



consenso
macroeconômico

Fevereiro23

- No cenário internacional, a política monetária americana segue em destaque. Dados recentes, especialmente os de mercado de trabalho, apontam para mais altas de juros por parte do Fed para conter a inflação.
- No Brasil, os eventos políticos ainda estão no holofote, especialmente as críticas do presidente Lula à política monetária e à meta de inflação.
- Os eventos no exterior em conjunto com o cenário ruidoso no Brasil penalizaram ativos locais, especialmente a curva de juros, que apresentou abertura relevante ao longo do último mês.

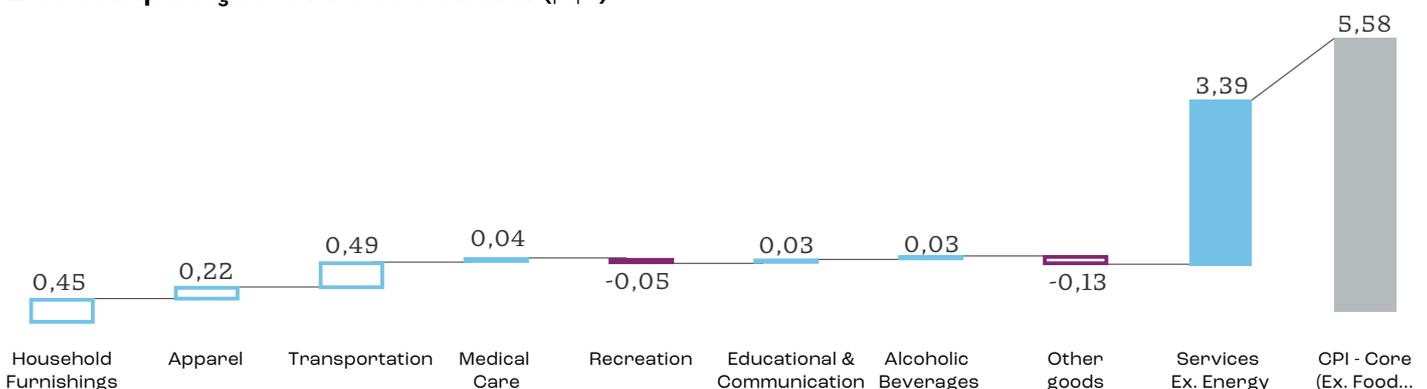
No exterior, o ano começou marcado pela ideia de que os Bancos Centrais de países desenvolvidos não precisariam aumentar tanto os juros para conter a inflação. Com isso, a possibilidade de controlar a inflação sem produzir uma recessão das economias desenvolvidas ganhou força. Os dados de janeiro que passaram a ser divulgados, entretanto, colocam certa nebulosidade sobre o cenário a frente, podendo fazer com que o otimismo do início do ano perca força.

É fato que há certa inconsistência no estado atual da economia americana. A atividade econômica se mantém resiliente, o mercado de trabalho superaquecido e, mesmo assim, a inflação já começa a desacelerar – o que pode indicar que talvez o Fed não precise ir tão longe, nem machucar tanto a economia americana para atingir seus objetivos inflacionários.

Apesar disso, a composição da inflação, em conjunto com o cenário de atividade, ainda guarda motivos para preocupação.

A melhora observada no CPI americano está concentrada especialmente em itens ligados à oferta. Do lado dos itens atrelados à demanda, a inflação de serviços ainda não mostrou qualquer desaceleração até aqui e segue em 4,1% na variação ano contra ano, o que corresponde a uma contribuição de 339bps no CPI do ano. A grande questão é que a atividade permanece resiliente, apontando para um arrefecimento mais demorado desse componente inflacionário.

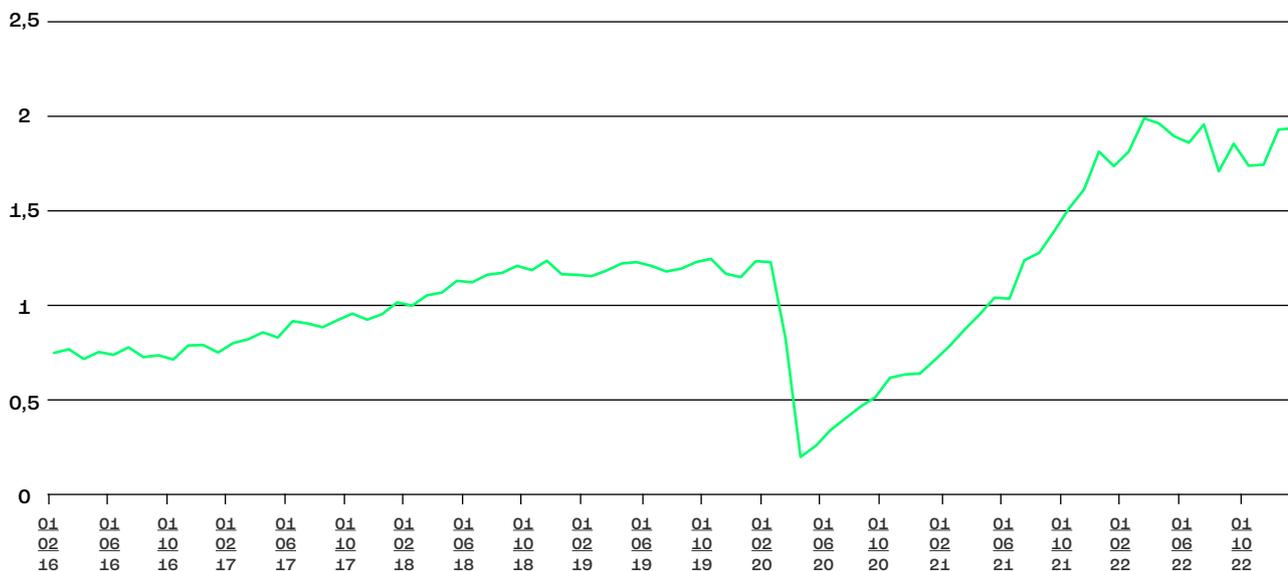
Descomposição CPI Core Anual (p.p.)



O mercado de trabalho marcou mais uma queda da taxa de desemprego, que atingiu a marca de 3,4%, ficando abaixo do patamar pré-pandemia. O número de vagas abertas também não dá alívio, com 11 milhões de vagas. Neste momento, a relação entre

desemprego e vagas abertas é uma das maiores da série histórica, atingindo o valor de 1,93 vagas por desempregado. No mesmo sentido, o ISM (indicador de atividade) também continua registrando expansão da maior economia do mundo.

Número de vagas por desempregado



Em resposta ao cenário, o Fed tem mantido o discurso de que deve fazer mais altas de juros e que ainda não tem a inflação sob controle. A estabilidade no tom é lida pelos investidores como a ausência de reação à resiliência da economia americana, o que credita à instituição um posicionamento mais brando com a alta dos preços, apesar do discurso pouco ter mudado e a preocupação com a inflação se manter no centro do debate.

Algo parecido também acontece na Europa. Por lá, o Banco Central Europeu (ECB) segue subindo os juros em ritmo elevado, de 0,5 p.p., mas justifica a alta com um tom um pouco mais brando do que foi usado anteriormente. Com um inverno mais ameno do que esperado, essa postura também dá a investidores uma visão mais positiva sobre o crescimento da região, isto é, com maior possibilidade de que, mesmo se houver recessão, ela será mais leve do que projetado anteriormente.

Outro tema que segue no radar em janeiro é a reabertura de China. Sem que o país divulgue os dados de casos de Covid-19 é difícil projetar e avaliar a velocidade com que se poderá ver sua economia reaquecer. Entretanto, números recentes de atividade dão bons sinais sobre o setor de serviços no curto prazo, o que pode indicar que o processo se parecerá como o de países ocidentais, que viram rapidamente a volta da mobilidade e do crescimento.

Por fim, temas geopolíticos continuam em destaque no noticiário, mas sem impacto de curto prazo nos preços de ativos. A guerra continua na Ucrânia sem sinais de melhora. Houve mais promessas de armamentos do Ocidente para ajudar a conter avanços russo. A relação entre Estados Unidos e China viu mais uma tensão com o balão chinês em espaço aéreo americano e o cancelamento da viagem do secretário de Estado dos EUA, Antony Blinken, à China.

Os ruídos políticos ainda dominam o cenário local. Além das incertezas sobre a política fiscal, que estão presentes desde a eleição do presidente Lula, a condução da política monetária também se tornou alvo de conturbações políticas. O governo, e mais especificamente o presidente, passou a atacar duramente a atuação da autarquia no combate à inflação. As críticas se estenderam à própria autonomia da autarquia, um dos maiores avanços institucionais dos últimos anos.

Lula acredita que a taxa de juros brasileira está alta demais, prejudicando o crescimento econômico. O presidente ignora, entretanto, que as expectativas coletadas pelo relatório Focus já apontam para uma inflação acima do centro da meta neste ano e em 2024. Assim, fazer uma alteração na condução da monetária sem atingir os objetivos afetará a credibilidade ao Banco Central, piorando as projeções e aumentando o custo da política monetária futura. Nesse sentido, o presidente critica a própria meta de inflação, que estaria baixa demais.

Ainda que um debate sobre as metas seja válido, o momento não é adequado. Rever o objetivo do Banco Central neste momento, quando há desconfiança sobre a trajetória fiscal, não trará benefícios. A perda de credibilidade anularia o ganho de flexibilidade que a medida poderia trazer. Depois de resolvida a questão fiscal, a discussão da meta pode, sim, ser feita de maneira saudável, pensando em ajustes no regime, ou seguindo o rito e estabelecendo metas mais altas a frente, de 2026 em diante.

O assunto mais importante dos próximos meses é o novo arcabouço fiscal. A expectativa é de que, ao contrário do plano de consolidação fiscal do

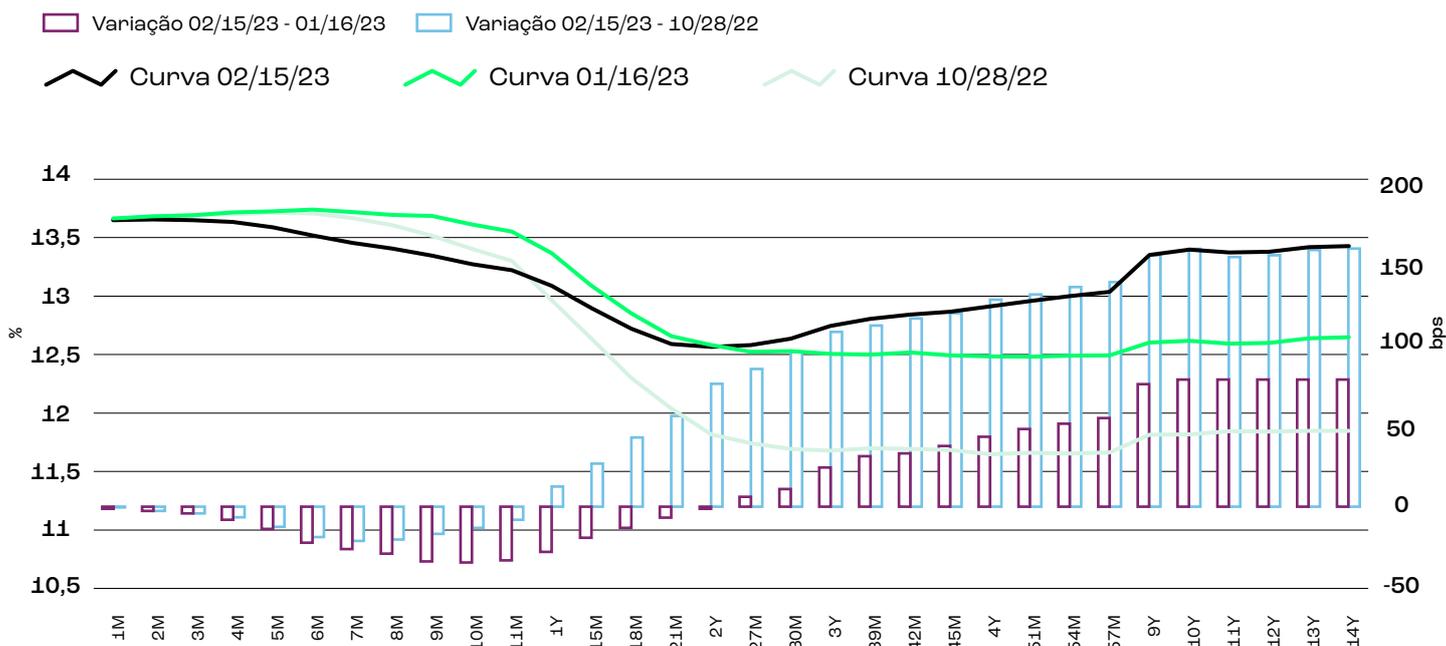
ministério da Fazenda, o novo conjunto de regras fiscais, seja capaz de garantir a sustentabilidade das contas públicas. O desafio é desenhar uma regra que seja crível, com menor espaço possível para “criatividades” e que garanta dívida cadente ao longo do tempo com controle de gastos. Há expectativa, também, sobre a reforma tributária, que, apesar de ser conduzida por um nome forte, como o de Bernard Appy, deve encontrar resistência no Congresso.

No cenário macroeconômico, a inflação ainda é um tema sensível. Vemos alguma melhora nos dados, mas as medidas subjacentes seguem pressionadas. A inflação de serviços e os núcleos continuam no holofote, indicando alguma persistência das pressões inflacionárias. A média dos núcleos de inflação, que selecionam itens menos voláteis, também não apresentou grande melhora.

Para a atividade econômica, há desaceleração, como esperavam os investidores. Os efeitos defasados da política monetária vão se mostrando cada vez mais presentes nos dados econômicos. No último trimestre, o dado de atividade do BC, o IBC-Br apresentou queda de 1,46% contra avanço de 1,63% no trimestre anterior.

Todos os ruídos no cenário brasileiro contribuem para a volatilidade dos ativos. A curva de juros tem sido uma das mais afetadas, com uma abertura forte dos ramos longos da curva no último mês. A abertura chegou a marcar 50bps. Desde a eleição, a abertura da curva já corresponde a 150bps nas maiores maturidades. Agentes precificam um ambiente de mais gastos, mais inflação e, portanto, juros mais altos.

Desaceleração da economia - Efeitos da política monetária



A bolsa também registrou perdas, com queda de 2,84%. O resultado do mercado de ações também foi prejudicado pelos ruídos, mas sofreu pelo cenário

externo. O dólar se fortaleceu frente ao real, com as expectativas sobre um Fed mais duro com a inflação.