

Carta Macro Mensal

Abril 2024

Desinflação sem custo

Cecilia Machado
Economista-Chefe

Luana Miranda
Economista

Victor Cota
Analista

Mariana Rodrigues
Estagiária

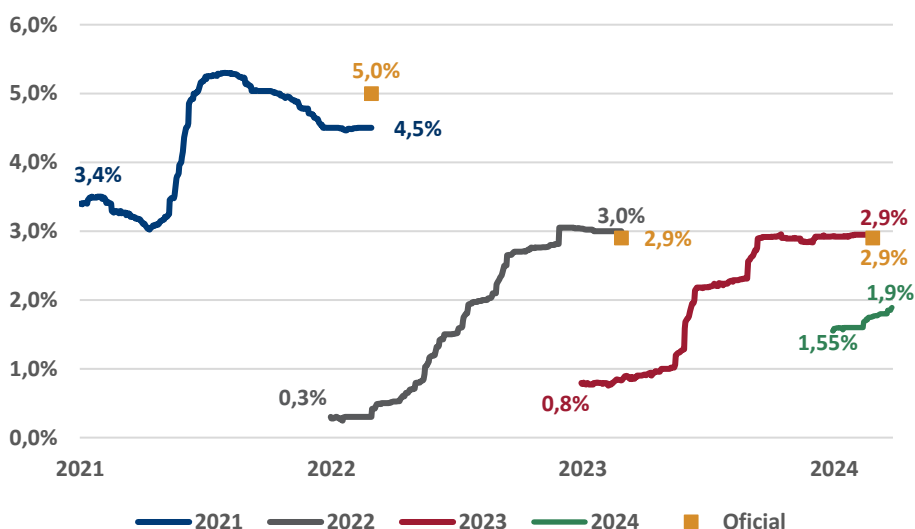
Oruan Perez
Estagiário

Bruno Oliveira
Estagiário

Francisco Albuquerque
Estagiário

Este é o quarto ano consecutivo que as projeções de mercado para o crescimento da economia brasileira estão sendo revisadas para cima. Apenas nos últimos três meses, as projeções para 2024 passaram de algo em torno de 1,5% para números próximos de 2% (Figura 1). Esta revisão ocorre a despeito de perspectivas pouco favoráveis para o setor agropecuário, do recuo dos preços de commodities e da taxa de juros básica da economia ainda se encontrar em patamar restritivo, apesar de estar em queda. Os dados de atividade indicam que diversos segmentos da economia continuam em expansão, a exemplo do setor de serviços e do comércio varejista, com reflexos que alcançam o mercado de trabalho, que registra crescimento tanto de salários quanto de emprego. O que estaria por trás de uma resiliência econômica tão grande?

Figura 1: Expectativa de Mercado para o Crescimento do PIB



Fonte: BOCOM BBM, BCB

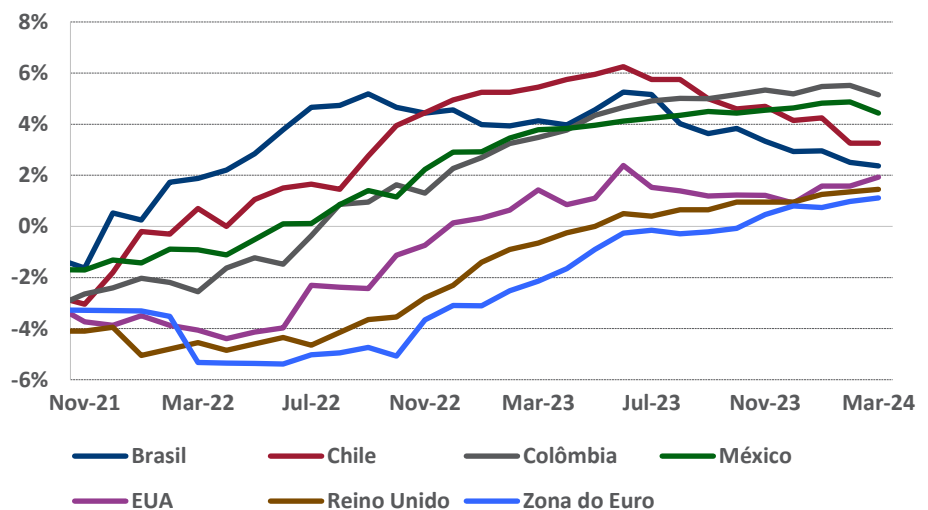
Há explicações relacionadas ao impulso fiscal, que foi historicamente alto no biênio 2022-2023 e cujos efeitos ainda se fazem presentes no início deste ano, diante do pagamento de quase R\$ 100 bilhões de precatórios em atraso. Soma-se a isto a nova regra de reajustes do salário mínimo, que passa a promover aumentos reais anuais de acordo com o crescimento do PIB dos anos anteriores, impulsionando assim a

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.

renda disponível das famílias e o consumo privado, principal motor do crescimento da economia brasileira nos últimos anos.

Outras explicações estão relacionadas ao quão restritiva a política monetária se encontra, isto é, a diferença entre a taxa de juros real e a taxa neutra. O Copom utiliza em seus modelos de projeção de inflação uma taxa neutra de 4,5%, enquanto a mediana dos analistas de mercado se encontra em torno de 5%, de acordo com as respostas do Questionário Pré-Copom de dezembro de 2023. Ao considerar essa métrica, observamos que o aperto da política monetária no Brasil está próximo do praticado em países desenvolvidos, mas encontra-se menos restritiva em comparação com outros emergentes (Figura 2).

Figura 2: Taxa de juros real de 1 ano menos taxa real neutra



Fonte: BOCOM BBM, Bancos Centrais, Bloomberg

Outro argumento se baseia em possíveis ganhos de produtividade decorrentes das reformas estruturais aprovadas nos últimos anos. De 2017 para cá, um importante ciclo de reformas foram implementadas, incluindo a criação da TLP, a reforma trabalhista, a reforma da previdência, o open finance, a reforma tributária, o novo marco das garantias, entre tantas outras. A melhora do ambiente de negócios proporcionada por tais mudanças estruturantes deveria se refletir em aumentos do crescimento potencial da economia, mas ainda é cedo para saber se estes ganhos já se materializaram.

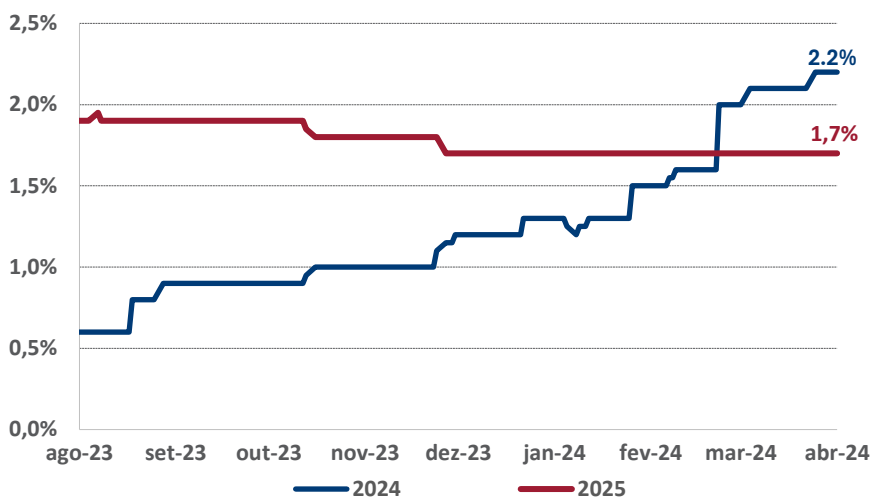
Considerando o forte dinamismo da economia brasileira neste início de ano emergem dúvidas quanto a continuidade e velocidade do processo de desinflação à frente, especialmente em se tratando de seus componentes mais cíclicos, como os serviços. Nesse contexto, alguns membros do Copom já reconhecem que um ritmo mais lento de distensão da política monetária pode se revelar apropriado neste fim de ciclo.

O aumento da incerteza na conjuntura internacional também é um fator que pesa no balanço de riscos do Copom. Nos Estados Unidos, as projeções do FOMC para a taxa de juros indicam três cortes ao longo de 2024, que pode se iniciar em junho, conforme indica a precificação de mercado. Mas lá, assim como aqui, a inflação segue acima da meta de 2.0% e as surpresas altistas recentes, principalmente nos serviços,

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.

reforçam que o processo desinflacionário pode ser lento. Além disto, o forte dinamismo que se observa na economia americana (Figura 3) – que pode ser explicado em grande parte por fatores de oferta, com a regularização das cadeias de suprimento e o aumento da oferta de trabalho impulsionada pelo forte ritmo de imigração – dão conforto para que o ciclo de cortes não se inicie de forma rápida e precipitada, o que tende a limitar o espaço para flexibilização da política monetária.

Figura 3: Projeções de PIB dos EUA (Consenso Bloomberg)



Fonte: BOCOM BBM, Bloomberg

É possível que o processo desinflacionário no Brasil siga em curso apesar da resiliência da atividade e das incertezas do cenário internacional. Mas considerando que a taxa neutra é não observável, que o crescimento potencial é difícil de medir, e que o início do ciclo de cortes nos Estados Unidos pode ser adiado, o prognóstico é de cautela. Nesse sentido, mantemos nossa projeção para a Selic terminal em 2024 em 9,5%. As demais projeções econômicas para a economia brasileira encontram-se na tabela abaixo.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Crescimento do PIB (%)	-3,3%	4,8%	3,0%	2,9%	1,7%	2,0%
Inflação (%)	4,5%	10,1%	5,8%	4,6%	3,7%	4,0%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	14,7%	11,7%	8,3%	7,4%	8,4%	8,5%
Taxa Selic (%)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	9,50%	8,75%
Contas Externas						
Balança Comercial MDIC (US\$ bn)	50	61	62	99	87	78
Balança Comercial (US\$ bi)	32	36	44	81	67	58
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-28	-46	-48	-29	-34	-43
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-1,9%	-2,8%	-2,5%	-1,3%	-1,5%	-1,8%
Política Fiscal						
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-9,8%	-0,4%	0,5%	-2,1%	-0,8%	-0,8%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	86,9%	77,3%	71,7%	74,3%	77,8%	79,8%

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.