecer informações ao mercado. Quaisquer previsões, estimativas e informações contidas neste documento foram baseadas em pesquisas proprietárias e não devem ser interpretadas como aconselhamento 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.

Ao longo do mês, estes programas de liquidez somaram mais de USD 300 bilhões (Figura 1), dando segurança para que o ciclo de aperto monetário pudesse continuar. Na última reunião a taxa referencial da economia foi elevada em mais 25bps, alcançando 4,75-5,0% e se aproximando da taxa terminal de 5,0-5,25% projetada pelos membros do comite de política monetária americano.

Na Europa, o episódio do Credit Suisse e sua rápida aquisição pelo UBS minimizou os temores sobre contágio financeiro na zona do euro, colocando de volta em evidência o elevado patamar inflacionário na região. Na reunião de março, o Banco Central Europeu elevou a taxa de juros de referência em mais 50bps, alcançando 3.0%. Pela precificação do mercado, a taxa terminal está em torno de 3.4%, e mais algumas elevações ainda são esperadas nas próximas reuniões. A inflação na zona do euro vem sendo favorecida pelo arrefecimento do preço da energia (como, por exemplo, do gás natural), mas continua pressionada pelo preço dos alimentos, pela inércia dos serviços, e por expectativas de reajuste salariais na esteira das diversas greves que estão ocorrendo em território europeu. O núcleo da inflação atingiu o novo pico de 5.7% (Figura 2), reforçando que apesar do cuidado e atenção com eventuais vulnerabilidades do sistema financeiro europeu, a estabilidade dos preços precisa continuar sendo perseguida pela política monetária.

Desde a grande crise financeira de 2008, diversos instrumentos de provisão de liquidez para o sistema financeiro foram estabelecidos para eliminar os riscos de uma crise sistêmica mais aguda desencadeadas por episódios no sistema bancário. Estes mecanismos se tornam tanto mais importantes no atual contexto, tendo em vista que a inflação dos países desenvolvidos e emergentes segue elevada, que alguns ciclos ainda não chegaram ao fim e que as taxas de juros devem ficar em patamar restritivo até que o processo de convergência inflacionária se consolide.

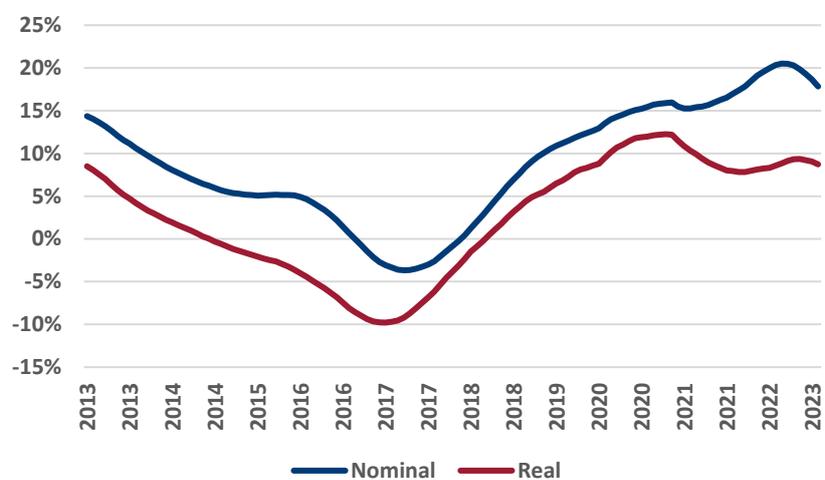
**Figura 2: Inflação na Zona do Euro (% YoY, HICP)**



Fonte: Eurostat, BOCOM BBM

A separação de objetivos e instrumentos na condução da política monetária e macropudencial vem sendo reforçada por diversos Bancos Centrais, inclusive o brasileiro, que em sua última decisão de política monetária manteve a taxa Selic em 13,75%, notando que o aperto adicional das condições de crédito segue em linha com o esperado (Figura 3). As projeções de inflação elevaram-se em todos os horizontes considerados, e a comunicação manteve o cenário alternativo com juros estáveis em 13,75% por mais tempo, reforçando a visão de que espaços para cortes só serão contemplados quando o processo desinflacionário se consolidar. Em sua decisão, o comitê ponderou que as alterações nas projeções de inflação seguem sendo influenciadas por alterações nas expectativas de inflação em horizontes mais longos – o que torna o processo desinflacionário menos veloz e mais custoso – mas que segue vigilante a reduções mais abruptas nas concessões de crédito.

**Figura 3: Saldo de Crédito com Recursos Livres (Var. Acum. 12 Meses)**



Fonte: BCB, BOCOM BBM

O novo arcabouço fiscal anunciado ao final do mês trouxe um pouco mais de informação sobre como se dará a condução da política fiscal do novo governo, e pode auxiliar neste processo desinflacionário. De acordo com o anúncio, o arcabouço será seguramente mais expansionista, tendo em vista que haverá crescimento real das despesas de pelo menos 0,6% (maior que o previsto na antiga regra do teto de gastos), com componentes cíclicos, já que a despesa está atrelada à arrecadação, e com compromissos de resultado primário severos nos próximos anos, o que irá requerer um aumento de receitas entre 100 a 150 bilhões para garantir uma trajetória sustentável da dívida pública. Ainda não incorporamos o aumento das receitas as nossas projeções, tendo em vista que as medidas específicas de arrecadação não foram detalhadas. E mantivemos a Selic de final de ano em 13,75% em linha com a comunicação feita pelo Banco Central. Abaixo estão as nossas projeções.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Crescimento do PIB (%)	1,2%	-3,3%	5,0%	2,9%	1,5%	1,0%
Inflação (%)	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	6,2%	4,0%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	11,1%	14,2%	11,1%	7,9%	8,5%	9,0%
Taxa Selic (%)	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	13,75%	10,0%
<b>Contas Externas</b>						
Balança Comercial (US\$ bi)	27	32	36	44	43	35
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-68	-28	-46	-56	-48	-52
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-3,6%	-1,9%	-2,8%	-2,9%	-2,4%	-2,5%
<b>Política Fiscal</b>						
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-1,3%	-9,8%	-0,4%	0,6%	-1,1%	-1,2%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	74,3%	86,9%	78,8%	72,9%	76,8%	81,6%

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.