

A importância das expectativas de inflação para a condução da política monetária

Cecilia Machado
Economista-Chefe

Luana Miranda
Economista

Victor Cota
Analista

Oruan Perez
Estagiário

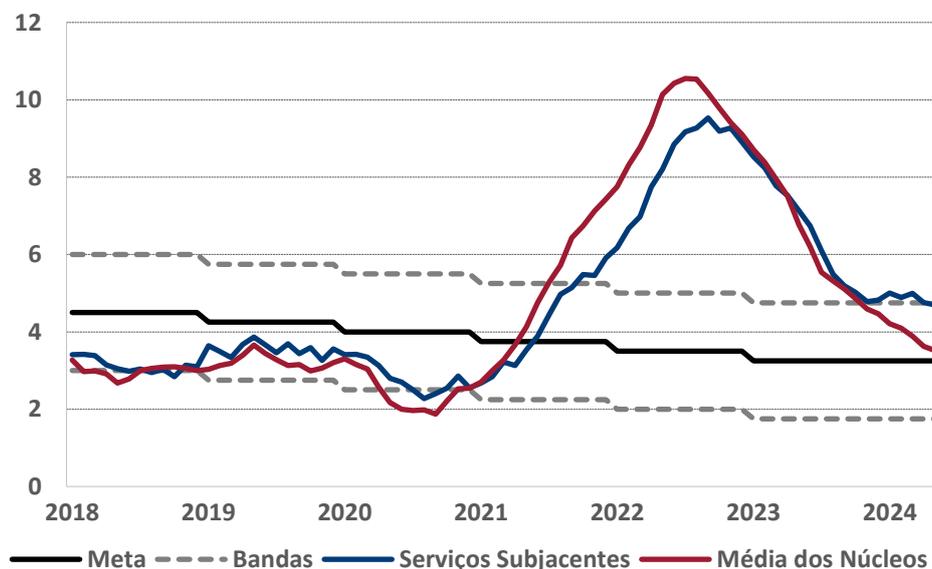
Bruno Oliveira
Estagiário

Francisco Albuquerque
Estagiário

No início do ano, as projeções do Boletim Focus indicavam que havia espaço para que o ciclo de cortes continuasse por mais tempo, e a expectativa era de que taxa Selic alcançasse 9% ao final do ciclo. Hoje, as expectativas se situam em 10,25%, o que corresponde apenas a mais um corte de 25 bps. A precificação do mercado, por outro lado, indica que o ciclo de flexibilização monetária parece ter chegado ao fim, com uma taxa Selic que permanece no atual patamar de 10,5% até o final do ano. Este fim de ciclo acontece apesar dos indicadores de inflação corrente mostrarem dinâmica benigna e de um cenário externo mais favorável.

Com relação à inflação, os dados dos últimos meses trouxeram surpresas positivas, com números abaixo das expectativas de mercado e que exibem uma composição melhor. A média dos núcleos já se encontra ao redor da meta, enquanto serviços subjacentes seguem em trajetória descendente, ainda que em velocidade mais gradual (Figura 1). Nos Estados Unidos, os dados de inflação e atividade começaram a mostrar moderação, e contribuem para que os membros do Fed adquiram a confiança necessária para iniciar o ciclo de cortes ainda esse ano. Estes fatores permitiriam a continuidade do ciclo de afrouxamento monetário.

Figura 1: Inflação (Acum. 12 Meses)



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.

Fonte: BOCOM BBM, IBGE, BCB

Por outro lado, o mercado de trabalho segue em impressionante vigor. Tanto os dados amostrais do IBGE (PNADC) quanto os dados de emprego formal (Caged) apontam crescimento da população ocupada mês após mês, com rendimentos reais também em ascensão. Com isso, a massa real de rendimentos do trabalho já se encontra quase 8% acima do patamar de 2023 (Figura 2). Já são quase 960 mil novos postos de trabalho com carteira assinada abertos nos primeiros quatro meses deste ano, superando a estatística para o mesmo período do ano passado. Esse cenário desafia a continuidade da desinflação de serviços, cujo núcleo, atualmente, flutua na banda superior da meta para a inflação.

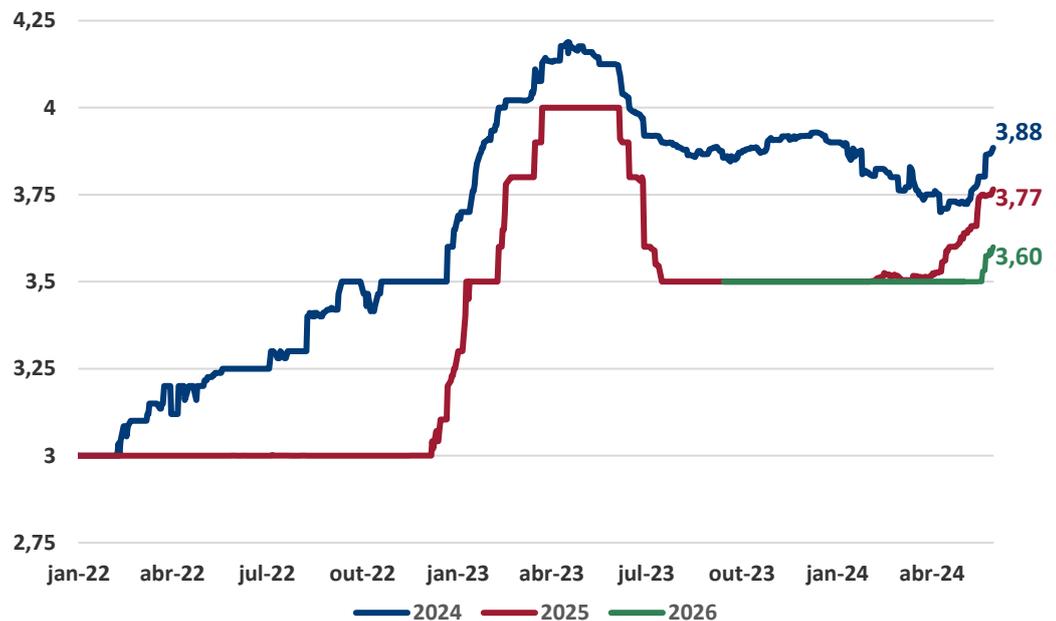
Figura 2: Massa de Rendimentos Real do Trabalho (R\$ Bilhões)



Fonte: BOCOM BBM, IBGE

Mas ainda que reajustes salariais tragam preocupações para a dinâmica inflacionária, a desancoragem das expectativas de inflação, especialmente para horizontes mais longos, se tornou o fator mais relevante para a condução da política monetário neste final de ciclo. No primeiro trimestre de 2023, as expectativas para 2025 chegaram a 4% em meio a discussão sobre eventual mudança da meta. Com a manutenção da meta em 3%, as expectativas recuaram parcialmente, mas mantiveram-se desancoradas em 0,5 p.p. desde então. Recentemente, após a decisão dividida da última reunião do Copom – quando quatro novos membros votaram por uma redução de juros maior que a definida pelo voto dos outros cinco membros – as expectativas de inflação para 2025 voltaram a subir, tornando-se ainda mais desancoradas. O mesmo aconteceu para as expectativas de 2026, ainda mais longas (Figura 3).

Figura 3: Mediana das Expectativas de Inflação (Focus)



Fonte: BOCOM BBM, Tesouro Nacional

São muitas as possíveis razões por trás do aumento das expectativas de inflação em horizontes mais longos, conforme discutido na própria ata da última reunião do Copom. Entre elas: (i) a piora do cenário externo; (ii) os recentes anúncios de política fiscal e a consequente deterioração das perspectivas para a trajetória da dívida pública, e (iii) a percepção de agentes econômicos acerca do compromisso da autoridade monetária com o atingimento da meta ao longo dos anos, o que poderia mudar a medida que novos membros são indicados. Apesar de o comitê reforçar que, independentemente da causa, irá atuar para perseguir a reancoragem das expectativas, o fato é que eles seguiram em trajetória crescente.

Expectativas de inflação fora da meta tornam o processo desinflacionário mais lento e mais custoso, pois quando as pessoas e empresas acreditam que a inflação vai subir, eles antecipam os reajustes de salários e preços, e a inflação aumenta desde já. O aumento das expectativas de inflação mais longas se propaga na inflação em horizontes mais curtos, e passa a exigir uma taxa de juros mais restritiva para trazer a inflação de volta para meta. Desta forma, revisamos nossa projeção de taxa Selic para 10,5% este ano, levando em conta que os efeitos da desancoragem das expectativas mais longas sobre a dinâmica da inflação, com um efeito que se sobrepõe às boas leituras de inflação corrente vistas nos últimos meses. Nossas demais projeções encontram-se na tabela abaixo.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Crescimento do PIB (%)	-3,3%	4,8%	3,0%	2,9%	1,8%	2,0%
Inflação (%)	4,5%	10,1%	5,8%	4,6%	3,8%	4,0%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	13,9%	13,3%	9,2%	8,0%	8,4%	8,5%
Taxa Selic (%)	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	10,50%	9,00%
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	-31	-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%	-0,7%	-0,8%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	86,9%	77,3%	71,7%	74,4%	77,9%	80,4%

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.