



consenso
macroeconômico

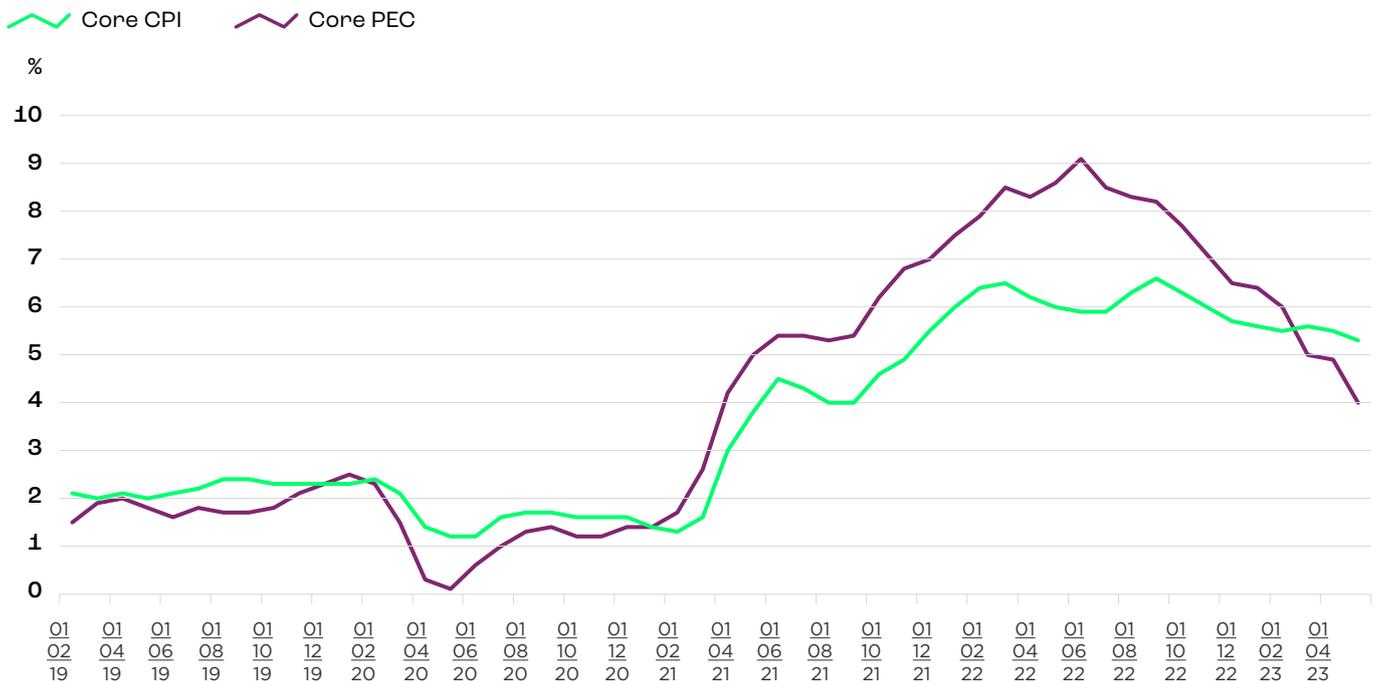
Agosto/23

- Fed e ECB continuam cautelosos com relação aos próximos passos da política monetária. O ambiente econômico das duas localidades, entretanto, é distinto.
- A China segue com um processo de reabertura frágil, gerando incertezas sobre o rumo do crescimento econômico.
- No Brasil, o destaque é o início do ciclo de cortes mais veloz do que o esperado. A decisão teve o maior número de votos divergentes já registrado no Copom.

Ao longo do último mês, a dinâmica dos dados dos EUA se mostrou mais benigna do que o esperado, favorecendo um cenário de controle de inflação sem grandes prejuízos para a atividade econômica. Esse discurso, aliás, foi usado pelo próprio Fed em sua decisão de política monetária: a instituição decidiu por realizar provavelmente a última elevação da taxa de juros básica em 0,25p.p. para 5,5%.

A inflação americana arrefeceu no mês, inclusive nos núcleos. O núcleo do CPI desacelerou a 4,8%, com alívio também na inflação de serviços. Junto com a melhora da inflação, os dados do mercado de trabalho apontaram para um desaquecimento tanto pelo lado da demanda quanto pelo lado da oferta. Em julho, vimos um número menor na criação de vagas no mercado de trabalho norte-americano, referência usada para medir a demanda por trabalho nos EUA.

Inflação Subjacente US



Apesar da melhora do cenário para inflação, no final do mês, a situação fiscal dos EUA foi questionada pela Fitch (agência de crédito) e o país recebeu um downgrade de sua nota de crédito. Antes em AAA, agora a nota dada pela agência é de AA+, retirando os EUA do patamar de menor risco considerado pela agência. O argumento, fortemente rebatido pelo governo norte-americano, é de que a dinâmica esperada para a dívida é ruim para os próximos anos e a que a governança das contas públicas também piorou recentemente, adicionando risco aos títulos soberanos norte-americanos. A percepção de risco fiscal aumentado, junto com uma percepção de juros altos por um período prolongado, pressionou os ramos mais longos da curva de juros, com os juros de dez anos chegando a 4,2%.

Na Europa, houve mudança no discurso do Banco Central, que deu sinal de que também está perto da primeira pausa da alta de juros na região. Pela primeira vez, a inflação europeia mostrou melhora nos núcleos, que recuaram a 5,5%. Apesar da inflação em patamar mais alto do que a registrada nos EUA e de um ciclo de alta mais curto, a Europa vê sua atividade desacelerar mais do que a americana, o que deve dar espaço para um arrefecimento mais veloz da inflação. O BCE se manteve cauteloso com relação aos próximos passos da política monetária.

A China segue vivendo um momento diferente. Por lá, a preocupação ainda é a fragilidade do processo de recuperação da atividade. Embora o setor de serviços se mostre resiliente, a manufatura continua fraca. Nesse contexto, o governo busca outras formas de estímulos. A política monetária segue com essa postura, dada uma variação dos preços que beira a deflação. Na parte fiscal, onde o governo chinês costuma concentrar seus esforços, há incerteza sobre os próximos passos.

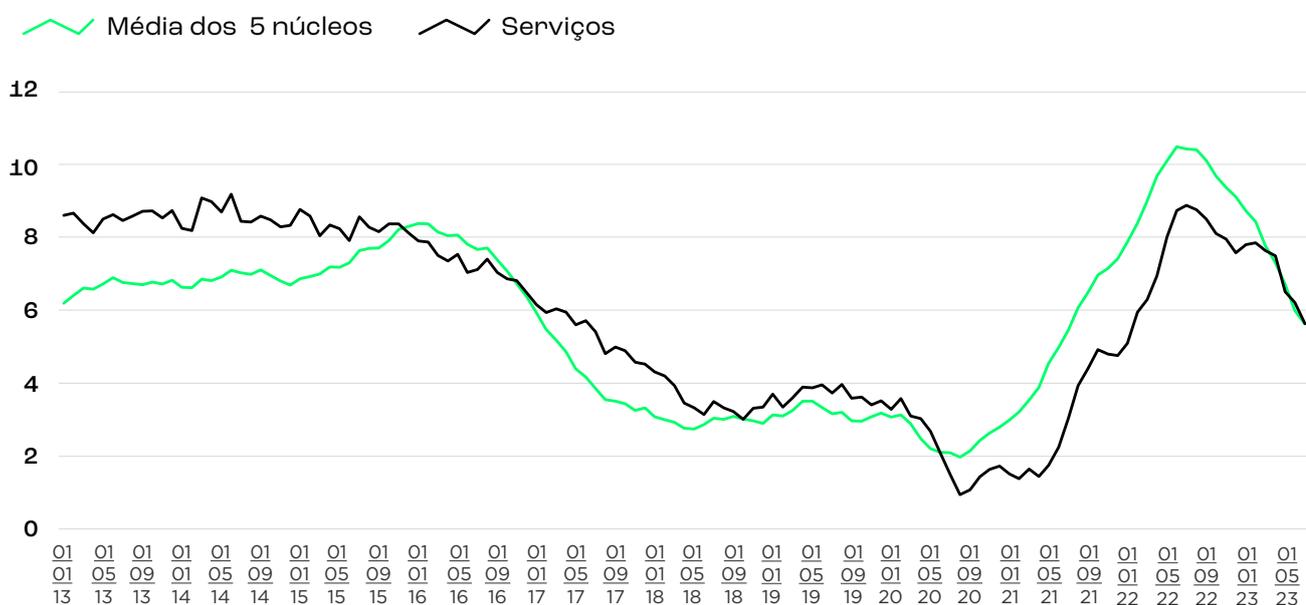
Há uma preferência histórica do governo de que os estímulos fiscais sejam feitos para as empresas, especialmente nos setores de infraestrutura e imobiliário. Recentemente, os impulsos têm sido considerados insuficientes para retomar um crescimento mais forte da economia do país.

A maioria dos economistas sugere, então, que a China apresente políticas que fomentem um crescimento mais saudável da economia. Essas políticas seriam especialmente voltadas para o consumo das famílias. No entanto, existe bastante resistência do governo chinês para esse tipo de política fiscal, o que levanta dúvidas sobre a sustentabilidade do crescimento do país. Investidores traçam paralelos entre o caminho que China segue agora e o ocorrido no Japão na década de 1990.

O mês foi marcado pela expectativa de corte de juros, que se confirmou no início de agosto, com uma redução mais veloz do que o esperado. O início desse ciclo foi se materializando à medida que dados econômicos mais benignos começaram a ser divulgados ao longo do mês. No cenário político, o recesso parlamentar fez com que o mês tivesse poucas novidades, mas o upgrade de rating do Brasil pela Fitch consagrou a melhora na percepção de risco brasileiro vivida no segundo trimestre.

Para os dados de inflação, o IPCA-15 de julho seguiu reforçando a desaceleração das medidas de preços. A inflação marcou apenas 0,12% no mês. O alívio, entretanto, não se limitou ao índice geral, com desaceleração também para as medidas subjacentes de inflação, especialmente núcleos e serviços, que recuaram a 5,5% e 5,6%, respectivamente. Todavia, vale notar que, apesar da melhora, a inflação subjacente não condiz com os objetivos da política monetária.

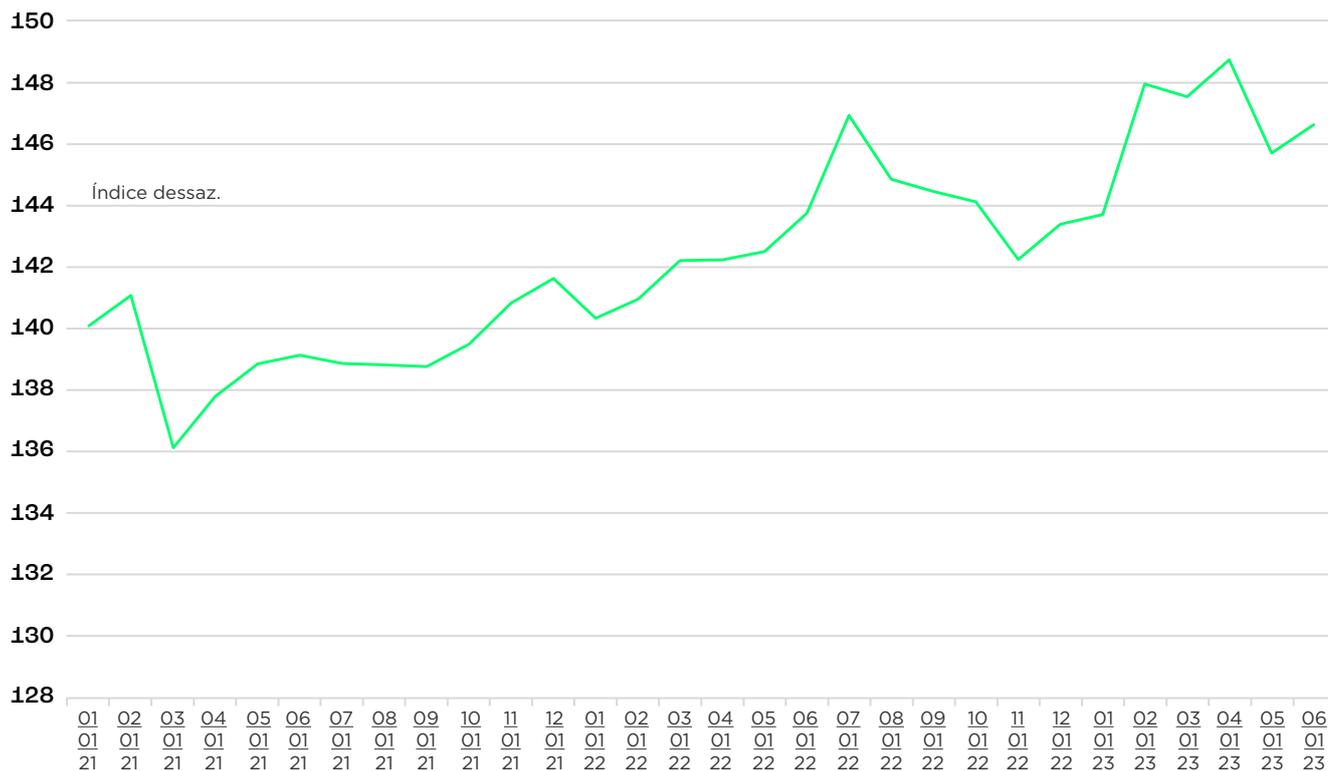
Inflação subjacente



A atividade econômica desacelera lentamente. Na última divulgação, o IBC-Br, indicador de atividade do BC, avançou 0,63 % contra o mês anterior. Na divulgação passada, contudo, o indicador havia

recuado 2%. Por outro lado, o mercado de trabalho ainda mostra desemprego abaixo do nível neutro, com taxa de desemprego na medida dessazonalizada abaixo de 8%.

IBC-Br



A dinâmica dos dados, em conjunto com um cenário político mais ameno, permitiu que, no início de agosto, pudéssemos ver um primeiro corte de juros. A redução da Selic foi mais veloz do que o esperado, com corte de 0,5pp por parte do BC, enquanto economistas esperavam 0,25pp. Pela primeira vez, a decisão teve quatro diretores divergentes da decisão. Junto com o presidente, votaram também os novos diretores, indicados pelo governo atual. Votando para um corte menor estavam os diretores mais técnicos do BC. Sabendo da enorme pressão política que a Autoridade Monetária sofreu desde o início do ano, a decisão de um corte maior no início do ciclo pode incitar dúvidas sobre a influência política na decisão do BC, pois os modelos indicavam inflação ligeiramente acima da meta no ano que vem.

Além da preocupação imediata com a credibilidade do BC, para prazos mais longos, temos dúvidas sobre as futuras indicações de dirigentes quando o novo regime de metas for estabelecido, a partir de 2025. Como indicação de próximos passos, os diretores concordaram que para as próximas reuniões o ritmo de corte deve se manter em 0,50pp.

Sobre o cenário político, a consagração do momento mais ameno que temos vivido nos últimos meses, com a apresentação do arcabouço fiscal e a discussão da reforma tributária, veio com o upgrade da nota de risco soberano no Brasil. A Fitch, agência de risco independente, reconheceu que o ambiente institucional do país melhorou nos últimos anos e que o governo, apesar de apresentar falas populistas, tem adotado postura pragmática. Para futuros upgrades, a agência alega que a dinâmica de dívida deve melhorar ainda mais, com a dívida/PIB recuando em um horizonte mais longo.

Julho teve performance positiva dos ativos, com as expectativas de corte de juros. Depois da decisão do Copom, a pressão vinda da abertura da curva nos EUA dificultou a performance dos ativos. Assim, o Ibovespa subiu 2,47% ao longo do último mês. Dentro do período, tivemos 12 dias seguidos de quedas da bolsa; já a curva de juros ganhou inclinação, com os ramos mais curtos apresentando fechamento e os ramos mais longos registrando abertura.