



consenso
macroeconômico

Março/23

- As expectativas com relação à política monetária nos EUA seguem em destaque e voltam a mudar com os recentes eventos envolvendo bancos regionais.
- No cenário doméstico, as atenções continuam voltadas para os ruídos políticos, com as discussões sobre o arcabouço fiscal e a reforma tributária em evidência.
- O contexto turbulento no exterior provocou um movimento de aversão ao risco dos investidores, o que penalizou emergentes, incluindo o Brasil.

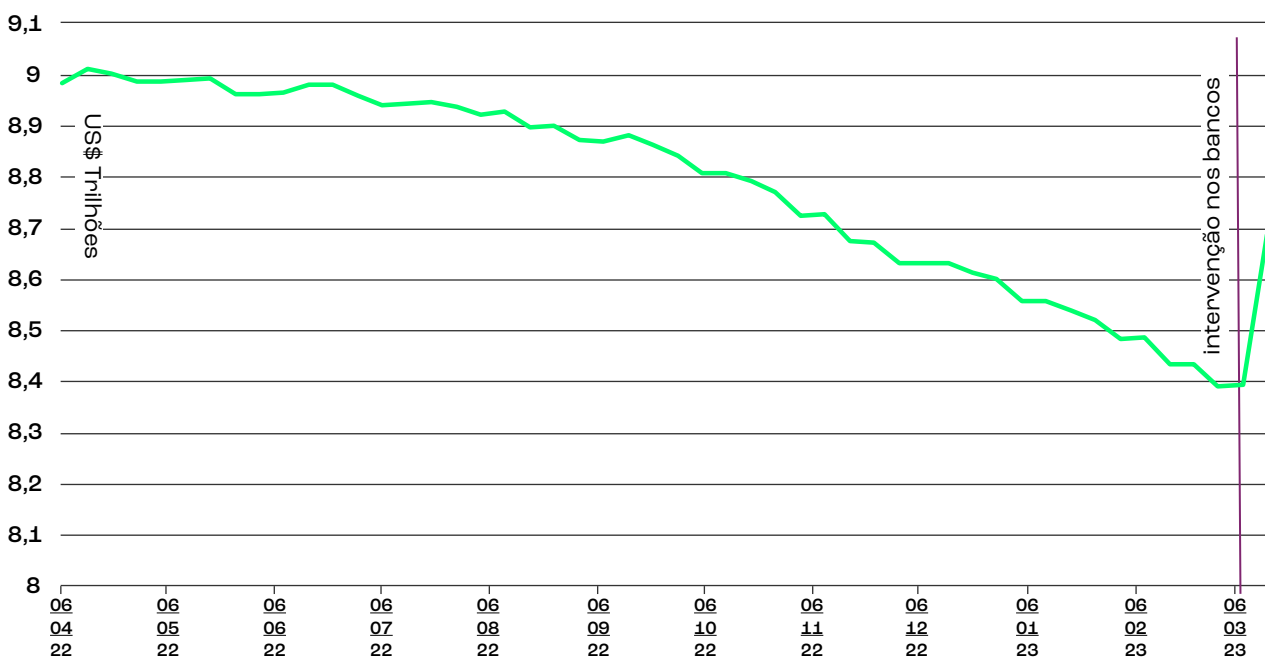
Desde o princípio de 2023, existe muita volatilidade nas expectativas com a política monetária norte-americana. O ano começou com a ideia de que talvez o Fed não precisasse mais ir tão longe para conter as fortes pressões inflacionárias, dada uma dinâmica que indicava desaceleração inicial. Em fevereiro, as projeções de juros voltaram a subir, com dados de mercado de trabalho e de inflação, apontando para uma economia mais resiliente do que o esperado. Nas últimas semanas, no entanto, a visão de investidores mudou novamente em virtude da falência de bancos regionais nos EUA.

Ao longo do último mês, três instituições financeiras nos EUA faliram, sendo a mais importante delas o Silicon Valley Bank. Apesar da rápida interferência do BC americano e do FDIC (equivalente ao Fundo Garantidor de Crédito nos EUA) para promover

liquidez aos bancos e mitigar os riscos sistêmicos, o evento afetou expectativas sobre a política monetária por lá. Ao contrário do que foi visto nos últimos movimentos de quebra de bancos, especialmente em 2008, os balanços bancários de hoje contavam com ativos de alta qualidade.

Até aqui, o que foi compreendido do evento é que as corridas bancárias observadas se deram por uma reprecificação dos títulos públicos detidos pelas instituições. O preço desses ativos caiu, haja vista a rápida elevação das taxas de juros conduzida por parte do Fed. Ao mesmo tempo, também houve aumento no volume de saques devido ao processo de redução do balanço de ativos do BC americano. Desde o início do plano, em abril de 2022, o banco havia retirado aproximadamente 500 bilhões de dólares de liquidez da economia americana.

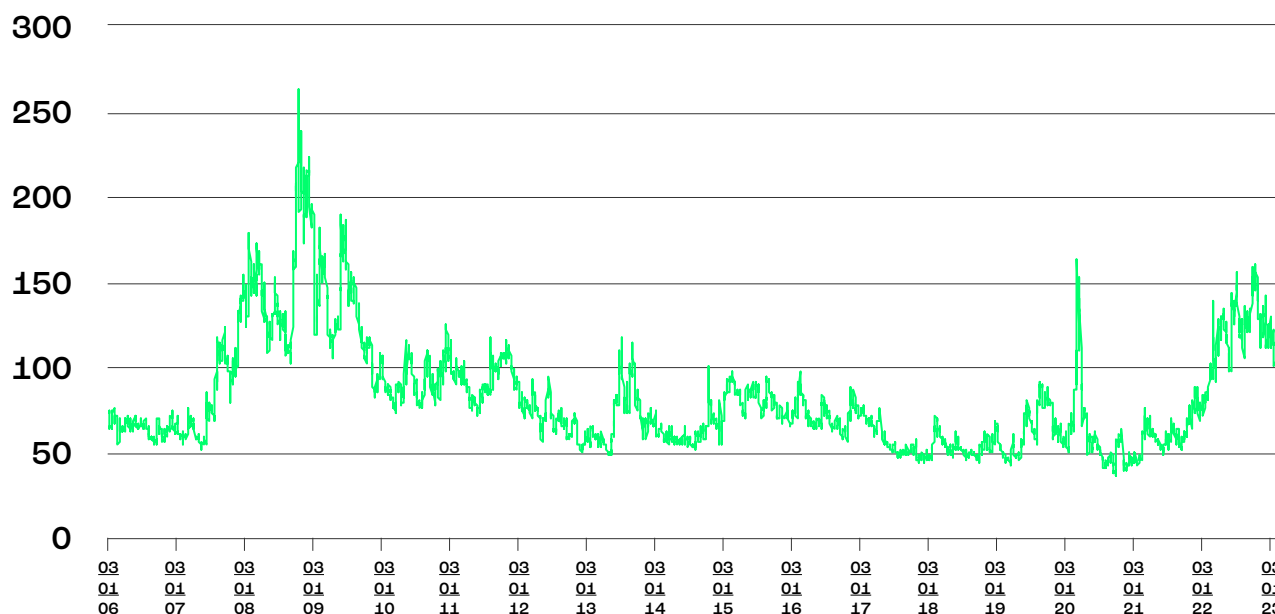
Balanco do Fed



Com alto volume de saques e perdas relevantes no balanço, os bancos não foram capazes de cumprir com suas obrigações junto aos clientes e faliram. Esse é o entendimento atual da dinâmica que levou à quebra dos bancos. A percepção de que o Fed pode estar sendo muito agressivo com seu aperto

monetário levou a uma forte mudança na curva de juros nos EUA, que agora não prevê altas adicionais, indicando um ciclo mais curto de política monetária. A volatilidade das *treasuries*, medida pelo índice MOVE, atingiu o maior patamar desde 2008.

MOVE Index



Mesmo com as dúvidas a respeito da movimentação do Fed, o Banco Central Europeu (ECB) ainda se mostrou firme no combate à inflação, seguindo sua comunicação prévia e elevando a taxa de juros em 50bps. Com relação aos riscos do sistema bancários, Christine Lagarde, a presidente da instituição, indicou que a estabilidade de preços e a estabilidade financeira podem caminhar juntas, reforçando que a prioridade ainda é o combate à alta inflação da região, que registrou 8,5% YoY na última divulgação.

Outro tema que segue relevante é o processo de reabertura chinês. Quando a China flexibilizou a mobilidade, no final de 2022, os casos de COVID-19 explodiram e os investidores acreditaram que a aceleração da atividade aconteceria de forma mais

lenta do que as experiências ocidentais em 2021. Mesmo que não consigamos mais acompanhar dados diários dos casos, posto que o governo chinês deixou de divulgá-los, a atividade, sobretudo o setor de serviços, tem apontado para forte recuperação, melhorando expectativas para o ano. Ainda assim, o governo chinês decidiu por uma meta de crescimento menos ambiciosa, de 5% para 2023, sinalizado que pode dar menos impulsos à economia do país.

O contexto, portanto, foi de muita volatilidade, especialmente nas *treasuries*, que tiveram queda da taxa de 70bps no último mês. A aversão ao risco também fez com que a bolsa norte-americana apresentasse variação negativa de 4,25%, em um movimento típico de aversão ao risco.

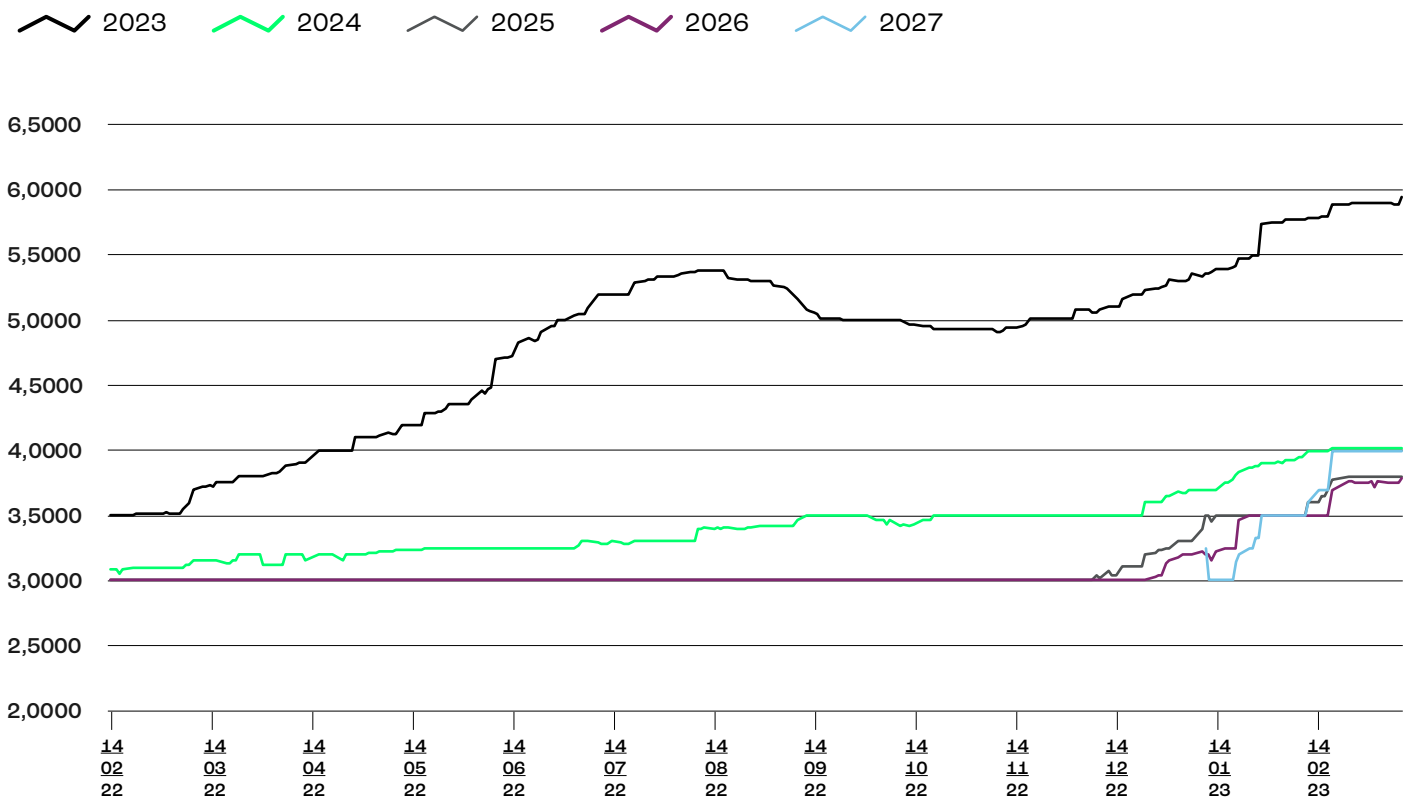
Cenário Doméstico

Os ruídos políticos seguem ditando o humor dos investidores no Brasil. Dois assuntos permaneceram incontornáveis: a relação entre o Executivo e o Banco Central e a reoneração dos combustíveis.

Ainda que em fevereiro tenhamos visto um “cessar-fogo” dos ataques do governo contra o Banco Central, não houve recuo das expectativas de inflação, que

se deterioraram com as críticas. A reoneração dos combustíveis, que poderia ter sido considerada um acerto do governo, foi abafada pela escolha míope de criar um imposto sobre exportações de petróleo pelo período de quatro meses. Agora, a expectativa envolve os trâmites do arcabouço fiscal, que se propõe a resgatar a credibilidade das contas públicas brasileiras, e da reforma tributária.

Focus IPCA



A discussão sobre uma nova regra para a dinâmica fiscal do país foi antecipada para março. Esse movimento foi considerado uma boa sinalização de que o governo está preocupado com a credibilidade das contas públicas. O desenho da regra será importante para que o governo cumpra com as expectativas. Até aqui, conhecemos muito pouco do novo arcabouço fiscal do país, mas alguns rumores

apontam para regras que, se conjugadas com um cenário de governança positivo, podem ser capazes de retomar a credibilidade.

Já a conversa acerca da reforma tributária, conforme previsto, deve começar só em abril. Entretanto, o mês de fevereiro trouxe de antemão alguns dos desafios que a reforma comandada por Bernard Appy terá

pela frente. Neste mês, um grupo de trabalho foi criado na câmara para iniciar as discussões sobre o tema. A composição desse grupo é um prenúncio das dificuldades no horizonte. Dos 12 deputados selecionados, quatro são do Amazonas, estado que se beneficia da Zona Franca de Manaus e que representou um dos maiores entraves nas tentativas passadas de se alterar o sistema tributário brasileiro.

Na cena macroeconômica, a preocupação com a inflação continua. Os resultados mais recentes dos índices de preços seguem pressionados, especialmente nas medidas mais persistentes, como serviços e núcleos de inflação, marcando 7,8% e 8,4%, respectivamente. A inflação ainda pressionada e as expectativas desancoradas devem fazer com que o BC ainda tenha que realizar manutenções da taxa de juros nas próximas reuniões.

Enquanto os preços se mantêm pressionados, a atividade aponta para uma desaceleração relevante. Os dados do PIB já sinalizaram uma queda da atividade de 0,2% no último trimestre de 2022. Ainda assim, os dados confirmaram o resultado positivo do ano passado, de crescimento de 2,9%. Em virtude dos efeitos defasados da política monetária, a desaceleração deve adentrar 2023 e fazer com que o Brasil cresça menos neste ano.

Além da queda esperada da atividade, os eventos recentes do mercado de crédito privado, cujo ponto de partida se deu com a questão contábil das Americanas, podem promover uma desaceleração mais brusca, sobretudo no mercado de crédito, que já mostrava sinais de arrefecimento, sentindo os efeitos da política monetária. O risco foi refletido para os spreads dos ativos neste início de ano.

Mesmo assim, o Banco Central indicou que não vê risco sistêmico e é muito provável que vejamos mais uma manutenção da taxa de juros na próxima reunião do Copom. Com relação aos impactos trazidos da cena externa, esperamos os primeiros sinais indicativos na comunicação da autoridade monetária, mas o consenso entre economistas é de que os efeitos diretos da crise bancária serão pequenos no mercado brasileiro.

Nesse contexto, a bolsa brasileira teve performance bastante negativa no mês, caindo 6,95%, puxada pelo mercado externo. A curva de juros apresentou fechamento em todos os ramos. O ambiente um pouco menos ruidoso e as incertezas do cenário externo fizeram com que investidores passassem a acreditar também em um aperto monetário mais curto.