



consenso
macroeconômico

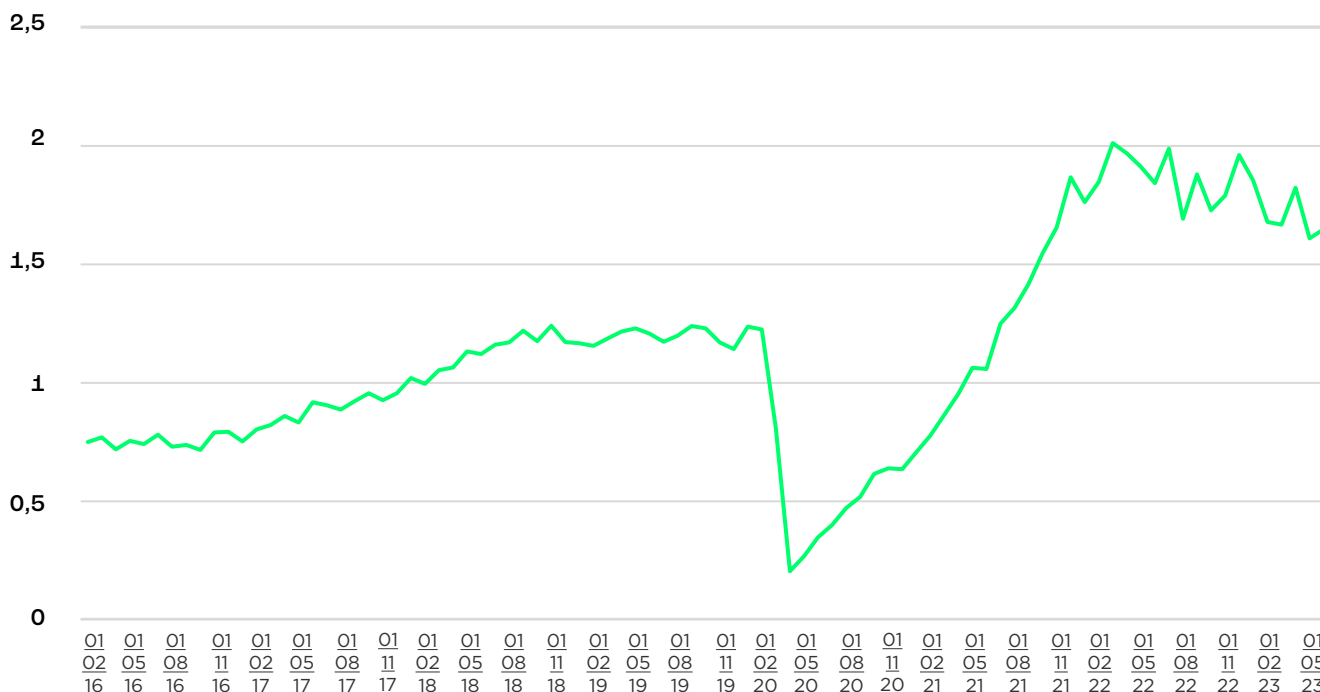
Julho/23

- O Fed interrompeu o ciclo de elevações da taxa de juros, mas manteve a sinalização de duas altas pela frente.
- No Brasil, as expectativas de inflação melhoraram ao longo do último mês, refletindo a melhora no cenário fiscal, na inflação corrente além da reunião do CMN.
- A inflação seguiu desacelerando, e junto com a melhora de expectativas, deve abrir espaço para cortes de juros nas próximas decisões. A inflação de serviços ainda é um ponto de atenção.

Em junho, o Banco Central Americano fez uma pausa no seu processo de aperto monetário. Entretanto, o tom das comunicações oficiais após a decisão reforçou as preocupações da autoridade monetária com a inflação. Além do comunicado, as projeções oficiais mostraram que os membros do comitê de política monetária ainda estimam mais duas elevações dos juros neste ano, afastando a ideia de que o ciclo poderia já ter se encerrado. Para fazer os ajustes finos de final de ciclo, o Fed quer ver os efeitos já acumulados da política monetária na economia

As preocupações que mantêm o Fed conservador seguem as mesmas. A inflação desacelera ainda de forma lenta, especialmente na medida preferida pelo Banco Central, o PCE. Além da queda lenta, o PCE continua distante do objetivo de 2%. Na última leitura, o PCE marcou 3,8%, enquanto seu núcleo ainda se manteve em 4,6%, praticamente estável em comparação ao mês anterior. O mercado de trabalho também seguiu no radar, mostrando-se resiliente. A criação de vagas se mantém forte, e a taxa de desemprego permanece abaixo do nível considerado neutro para a economia americana, hoje estimado em 4%.

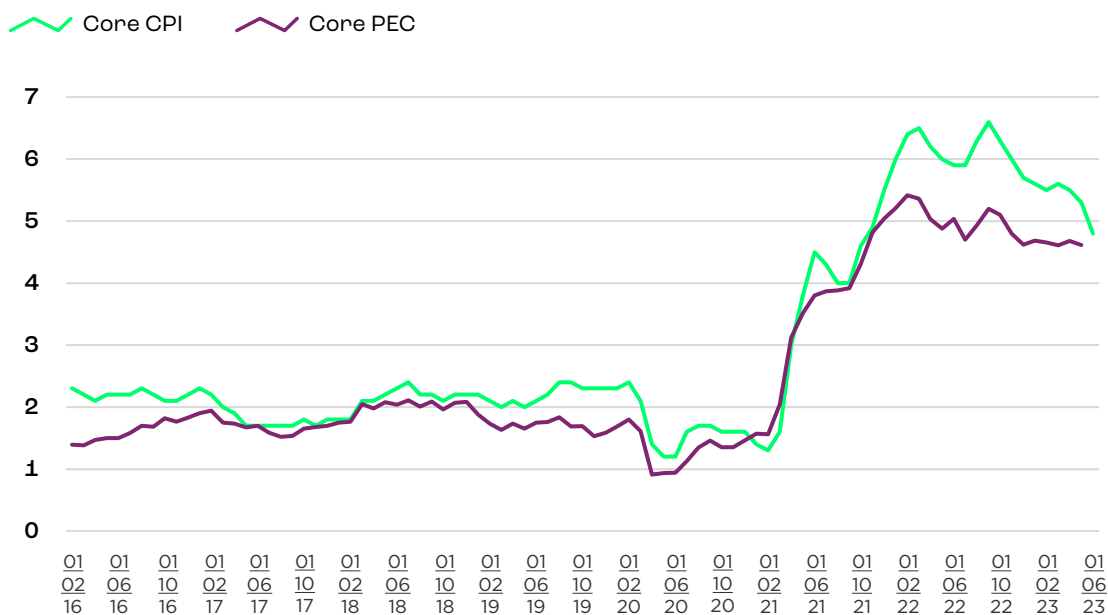
Vagas por desempregado nos EUA



Todavia, depois de manifestações públicas de presidentes regionais do Fed, dados mais recentes de inflação e mercado de trabalho apontam para uma perspectiva mais positiva para o desenvolvimento da

economia americana. Primeiro, o CPI mostrou uma desaceleração importante para os dados de junho. A inflação teve variação em 12 meses, caindo a 3%, enquanto os núcleos marcaram 4,8%

Diferentes medidas de inflação nos EUA



Em sequência, vimos um alívio no mercado de trabalho, que teve crescimento de vagas abaixo do esperado e um enfraquecimento da demanda, medida pelas vagas abertas do Jolts. Depois dessas divulgações, a percepção é de que a autoridade monetária americana não precisará ir tão longe como havia dito na última decisão.

Para a atividade econômica, ainda vemos resultados positivos. O PIB do primeiro trimestre cresceu 2% nos EUA. Além disso, indicadores de atividade de maior frequência, como os ISM's, ainda mostram uma expansão, sobretudo no setor de serviços. O mercado bancário e de crédito, que representava um risco baixista para a atividade e para a inflação com a quebra dos bancos no início do ano, segue saudável e resiliente nas palavras do Fed, afastando os riscos no sentido contrário.

Na Europa, o Banco Central Europeu (ECB) ainda não pode se dar ao luxo de pausar seu ciclo de altas. Tendo começado as elevações mais tarde, o ECB não vê queda dos núcleos de inflação da região, que também se mantém distante da meta de 2%. Assim como nos EUA, a atividade econômica na Europa, especialmente o setor de serviços, segue resiliente. A manufatura, por outro lado, tem observado uma desaceleração mais exacerbada.

A China segue vivendo uma situação macroeconômica diferente. Enquanto as tensões geopolíticas com os EUA se mantêm em destaque no país, a atividade econômica continua decepcionando. A reabertura chinesa não deve ser tão forte quanto as vividas no Ocidente, o que tem provocado revisões para baixo nas perspectivas de crescimento chinês para 2023. O PIB do segundo trimestre, divulgado nos últimos dias, reforçou essa ideia, ficando abaixo das expectativas, com a economia chinesa crescendo 6,3% YoY.

Já no cenário de inflação e política monetária, a China ainda está com uma inflação baixa, o que permite que o Banco Central chinês siga promovendo estímulos para a economia. A política fiscal também tem sido usada na China de forma a estimular o crescimento, com investimentos no setor imobiliários e no setor de infraestrutura. Do lado fiscal, cresce a preocupação com as contas dos entes subnacionais, que neste ano já chegaram a atrasar alguns pagamentos.

Assim, com os movimentos da política monetária ao longo do último mês, a curva de juros americana se manteve relativamente estável, abrindo 2 e 5 bps nos ramos de 2 e 10 anos, respectivamente. A Treasury, título americano, de 2Y saiu de 4,71% para 4,73%, enquanto a de 10Y atingiu 3,81%. Para o S&P, apesar de um Fed duro com a inflação, junho foi positivo para o índice acionário americano, que teve elevação de 2,16% ao longo do mês.

Os últimos meses foram positivos para a economia brasileira, marcados por importantes discussões no legislativo e pela contínua melhora do cenário macro brasileiro, a começar pela inflação medida pelo IPCA, que registrou pequena deflação no mês de junho e seguiu marcando variação anual abaixo de 4%, dentro, inclusive, da meta do BC.

Além disso, a inflação subjacente também apresentou melhora em maio, com a inflação de serviços indo a 6,2% e a média dos núcleos a 6%. No segundo semestre, o fim dos efeitos da desoneração dos combustíveis do ano passado deve fazer com que o IPCA volte a subir. Assim, no nosso cenário, contamos com um IPCA ao fim de 2023 ligeiramente acima da banda superior da meta, em 5,1%. A inflação mais próxima da meta ao final do ano decorre da melhora da inflação corrente, mas também da melhora da dinâmica das expectativas, que foram ajudadas pela melhora do risco fiscal e pela reunião do Conselho Monetário Nacional.

De igual modo, a inflação surpreendeu com uma divulgação muito benigna. Os dados do IPCA-15 divulgados ainda em maio já mostraram desaceleração importante de medidas subjacentes de inflação, como serviços e núcleos. O IPCA fechado

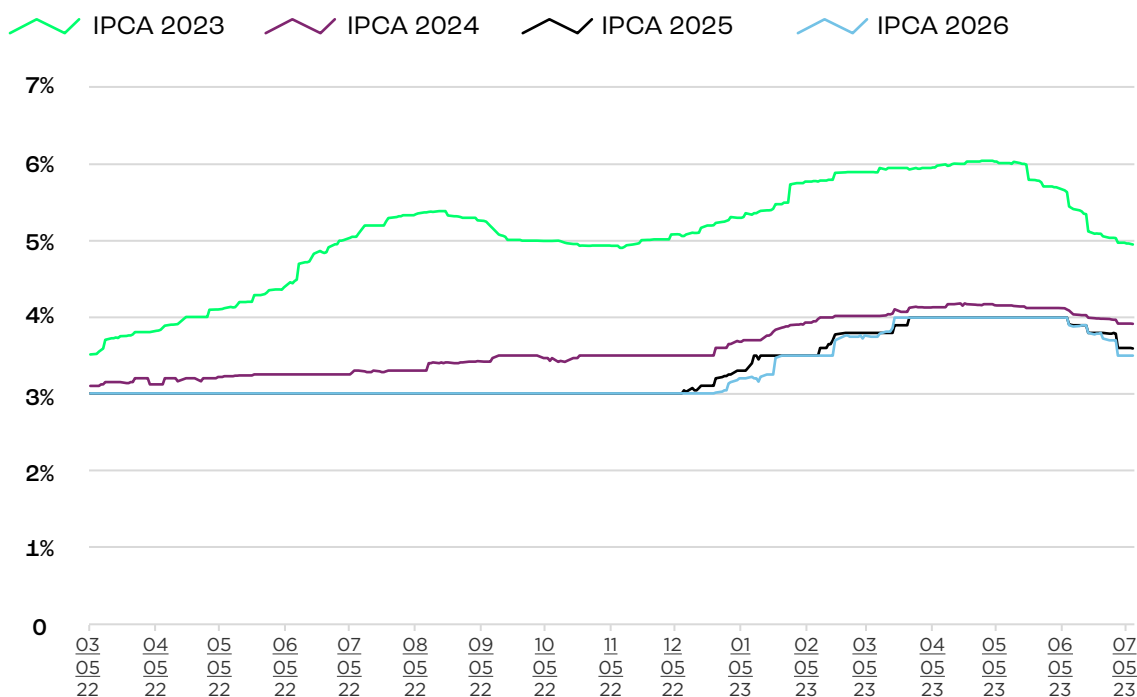
para o mês, divulgado nos primeiros dias de junho, confirmou mais uma vez a tendência, com serviços desacelerando a 6,5% e núcleos a 6,7%, ambas medidas na variação acumulada em 12 meses.

É interessante observar, entretanto, que mesmo com a inflação trilhando o caminho certo para que possamos ver os primeiros cortes de juros no segundo semestre, a variação dos preços ainda se mantém distante da meta do Banco Central (BC). Por isso, devemos ver uma ou duas manutenções da taxa de juros pela frente.

Com relação à autoridade monetária, o mês foi novamente de manutenção da taxa de juros. O BC segue reconhecendo a melhora nos dados correntes de inflação, muito embora se mostre preocupado com expectativas pressionadas e com as projeções do modelo. As declarações do presidente do BC, Roberto Campos Neto, ao longo do mês reforçaram essa percepção de que caminhamos para os primeiros cortes de juros, mas que ainda não chegamos lá.

Assim, o último mês foi positivo para ativos brasileiros. A confirmação de um cenário mais benéfico veio recentemente com a melhora da perspectiva para economia brasileira divulgada pela agência de risco S&P.

Focus IPCA



Na esperada reunião de junho, o CMN decidiu manter em 3% a meta de inflação para 2026. Havia um risco relevante incorporado às expectativas de que o conselho iria elevar a meta de inflação em busca de flexibilidade da política econômica, atendendo às críticas recentes do presidente Lula ao nível atual da Selic. O processo iria desancorar expectativas, fazendo com que o BC não pudesse cortar os juros como os políticos esperavam. Talvez percebendo isso, o governo chegou a um consenso de manter a meta em 3%, mas propôs uma mudança no regime, transformando a meta anual em uma meta contínua. Não estão claras, entretanto, as especificações do novo regime de metas. A apuração é contínua? A meta é contínua? Na prática, pouco deve mudar na condução do BC, mas esperamos o decreto para ter mais detalhes.

Com relação à política monetária, o BC deve ter feito sua última manutenção da taxa de juros. Na Ata da reunião, a autoridade monetária reconheceu que está mais próxima de um primeiro corte de juro, observando a janela se abrindo nas próximas reuniões. A melhora da inflação corrente juntou-se com a reunião do CMN no final do mês e melhorou a dinâmica das expectativas de inflação, devendo garantir o espaço para um corte já na próxima reunião. Os cortes têm tudo para seguir até o final do ano que vem. Desse modo, esperamos uma taxa de juros em 12% ao final de 2023 e 9,5% ao final de 2024. Vale notar que o BC deve optar por iniciar gradualmente o ciclo de cortes, especialmente atento à persistência

da inflação de serviços, que desacelera lentamente e se mantém incompatível com a meta de inflação.

No cenário fiscal, o arcabouço está tramitando no Congresso, mas sua apresentação, que afastou um cenário explosivo para as contas públicas, segue gerando frutos. No início do mês, agências de risco internacional melhoraram a perspectiva de risco do Brasil, reconhecendo avanços institucionais importantes que ocorreram desde 2016 e a diminuição de chance de uma dinâmica de dívida explosiva.

Ganhou corpo, também em junho, a discussão da reforma tributária, com a publicação do relatório do grupo de trabalho e do texto da reforma. O novo texto, que substitui a PEC 45/2019, substitui os impostos indiretos do país por dois novos impostos, o CBS e o IBS, que usam o modelo IVA. Na primeira semana de julho, a reforma foi aprovada na Câmara. O próximo passo é a tramitação no Senado, onde a proposta tende a encontrar mais resistência.

Assim, junho foi mais um mês de boa performance dos ativos no Brasil. A curva de juros teve, mais uma vez, um fechamento importante, refletindo a percepção de que estamos mais próximos do início de um afrouxamento monetário no Brasil. Na maioria dos ramos, a queda dos juros futuros foi próxima de 70bps. Assim como os economistas, os investidores também seguiram apontando para uma melhora na dinâmica de inflação implícita em diversos prazos.