



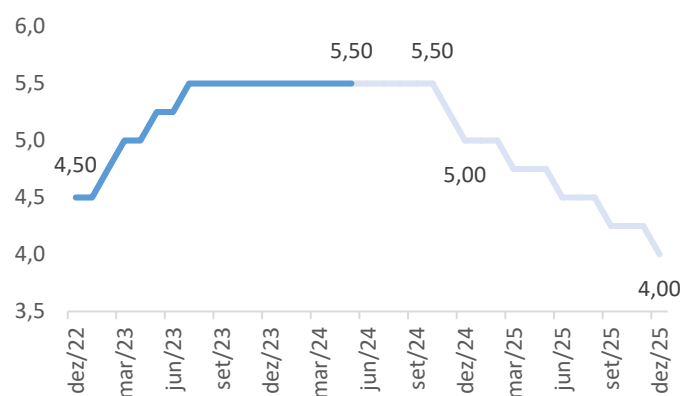
VOLATILIDADE SE REDUZ EM MAIO, MAS NEBULOSIDADE PERMANECE ELEVADA

No âmbito externo, um dos principais destaques no mês de maio se deu por conta da reunião de política monetária do banco central americano (que manteve a taxa de juros em 5,50% a.a. em seu intervalo superior), com a divulgação da ata da reunião e o discurso convergente e mais conservador de diversos dirigentes do FED. Em conjunto, esses três fatores reforçaram a mensagem de que a política monetária demorará mais tempo que o inicialmente previsto para ser flexibilizada. A ata da reunião trouxe elementos novos sobre o que os membros do comitê estão discutindo e veio em um tom mais duro do que o esperado pelo mercado, levando a uma diminuição da precificação de início de corte de juros em setembro. A ata também mostrou que vários participantes mencionaram a vontade de subir os juros caso os riscos para a inflação se materializem. Por fim, houve uma discussão fundamental entre os membros sobre o grau de restritividade da política monetária e a incerteza relacionada ao nível de aperto. Esses membros viram essa incerteza como proveniente da possibilidade de que altas taxas de juros podem estar tendo efeitos menores do que no passado, que a taxa de juros de equilíbrio pode ser superior ao anteriormente pensado ou que o nível de produto potencial pode ser diferente ao estimado. Se a hipótese de o juro de equilíbrio ser maior for verdadeira, por exemplo, então a política monetária atual seria menos restritiva que o imaginado, resultando em um efeito menor sobre a atividade econômica e a inflação.

Os indicadores econômicos mais recentes da economia americana mostram uma desaceleração na margem da atividade econômica e do mercado de trabalho, mas sinais mistos em relação à inflação. A primeira estimativa do PIB divulgada veio abaixo do esperado pelo mercado e mostrou uma desaceleração importante em relação ao trimestre anterior. A dúvida é se essa desaceleração é um processo mais consistente, facilitando a convergência da inflação para a meta e a queda dos juros, ou transitório. Os dados do mercado de trabalho também mostram uma desaceleração na ponta, com os indicadores JOLTS e Payroll abaixo do consenso de mercado, um aumento na taxa de desemprego e uma queda nos rendimentos médios. Com relação aos dados mais recentes de inflação, houve sinais mistos. Por um lado, o CPI veio um pouco abaixo da expectativa de mercado, por outro o PPI veio acima e, como é um índice de inflação ao produtor, esse aumento de custos pode ser repassado ao consumidor no futuro.

Outro ponto que deve ser monitorado sobre os Estados Unidos é a eleição presidencial que se aproxima e tende a dominar o noticiário nos próximos meses, exercendo impacto sobre preços de mercado e sobre o cenário econômico. As pesquisas mais recentes mostram uma vantagem marginal de Trump sobre Biden para a presidência e dos democratas sobre os republicanos para o Congresso. No entanto, as diferenças são muito pequenas e sinalizam que as eleições serão muito apertadas e polarizadas. Em relação à política econômica, o tópico mais importante para o cenário de curto prazo tende a ser a política comercial. Recentemente o presidente Biden anunciou novas tarifas sobre produtos chineses, repetindo uma medida adotada por Trump em seu mandato. Estudos de mercado mostram que a guerra comercial de 2018/2019 teve efeitos negativos sobre o PIB e aumentou a taxa de inflação PCE, com grande parte do aumento de tarifas sendo repassada ao consumidor americano. Conectando a política comercial à monetária, caso haja um aumento significativo de tarifas no ano que vem, pode haver um efeito negativo sobre a inflação e as Fed Funds podem ficar restritivas por mais tempo que o imaginado. Por ora, levando em consideração os indicadores mais recentes que impactam a política monetária e a expectativa para os próximos meses, avaliamos que o início do corte de juros nos Estados Unidos deverá ocorrer, mais provavelmente, nas duas últimas reuniões deste ano do Fomc – Comitê de Política Monetária do Federal Reserve – em novembro e dezembro, com cortes de 25 pontos base em cada reunião, o que deverá levar a taxa teto das Fed Funds para o patamar de 5,0% a.a. (Gráfico 1).

Gráfico 1: Cenário para as Fed Funds (% a.a.)



Fonte / Projeção: Federal Reserve / BB Assessoramento Econômico

Ainda no contexto internacional, em relação à China, principal parceiro comercial do Brasil, os dados divulgados em maio mostraram uma economia com sinais mistos. Se por um lado veio a boa notícia da produção industrial, registrando crescimento interanual acima das expectativas, por outro, contudo, as vendas no varejo e os investimentos em ativos fixos desaceleraram na mesma base de comparação, ficando aquém das expectativas de mercado. Neste último caso, o desempenho mais fraco em abril era esperado, mas ainda assim surpreendeu negativamente. No caso das vendas no varejo, o enfraquecimento visto em abril reforçou o dinamismo frágil do consumo interno que também repercute na inflação. Ainda que a inflação ao consumidor (CPI) chinesa tenha registrado alta acima das expectativas na comparação interanual, os preços ao produtor (PPI) seguiram intensificando a deflação nessa mesma base de comparação.

Outro fator relevante foi marcado por uma mudança significativa do governo chinês com relação à crise imobiliária. Após a divulgação das estatísticas de abril referente aos preços de imóveis, com dados não muito positivos, Pequim anunciou novas flexibilizações do crédito imobiliário com reduções de valores para entrada em financiamento de residências, remoção de piso para hipotecas e redução de taxas. Ademais, o governo central também apelou aos governos locais para absorver o inventário de imóveis de habitação para revenda a preços acessíveis. As especificidades e a viabilidade desta política ainda estão em discussão. Além disso, as medidas ainda foram tidas como incipientes pelo mercado, contudo trouxe alívio à parcela significativa dos agentes, pois eventual agravamento da crise imobiliária poderia representar um risco deflacionário ainda maior. Estímulos econômicos, em especial, pelo lado da demanda, têm sido um pedido comum dos agentes de mercado. Todavia, por ora, seguimos com nosso viés de crescimento aquém da meta estabelecida pelo governo para este ano. Embora essas medidas sejam liquidamente boas, elas não trazem surpresa significativa para atividade neste momento. Fato que nos faz manter a projeção de crescimento para o PIB chinês em 4,8% e 4,1% para este e o próximo ano, respectivamente.

Na área do euro, a ata referente a última decisão de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) mostrou que alguns membros do comitê avaliaram que havia condições para realizar cortes de juros em abril. Naquele mês os membros optaram por manter os juros básicos inalterados. A necessidade de obter mais evidência a respeito da trajetória da inflação na região em direção à meta oficial de 2,0% de forma sustentada foi o principal fator para essa decisão. Neste sentido, os dados se mostraram positivos ao revelar que a inflação interanual em de abril se manteve em 2,4%, a mesma de março. Um ano antes essa taxa era de 7,0% a.a., mostrando que a inflação vem cedendo ao longo do último ano.

Embora o quadro geral tenha sido favorável à flexibilização da política monetária na área do euro, as pressões persistentes sobre os preços continuam no radar. Isso ocorre especialmente no setor de serviços mais intensivo em mão de obra. Todavia, essas preocupações não são suficientemente elevadas para alterar nosso cenário de início do ciclo de cortes dos juros em junho. Esperamos que a inflação diminua gradualmente em direção ao objetivo (meta de 2,0% a.a.), sem aumentos significativos nas taxas de desemprego, fato de deverá fazer o BCE levar a taxa de juros da região ao patamar de 3,50% a.a. ao final de 2024 e 3,0% ao final do próximo ano.

Seguindo para o Brasil, os dados das contas externas de abril ficaram aquém das expectativas de mercado, mas os primeiros quatro meses deste ano ainda evidenciaram robustez dos indicadores externos. Quando comparamos o resultado das Transações Correntes (TC) nos quatro primeiros meses deste ano com o desempenho do mesmo período de 2023, intensificou-se o déficit ao sair de -US\$ 12,7 para -US\$ 17,3 bilhões. Parte dessa elevação do déficit decorreu dos maiores gastos com serviços, principalmente "*serviços de propriedade intelectual*", "*seguros e telecomunicação*". O superávit comercial foi de quase US\$ 19 bilhões nos primeiros quatro meses do ano, valor inferior ao verificado ano passado, de US\$ 19,7 bilhões, mas ainda historicamente elevado. Por fim, as "*remessas de lucros e dividendos*" somaram US\$ 22 bilhões, levemente abaixo do observado em 2023. Já o Investimento Estrangeiro Direto (IED) registrou o total de US\$ 27,2 bilhões até abril, valor superior ao de US\$ 24,1 bilhões registrados no mesmo período do ano passado.

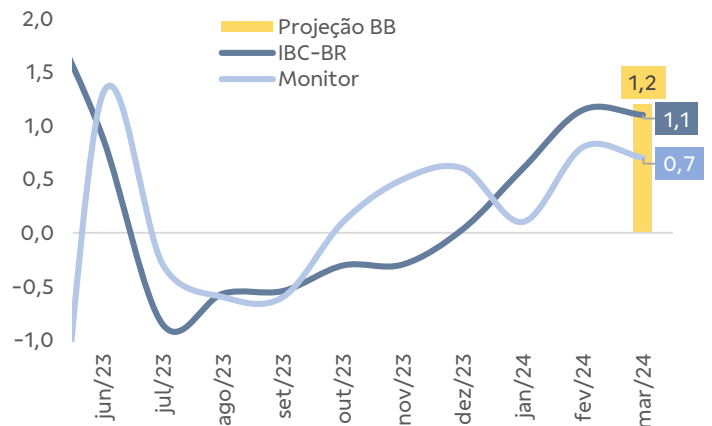
Em suma, o déficit em conta corrente segue em trajetória ascendente, contudo o valor tem sido coberto com folga pelo IED. Nos últimos 12 meses, o IED correspondeu a 3,0% do PIB, ante 3,4% em abril do ano passado. O IED supera o déficit em conta corrente e essa tendência deve seguir com o fluxo dessa conta resultando em um saldo de investimentos no país de US\$ 78 bilhões neste ano. Para as transações correntes, o déficit deverá ser de magnitude de 1,4% do PIB este ano, com assimetria sendo muito mais no sentido de reduzir esse valor do que elevá-lo.

Desta maneira, o fluxo de moeda estrangeira com origem nas transações comerciais deverá seguir elevado este ano, com o saldo comercial ainda historicamente alto e IED cobrindo com folga eventuais déficits em conta corrente. Contudo, o mês de maio foi marcado por movimentos de abertura da curva de juros brasileira refletindo falas duras

do presidente do Banco Central do Brasil a respeito da trajetória futura da inflação e os riscos fiscais. Já o cenário externo se mostra mais benigno em maio quando comparado a abril com dados da economia dos EUA mostrando acomodação. Levando em consideração os efeitos líquidos, os fatores domésticos pesaram para que nossa moeda se mantivesse em patamar depreciado ante o dólar se considerarmos os valores do início deste ano. Todavia, os fatores elencados não justificaram mudanças em nossas projeções de câmbio, que seguem em R\$/US\$ 5,00 ao fim deste e do próximo ano.

Quanto à atividade econômica brasileira, estamos a poucos dias da publicação do PIB do primeiro trimestre de 2024. Os dados das pesquisas trimestrais da indústria, serviços e comércio dos três primeiros meses do ano referendam nossa avaliação mais otimista com a atividade econômica, em que projetamos expansão de 1,2% no período. Nesse sentido, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-BR) e o monitor do PIB, do Ibré FGV, corroboram o nosso cenário de uma atividade econômica mais forte na passagem trimestral, indicando crescimento de 1,1% e 0,7% respectivamente, conforme o Gráfico 2. No primeiro caso, a alta se deveu à performance positiva das categorias influenciadas pelo crédito como os bens intermediários (2,7%), bens de consumo (1,5%), venda de veículos (9,4%) e serviços prestados às famílias (5,5%), somado à alta de 5,5% dos serviços de informação e comunicação. Já no segundo podemos destacar a continuidade da recuperação da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e o crescimento de todas as categorias do consumo das famílias, que avançaram 3,4% e 4,4%, respectivamente, no trimestre. Adicionalmente, com esses dados, há sinais de que o efeito do pagamento dos precatórios sobre o consumo das famílias deve ultrapassar a barreira do primeiro trimestre e ter algum efeito também no segundo trimestre. No entanto, as enchentes do Rio Grande do Sul devem fazer com que a atividade econômica perca ímpeto a partir do mesmo período, dado que a tragédia teve início no mês de maio.

Gráfico 2: Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-BR), Monitor do PIB (FGV) e Projeção BB
Variação mensal ajustada sazonalmente (%)



Fonte / Projeção: Bacen; FGV / BB Assessoramento Econômico

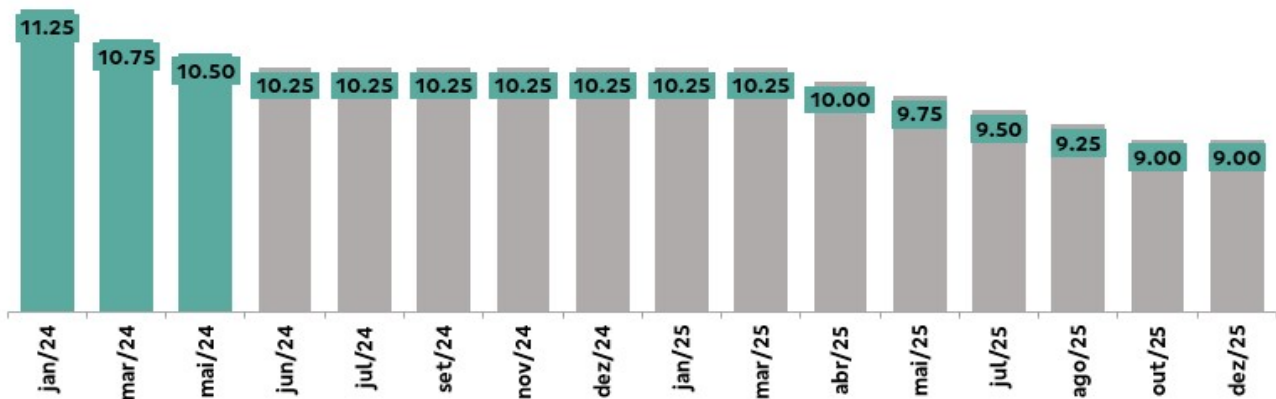
Com relação ao PIB anual, salientamos que os dados existentes ainda não nos permitem estimar com precisão os impactos das enchentes no Rio Grande do Sul sobre a atividade econômica, apesar de sabermos que o estado responde por cerca de 6,5% do PIB nacional e de termos reestimado o seu PIB por conta da calamidade. De todo modo, já possuímos elementos que indicam perda de tração no estado, o que nos levou a alterar o nosso cenário do PIB estadual de um crescimento de 4,0% para 0,6%, decorrente da calamidade climática. Em termos setoriais, nossa expectativa é de redução nos números da agropecuária (de 30,7% para 20,6%), da industrial (de 2,7% para -3,9%) e dos serviços (de 1,7% para -0,2%). Nessas estimativas iniciais, avaliamos que poderíamos ter impacto negativo de 0,23 pontos percentuais sobre a economia brasileira, mas ainda não incorporamos esse número ao nosso cenário em virtude da necessidade de maior conhecimento sobre a tragédia e da proximidade da divulgação dos números do primeiro trimestre de 2024, que pode nos revelar dinâmica diferente do que esperamos em nosso cenário mais provável. Por esse motivo, decidimos manter, por ora, a nossa projeção de crescimento de 2,2% do PIB em 2024. Por outro lado, reduzimos a nossa perspectiva de avanço do PIB de 2025 para 1,8%, ante 1,9% da projeção anterior, devido a um cenário de taxa de juros mais contracionista do que tínhamos anteriormente.

Em relação ao mercado de trabalho, os dados seguem mostrando um quadro bastante aquecido e sustentando a perspectiva de continuidade de um cenário favorável em termos de evolução da taxa de ocupação e de massa de salários ao longo deste ano. A taxa de desemprego no trimestre encerrado em abril de 2024 ficou em 7,5%, leitura 1,0 ponto percentual abaixo da taxa registrada no mesmo trimestre de 2023. Esse resultado foi acompanhado pelo aumento da população ocupada, que chegou a 100,8 milhões de pessoas no período. Com isso, a massa de renda real dos trabalhadores atingiu um novo nível recorde, alcançando R\$ 313,1 bilhões. Para 2024, seguimos com nosso cenário de que a taxa de desemprego média encerre este ano em 7,9%. Contudo, destacamos que a robustez do mercado de trabalho coloca novo viés de baixa para a taxa média de desocupação esperada para o ano corrente.

No campo inflacionário, em que pese o IPCA-15 de maio (+0,44%) ter ficado ligeiramente abaixo das expectativas de mercado (0,47%), cabe destacar que recentemente elevamos nosso cenário para o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), em que avaliamos que encerrará este ano em 3,8% (ante 3,7%). Para o IGP-M, nosso cenário mais provável passou de 1,9% para 2,8%. O principal vetor por trás desse movimento foi a inclusão dos efeitos esperados da calamidade climática no Rio Grande do Sul sobre os preços no atacado e no varejo, em especial sobre os preços de alimentos. Em nossa avaliação, em que pese o processo desinflacionário em curso, permanece o desafio do Banco Central (BC) de levar a inflação brasileira para patamares mais próximos ao estabelecido pelo CMN (3,0%), com destaque para a recente piora da desancoragem das expectativas de inflação capturadas pela Pesquisa Focus do Banco Central. Neste sentido, entendemos que no decorrer deste ano o Copom deve manter uma postura mais cautelosa que vem sendo adotada nos últimos discursos, o que fará com que a taxa básica de juros permaneça em campo restritivo durante o ano.

Ainda sobre a discussão de política monetária, em que pese a divisão dos votos do colegiado na última reunião do Copom ter gerado volatilidade adicional no mercado, entendemos que os desafios do Comitê são maiores do que encontrar tal consenso. Diante da alta das expectativas de inflação para 2025, enxergamos que a tarefa do Copom de levar a inflação para o centro da meta no próximo ano ficou mais desafiadora. Não obstante, a autoridade monetária reforçou na última ata que tomará as medidas necessárias para o atingimento dos seus objetivos. Nesse caso, entendemos que o colegiado precisará ser ainda mais cauteloso na condução da política monetária. Por conta desses fatores, alteramos nossa perspectiva de taxa Selic para 10,25% a.a. ao fim de 2024 (ante 9,75% a.a.), patamar que deverá ficar vigente até o primeiro trimestre do próximo ano. Para o fim de 2025, mantemos nossa expectativa de Selic em 9,0% a.a. Adicionalmente, pontuamos ainda que se o atual processo de desancoragem das expectativas se ampliar até a próxima reunião do Copom, a ser realizada em 18 e 19 de junho, não se pode descartar que o processo de flexibilização dos juros seja interrompido no patamar de 10,50% a.a.

Gráfico 3: Trajetória esperada para a taxa Selic (% a.a.) – 2024 e 2025



Fonte/Elaboração: BCB / BB Assessoramento Econômico

Embora o cenário para a taxa de juros se mostre mais desafiador neste ano, o mercado de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) segue em expansão em 2024, com crescimento em todos os segmentos. Em abril, o estoque de crédito total atingiu R\$ 5,9 trilhões, um aumento de 0,3% em relação ao mês anterior. O crédito às empresas apresentou alta de 0,2%, impulsionado por investimento em capital de giro e operações de longo prazo, enquanto o crédito às famílias cresceu 0,4%, com destaque para crédito pessoal e veículos. O crédito com recursos livres também registrou aumento de 0,1%, alcançando R\$ 3,5 trilhões, com destaque para crédito pessoal consignado.

Por sua vez, a taxa de inadimplência do crédito total do SFN se estabilizou em 3,2% em abril de 2024, demonstrando a qualidade da carteira de crédito. Além disso, a taxa média de juros dos empréstimos para as famílias no SFN recuou para 10,3% ao ano em abril de 2024, enquanto a taxa média para as empresas se manteve em 8,1% ao ano.

Com a inclusão dos dados de abril, a perspectiva para o mercado de crédito em 2024 se mantém positiva. O crescimento sustentado em todos os segmentos, a qualidade da carteira de crédito, os juros em queda e as condições favoráveis da economia são fatores que contribuem para um cenário otimista para o restante do ano. O crédito

pessoal, consignado, veículos, habitação e rural devem apresentar os maiores crescimentos. A cautela com a inadimplência e a sustentabilidade das dívidas no longo prazo continuam sendo importantes.

Em 2024 a carteira de crédito PF livre deve crescer 10,2% até o final do ano, impulsionada pela queda da inadimplência, pela melhora do mercado de trabalho e pelos em desaceleração. O crédito direcionado às famílias deve crescer 10,0%, influenciado por crédito habitacional e rural, enquanto o crédito direcionado às empresas deve crescer 8,0%, com destaque para operações de investimento e de longo prazo. Para a carteira livre às empresas, esperamos crescimento de 8,6%, com destaque para linhas ligadas à aquisição de bens e desconto de recebíveis. Com isso, o crédito total do SFN deve registrar crescimento de 9,4% ao final deste ano.

Por fim, olhando para o cenário das contas públicas, o resultado primário do governo central em abril registrou superávit de R\$ 11 bilhões, com o resultado do primeiro quadrimestre superavitário em R\$ 30,6 bilhões, de acordo com o Tesouro Nacional. Em relação ao resultado positivo neste início do ano, deve-se considerar a elevação de receitas não cíclicas, como a taxa dos fundos exclusivos, por exemplo, que tem sustentado o crescimento das receitas. Considerando o acumulado do primeiro quadrimestre, a receita total alcançou R\$ 895,229 bilhões, resultado em elevação real de 8,6% sobre os R\$ 791,305 bilhões de igual período de 2023.

Em relação ao cenário fiscal, a conjuntura atual ainda exige cautela, com incertezas sobre o aumento da arrecadação e a trajetória do endividamento público, além do impacto da taxa Selic em patamar mais contracionista do que o previsto anteriormente. Adicionalmente, a calamidade sofrida pelo estado do Rio Grande do Sul deverá gerar uma despesa primária extraordinária próxima de R\$ 14 bilhões de reais neste ano, fora outras ações que poderão ser criadas ao longo dos próximos meses. Nesse sentido, esperamos que o Setor Público Consolidado (SPC) registre déficit fiscal de 0,6% do PIB ao final deste ano, com a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) atingindo 76,5% do PIB.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após muita turbulência do cenário internacional no mês de abril, que gerou grande reprecificação do cenário por parte do mercado, se pode dizer que em maio a volatilidade foi menos intensa, mas que as incertezas permanecem elevadas, sobretudo em relação ao momento de início do ciclo de cortes de juros nos Estados Unidos. Internamente, a economia tem se mostrado resiliente neste início de ano, em que a atividade econômica medida pelo PIB deve se mostrar forte na próxima divulgação e um mercado de trabalho com resultados bastante robustos. Todavia, novos elementos de riscos surgiram no horizonte, em especial ligado à catástrofe climática ocorrida no Rio Grande do Sul, que poderá impactar negativamente a economia brasileira à frente. Adicionalmente, destacamos que a dificuldade de convergência da inflação no horizonte relevante da política monetária deve contribuir para a flexibilização mais lenta da taxa Selic, fazendo com que os juros básicos no Brasil encerrem o ano de 2024 em dois dígitos (10,25% a.a.).

	Cenário Base		
	2023	2024	2025
PIB (Var. % a.a.)	2,9	2,2	1,8
Desemprego ⁽¹⁾ (% da PEA)	8,0	7,9	8,1
Câmbio ⁽²⁾ R\$/US\$	4,84	5,00	5,00
SELIC ⁽²⁾ (% a.a.)	11,75	10,25	9,00
IPCA ⁽²⁾ (% a.a.)	4,6	3,8	3,7
Crédito total (% a.a.)	8,1	9,4	9,0

Projeções BB/Assessoramento Econômico
(1) média do ano, (2) fim de período.

Disclaimer

Informações Relevantes

Esta publicação contém análises/avaliações que refletem as visões de profissionais da área de Assessoramento Econômico do Banco do Brasil S. A. ("BB").

As análises/avaliações aqui publicadas:

- i. eventualmente, podem não expressar o posicionamento do Conglomerado BB sobre os temas aqui tratados;
- ii. é possível que diverjam substancialmente das visões de outras áreas correlatas do BB, mesmo que faça referências a recomendações publicadas por essas respectivas Áreas;
- iii. podem ou não ser seguidas pela gestão da Carteira Proprietária do BB.

As informações, opiniões, análises e avaliações contidas nesta publicação:

- i. contém dados e projeções informativos que são dependentes das hipóteses adotadas. Nessa medida, não devem ser tomados como base, balizamento, guia ou norma para quaisquer documentos, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal;
- ii. foram fornecidas apenas como comentários gerais de mercado e não constituem quaisquer formas de aconselhamento pessoal, jurídico, tributário ou outro serviço financeiro regulamentado;
- iii. não contém toda a informação desejável, ou seja, fornecem apenas uma visão limitada de classes de ativos no mercado, como Juros, Câmbio e Índice de Bolsas, de forma geral "Macro", não avaliando valores mobiliários específicos e emissores determinados;
- iv. não são uma pesquisa ou recomendação de investimento para fins regulatórios e não constitui uma análise substantiva;
- v. não são uma recomendação personalizada ou uma consultoria de investimento.

Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises são assumidas exclusivamente por quem as utiliza, eximindo o BB de todas as ações decorrentes do uso deste material.

Ressalte-se que o BB não se responsabiliza por atualizar qualquer estimativa contida nesta publicação.

O BB recomenda aos leitores da publicação que:

- i. antes de entrar em qualquer transação, certifiquem-se de que entende os potenciais riscos e retornos e verifique a compatibilidade com seus objetivos e experiência, recursos operacionais e financeiros e outras circunstâncias relevantes;
- ii. procurem consultores para verificar limitações tributárias, legais e contábeis, sempre que necessário.

Por fim, o BB esclarece que o acesso a esta publicação implica na total aceitação deste termo de responsabilidade e uso, não sendo permitido a reprodução, retransmissão e distribuição do todo ou de qualquer parte deste material sem a sua prévia e expressa autorização.

Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias:

SAC 0800 729 0722

Atendimento a Deficientes Auditivos ou de Fala 0800 729 0088

Ouvidoria 0800 729 5678