



consenso
macroeconômico

*Janeiro*23

- Fed e BCE diminuíram o ritmo de suas altas de juros, mas mantêm o tom duro com a inflação, fazendo com que o tema da política monetária siga em destaque.
- O destaque no cenário local ainda é o desenvolvimento da política econômica do novo governo e seus impactos fiscais.
- Com relação às tendências macro no Brasil, se destacam a deterioração das expectativas de inflação, e a desaceleração da atividade econômica.

Os desafios da política monetária não ficaram em 2022. Em dezembro, os bancos centrais no mundo desenvolvido fizeram ajustes importantes no curso do aperto das condições financeiras, diminuindo a velocidade de suas altas. Ainda assim, as autoridades monetárias mantiveram o tom duro com a inflação, garantindo o foco no controle dos preços.

O Fed, Banco Central Americano, como já se esperava, diminuiu, na última decisão, o ritmo de suas altas de juros, subindo a taxa em 0,5 p.p, para 4,5. Apesar do tênue ajuste de rota, permanece o tom de preocupação com os aumentos de preços.

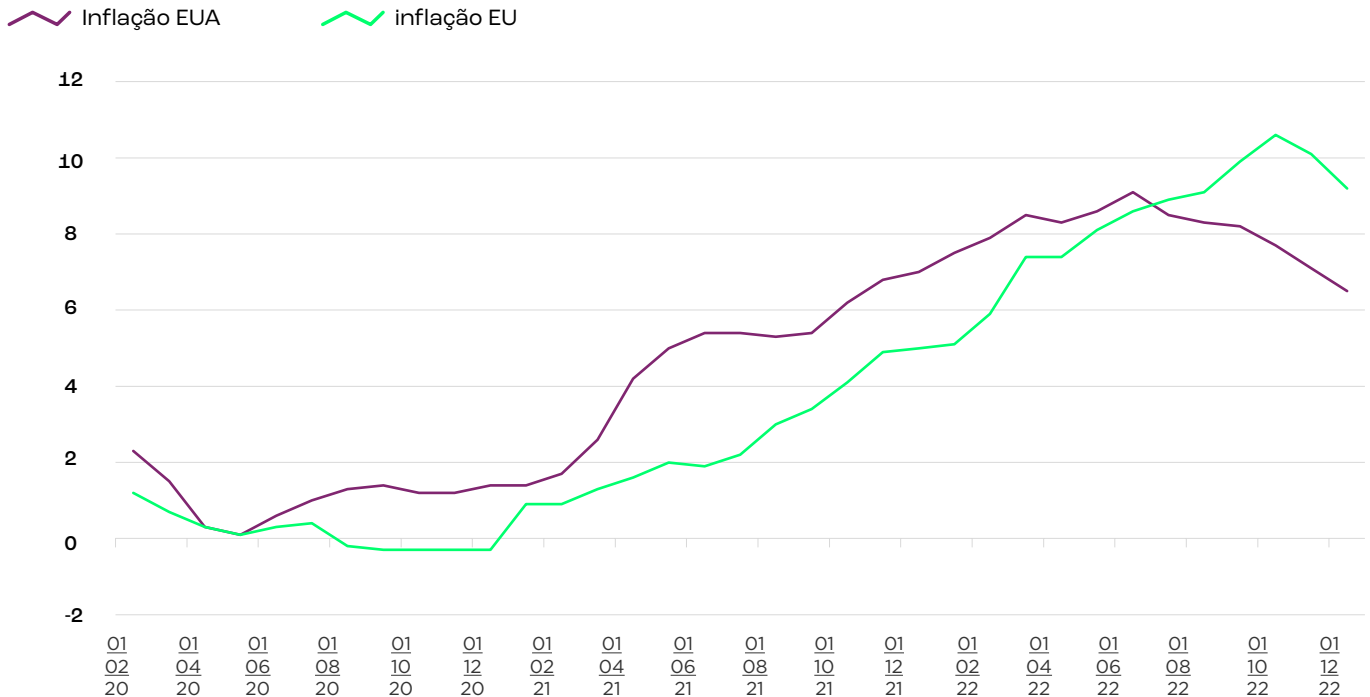
Mesmo que a inflação americana já mostre alguns sinais de alívio, ela ainda se mantém em patamar elevado, com variação de 6,5% em 12 meses. Soma-se a isso, o superaquecido mercado de trabalho americano, que segue registrando taxas de desemprego abaixo da neutra e pressionando os salários. A expectativa do Fed é de que, com o alto número de vagas abertas e poucas pessoas para ocupá-las, o mercado de trabalho suba de forma bastante gradual, representando, assim, um desafio relevante para a inflação.

Além disso, o presidente do FED, Jerome Powell, reforçou algo que já havia sido dito em conferências anteriores: mesmo com um ritmo menor nas elevações, a taxa terminal de juros terá de ser maior do que o esperado. As projeções da instituição para o final de 2023 indicam taxa de juros em 5,1%, contra os 4,6% previstos na última divulgação de projeções. Nas expectativas atuais, o Fed vê pouca possibilidade para que a economia americana tenha espaço para cortes de juros neste ano.

Uma semana depois do anúncio do Fed, o Banco Central Europeu também apresentou desaceleração do ritmo de altas. Entretanto, o tom do comunicado foi ainda mais duro do que os anteriores, chegando a surpreender investidores. A autoridade monetária europeia anunciou o início da diminuição do seu balanço de ativos para 2023 e destacou, ainda, que estava mais longe de atingir seus objetivos do que o Fed, que já tinha apresentado um tom também bastante restritivo.

Na Europa, o processo de convergência da inflação é incipiente. O CPI (índice de preços ao consumidor, na sigla em inglês) de dezembro marcou 9,2%, ainda em patamar muito elevado em relação a meta de 2%.

Inflação no mundo desenvolvido



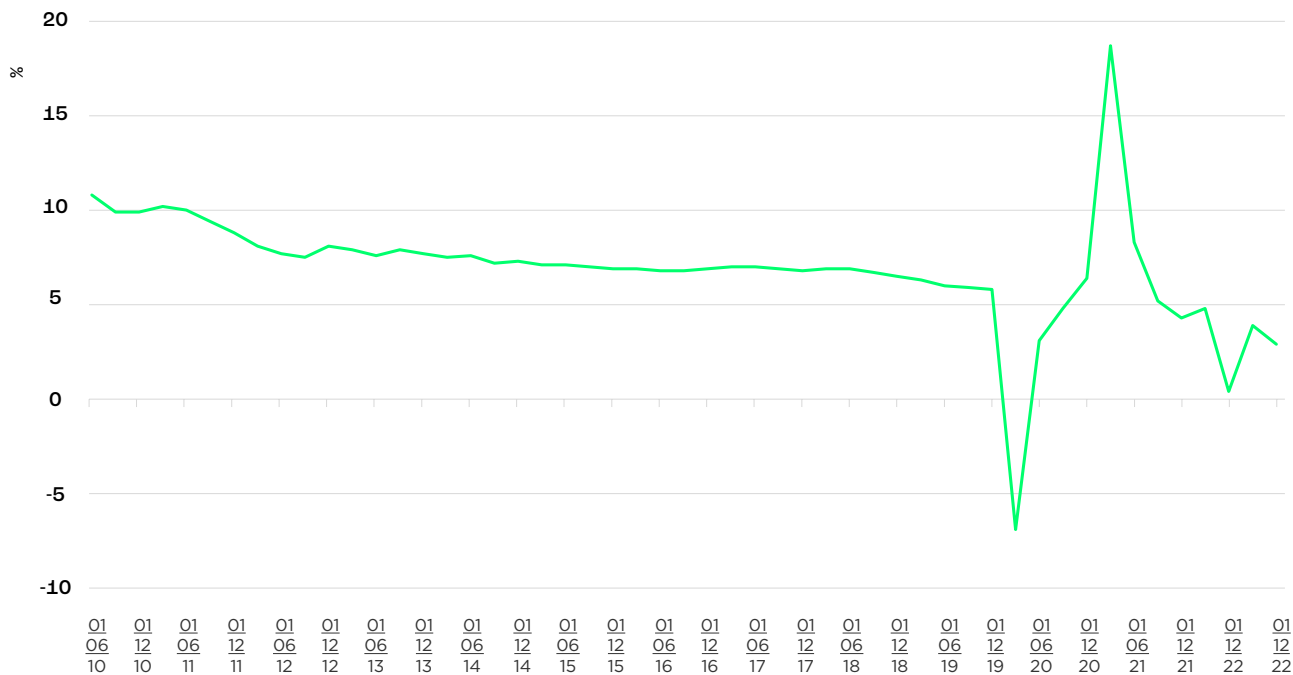
Os debates acerca do aperto monetário no mundo desenvolvido parecem longe de acabar. No curto prazo, resta pouca dúvida de que os bancos centrais continuarão elevando os juros. As perguntas que ficam são as seguintes: até quando? e a qual ritmo? Em horizontes mais longos, a possibilidade de uma recessão nas economias emergentes pode deixar as preferências das autoridades menos claras. Agora, a postura óbvia é ser duro com a inflação.

No sentido contrário do Ocidente, a China vive um momento de expectativas positivas com relação a seu crescimento econômico em 2023. O rebote da atividade, entretanto, pode ser postergado. Com o relaxamento das medidas de Zero Covid, os casos atingiram rapidamente patamares recordes. Em menos de um mês, saíram de quatro casos por

milhão de habitantes e bateram a marca de 25 casos por milhão no início de dezembro, segundo dados do “Our World in Data”. Os casos atrasam o processo de recuperação econômica esperado, afastando trabalhadores infectados, bem como consumidores.

Ainda assim, a superação desse desafio inicial deve colocar a China em um ritmo mais acelerado de crescimento no decorrer de 2023. A maior parte dos analistas acredita que a onda de casos dificultará a performance no primeiro trimestre de 2023. No entanto, se a infecção se comportar tal como nos países do Ocidente, a aceleração da atividade econômica poderá ser sentida antes. Assim, o país poderá sair de um crescimento de 3% em 2022 para algo mais próximo da meta de crescimento, que deve ser estabelecida ao redor de 5%.

Crescimento do PIB Chinês



Na discussão do crescimento chinês em horizontes maiores, a preocupação é com o desenvolvimento institucional do país após um congresso do partido

comunista que centralizou o poder em torno de Xi Jinping.

O cenário de turbulência apontado por analistas políticos ao longo do período eleitoral se tornou realidade no início do ano, uma semana após a posse do novo governo. Copiando apoiadores do ex-presidente americano Donald Trump em 2021, manifestantes invadiram, no dia 8 de janeiro, os prédios da Praça dos Três Poderes, em Brasília. A despeito das graves perdas materiais, a tentativa mal planejada de um golpe de Estado ficou longe de se concretizar.

O evento ocorreu em um domingo. Na segunda-feira, ainda na abertura do mercado, já se tinha a ideia de que os riscos institucionais de curto prazo eram baixíssimos, o que ficou evidenciado pela pouca reação dos ativos. Nossa interpretação vai no mesmo sentido, de que os atos do dia 8 de janeiro só trazem sinais de ruído para o curto prazo. Quanto ao médio e ao longo prazo, os atos podem prejudicar a percepção de risco institucional no mercado brasileiro. Ao mesmo tempo, do ponto de vista político, os desdobramentos dos atos do dia 8 têm potencial para dar fôlego a um governo que começava enfraquecido e que chegou ao poder na eleição mais apertada da história do Brasil.

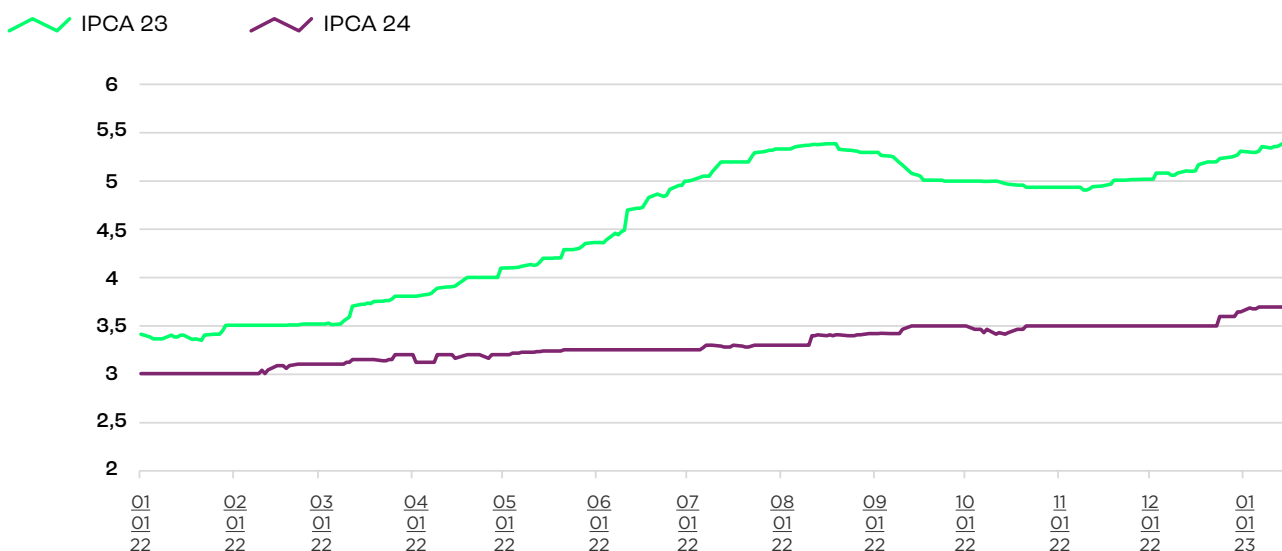
Apesar da “quebradeira” não ter dado tanta volatilidade para os ativos, as sinalizações econômicas de início de governo seguem como um dos principais motivos de variação dos ativos.

Na nossa visão, mesmo com as primeiras medidas do ministro da Fazenda, Fernando Haddad, para minimizar os efeitos negativos nas contas públicas, o governo Lula ainda não foi capaz de apresentar um plano crível de sustentabilidade fiscal.

O tímido plano de consolidação fiscal apresentado é muito focado em aumento de receitas e envolto em otimismo exacerbados, não sendo capaz nem de cobrir o buraco criado pela PEC da transição. Acreditamos que a vontade do governo é conjugá-lo com um novo arcabouço fiscal e com uma reforma tributária, que tragam de volta a credibilidade perdida. As primeiras semanas de governo não permitem grandes expectativas com o que há de vir. A única notícia boa até agora no campo econômico foi o anúncio da equipe da ministra do Planejamento, Simone Tebet, que se cercou dos melhores especialistas do país nas suas respectivas áreas.

Toda essa incerteza é cada vez mais transmitida para as expectativas. Nas primeiras divulgações do relatório Focus do ano, houve piora relevante nas projeções de inflação para 2023 e 2024. Para este ano, as projeções se afastam do teto da meta e provavelmente o presidente do BC deverá se explicar novamente, como em 2021 e 2022. A piora coloca pressão sobre o BC, que deve ser obrigado a, no mínimo, ser mais rígido no discurso sobre o controle e vigilância da inflação.

Expectativas do Focus



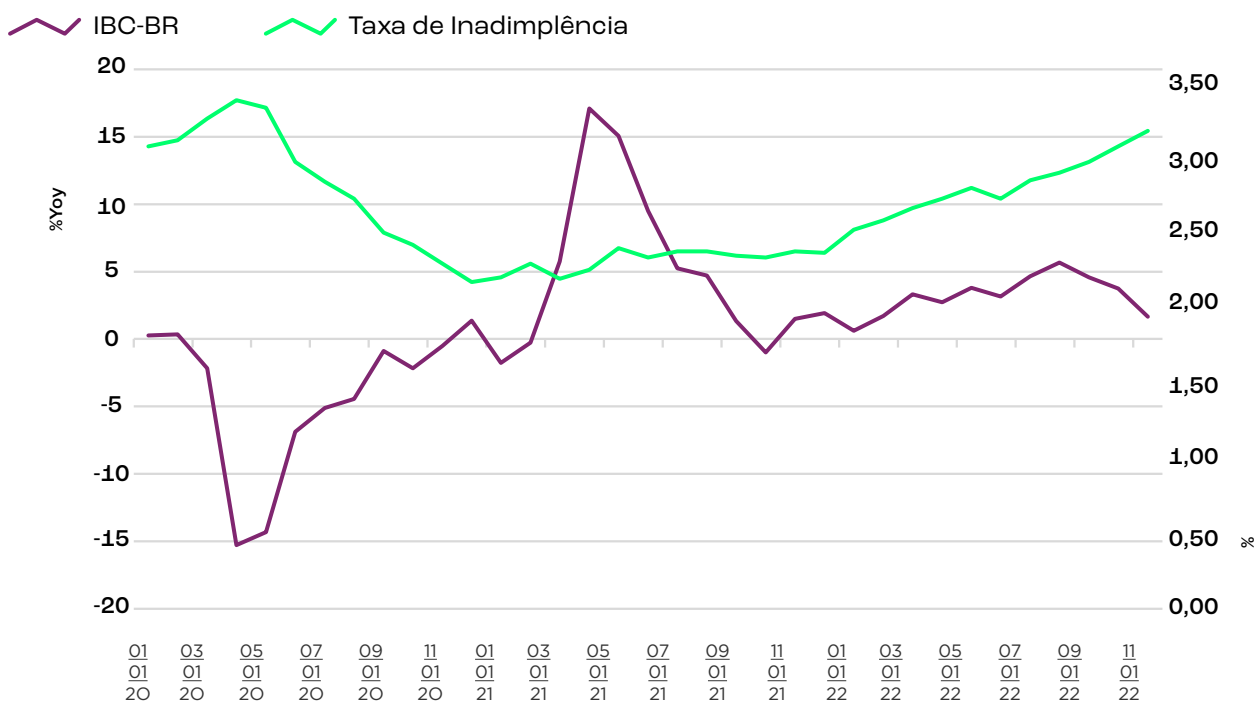
No último comunicado de 2022, a autoridade monetária já havia externalizado a preocupação com a dinâmica das contas públicas brasileiras, alegando que uma piora das expectativas poderia dificultar os objetivos do BC. Ainda não antevemos altas adicionais na taxa de juros em 2023, mas o comportamento recente atribui um viés de alta para as projeções da Selic ao final do ano.

A última divulgação do IPCA em 2022 reforça essa ideia, uma vez que apontou para uma alta de 0,62%, surpreendendo, na margem, as expectativas. Além das variações mais altas do que o esperado, também voltamos a ver medidas de inflação subjacente elevadas. A inflação de serviços, que demora a

ceder, fechou o ano com variação de 7,5% enquanto a média dos núcleos de inflação, que excluem itens mais voláteis, encerrou o ano em 9,10%. Ambas as medidas ainda muito distantes da meta de inflação do BC para 2023, que é de 3,25%.

Na seara da atividade econômica, a tendência de desaceleração continua. O IBC-Br de novembro variou -0,55%, pior do que as expectativas. A atividade mais fraca e o mercado de crédito com indicadores de inadimplência atingindo 3,1%, pior patamar desde maio de 2020, reforçam os sinais de que os efeitos da política monetária têm ficado cada vez mais claros na economia.

Desaceleração da economia - Efeitos da política monetária



A percepção de que as variáveis econômicas seguem a desaceleração esperada e com ruídos políticos mistos fez com que as curvas de juros devolvessem parte da abertura que sofreram após as eleições.

Mesmo fechando algo em torno de 100bps no último mês, a curva ainda fica 50bps acima da registrada logo após o pleito. Para a bolsa, observamos alta de 5,3%, enquanto o real ganhou 2,97% frente ao dólar.