



RESUMO EXECUTIVO

- A despeito da recente discussão sobre um ciclo de alta da Selic, mantivemos a nossa projeção de Selic para 10,50% em 2024 e de 10,00% para 2025. Em nossa análise, os elementos necessários para a retomada da fase de alta da Selic não estão presentes.
- Mantivemos nossa projeção de câmbio (R\$/US\$) de R\$ 5,35 em 2024 e de R\$ 5,50 em 2025.
- Para 2024, revisamos nossa estimativa de alta do PIB de 2,3% para 2,5% e mantivemos a nossa estimativa de crescimento do PIB para 2025 (2,0%).
- Apesar do comportamento benigno na trajetória do nível de preços, revisamos nossa expectativa de inflação de 3,8% para 4,5% em 2024. Para 2025, revisamos nossa estimativa de inflação de 3,7% para 3,8%, incorporando os efeitos do maior nível de preços em 2024, da depreciação do real e do menor nível de capacidade ociosa.
- A probabilidade do cumprimento da meta fiscal em 2024 aumentou, mas a credibilidade do arcabouço fiscal segue baixa e – sem mecanismos punitivos – é inversamente proporcional à proximidade do ciclo eleitoral.

Política monetária sob incerteza: quando o pânico fala, as leis da razão são surdas

Desde o início do processo de recuperação da pandemia de Covid-19, o descasamento entre oferta e demanda e a difícil compreensão das especificidades deste ciclo econômico têm afetado sobremaneira as expectativas de inflação e gerado instabilidade nos preços dos ativos. Nesse contexto, as expectativas de mercado quanto ao cenário econômico e, especificamente, sobre as decisões de política monetária, têm apresentado grande volatilidade nos últimos meses.

Nos Estados Unidos, o ano começou com a perspectiva do início do ciclo de corte de juros, ainda no primeiro trimestre, expectativas posteriormente revertidas para manutenção do patamar de juros ao longo de todo o ano, em virtude da resiliência da atividade econômica. Dados do mercado de trabalho mais fracos do que o esperado, em julho, trouxeram novamente a discussão sobre a urgência de cortes na taxa básica de juros e a iminência de uma recessão econômica.

Na Área do Euro a dinâmica é semelhante. Depois de registrar o maior nível de juros da

história, em setembro de 2023, o Banco Central Europeu iniciou o ciclo de flexibilização monetária em junho de 2024. Na reunião subsequente, o processo foi interrompido.

No Brasil, as expectativas quanto a inflação e a política monetária também têm oscilado. O ano iniciou com expectativa de corte de até 200 pontos base (p.b) na taxa básica de juros. O ciclo flexibilização foi interrompido em maio, com redução de 125 p.b. e, em agosto, as curvas de juros futuro precificam elevação do nível de juros, ainda em 2024.

Por que há tanta incerteza quanto aos cenários macroeconômicos? Por que há tanto pânico e por que a política monetária está constantemente *sub judice*? Quais serão os próximos passos? Quando a autoridade monetária deverá reagir?

Em regimes de metas para a inflação, o papel da autoridade monetária é garantir a estabilidade de preços minimizando as flutuações na atividade e no emprego. Com esse propósito, o Banco Central deve reagir à inflação inercial e aos desvios das expectativas de inflação em relação à meta.



Assim, a autoridade monetária deve fixar um novo patamar de juros quando identificar que a inflação passada está alimentando a inflação corrente ou quando as expectativas de inflação divergem da meta de inflação fixada pelo Banco Central no horizonte relevante da política monetária.

As perspectivas de inflação podem ser afetadas por variação da oferta, pelo vigor da demanda e/ou pela credibilidade da autoridade monetária. Sinteticamente, quanto maior for o equilíbrio entre oferta e demanda e quanto maior for a credibilidade da autoridade monetária, menor será o nível de juros necessário para equilibrar os preços e as expectativas de inflação no entorno da meta perseguida pelo Banco Central.

Nos Estados Unidos, desde o fim do primeiro trimestre, os núcleos de inflação – *proxy* para a inflação inercial – vinham apresentado bom comportamento e indicado convergência para a meta perseguida pelo FED. Contudo, a resiliência da atividade, sobretudo do mercado de trabalho, manteve desancoradas as expectativas de inflação e impediu o início da flexibilização monetária em junho.

Os dados mais recentes do mercado de trabalho e a manutenção do comportamento benigno do nível de preços possibilitaram a reancoragem das expectativas de inflação. **Nesse contexto, mantivemos a projeção do início do ciclo de corte de juros nos Estados Unidos em setembro. Esperamos três cortes seguidos em 2024 e mais 200 p.b. de redução dos juros em 2025.**

No Brasil, as últimas semanas foram de grande volatilidade nos preços dos ativos domésticos. Fatores externos – a política monetária no Japão e nos Estados Unidos – e domésticos – a piora da percepção fiscal, a depreciação cambial e o grau de aquecimento da atividade econômica –, suscitaram a possibilidade de retomada do ciclo de alta na taxa Selic.

Do lado da política monetária, houve um esforço do Banco Central em comunicar o

compromisso em alcançar o centro da meta de inflação. Grande parte desse esforço, inclusive, está refletido na percepção de que há possibilidade real de aumento dos juros já na próxima reunião do conselho de política monetária (Copom).

A despeito da recente discussão sobre um ciclo de alta da Selic, **mantivemos nossa projeção de Selic para 2024, em 10,50%, e para 2025, em 10,50%**. A evolução do cenário doméstico foi favorável desde a última reunião do Copom, com apreciação do real e núcleos de inflação bem-comportados. **Em nossa análise, os elementos necessários para a retomada da fase de alta da Selic não estão presentes.**

Embora não haja relação direta entre a desvalorização do real e a inflação doméstica e entre as taxas de juros dos Estados Unidos e do Brasil, o início do ciclo de cortes de juros nos EUA deve reduzir a aversão ao risco em países emergentes e contribuir para a apreciação do real. Ainda no cenário externo, a desaceleração da economia global, especialmente da China, tem refletido na redução dos preços de *commodities*, com efeitos potenciais no câmbio e na inflação.

Domesticamente, a possibilidade do cumprimento da meta fiscal, mesmo que no limite inferior – com os anúncios do contingenciamento de gastos e da revisão de benefícios previdenciários, além do compromisso com novo bloqueio de recursos, em setembro –, sinaliza a redução do impulso fiscal. Além disso, a manutenção da Selic em 10,50% ao ano e o comportamento benigno dos índices de inflação indicam uma taxa real de juros em torno de 7%, patamar restrito o suficiente para o atual balanço de risco.

Para 2025, mantivemos nossa projeção de taxa de juros em 10,00%. Além do cenário externo benigno, o menor impulso fiscal e a redução das incertezas associadas ao comportamento da autoridade monetária devem abrir espaço para cortes de juros no segundo semestre.



Com base nesse cenário, mantivemos nossa projeção de câmbio (R\$/US\$) de R\$ 5,35 em 2024 e de R\$ 5,50 em 2025, refletindo a flexibilização na política monetária dos Estados Unidos e a desvalorização do preço de *commodities*.

A atividade econômica segue resiliente, sustentada pelo impulso fiscal positivo, pelo consumo e pela recuperação dos investimentos. **Para 2024, revisamos nossa estimativa de alta do PIB de 2,3% para 2,5%.** O desemprego em patamar próximo ao pleno emprego, o crescimento do rendimento médio real e a expansão do crédito devem continuar sustentando o consumo e permitindo a manutenção da atividade.

Para 2025, mantivemos nossa projeção de desaceleração no crescimento do PIB para **2,0%**. A redução do estímulo fiscal e a política monetária em patamar ainda contracionista devem limitar a atividade, especialmente nos segmentos mais associados ao crédito.

Apesar do comportamento benigno na trajetória do nível de preços, revisamos nossa expectativa de inflação de **3,8% para 4,5% em 2024.** Incorporamos em nossas projeções a aceleração da atividade econômica no segundo trimestre, a elevação dos gastos públicos – especialmente em transferências de renda previdenciárias e sociais –, o mercado de trabalho mais aquecido do que o previsto, o ganho de rendimento real – com avanço de 9% acima da inflação acumulada em 12 meses – e o hiato do produto mais apertado.

Para 2025, revisamos nossa estimativa de inflação de **3,7% para 3,8%**, incorporando os efeitos do maior nível de preços em 2024, da depreciação do real e do menor nível de capacidade ociosa.

O deterioração das contas públicas e o risco fiscal seguem como o maior desafio à depreciação cambial e à ancoragem das expectativas de inflação. Embora a probabilidade do cumprimento da meta fiscal

em 2024 tenha aumentado, a credibilidade do arcabouço fiscal segue baixa.

A arrecadação maior, reflexo do crescimento econômico acima do esperado, aumenta a possibilidade de cumprimento do arcabouço no seu limite inferior, enquanto a ausência de medidas contundentes pelo lado do gasto é um desafio à fiabilidade da estabilização da dívida pública.

Para 2025, o maior controle das contas públicas pode contribuir positivamente para a redução do nível de preços e dos prêmios de risco nos juros de mercado. **Contudo, a confiança no atual arcabouço fiscal – sem mecanismos punitivos – é inversamente proporcional à proximidade do ciclo eleitoral.**

Inflação e Juros no Brasil
(em %)



Revisões no Cenário Econômico: 2024 e 2025

	2024		2025	
	Antes	Novo	Antes	Novo
Taxa Selic (% a.a., fim de período)	10,50	10,50	10,00	10,00
IPCA (%, fim de período)	3,80	4,50	3,70	3,80
Câmbio (R\$/US\$)	5,35	5,35	5,25	5,25
PIB (variação % a.a.)	2,30	2,50	2,00	2,00

BDMG: CENÁRIO ECONÔMICO

26 de agosto de 2024

Presidente:

Gabriel Vígas Neto

Superintendente de Planejamento e Negócios:

Alexandre Navarro de Castro Barreto

Economista-Chefe

Izak Carlos Silva

Economistas

Adriano Miglio Porto

Érico Andrade Grossi

Este boletim foi preparado pelo BDMG com base em informações divulgadas por instituições oficiais, As análises contidas neste material podem ser reproduzidas, desde que mencionados seus créditos e para fins não comerciais.