

Inflexão na política monetária global

Cecilia Machado
Economista-Chefe

Luana Miranda
Economista

Victor Cota
Analista

Mariana Rodrigues
Estagiária

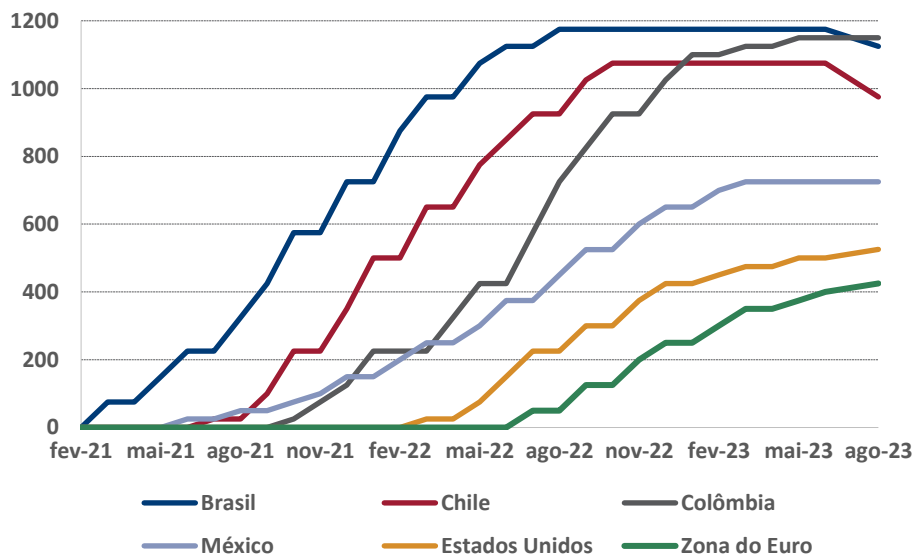
Dafne Sznajder
Estagiária

Lara Bonatti
Estagiária

Eudes Barros
Estagiário

A escalada inflacionária no pós-Covid – resultante da combinação de estímulos fiscais, de rupturas nas cadeias produtivas, da reorientação de consumo de serviços para bens e da elevação do preço de commodities – se propagou na inflação dos países em diferentes velocidades, fazendo com que uns dessem início ao ciclo de aperto monetário muito antes de outros (Figura 1). No Brasil, o ciclo de elevação da taxa básica de juros se iniciou em 2021, quando as projeções começaram a indicar que a inflação estaria acima da meta estabelecida no horizonte relevante da política monetária. Mas o tempo no qual a política monetária ficou em território restritivo, e seu consequente efeito na dinâmica desinflacionária, trouxe condições para o início do ciclo de corte para aqueles que iniciaram o ciclo de subida mais cedo. Entre os emergentes, o primeiro país a fazê-lo foi Chile, seguido pelo Brasil.

Figura 1: Alteração da Taxa de Política Monetária desde Março de 2021 (bps)



Fonte: BIS, BOCOM BBM

No Chile, o ciclo de cortes se iniciou ao ritmo de 100 bps. Apesar do movimento de corte ser amplamente esperado, a decisão – unânime – surpreendeu o consenso de mercado de 75bps. O arrefecimento da atividade, uma dinâmica inflacionária mais

baixa do que a esperada e contínua ancoragem das expectativas deram suporte a essa decisão. Nos próximos 12 meses, cortes acumulados de mais de 500 bps são esperados.

Em sua última reunião, o Banco Central do Brasil também deu início ao ciclo de afrouxamento monetário, com um corte de 50bps na taxa Selic, o que também surpreendeu parte do mercado, que esperava um corte de 25bps. A decisão contou com votos divergentes de 4 dos 9 membros do Comitê de Política Monetária. Entre os 5 a favor de um corte de 50bps estavam o próprio presidente do Banco Central e os dois novos membros indicado pelo novo governo.

A rápida mudança no cenário inflacionário corrente (para melhor), em conjunto com a redução da desancoragem das expectativas de inflação para horizontes mais longos, deram a confiança necessária para o início do processo de inflexão monetária. Além disto, o grande orçamento de cortes que o Banco Central dispõe antes de entrar em território neutro contribuiu para que o ciclo de cortes se inicie com uma redução maior na taxa Selic. Nos próximos 12 meses, cortes acumulados de pelo menos mais 400 bps são esperado (Tabela 1).

Tabela 1: Juros de Política Monetária Corrente e Precificação Cumulativa para 1, 2 e 3 Anos à Frente (bps)

País	Taxa de Juros	1 Ano	2 Anos	3 Anos
EUA	5,38	-55	-162	-184
Brasil	13,25	-427	-436	-287
Zona do Euro	3,75	-12	-77	-92
Chile	10,25	-515	-553	-557
Colômbia	13,25	-389	-514	-535
México	11,25	-170	-364	-391

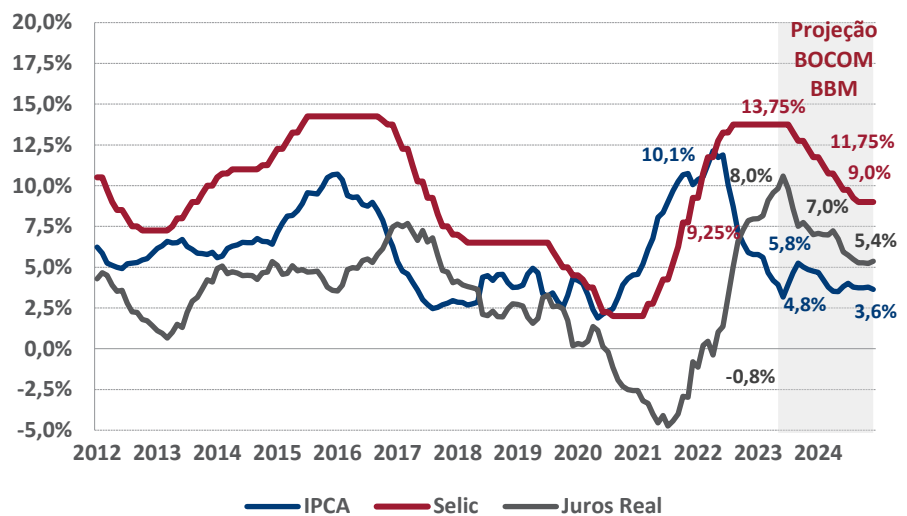
Fonte: Bloomberg 03/08/23, BOCOM BBM

Outros países, com os Estados Unidos, demoraram um pouco mais para iniciar o ciclo de subida, acreditando que boa parte da inflação seria temporária e se dissiparia assim que a economia abrisse, as cadeias produtivas se regularizassem e os impulso fiscais se reduzissem. Não foi o que se viu.

Em resposta a uma inflação mais persistente, o ciclo de subida de juros americano, que se iniciou em 2022, já elevou a taxa básica em mais de 500bps. Em sua última decisão, a taxa foi elevada em mais 25bps, mas tudo indica que o final do ciclo também se aproxima para eles, apesar do Fed esperar que a taxa permaneça em território restritivo por bastante tempo. Os próximos passos da política monetária seguem em aberto, dependente do que se observar nos principais indicadores da economia. A expectativa de mercado é que novas elevações não devem ocorrer, e que um ou dois cortes ocorram dentro dos próximos 12 meses. Na Europa, o Banco Central Europeu também vai definir se avançará em território mais restritivo de acordo com a evolução dos dados. Na Zona do Euro, o espaço para cortes dentro de 12 meses é menos claro.

A dinâmica desinflacionária vem sendo beneficiada por um enorme choque nos preços de bens comercializáveis, com efeitos indiretos (secundários) nos preços de itens que exibem trajetória mais inercial, a exemplo da inflação de núcleos e serviços. No Brasil, a forte deflação dos preços no atacado continua, indicando que a queda nos

preços ao consumidor de bens industriais e alimentos ainda é incipiente. A apreciação cambial e a desaceleração gradual da atividade econômica também são peças-chave nesse processo. Ainda assim, a conjuntura continua demandando paciência e serenidade na condução da política monetária e os passos futuros dependerão da evolução da dinâmica inflacionária, em especial dos componentes mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica, das expectativas de inflação, das projeções de inflação do Banco Central, do hiato do produto e do balanço de riscos. A permanência dos juros em território restritivo ao longo da trajetória de cortes contribui para a continuidade da convergência da inflação para em torno da meta de 3% (Figura 2).

Figura 2: Brasil - IPCA, Selic e Taxa de Juros Real Ex-post (YoY, %)


Fonte: BCB, IBGE, BOCOM BBM

Nossas projeções de inflação para 2023 e 2024 estão em 4,8% e 3,6%. As demais projeções macroeconômicas encontram-se na tabela abaixo.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Crescimento do PIB (%)	1,2%	-3,3%	5,0%	2,9%	2,0%	1,0%
Inflação (%)	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	4,8%	3,6%
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%	11,75%	9,0%
Contas Externas						
Balança Comercial (US\$ bi)	27	32	36	44	60	42
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-68	-28	-46	-56	-39	-50
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-3,6%	-1,9%	-2,8%	-2,9%	-1,8%	-2,3%
Política Fiscal						
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%	76,6%	81,4%

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.