



consenso
macroeconômico

Setembro/23

- Ao longo deste último mês, a abertura do juros longos nos EUA foi destaque, gerando impacto nos ativos e evocando uma discussão sobre o longo prazo nos EUA.
- No Brasil, a temática fiscal ainda é destaque, especialmente com o tema orçamentário.
- O resultado do PIB do segundo trimestre trouxe mais uma surpresa positiva, com a economia brasileira seguindo com considerável resiliência.

Ainda que o tema destaque no exterior tenha sido política monetária nos EUA, o foco mudou do curto para o longo prazo. A relação dívida/PIB no país tem se deteriorado nos últimos anos e a expectativa é de que continue crescendo, pressionada especialmente por gastos com saúde e previdência. Assim, o aspecto fiscal fez com que economistas e investidores voltassem a reavaliar suas estimativas de juro de equilíbrio, agora mais altas.

Na última decisão, o Fed pausou as elevações da taxa de juros nos EUA, e pode dar início à estratégia de manutenção da taxa básica de juros até que a inflação volte para os objetivos do BC americano. Desse modo, investidores passaram a se preocupar com período em que a taxa de juros se manteria elevada – e especialmente a qual seria o seu patamar final.

A interpretação que ganhou força ao longo do mês é de que os juros ao final dos cortes terão de ser mais

altos do que o esperado em virtude de mudanças estruturais da economia americana, sobretudo no aspecto fiscal, que ficou em destaque quando a Fitch realizou um *downgrade* da dívida soberana americana. O rebaixamento fez com que os EUA saíssem da mais alta classificação, AAA, para a nota AA+. A reação dos investidores, portanto, parece ser de reavaliar o juro de equilíbrio americano, que era estimado em 2,5%. Agora, algumas casas já estimam um novo valor para o juro de equilíbrio 1,5 pp mais alto.

A deterioração contratada nas contas públicas para o longo prazo também pode levar a uma elevação ainda maior do juro neutro ao longo da próxima década. Essa discussão teve uma repercussão clara para os ativos ao longo do mês: a abertura dos ramos de horizonte mais longo da curva de juros, em especial do vértice de 10 anos, que chegou a marcar 4,33% e fechou o mês de agosto a 4,28%.

Juros de 10 anos USA



Os ramos mais curtos, por outro lado, tiveram pouca variação com os dados econômicos ainda assegurando uma tendência positiva. A inflação, assim como o mercado de trabalho, segue desacelerando lentamente, muito embora a atividade se mantenha resiliente, como os dados mais recentes seguem indicando.

Na Europa, as preocupações continuam as mesmas, com uma inflação ainda forte e persistente, enquanto a atividade já mostra sinais de desaceleração mais contundentes com os últimos dados, apontando para estabilidade para o setor de serviços e retração para a indústria. Esse momento segue gerando incertezas sobre as próximas decisões do BCE. As últimas declarações de membros do BCE indicam que o banco já está próximo do fim das elevações de juros. Com isso, deve começar a impactar suas decisões um peso maior para a atividade mais fraca.

A China é outro destaque importante. Sem grandes novidades até aqui, permanecem as incertezas com relação ao crescimento do país no curto e longo prazo, com dúvidas inclusive sobre o modelo de crescimento. Os estímulos para a economia chinesa seguem os caminhos tradicionais fortemente utilizados pelo governo do país, com incentivos para o setor de infraestrutura e o setor imobiliário, mas a dúvida persiste quanto ao esgotamento desse modelo.

A sugestão mais frequente é de que o país adote um modelo de crescimento mais sustentável e, com isso, que políticas voltadas para o consumo sejam aplicadas. As implicações políticas, entretanto, parecem afastar essas soluções do governo chinês.

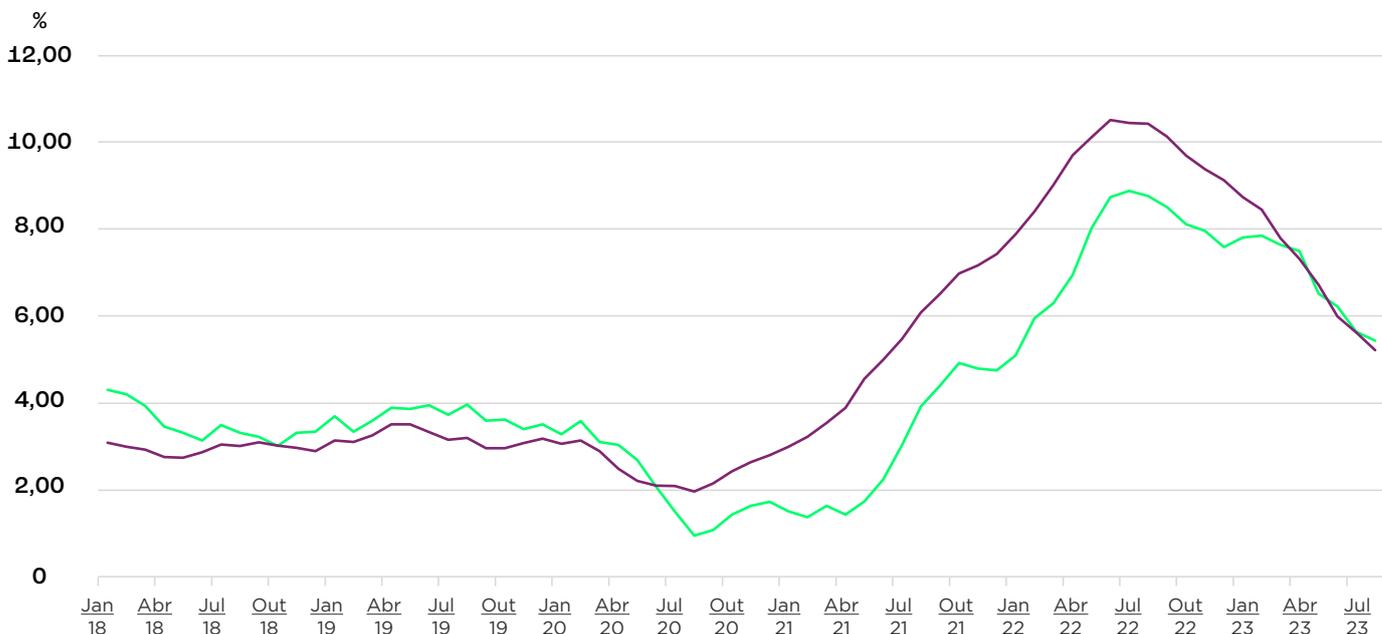
As incertezas sobre o juro de equilíbrio nos EUA também pressionaram a curva de juros no Brasil. Além disso, a discussão fiscal voltou a centro de debate neste mês em virtude do prazo de apresentação da Lei Orçamentária para 2024, que exigiu que as medidas de consolidação das contas públicas também fossem divulgadas. Assim, mesmo com o início do ciclo de cortes promovido pelo Banco Central, a curva de juros ganhou inclinação, com a abertura dos ramos mais longos.

O orçamento para o ano que vem foi apresentado, reforçando a meta de resultado primário de 2024 em 0% do PIB. Para cumprir as diretrizes do novo arcabouço fiscal, o governo teve de publicar medidas de incremento de arrecadação que já eram esperadas, mas que trouxeram surpresas negativas. Dentre as medidas, estão a MP de subvenção do ICMS, a taxação de fundos exclusivos via comecotas e a tributação de investimentos no exterior. Nada sobre a despesa foi incluído na discussão, com apenas uma rápida menção feita pelo ministro da Fazenda, Fernando Haddad, durante a coletiva do orçamento. Assim, a meta fiscal segue sem grande credibilidade entre economistas e investidores brasileiros, que estimam déficit de -1% do PIB para o ano que vem.

Ao contrário da questão fiscal, que é problema frequente no Brasil, a política monetária segue o caminho esperado. Ainda que o juro siga em patamar contracionista, o ciclo de corte de juros teve início nos primeiros dias de agosto e segue o ritmo estabelecido pelo Banco Central de 50bps por reunião. Para 2024, há a possibilidade de aceleração dos cortes com um dinâmica mais benigna já consolidada, especialmente na inflação de serviços, que segue pressionada. Ao longo dos próximos meses, o debate da política monetária deve ficar cada vez mais concentrado no patamar derradeiro da taxa de juros ao final do ciclo de cortes.

A dinâmica inflacionária continua melhorando gradualmente, com as medidas subjacentes ainda pressionadas, mas com o encaminhamento positivo (considerando o curto prazo). Para o dado de agosto, o IPCA marcou alta de 0,23%, após avançar 0,12% no mês anterior. Com esse resultado, a inflação brasileira acumula alta de 4,61% em 12 meses, superior à leitura de 3,99% em julho. Ambas as medidas surpreenderam positivamente a mediana das projeções. As medidas subjacentes também seguiram melhorando, com a média dos núcleos marcando 5,2% ante 5,59% ano contra ano e serviços, que tem sido ponto de atenção, desacelerando a 5,43%.

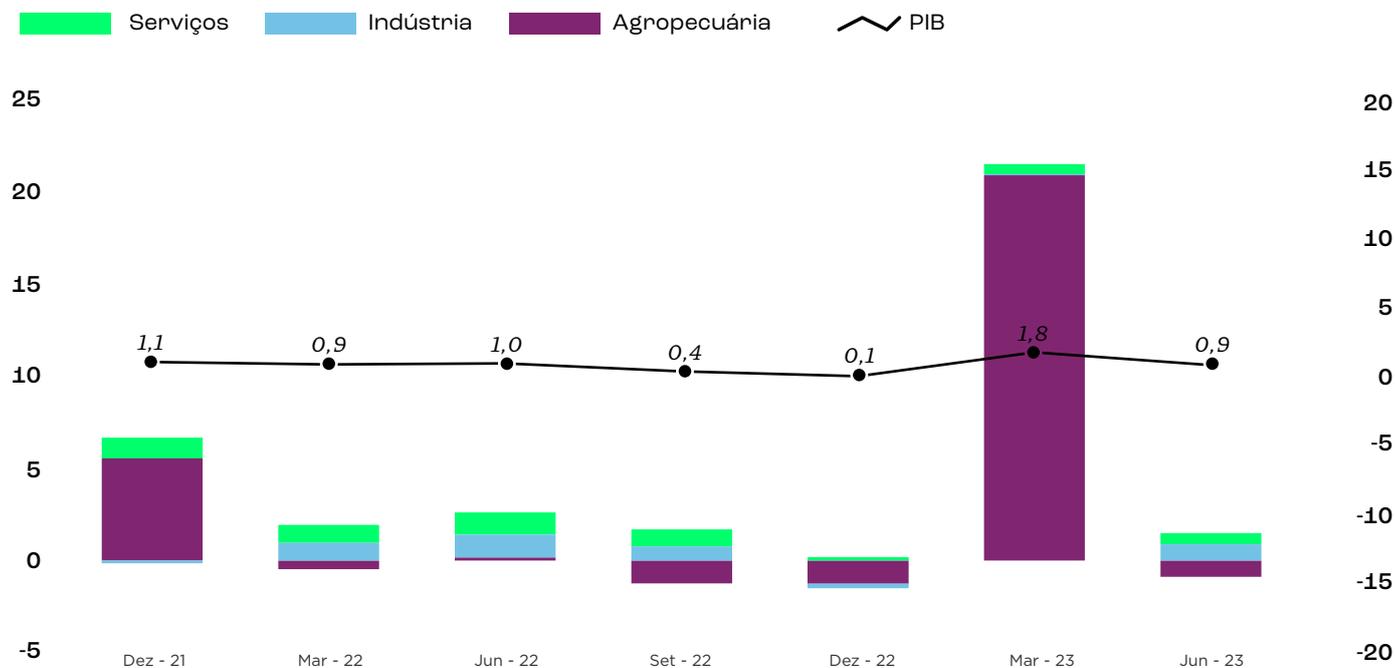
Inflação subjacentente 12m



A surpresa deste mês, entretanto, veio da atividade econômica. O resultado do PIB do segundo trimestre, publicado nos primeiros dias de setembro, veio melhor do que o esperado, marcando 0,9% de crescimento contra o trimestre anterior. A mediana das expectativas estava em 0,3%.

O anúncio auspicioso, trazido novamente por um setor agropecuário forte, faz com que revisitemos nossa projeção de PIB, que agora fica mais próxima de 3% para 2023, em 2,8%.

Crescimento dos Setores - Oferta (% QoQ)



Junto com a atividade, o mercado de trabalho se manteve forte em agosto, com os dados da PNAD indicando mais uma queda da taxa de desemprego, que permanece em patamares baixos considerando o histórico da conjuntura brasileira. Em contrapartida, o mercado de crédito sente de forma mais contundente os efeitos da política monetária e segue desacelerando, ainda que sem sinais de problemas maiores, como foi cogitado no início do ano.

A repercussão do mês nos ativos foi fortemente marcada pela abertura dos juros longos, que abriram 10bps, enquanto os juros curtos no Brasil tiveram fechamento de 35bps, com um corte de juros mais rápido do que o esperado praticado pelo Banco Central. Para o mercado acionário, não foi um mês favorável. Mesmo que muito influenciado por fatores externos, o Ibovespa bateu seu recorde de quedas consecutivas com 13 dias de variações negativas. No período, o Ibovespa registrou baixa de 5% – a primeira queda mensal desde março.