



Soft landing em perspectiva: o caso do Brasil

Maio, 2024

Paulo Coutinho

pcoutinho@marasset.com.br

João Lobo

jlobo@marasset.com.br

Soft landing em perspectiva: o caso do Brasil

Em meados de 2022, tínhamos uma visão muito mais otimista do que o consenso em relação ao crescimento do PIB, enquanto éramos pessimistas quanto à inflação¹. Prevíamos um ritmo de crescimento econômico acima do potencial, o que resultaria em um mercado de trabalho ainda mais apertado. Esse cenário seria bastante problemático para a inflação de serviços, que rodava próxima aos dois dígitos à época. Acertamos na visão de atividade, mas erramos muito na tradução dessa atividade mais forte para a inflação. A inflação IPCA terminou 2023 em 4,6%.

Quase dois anos se passaram e ainda mantemos uma visão altista para a atividade econômica e a inflação. Nossa tese permanece a mesma: uma forte renda familiar (crescimento superior a 5% em termos reais) impulsionará um crescimento do consumo robusto. Além disso, a taxa de poupança atual já está significativamente alta, uma mudança em relação ao final de 2022. Isso sustentará um aumento no consumo das famílias superior a 4% este ano e, conseqüentemente, um crescimento do PIB acima de 2,5%.

Acreditamos que a principal diferença entre nossa visão e o consenso de mercado está na projeção da taxa de desemprego para o final de 2024. O consenso é de uma taxa de desemprego de 8%, apesar de um crescimento acima de 2%. Nos parece difícil compatibilizar essas duas projeções. De duas uma, ou acredita-se que a produtividade aumentará consideravelmente, ou que haverá uma retomada significativa na taxa de participação. Nós não consideramos nem uma, nem outra. Projetamos uma taxa de desemprego de 7%, com risco relevante de ser abaixo disso.

Em 2023, a forte atividade econômica e a redução na taxa de desemprego não resultaram em maior inflação de serviços, como prevíamos. Por que acreditamos que será diferente em 2024-2025? A resposta está na ausência da contribuição de componentes do IPCA relacionados a choques de oferta. Entre meados de 2021 e 2023, a inflação no atacado diminuiu de 36% para -7,5%. Essa oscilação na inflação de bens foi transmitida para inflação de serviços via canal inercial. Não era para a inflação de serviços estar acima de 10% em 2022, mas também não é para a inflação agora rodar abaixo de 5%.

Esse sobe e desce que nós esperamos para a inflação de serviços entre 2022 e 2025 tem respaldo histórico.

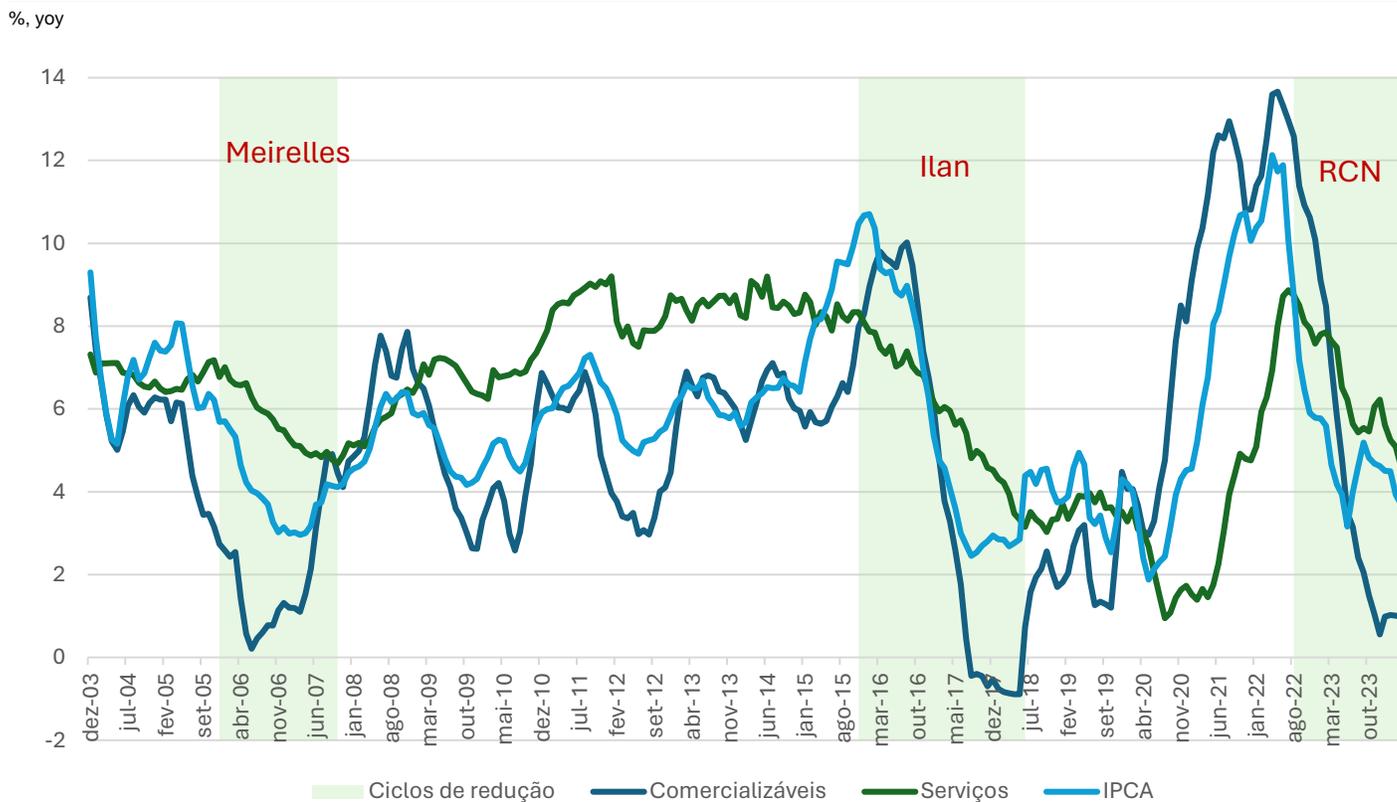
¹ Favor referir-se ao nosso estudo “Taxa de juros no Brasil – primeira a subir, primeira a cair?” ([link](#)).

Desde a implementação do sistema de metas de inflação, tivemos três episódios de forte redução da inflação de serviços. O atual, com Meirelles em 2005-2007 e outro com Ilan em 2016-2017.

O ciclo do Ilan seguiu o livro texto – abertura do hiato, aumento da taxa de desemprego, reancoragem das expectativas e contração fiscal. A inflação de serviços, que estava em 8,1% no final de 2015, começou a declinar a partir de 2016, atingindo a meta em meados de 2018 (Gráfico 1). Essa redução foi consistente, com a inflação de serviços mantendo-se em torno da meta nos anos subsequentes.

Já a redução da inflação vista com Meirelles foi temporária. Após forte apreciação cambial nos primeiros anos do governo Lula, a inflação de comercializáveis tornou-se negativa. Enquanto este era o caso, a inflação de serviços mostrou redução por vários trimestres consecutivos via o canal inercial, chegando à meta em 2006. Apesar da atividade em recuperação, o Banco Central (BCB) viu a oportunidade de iniciar um ciclo de cortes por conta da redução generalizada da inflação.

Gráfico 1: Inflação IPCA cheia, de serviços e de produtos comercializáveis



Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

No entanto, o contexto econômico era completamente distinto. O hiato continuou fechando, a taxa de desemprego caindo, os gastos fiscais se expandindo e os salários nominais continuaram a crescer muito acima da inflação. Como resultado, após o efeito deflacionista dos produtos comercializáveis se dissipar, a inflação de serviços voltou a aumentar e ultrapassou a meta estabelecida à época. O BCB viu-se obrigado a iniciar um ciclo de alta em 2008, mas a inflação medida pelo IPCA só foi controlada 10 anos depois, durante o ciclo sob a liderança de Ilan.

Em que tipo de ciclo nós estamos atualmente? Com a taxa de desemprego de 7,5%, gastos fiscais crescendo pouco menos de 10% em termos reais e crescimento do PIB de 2,5%, nos parece que o ciclo atual terá uma dinâmica inflacionária parecida com a do ciclo de afrouxamento do Meirelles. O mais provável é que, passado o efeito baixista da inflação de comercializáveis, a inflação de serviços retome uma trajetória ascendente. Esse é um cenário em que as expectativas de inflação mais longas iriam se afastar ainda mais da meta.

O trabalho do BCB vai ser muito mais duro à frente se quiser controlar a inflação. Com um governo tão sensível ao crescimento/popularidade², esse aperto necessário será muito ruidoso e, provavelmente, contrabalanceado por um fiscal/parafiscal expansionista. A recente troca no comando da Petrobrás corrobora essa visão. Soma-se, ainda, o risco de termos uma conjuntura internacional mais adversa do que a esperada. O cenário não é promissor.

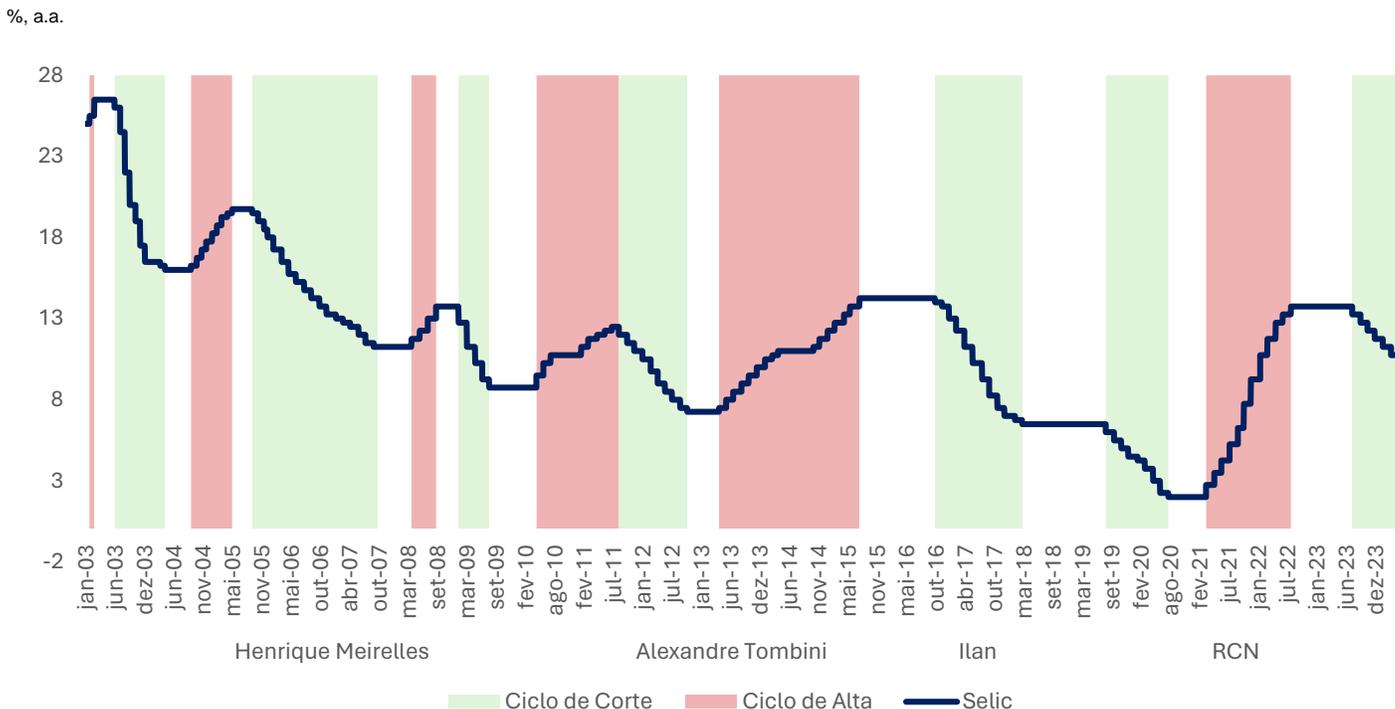
Nas próximas seções, detalharemos as condições econômicas e reação do Banco Central nos dois episódios anteriores de redução relevante da inflação de serviços. Depois, as comparamos com o atual momento.

Ciclos monetários do Banco Central do Henrique Meirelles

O primeiro episódio ocorreu durante a gestão de Henrique Meirelles, quando o BCB implementou três ciclos distintos de política monetária entre 2004 e 2008. O primeiro ciclo foi de aperto monetário, iniciado em setembro de 2004 e encerrado em maio de 2005. O segundo ciclo foi de afrouxamento monetário, começando em setembro de 2005 e concluído em setembro de 2007. O terceiro ciclo foi de aperto monetário, iniciado em abril de 2008 e interrompido abruptamente em dezembro de 2008 devido à crise financeira global.

² Ponto explorado em cartas anteriores, por exemplo [aqui](#) e [aqui](#).

Gráfico 2: Ciclos monetários desde 2003



Fonte: Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

Ciclo de Aperto Monetário (setembro de 2004 a maio de 2005)

No início do ciclo de aperto monetário, em 2004, a taxa Selic estava em 16%. A inflação acumulada em 12 meses estava elevada, em torno de 7%, pressionada principalmente pelo aumento dos preços administrados, como combustíveis, e dos alimentos. A inflação de bens industriais no atacado também estava aumentando, e o BCB demonstrava preocupação com os preços internacionais do petróleo, já que o Brent estava sendo negociado em torno de US\$ 40, o preço mais alto da década, com perspectivas de aumento adicional.

O BCB de Meirelles descrevia o cenário interno como uma "retomada vigorosa da atividade econômica" (Gráfico 3). O BCB se preocupava com o crescimento acentuado da indústria, acreditando que o ritmo elevado dos últimos trimestres tivesse levado o hiato do produto do setor próximo a zero. A capacidade instalada (NUCI) estava em níveis historicamente elevados, e a produção industrial estava crescendo a taxas elevadas (Gráfico 4).

Esse cenário levou a uma deterioração das expectativas de inflação. A inflação projetada pelos modelos do BCB estava acima da meta tanto no cenário de mercado quanto no de referência. Apesar de ter 4,5% como meta oficial para 2005, o BCB anunciou explicitamente

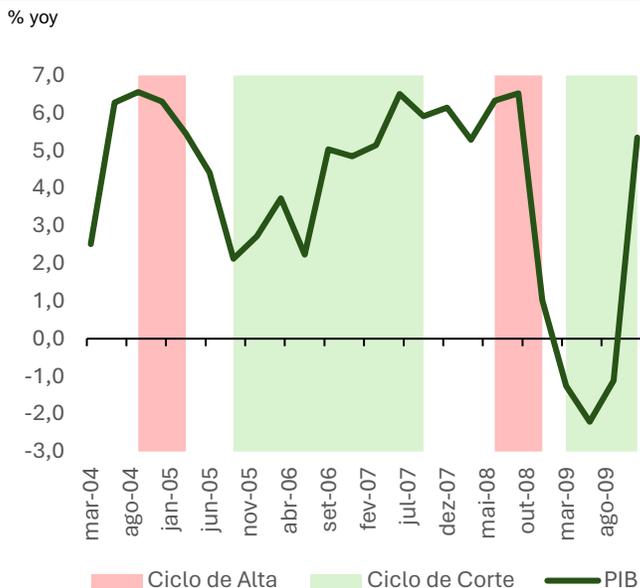
que estava perseguindo 5,1% devido à elevada inércia do ano anterior. A pesquisa Gerin mostrava que o mercado tinha expectativa parecida com essa meta ajustada (Gráfico 5).

Assim, o BCB iniciou um ciclo de aperto monetário, começando com um aumento de 25 pontos-base e acelerando para 50 pontos-base nas reuniões subsequentes, levando a taxa Selic de 16% para 19,75%. Durante o ciclo, a taxa de desemprego diminuiu 2,3pp³ e a inflação de serviços manteve-se em torno de 7%.

O ciclo de aumento perdurou até junho de 2005, quando o Copom decidiu encerrá-lo. Na visão do comitê, os efeitos da política monetária já eram visíveis tanto na atividade como na inflação, a despeito do IPCA em 12 meses estar em 8,0% yoy. De acordo com o Copom, a *“atividade econômica deverá continuar em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Além disso, o Copom avalia que houve uma redução na persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e uma melhora do cenário externo.”* Os modelos do Banco Central apontavam a inflação na meta, assim como as expectativas mais longas de inflação.

De fato, houve desaceleração do crescimento do PIB no segundo semestre de 2005. O PIB contraiu no 3T05, mas essa desaceleração foi concentrada em investimentos e logo foi revertida.

Gráfico 3: Crescimento do PIB



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

Gráfico 4: Nível de utilização da capacidade instalada



Fonte: FGV, Mar Asset Management

³ Dados da PME, pesquisa de emprego comumente utilizada antes da PNAD contínua ser implementada.

Ciclo de Afrouxamento Monetário (setembro de 2005 a setembro de 2007)

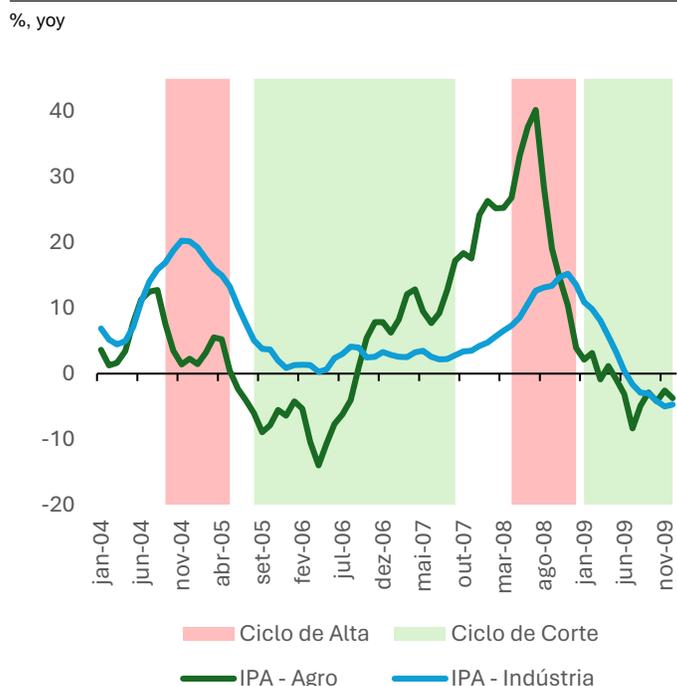
Após um hiato de cinco meses, o BCB iniciou um ciclo de afrouxamento monetário que durou de setembro de 2005 até setembro de 2007. Durante esse período, a taxa Selic foi reduzida de 19,75% para 11,25% ao ano.

A inflação de alimentos mostrava um comportamento bastante benigno, com o BCB enxergando uma "redução no preço de alimentos em intensidade superior ao usual". Os preços internacionais do petróleo aparentavam ter atingido o pico, e o câmbio continuava a se apreciar. O crescimento econômico era forte, concentrado na demanda doméstica, e a utilização da capacidade instalada permanecia em um patamar historicamente elevado.

O mercado de trabalho estava evoluindo "em compasso com os níveis historicamente elevados de atividade", com a taxa de desemprego atingindo os menores níveis desde 2001. Apesar dessa descrição do nível de utilização dos fatores de produção, o Banco Central considerava que "o hiato do produto continuava a se alargar".

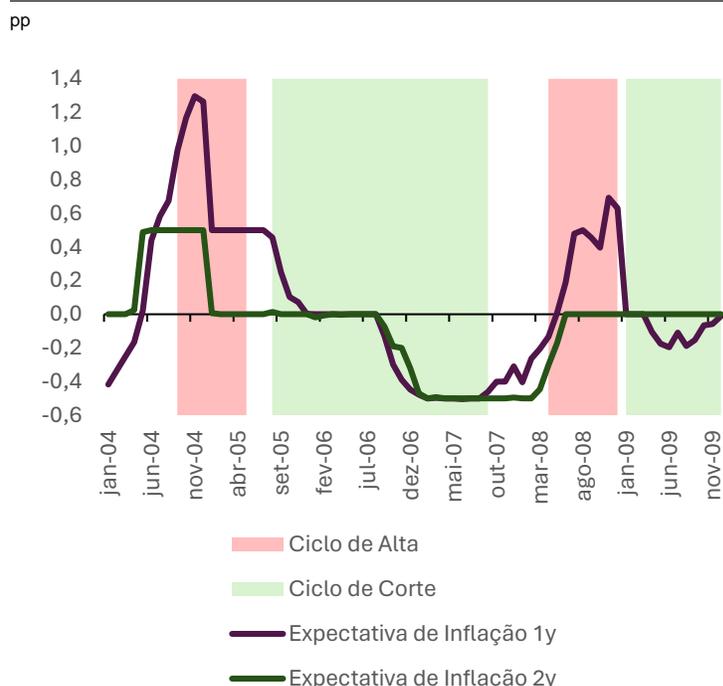
Os IGPs estavam bem-comportados (Gráfico 5), motivando uma revisão nos preços dos itens administrados em -0,4%. A queda na inflação corrente levou a uma redução das expectativas para 2004 e 2005, ambas caindo em torno de 20 pontos-base e se aproximando das metas definidas para esses anos (Gráfico 6).

Gráfico 5: Inflação de Preços ao Atacado



Fonte: FGV, Mar Asset Management

Gráfico 6: Expectativas de Inflação - desvio em relação à meta



Fonte: Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

As projeções de inflação nos modelos do Banco Central continuavam acima da meta em horizontes mais curtos, mas nos "horizontes cujos resultados são mais sensíveis às decisões correntes de política monetária", as estimativas já eram compatíveis com a meta. Assim, o Banco Central avaliou que a expansão da atividade não resultaria em pressões inflacionárias, já que a considerava compatível com as condições de oferta na época. Ou seja, em linha com o seu julgamento sobre crescimento potencial.

O termo não era o da moda à época, mas o diagnóstico do BCB era de que havia entregado um *soft landing*. Com um custo mínimo em termos de crescimento e bem-estar social, a inflação estava controlada. Foi além de um simples *soft landing*, na realidade. O BCB enxergava que suas ações “contribuíram de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos”. Entendia que suas ações agiam para aumentar o crescimento potencial no médio e longo prazo.

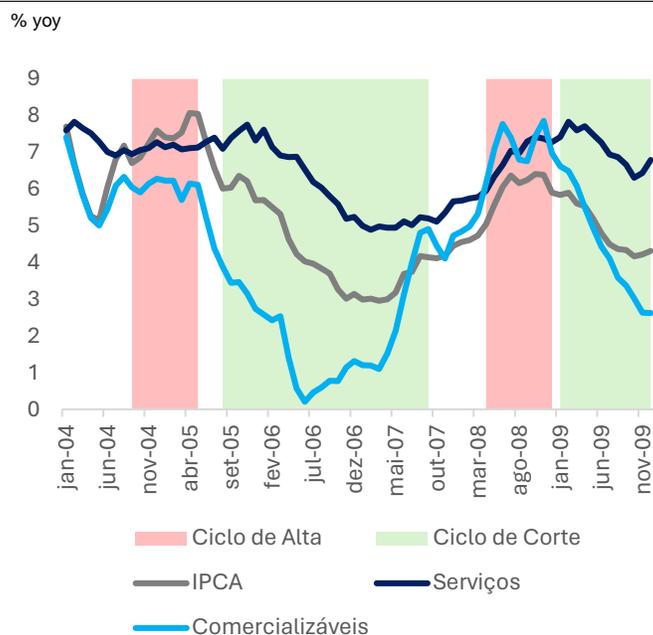
Em retrospectiva, não é claro se o Banco Central deveria ter iniciado um ciclo de corte de juros em 2005. O que vimos ao final daquele ano foi uma recuperação da demanda agregada que se mostrou sobreaquecida nos anos subsequentes. Não obstante, não era possível antecipar as mudanças na política fiscal/parafiscal futura, a continuação da forte demanda externa sobre os produtos brasileiros e quais seriam os efeitos defasados da política monetária na economia (o regime de metas de inflação tinha pouquíssimos anos desde sua implementação). O cenário ao final de 2005 parecia ser bastante propício a um afrouxamento monetário, à luz do conjunto de informação naquele momento. A maior preocupação à época era sobre a ancoragem das expectativas. Como estas se encontravam na meta, havia a percepção de que havia espaço para cortes na taxa de juros.

Nos meses subsequentes ao início do ciclo, o Banco Central viu espaço até para acelerar o ritmo de cortes, que chegou a ser de 75bps por reunião. A inflação de bens comercializáveis continuava em trajetória de queda e o IPCA chegou a 3% em meados de 2006 (Gráfico 7). As expectativas de mercado e as projeções oficiais do BCB apontavam para um IPCA abaixo da meta para todo horizonte relevante. Ao final de 2006, a taxa Selic estava em 13,25%.

A percepção do Banco Central era a de que agia com cautela. Julgava que a taxa de juros ainda estava em terreno restritivo (Gráfico 8). No entanto, certamente a política monetária não mostrava estar pesando sobre a atividade econômica. A taxa de desemprego recuou nos anos subsequentes ao início do ciclo de corte, assim como o PIB voltou a crescer em um ritmo acelerado. Pode até ser que a taxa de juros reais fosse restritiva, mas não era

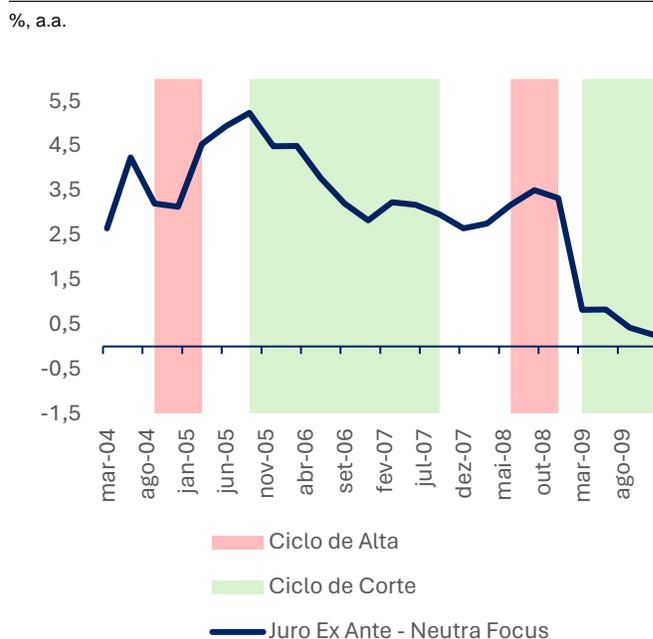
suficiente para contrabalancear outros fatores como forte demanda externa e... um fiscal/parafiscal bastante expansionista⁴.

Gráfico 7: IPCA: Headline, Serviços e Comercializáveis



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

Gráfico 8: Taxa de Juros Ex-Ante - diferença em relação à taxa neutra implícita no Boletim Focus



Fonte: Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

Essa cautela apareceu ao final de 2006. Com o primeiro indício de que a inflação de comercializáveis tinha retornado a níveis mais compatíveis com a normalidade (sobretudo um aumento da inflação de alimentos), a decisão da reunião de novembro daquele ano teve três dissidências em favor de um corte menor, de 25bps, ante o efetivamente implementado pela maioria. Em janeiro de 2007, o placar foi revertido, e a redução do ritmo de cortes implementado. O BCB antevia uma atividade robusta, com impulso advindo de um mercado de trabalho aquecido, de transferências governamentais e de efeitos defasados do afrouxamento monetário. Além disso, julgava estar mais próximo da taxa neutra (denominada como “taxa que deve vigorar em equilíbrio de médio prazo”).

Porém, essa cautela foi deixada de lado em meados de 2007. Após dois anos de inflação IPCA cadente e rodando abaixo da meta do CMN, parte do Copom decidiu tomar riscos. A atividade mostrava-se claramente aquecida, com o PIB crescendo acima de 5%. Medidas de ociosidade na economia já mostravam um hiato fechado – taxa de desemprego nas mínimas, Nuci perto das máximas e a inflação de salários bastante alta. No curto prazo, a

⁴ Para uma discussão mais detalhada sobre a evolução das políticas fiscais e parafiscais dos governos Lula I e II, favor referir-se ao nosso estudo “Lula sob a ótica da política fiscal” ([link](#)).

inflação de comercializáveis já não era mais baixista, pelo contrário. Mesmo assim uma nova rodada de apreciação cambial foi suficiente para levar o Copom a voltar para um ritmo de cortes de 50bps.

A análise *ex-post* de ações tomadas por uma autoridade monetária é, via-de-regra, um exercício injusto. Dito isso, a continuação e, principalmente, a reaceleração do ritmo de cortes da Selic em 2007 foi um erro do Copom. Era claro que o crescimento era muito forte, com o mercado de trabalho pujante e uma política fiscal ainda mais estimulativa. Além disso, eles mesmo reconheciam que grande parte do impacto do afrouxamento monetário ainda estaria por vir.

Quando a inflação de comercializáveis parou de ser uma influência baixista relevante, o IPCA voltou a acelerar. A inflação de serviços retornou a uma trajetória ascendente compatível com o apertado mercado de trabalho e, em outubro de 2007, o Copom decidiu encerrar o ciclo de afrouxamento “diante das incertezas associadas ao mecanismo de transmissão da política monetária e ao ritmo de crescimento prospectivo da oferta e demanda agregadas”.

Ciclo de Aperto Monetário (abril de 2008 a dezembro de 2008)

A simples manutenção da Selic no patamar vigente não era o suficiente para o controle da inflação. Em abril de 2008, o Banco Central do Brasil iniciou um novo ciclo de aperto monetário. Naquele momento, a taxa Selic estava em 11,25%. A inflação estava acelerando, puxada por serviços e produtos comercializáveis, que estavam subindo tanto no IPCA quanto nos IPAs, apesar da dinâmica favorável do câmbio. A percepção do BCB era de que "o comportamento recente do IPCA tem sido notadamente menos favorável do que em trimestres anteriores, de modo que desde o final de 2007 a inflação dá sinais de que pode estar divergindo da trajetória das metas".

No último trimestre de 2007, o crescimento anual do PIB atingiu 6,2% ante 5,6% no trimestre anterior, evidenciando uma "aceleração substancial na taxa de crescimento". O desemprego permanecia perto de níveis historicamente baixos, e a NUCI estava próxima dos picos históricos. O CAGED mostrava números recordes na criação de empregos formais.

No cenário prospectivo descrito pelo BCB à época, "o crescimento do crédito e a expansão da massa salarial real devem continuar impulsionando a atividade econômica" e "a esses fatores de sustentação da demanda devem ser acrescidos os efeitos das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais esperados para este e para os próximos trimestres". O Comitê temia que o hiato de produto estivesse finalmente fechado e que o

ritmo acelerado de crescimento resultasse em pressões inflacionárias adicionais, em meio a um cenário externo desfavorável para a inflação de comercializáveis no Brasil. Ficou claro que, somente a ancoragem das expectativas não era suficiente para o controle da inflação.

Com isso, o BCB iniciou um ciclo de aperto monetário, aumentando a taxa Selic em 250 pontos-base até a deflagração da crise de 2008. Esse aperto fez pouco efeito na demanda agregada, e a inflação terminou o ano em 6%, com contribuição significativa da inflação de serviços, que atingiu 7,3% e acelerou na margem.

O que vimos naquele ciclo foi que, quando os preços das commodities em reais não foram mais favoráveis, o mercado de trabalho aquecido levou a inflação a se distanciar da meta.

A reação comedida do Banco Central custou o controle da inflação por vários anos. Com exceção de breves períodos em 2009, a inflação IPCA ficou consistentemente acima da meta nos anos subsequentes. A economia continuou aquecida devido a expansão fiscal e o BCB não foi firme o suficiente para contrabalancear todos esses estímulos. Com isso a inflação de serviços permaneceu constantemente acima de 8%, e as expectativas entraram em processo de desancoragem, que só foi revertida quase uma década depois, no ciclo do Ilan.

Ciclo monetário do Banco Central do Ilan Goldfajn

As condições no início do ciclo de afrouxamento monetário do Banco Central de 2016 eram completamente distintas da observada no ciclo do Meirelles. Na realidade, eram opostas. Em 2016, o momento do ciclo demandava afrouxamento monetário, mas a inflação estava muito alta. Em 2006, o momento do ciclo não prescrevia afrouxamento, mas a inflação corrente abria espaço para uma redução da Selic.

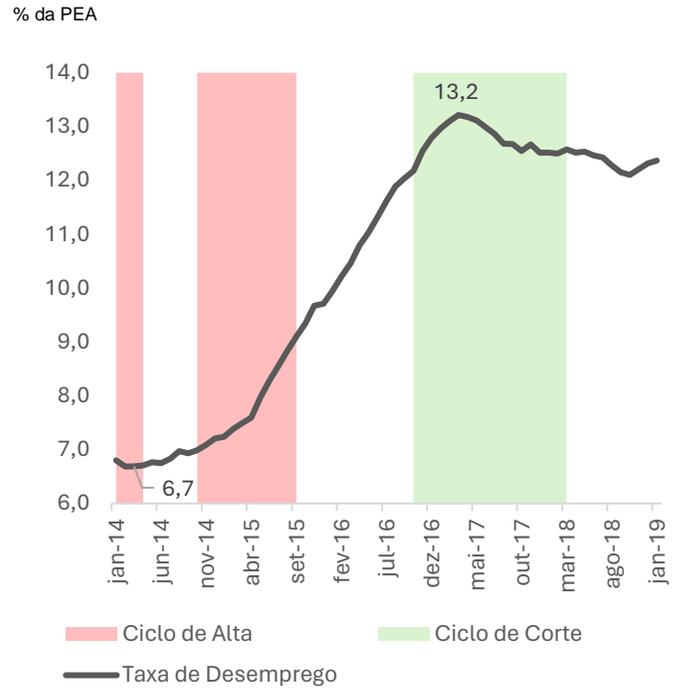
Pouco antes do ciclo de afrouxamento, o Brasil tinha acabado de passar pela maior recessão de sua história. O PIB contraiu -6,8% no biênio 2015-2016 e a taxa de desemprego aumentou de 6,7% em 2014 para 13,2% em dezembro de 2016 (Gráficos 9 e 10). A situação fiscal, superdelicada, não abria espaço para políticas fiscais contracíclicas. Pelo contrário, os escândalos relacionados à lava-jato congelaram os empréstimos públicos e a forte redução do preço do petróleo no mercado internacional levou a super alavancada Petrobrás a restringir qualquer tipo de investimento. A perda de grau de investimento levou a saída de capital estrangeiro por vários trimestres consecutivos. Foi uma brutal contração na demanda interna.

Gráfico 9: Crescimento do PIB



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

Gráfico 10: Taxa de desemprego



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

Neste ambiente, a taxa de câmbio depreciou mais de 60% entre meados do 2014 e fim de 2015 (Gráfico 11). Aliado ao ajuste de preços administrados que ficaram artificialmente represados durante anos, a inflação IPCA aumentou para 10,7% em 2015 ante 6,2% na média dos dois anos anteriores.

Apesar da forte contração da demanda, não havia espaço ao longo de 2015 para o Banco Central pensar em iniciar um ciclo de afrouxamento monetário. Devido à natureza do choque, o aumento da inflação foi concentrado, em um primeiro momento, na inflação de produtos comercializáveis. Esse choque fez com que a inflação de serviços permanecesse elevada durante o ano inteiro por conta do canal inercial, a despeito da forte abertura do hiato do produto. Para piorar, as expectativas de inflação continuaram aumentando ao longo do ano.

A partir de 2016, o peso do hiato foi tão grande que os preços começaram a responder ao grau de ociosidade da economia. A abertura do hiato se sobrepôs a inércia e a inflação de salários e de serviços entraram em trajetória de declínio (Gráfico 12). Foi a versão de um *hard landing* no Brasil

Gráfico 11: Depreciação da taxa de câmbio USDBRL

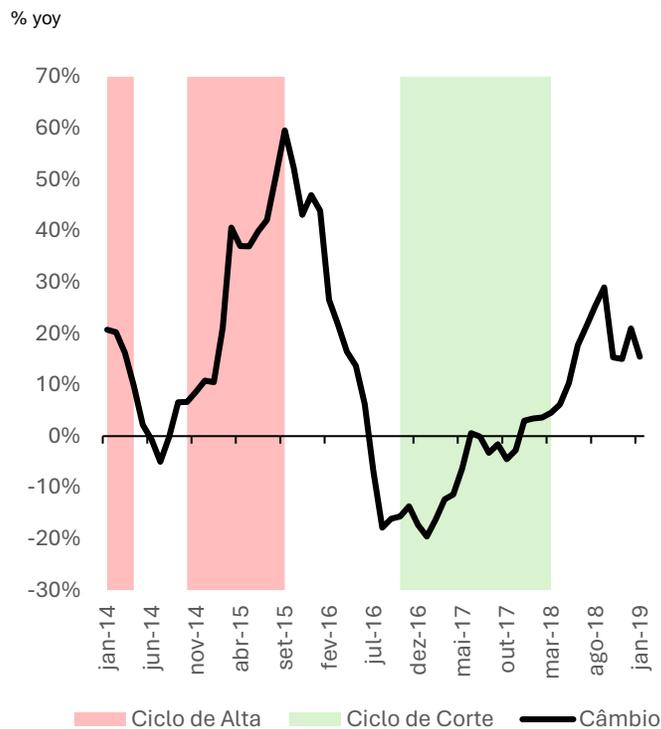
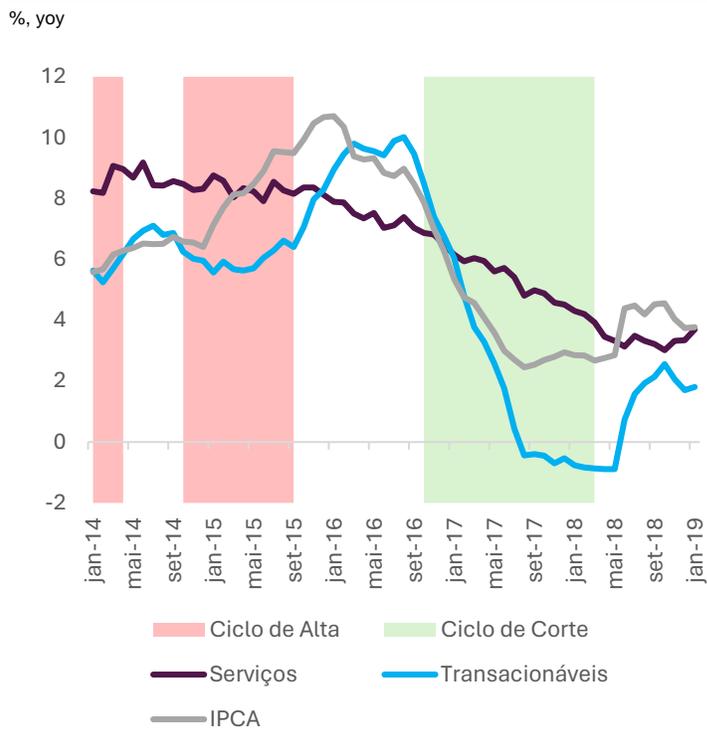


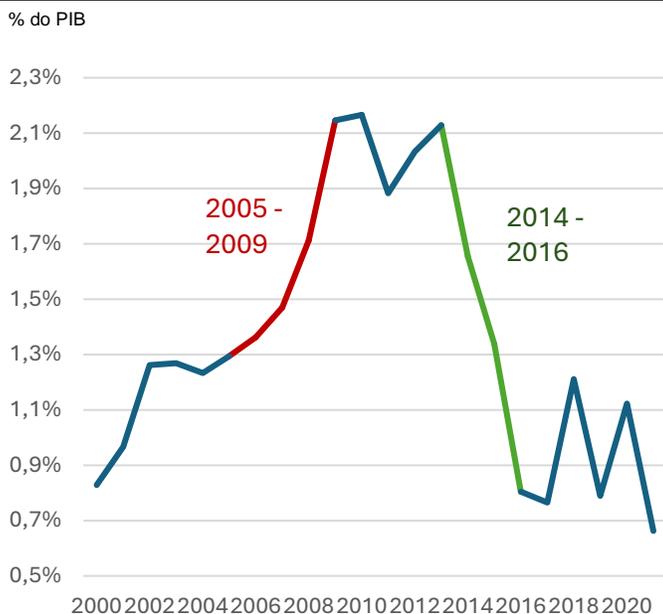
Gráfico 12: Inflação IPCA cheia, de serviços e de comercializáveis



O Copom decidiu agir com cautela e postergou o início do ciclo de cortes de juros a despeito da forte abertura do hiato e dos primeiros sinais de arrefecimento da inflação. O primeiro corte ocorreu apenas em outubro de 2016, quando as expectativas já estavam ancoradas e a inflação de serviços já mostrava claro enfraquecimento. O resultado foi uma inflação IPCA consistentemente na meta. O ciclo foi bastante extenso, inclusive retomado por Roberto Campos Neto em 2019.

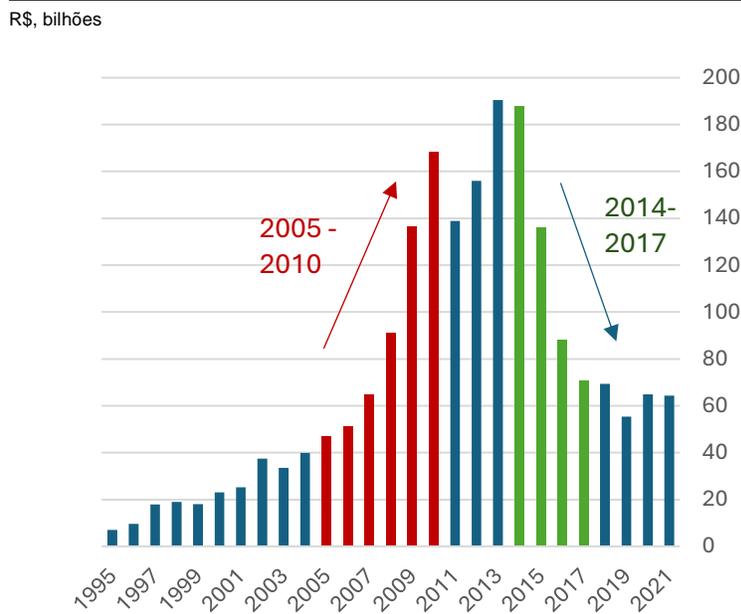
Durante toda a extensão do ciclo de 2016-2019, o ritmo de crescimento foi bastante lento. Não havia impulsos para a economia, pois havia restrições ao crescimento dos gastos fiscais impostas pela Emenda Constitucional 95/2016 (Teto de Gastos) e as empresas, tanto públicas como privadas, estavam em processo de desalavancagem financeira (Gráficos 13 e 14). Essa conjuntura abria espaço para um longo ciclo de afrouxamento monetário. De forma alguma lembra o pano de fundo do ciclo atual de redução da Selic.

Gráfico 13: Investimentos das empresas estatais



Fonte: Ministério da Fazenda, Mar Asset Management

Gráfico 14: Desembolsos do BNDES



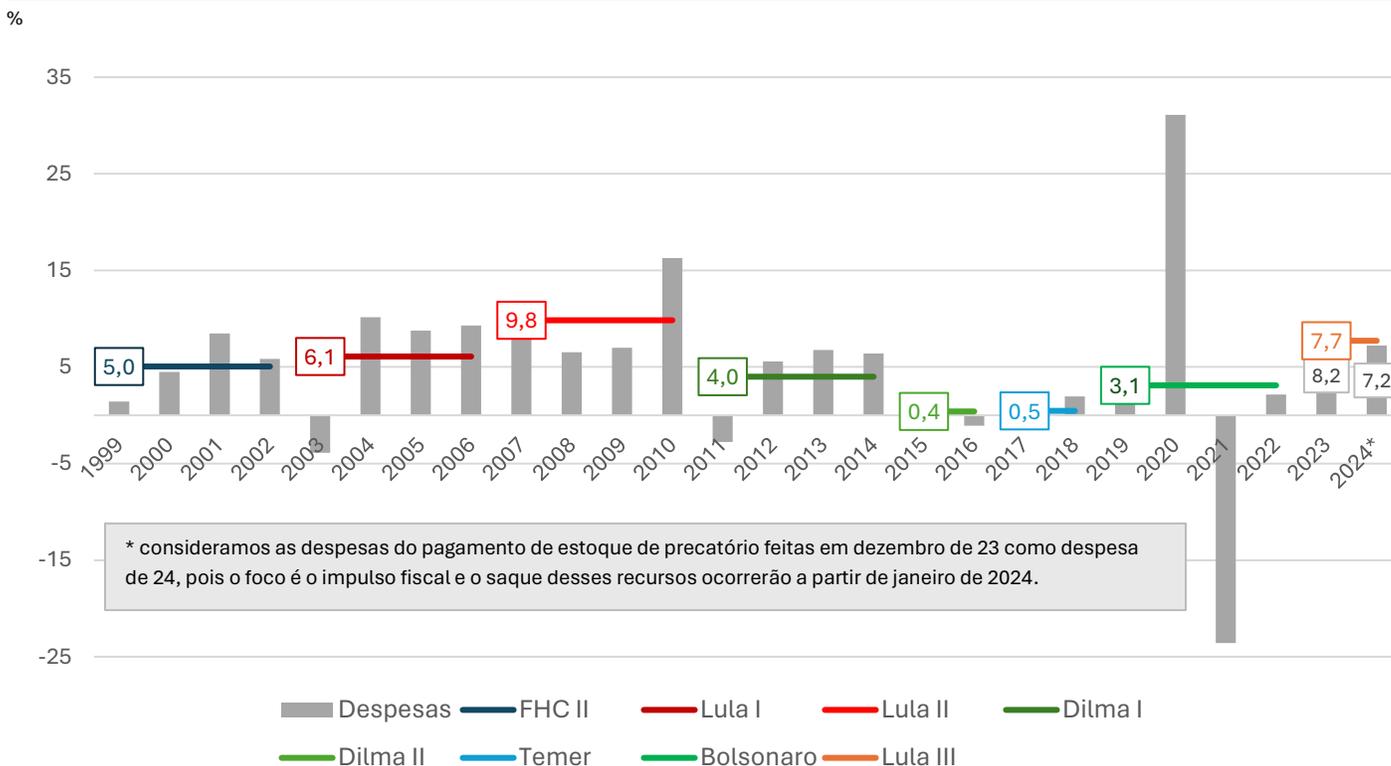
Fonte: BNDES, Mar Asset Management

2024 rima com dois mil e... sete

Na verdade, o ciclo de afrouxamento iniciado em 2023 guarda fortes similaridades com o visto na época do Meirelles. Assim como em 2005 e 2006, a inflação surpreendeu para baixo as projeções e expectativas do mercado ao longo de 2023 de maneira recorrente, ao mesmo tempo em que a atividade se mostrou mais forte do que o antevisto. Nos dois períodos, a redução da inflação ocorreu primeiro entre os bens comercializáveis e, somente em um segundo momento, entre os serviços.

O ciclo de afrouxamento atual começou em agosto de 2023. O Copom via que “os dados relativos ao crescimento” seguiam “compatíveis com o cenário-base de moderação da atividade antecipada pelo Comitê”. Assim como em 2005, havia uma percepção de que a economia já estava desacelerando em resposta a restrição imposta pela política monetária e seus efeitos defasados ainda iriam pesar sobre o crescimento no futuro próximo. Em ambos os casos, o BC via a taxa real de juros excessivamente alta. Com a inflação mostrando-se bastante benigna, um novo *soft landing* virou o cenário base do Copom.

Gráfico 15: Crescimento dos gastos primários do governo central em termos reais*



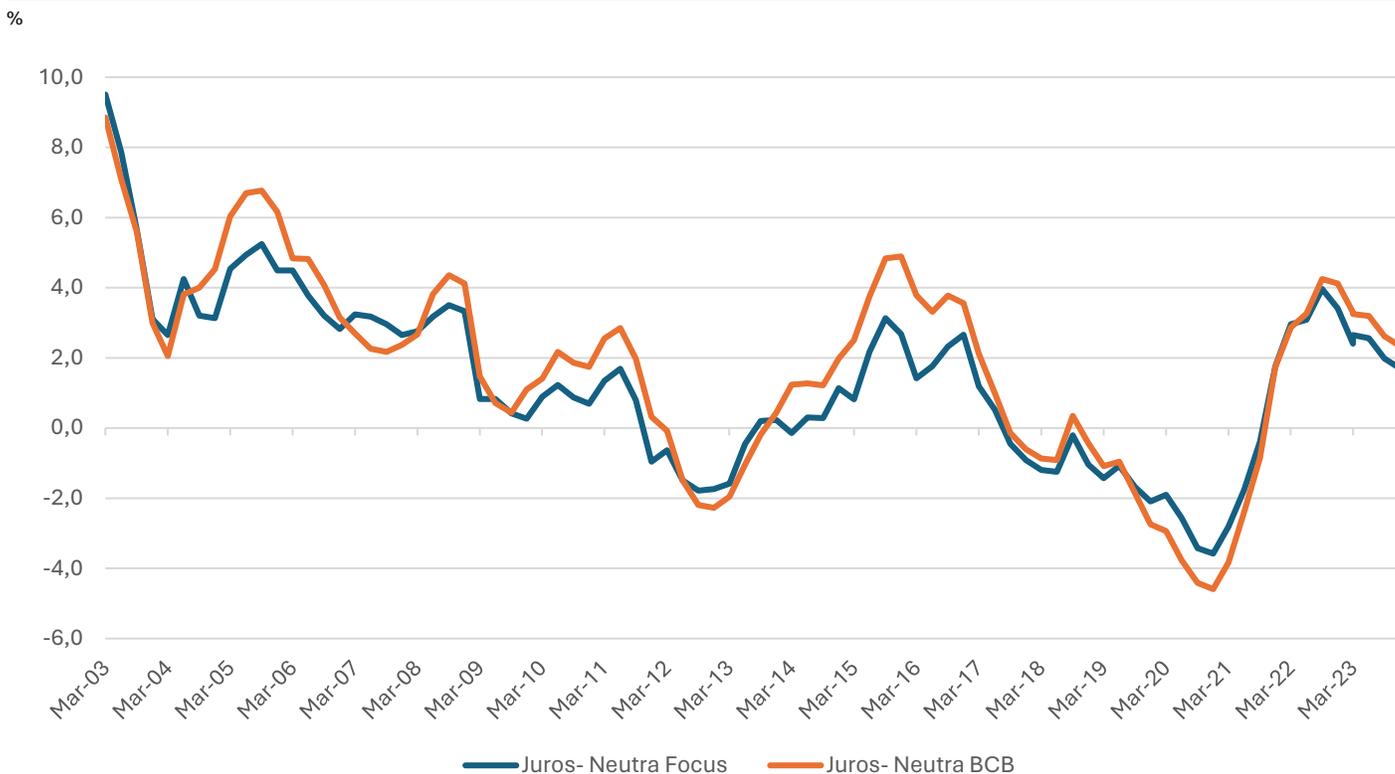
Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

O que se viu em ambos os casos foi uma atividade muito mais forte do que a esperada dado o grau de restrição da política monetária (Gráfico 16). E as razões foram as mesmas. A recuperação do mercado de trabalho, aliada a uma política fiscal expansionista (Gráfico 15), sustentavam um crescimento do consumo acima do potencial. Entre 2005 e 2008, o crescimento anual médio dos gastos primários do governo central foi próximo a 9%. Entre 2023 e 2024 será próximo a 8%.

A semelhança é tanta que o trecho abaixo, retirado da ata do Copom de julho de 2006, caberia perfeitamente na ata da última reunião do Copom.

“Ao longo dos próximos meses, a expansão do nível de emprego e da renda e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a atividade econômica. Como mencionado nas Notas da reunião de maio do Copom, a esses fatores devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências em função do novo valor do salário mínimo e dos impulsos fiscais já ocorridos desde o último trimestre do ano passado e esperados para o restante deste ano. Dessa forma, os efeitos sobre a demanda agregada dos cortes de juros se somarão a outros fatores que também contribuirão de maneira importante para a sua expansão.”

Gráfico 16: Taxa de Juros ex ante – diferença em relação à taxa neutra⁵

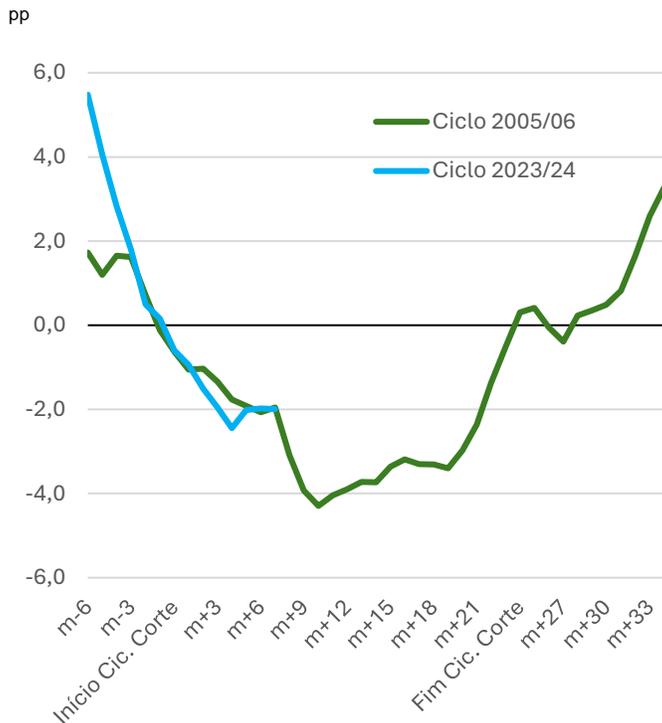


Fonte: Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

Assim como acreditamos ter sido o caso em 2005-2007, julgamos que a dinâmica benigna do IPCA nos últimos trimestres foi devido a um choque positivo de oferta. A fonte do choque foi diferente, mas com a mesma consequência. Com Meirelles, foi uma forte e extensa apreciação do BRL. A taxa de câmbio saiu de R\$2,62/US\$ ao final de 2004 para R\$1,76/US\$ ao final de 2007. No ciclo atual, foi uma forte reversão do preço das commodities devido tanto a uma safra muito benigna como da normalização das cadeias de produção global. No final das contas, a resultante foi uma deflação dos produtos ao atacado, que foi transmitida primeiramente, para a inflação de transacionáveis e, em um segundo momento, para a inflação de serviços. A magnitude do choque em comercializáveis nos primeiros oito meses do ciclo e sua transmissão para a inflação de serviços foram semelhantes em ambos os períodos (Gráficos 17 e 18).

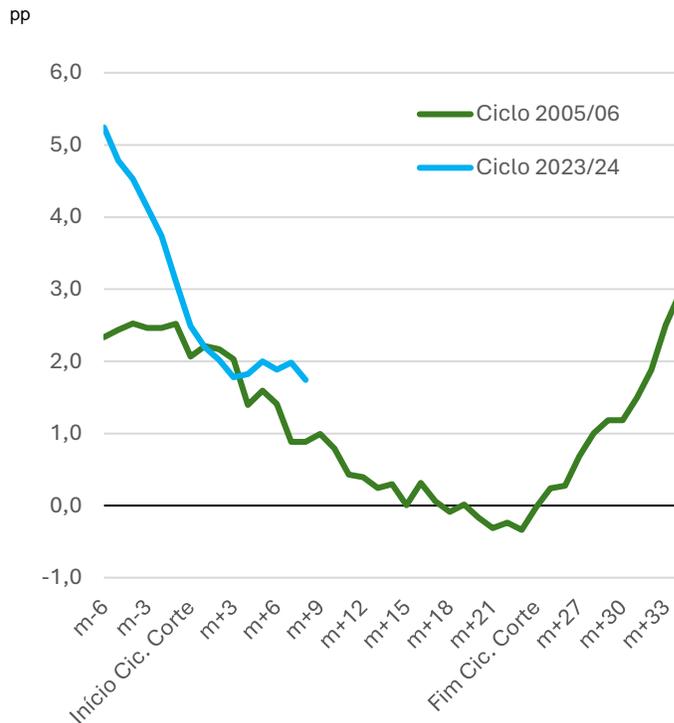
⁵ Calculamos a taxa neutra implícita no Focus como a diferença entre a as expectativas de juros e inflação em horizontes longos. A taxa neutra estimada pelo BCB foi retirada do [RTI de junho/23](#).

Gráfico 17: Inflação de produtos comercializáveis – diferença em relação à meta



Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

Gráfico 18: Inflação de serviços subjacentes – diferença em relação à meta



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

Nossa conjectura é que o comportamento benigno da inflação IPCA será revertido quando a influência baixista de comercializáveis se dissipar. Foi isso que ocorreu em 2007. Não precisou nem uma reversão do choque de comercializáveis. Bastou a inflação desse grupo retornar para um nível normal, que a inflação de serviços começou a aumentar e afastar-se da meta.

Ao que parece, a influência dos comercializáveis será mais curto no atual ciclo. Os últimos dados de inflação ao atacado (IGPs) já sugerem normalização. Enquanto isso, a atividade continua surpreendendo positivamente, principalmente pelo aquecimento do mercado de trabalho.

Em alguns aspectos cruciais, a situação atual é ainda mais delicada. A taxa de desemprego, agora próxima de 7,5%, é muito abaixo da vista àquela época e próxima dos mínimos históricos (Gráfico 18). A única vez que vimos o desemprego neste nível, durante o governo Dilma Rousseff, a inflação estava bem acima da meta. Além disso, agora as expectativas estão desancoradas, o que é diferente do observado naquele ciclo (Gráfico 19).

Gráfico 19: Taxa de desemprego – desvio em relação à Nairu⁶

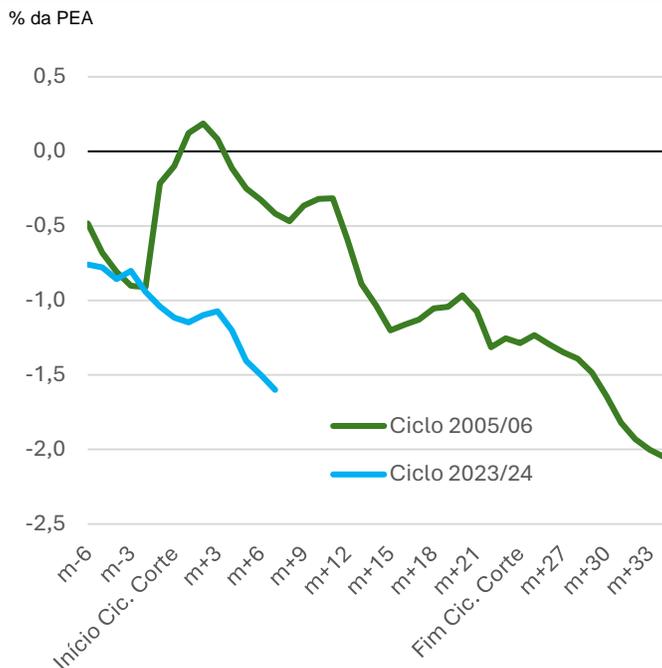
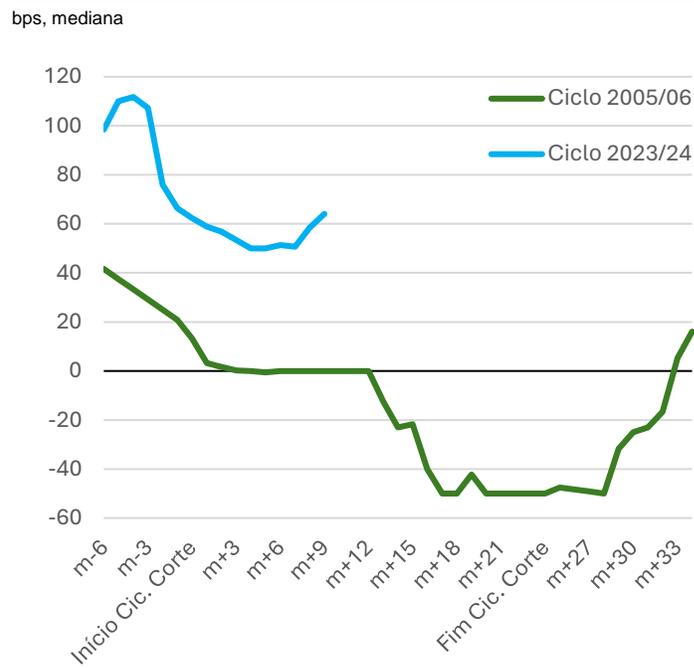


Gráfico 20: Expectativa de Inflação 12-24 meses à frente – diferença em relação à meta



2024 não rima com dois mil e... dezessete

O Banco Central agiu de maneira correta em 2016. A espera do início do ciclo apenas após a ancoragem das expectativas contribuiu para a sustentabilidade da convergência da inflação para a meta. Não obstante, essa postergação em alguns meses não foi a principal determinante do processo de convergência da inflação naquele ciclo. Em nosso ver, foi o grau de ociosidade da economia gerado por contração fiscal/parafiscal, crise de confiança, redução do crédito direcionado, além do aperto monetário promovido pela administração anterior, que fez a maior parte do trabalho de quebrar a espiral inflacionária.

E é por isso que aquele cenário guarda muito pouca similaridade com o que vivemos atualmente.

Além da taxa de desemprego mostrar dinâmica oposta (Gráfico 21), agora as expectativas estão bem desancoradas (Gráfico 22). Na realidade, as últimas semanas mostraram as expectativas movendo-se ainda mais para acima da meta. Esse é um cenário que lembra muito mais 2007 do que 2017. Uma sequência de surpresas altistas do IPCA poderia intensificar o processo de desancoragem das expectativas e, com o grau de aquecimento

⁶ Utilizamos uma hipótese para Nairu de 10% para o período até 2020, e de 9% para o período posterior. Essa hipótese é similar a utilizada em estudos sobre o tema ([link](#)).

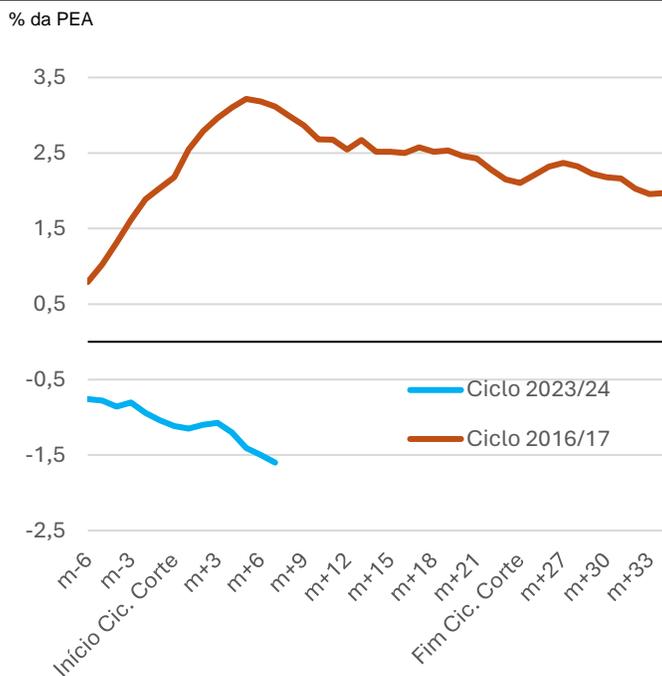
da economia, ser logo transmitido para a inflação de serviços via canal inercial. Os exemplos dos EUA e do Chile no primeiro trimestre deste ano nos lembram que esses tipos de surpresas na inflação acontecem de maneira inesperada.

Além disso, a situação torna o Brasil particularmente vulnerável à choques externos. Se, porventura, houver mais um movimento de depreciação da taxa de câmbio, é bastante possível que ele seja transmitido para a inflação de maneira rápida e intensa. O movimento de desancoragem das expectativas se intensificaria, as taxas de juros longos abririam, a discussão sobre sustentabilidade fiscal voltaria à tona, o que levaria a maior depreciação do câmbio. Ano passado estávamos blindados por conta de um cenário externo favorável. É bem possível que esse não seja o caso neste ano.

Em suma, não vemos espaço para redução adicional da taxa Selic. A continuação do ciclo ao mesmo tempo em que as expectativas de inflação se afastam da meta seria uma situação quase inédita desde a implementação do sistema de metas. A única vez em que isso ocorreu foi em 2011-2012, na gestão de Alexandre Tombini.

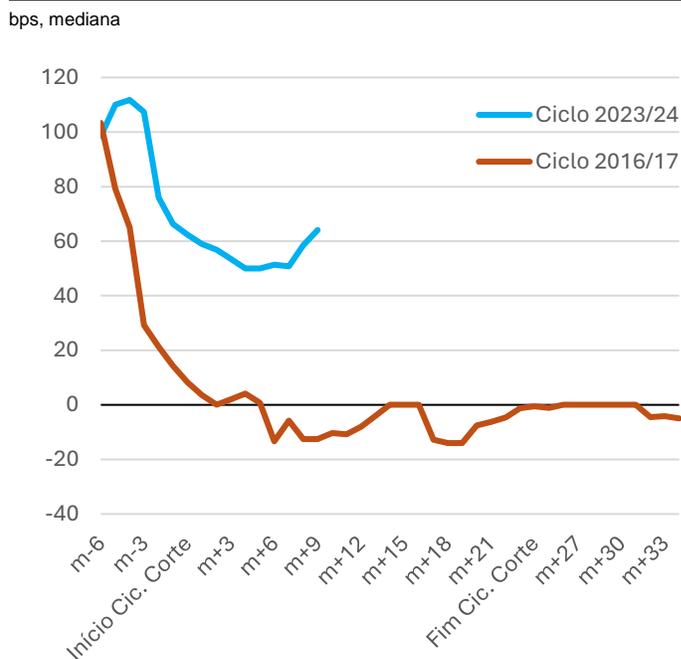
Também é bem possível que a conjuntura ao final do ano prescreva novo aperto da política monetária. O que pode postergá-lo seria um cenário externo bastante favorável com, por exemplo, uma redução da Fed Funds bem mais intensa do que a esperada pelo mercado.

Gráfico 21: Taxa de desemprego – desvios em relação à Nairu



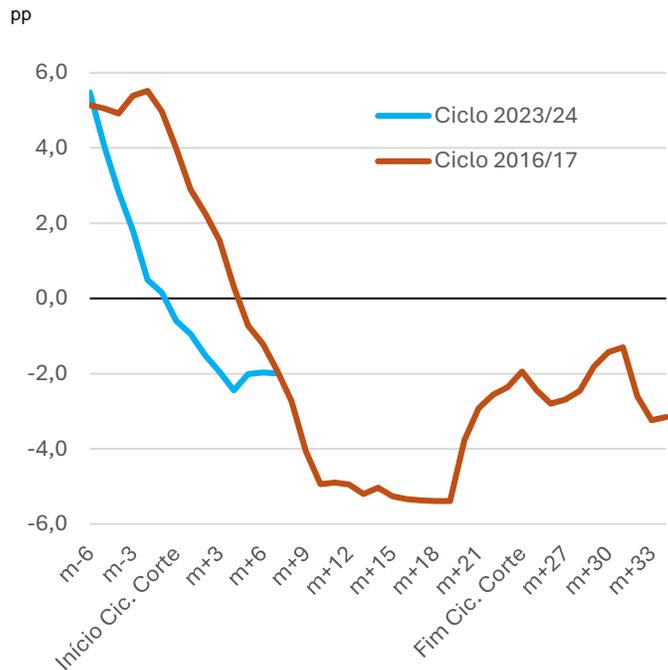
Fonte: IBGE, Mar Asset Management

Gráfico 22: Expectativa de Inflação 12-24 meses à frente – diferença em relação à meta



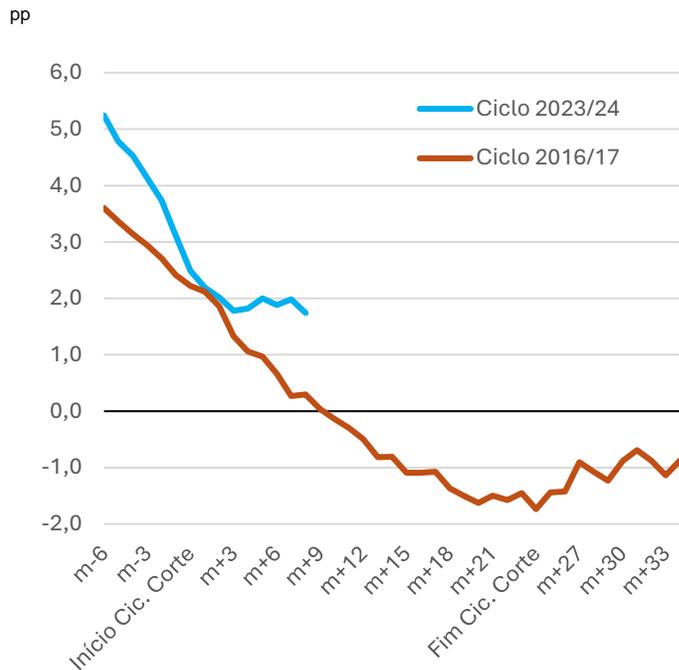
Fonte: Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

Gráfico 23: Inflação de produtos comercializáveis – diferença em relação à meta



Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil, Mar Asset Management

Gráfico 24: Inflação de serviços subjacentes – diferença em relação à meta



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

RI - Igor Galvão

55 21 99462 3359

igalvao@marasset.com.br

rio de janeiro – rj • rua ataulfo de paiva 1165 / sala 801, leblon • 22440 034

marasset.com.br