



consenso
macroeconômico

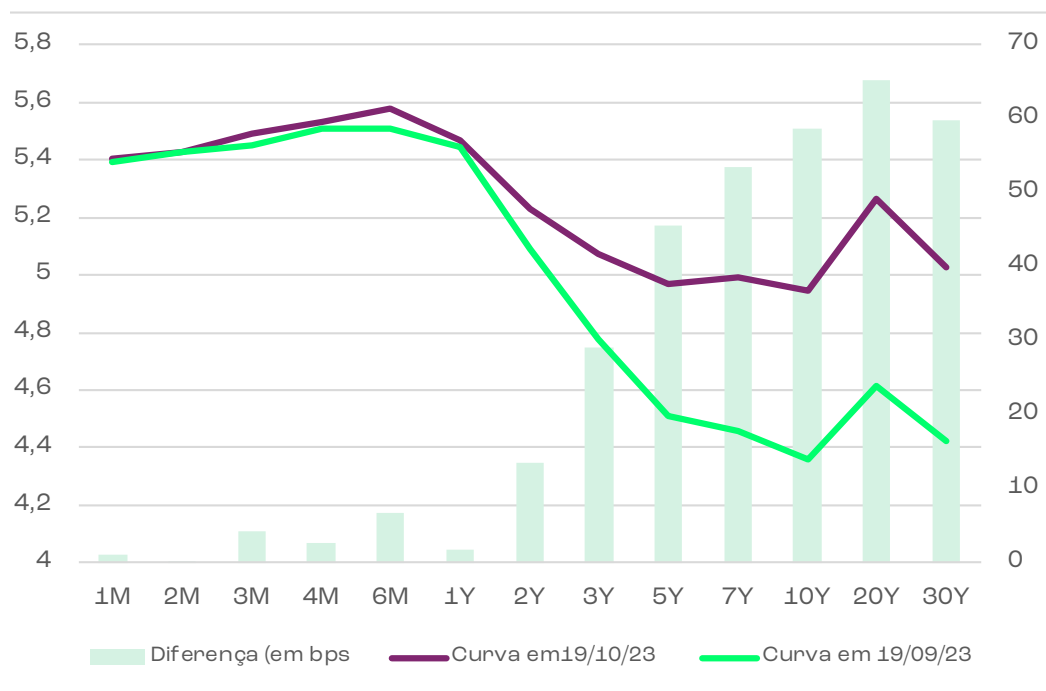
Outubro/23

- A abertura da curva de juros nos EUA foi o destaque do cenário externo no mês. Investidores ainda discutem as causas para o aumento das taxas.
- No Brasil, o efeito do cenário externo também foi sentido, com uma abertura relevante da curva local e queda dos preços dos ativos.
- O BC deve seguir cortando os juros, agora com menor chance de um ritmo de cortes mais altos.

O debate do mês girou em torno da abertura da curva de juros nos EUA, que segue afetando investidores ao redor do mundo. Os juros de títulos com vencimentos mais longos seguiram elevando-se por lá. O juro de 10 anos subiu 58 bps ao longo do mês, atingindo

o patamar de 4,96%, enquanto aquele referente a 30 anos abriu mais, quase 60bps (para 5,02%). Algumas hipóteses ajudam a explicar o movimento e é provável que todas elas estejam influenciando o mercado de Treasuries.

Curva de juros US



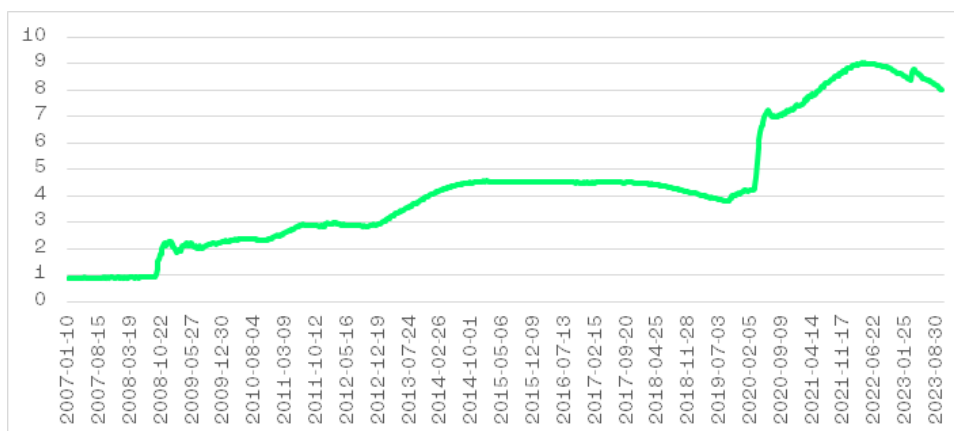
Em primeiro lugar, o risco fiscal americano é um tema ainda não resolvido. As projeções sinalizam para uma dívida que não se estabiliza em relação ao PIB no longo prazo, e não há grandes expectativas de melhora nesse cenário. Essa percepção de risco é uma das mais fortes hipóteses para a abertura das taxas cobradas nos títulos. Há, também, incerteza

sobre a taxa terminal do Fed, ou seja, onde os juros pousarão nos EUA quando a inflação for controlada. A atividade mais forte e resiliente do que o esperado, junto com as contas públicas se deteriorando, traz a possibilidade de que essa taxa seja mais alta. Nesse mesmo sentido, o Fed tem falado em manter a taxa de juros mais elevada por mais tempo.

Por fim, questões técnicas, como o aumento da emissão de títulos por parte do tesouro e o quantitativo tightening (diminuição do balanço do Fed), precisam ser destacadas, bem como um menor volume de compra desses títulos por outros países. Sobre a

redução do balanço do Fed, na única experiência que tivemos deste mecanismo de política monetária nos EUA, o efeito foi justamente a elevação dos ramos mais longos da curva.

Ativos do Fed



De toda forma, a abertura de curva ocorre em meio a uma continuidade das tendências macroeconômicas de curto prazo nos EUA. A inflação segue desacelerando e os investidores veem melhora também na composição do índice. A inflação de serviços, uma das maiores preocupações do Fed, desacelera lentamente ainda que se mantenha acima da meta do BC americano. O mercado de trabalho é extremamente resiliente e continua mostrando uma alta criação de vagas. O Fed seguiu o que era esperado: pausou o ciclo de aperto monetário, dando poucas pistas para os próximos passos. Economistas ainda discutem uma possibilidade residual de elevação neste ano, mas uma coisa ficou clara com a última reunião: o BC americano espera que o corte de juros aconteça lentamente. Nas projeções divulgadas pelo Fed, a taxa de juros atingirá 3,9% em 2025.

Na Europa, a divergência com os EUA permanece a mesma. Por lá, a atividade econômica tem se mostrado mais fraca, já com algumas economias dando sinais de retração. A inflação desacelera, mas ainda segue alta.

Mesmo assim, o ciclo de aperto monetário no velho continente deve estar perto de uma primeira pausa nas altas de juros, e essa movimentação terá como objetivo avaliar a relação entre atividade econômica e a velocidade de desinflação.

A China segue observando uma atividade mais modesta. Os estímulos dados pelo governo parecem dar algum folego, mas o crescimento do ano deve continuar abaixo do projetado no início de 2023. Vale mencionar que a volta mais fraca depois da pandemia levanta dúvidas, também, sobre o crescimento de longo prazo chinês.

O mês também foi marcado pelo início do conflito no Oriente Médio, depois do ataque do Hamas contra Israel. Para investidores, impactos nos preços de petróleo, com a possibilidade de envolvimento de países da OPEP, parece o maior risco econômico para o conflito. Contudo, ainda é cedo para maiores conclusões. Estaremos atentos aos desdobramentos da guerra.

É possível afirmar que a piora do cenário externo ao longo deste último mês foi a principal causa da performance negativa dos ativos no Brasil. Essa conjuntura pode ser resumida pela abertura da curva de juros nos EUA. No Brasil, o efeito de curto prazo foi uma abertura do juro local e queda dos preços de ativos de risco. Em um horizonte mais longo, um cenário externo mais difícil levanta dúvidas sobre ciclo de afrouxamento monetário conduzido pelo Banco Central (BC).

A política monetária teve a continuidade esperada, com mais um corte da taxa de juros de 50 bps, como comunicado anteriormente. O cenário externo, que entrou com mais destaque no balanço de riscos do BC, parece dar menos espaço para uma aceleração do ritmo de cortes, algo que já achávamos bastante improvável neste ano. Assim, reforçamos nossa expectativa de Selic a 11,75% ao final de 2023.

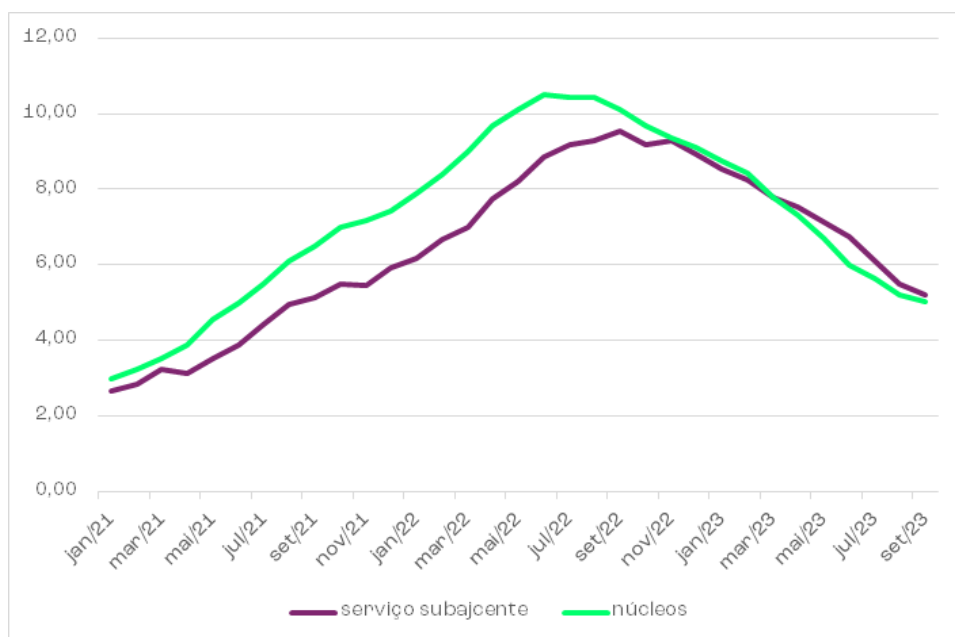
Na seara da atividade econômica, a economia brasileira segue muito resiliente, algo que também é observado no exterior. O IBC-Br, indicador de atividade do BC, apresentou alta de 0,42% no mês, o que indica força, mas dá pistas para uma desaceleração da economia, que é esperada por economistas desde o início do ano em virtude dos

altos níveis de juros. Possivelmente por mudanças estruturais, peculiaridades da volta de um momento de pandemia ou aumento de estímulos fiscais, a desaceleração ainda não veio, mas a expectativa é de que o restante do ano seja marcado por um arrefecimento da atividade brasileira.

Outro desafio para economistas tem sido entender nosso mercado de trabalho, que segue muito aquecido. Assim como para a atividade, mesmo com um ano surpreendente, seguimos esperando uma desaceleração para os próximos meses. O mercado de crédito, por outro lado, desacelera, seguindo a dinâmica antevista pelo BC no início do ano.

Assim como no exterior, e mais especificamente nos EUA, a atividade e o mercado de trabalho fortes não impedem uma melhora na dinâmica de inflação, sobretudo nas medidas subjacentes. O IPCA nos últimos 12 meses agora começa a sentir os efeitos das desonerações do ano passado e acelera ligeiramente a 5,2%. Mesmo assim, as medidas mensais para o IPCA, bem como serviços subjacentes e núcleos, seguem desacelerando. As medidas subjacentes marcam 5,19% e 5,2%, respectivamente.

Núcleos de inflação IPCA



Na seara fiscal, que teve bastante destaque ao longo de agosto, dada a corrida para a apresentação do orçamento, tivemos menos novidades neste mês. Para o curto prazo, a piora da arrecadação e as medidas de consolidação fiscal ainda são o foco. Avaliando os últimos dados divulgados pelo tesouro, temos visto uma queda importante da arrecadação, que já faz com que os resultados primários de 12 meses acumulados atinjam um déficit de 0,7% do PIB.

Adicionalmente, as propostas fiscais apresentadas em agosto agora tramitam no Congresso e

continuam a gerar desconfiança para investidores, que não concordam com o governo sobre a capacidade arrecadatória dos projetos. Temas de mais longo prazo, como a reforma tributária, também tiveram poucos avanços ao longo do mês e devem voltar mais fortes para o debate público até o final do ano.

Assim, para os ativos brasileiros, setembro foi um mês de performance mais fraca, com a Bolsa caindo 3,1% e as curvas de juros apresentando abertura de 50 bps nos ramos mais longos. O dólar subiu 3% ao longo do mês em relação ao real – movimentação em linha, portanto, com outras moedas de países emergentes.