

Carta Macro Mensal

Maio 2023

À espera do ciclo de cortes

Cecilia Machado
Economista-Chefe

Luana Miranda
Economista

Victor Cota
Analista

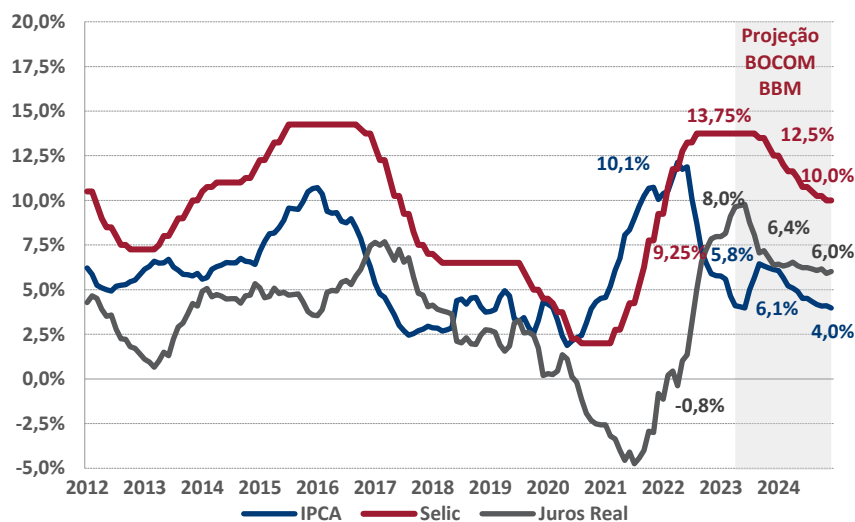
Emanuelle Pires
Estagiária

Mariana Rodrigues
Estagiária

Dafne Sznajder
Estagiária

A pandemia do Covid-19 trouxe bastante sincronia nos ciclos de política monetária de diversos países. Em resposta à escalada inflacionária decorrente de políticas fiscais mais expansionistas, da ruptura das cadeias de produção, e de mudanças nos padrões de consumo e mobilidade, bancos centrais de tanto emergentes quanto desenvolvidos iniciaram seus ciclos aperto monetário, porém, em momentos distintos. No Brasil, o ciclo começou em março de 2021 e terminou em agosto de 2022, permanecendo em 13,75% desde então. Com o aperto das condições financeiras, a retração do crédito, desaceleração da economia e a continuidade do processo desinflacionário, espera-se que cortes possam acontecer em futuro próximo (Figura 1).

Figura 1: IPCA, Selic e Taxa de Juros Real Ex-post



Fonte: BCB, IBGE, BOCOM BBM

Em sua última decisão de política monetária, o Copom manteve a taxa de juros em 13,75%, em postura conservadora que pondera a necessidade de paciência e serenidade na consolidação do processo de desinflação e na ancoragem das expectativas em torno das suas metas. Entretanto, a decisão trouxe importantes inovações nas projeções de inflação e na comunicação. Apesar de a inflação projetada para 2024 ter se mantido em 3,6%, o cenário considerado tem trajetória de Selic menos restrita em 2023 (12,5% vs 12,75%). Além disto, a projeção para 2024 caiu

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.

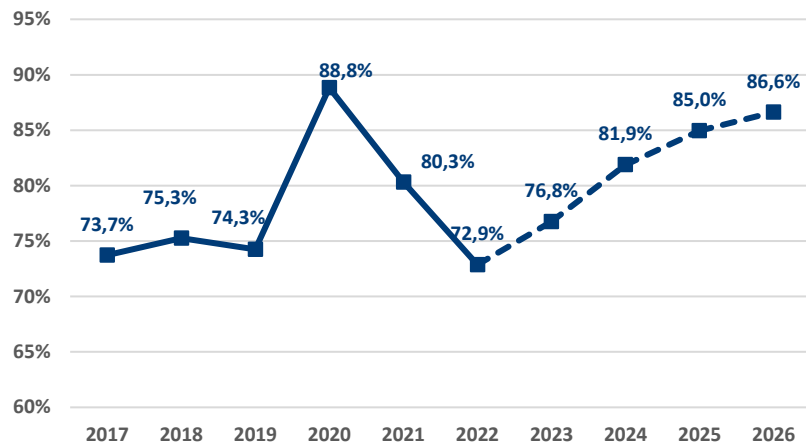
de 3% para 2,9% no cenário alternativo no qual a Selic é mantida constante ao longo de todo o horizonte relevante, situando-se ligeiramente abaixo da meta. O comunicado também sinalizou que a apresentação do arcabouço fiscal reduziu parte das incertezas advindas da política fiscal, com provável impacto nas expectativas de inflação para horizontes mais longos. Desta forma, ajustamos nossa projeção de Selic ao final de 2023 para 12,5%, esperamos que o ciclo de corte se inicie ainda em 2023, ao final do ano.

Contribui para esta visão a desaceleração da atividade econômica nos dois últimos trimestres do ano. Para o primeiro trimestre, ainda vemos resiliência da atividade econômica, com dados de mercado de trabalho ainda fortes, vendas no varejo surpreendentemente positivas e serviços se sustentando em patamares altos. A atividade é adicionalmente favorecida pela safra recorde deste ano, que já se refletiu em março no maior superávit comercial mensal da história. Contudo, os indicadores de alta frequência para o segundo trimestre já apontam perda de fôlego em todos os setores da economia, o que em conjunto com o forte aperto das condições financeiras decorrente da piora nos indicadores de crédito bancário e do mercado de capitais, sugere rápida desaceleração da atividade econômica ao longo do ano. Após início de ano forte com crescimento de 1,2% QoQ no primeiro trimestre, nossos modelos apontam para recessão técnica no segundo semestre, isto é, dois trimestres consecutivos de queda.

Com relação ao arcabouço fiscal, a apresentação do projeto de lei no Congresso Nacional trouxe maior detalhamento sobre funcionamento da regra. Seus dois principais pilares – uma trajetória para o primário nos próximos quatro anos e uma regra para o aumento das despesas atrelados ao crescimento da arrecadação – foram mantidos, mas alguns pontos trouxeram preocupação com relação à sustentabilidade do novo regime fiscal. Em particular, apenas a meta de primário para o ano seguinte será fixada, enquanto que as demais projeções podem mudar ao longo do tempo. O arcabouço também não prevê nenhum tipo de punição ou sanção legal em caso de descumprimento da meta, além de não estabelecer gatilhos de contenção de despesas para cumprir a meta. Por fim, como cada novo governo pode alterar os parâmetros do arcabouço, perde-se previsibilidade na projeção da trajetória dívida-PIB para mais de quatro anos.

Considerando que o novo arcabouço estabelece metas de primário que exigem substancial esforço arrecadatório de perspectiva incerta, ajustamos nossa projeção de primário apenas levando em conta a nova regra para o aumento das despesas. Com isso, projetamos déficit primário nos próximos quatro anos, e uma dívida-PIB que atinge 86,6% em 2026 (Figura 2).

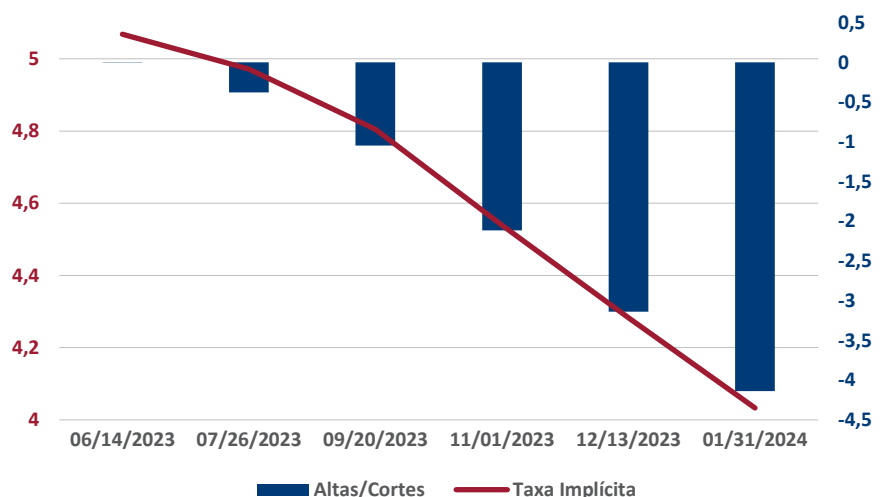
Figura 2: Dívida Bruta (% PIB)



Fonte: BCB, BOCOM BBM

No cenário externo, o Fed seguiu no ciclo de elevação de juros, com um aumento de mais de 25bps na Fed Funds rate, levando a taxa para o intervalo de 5 a 5,25%. O Fed reforçou que a amplitude do aperto monetário segue dependente dos dados e da evolução da economia, mas retirou da comunicação que elevações de juros podem ser apropriadas, dando suporte a visão de uma pausa no ciclo de altas. Apesar do Fed não esperar que a economia americana entre em recessão, e de acreditar que o sistema bancário permanece sólido e resiliente, mais bancos regionais, como o PacWest, estão dando sinais de fragilidade após o colapso de Silicon Valley Bank, do Signarture Bank e do First Republic Bank, e a estabilidade do sistema financeiro segue em acompanhamento atento. O mercado precifica cortes nos juros americanos, apesar de o Fed reforçar que em um cenário de inflação ainda elevada, um corte de juros não seria apropriado (Figura 3).

Figura 3: Precificação de Mercado para Fed Funds (05/05/2023)



Fonte: Bloomberg, 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.

Todas as nossas projeções encontram-se sumariada na tabela abaixo. Atualizamos para cima nossas projeções da conta corrente para 2023, levando em conta principalmente a safra recorde deste ano, com impactos relevantes nas nossas exportações. Para 2024, esperamos que o déficit cresça, levando em conta uma perspectiva menos favorável para commodities devido a desaceleração da atividade global.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Crescimento do PIB (%)	1,2%	-3,3%	5,0%	2,9%	1,3%	1,0%
Inflação (%)	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	6,1%	4,0%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	11,1%	14,2%	11,1%	7,9%	8,8%	9,3%
Taxa Selic (%)	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	12,50%	10,0%
Contas Externas						
Balança Comercial (US\$ bi)	27	32	36	44	50	40
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-68	-28	-46	-56	-45	-50
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-3,6%	-1,9%	-2,8%	-2,9%	-2,2%	-2,4%
Política Fiscal						
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-1,3%	-9,8%	-0,4%	0,6%	-1,1%	-1,5%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	74,3%	86,9%	78,8%	72,9%	76,8%	81,9%

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.