



consenso
macroeconômico

Fevereiro/24

- A política monetária dos EUA permanece como alvo dos investidores ao redor do mundo;
- O Banco Central Europeu tenta ficar mais distante no debate de corte de juros;
- Na China, paira o temor de que o país entre no marasmo econômico como o que foi observado no Japão;
- No Brasil, a retomada dos trabalhos no Congresso traz de volta a tramitação da MP que reonera a folha de pagamentos;
- A inflação segue desacelerando, ainda que com obstáculos no caminho.

A política monetária norte-americana segue sendo o foco dos investidores ao redor do mundo. Neste mês, vimos o Fed frustrar as expectativas de economistas e investidores de que os primeiros cortes de juros já ocorreriam na segunda reunião do ano, em março. O primeiro encontro do FOMC foi marcado pela desconfiança da autoridade monetária no processo desinflacionário ora em curso nos EUA.

Apesar de reconhecer que a inflação está melhorando nos EUA, o Fed, na figura de seu presidente, alega que quer ter mais certeza sobre a convergência da inflação em direção à meta. Essa confiança, segundo Powell, não deve ser atingida até março, quando se esperavam os primeiros cortes de juros. Apesar da fala dura do presidente do BC norte-americano, houve uma sinalização positiva sobre a dinâmica da atividade econômica frente a inflação. O Fed agora passa a dar mais força à hipótese de um soft landing, em que a inflação é controlada sem grandes impactos para a atividade econômica americana.

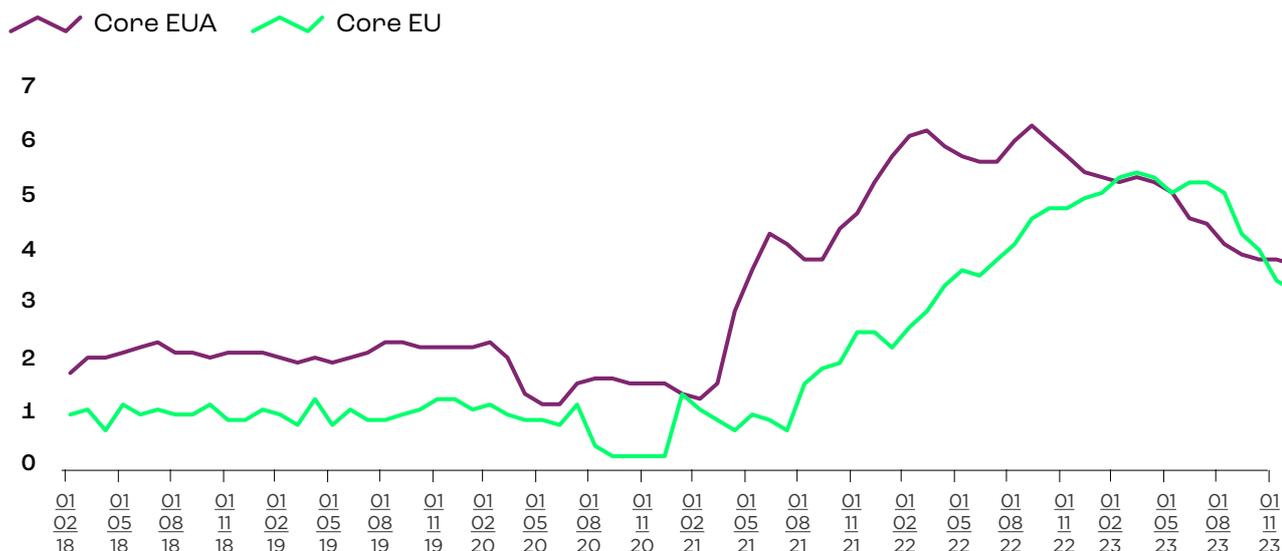
Depois da reunião, os investidores reduziram as chances de cortes em março de 50% para 20%. Os dados do CPI, divulgados uma semana depois, reforçaram o discurso do Fed e quase acabaram com a hipótese de um corte no terceiro mês do ano. De qualquer forma, o debate sobre o juro americano passou a ser sobre quando e qual a velocidade dos cortes. A possibilidade de que o Fed volte a subir vai ficando no retrovisor.

A dinâmica dos dados de atividade continua apontando para uma economia resiliente, muito embora os sinais de desaceleração já possam ser vistos. O mercado de trabalho também permanece aquecido. Em termos da política monetária, o Fed afirmou que, desde que a trajetória da inflação siga benigna, o enfraquecimento dessas métricas de atividade não é condição necessária para o início dos cortes de juros.

Na Europa, o ECB (Banco Central Europeu) tenta ficar mais distante do debate de cortes de juros – ainda que no velho continente a autoridade monetária tenha paralisado as altas da taxa e a atividade desacelere e o núcleo da inflação já esteja mais perto da meta do que nos EUA. O ECB, que demorou mais para começar a subir os juros, parece ter cautela para não se adiantar nos cortes.

A Europa segue vendo uma dinâmica um pouco mais tradicional das suas variáveis econômicas. A inflação continua desacelerando, com boa resposta da inflação subjacente as restrições monetárias. Ao mesmo tempo, a atividade mostra ritmo mais lento, tanto para o setor manufatureiro quanto para os serviços. Apesar da queda da atividade, o BCE permanece inflexível no combate à inflação, que se mantém acima de seus objetivos de política monetária.

Core EUA X Europa



Na Ásia, a China ainda tem dificuldade em convencer de que é capaz de sair de um modelo voltado para a demanda, que parece estar perto do esgotamento, para um modelo de crescimento voltado para a oferta. Sintoma mais evidente desse impasse é a inflação, que, na variação ano contra ano, mostra uma queda de 0,8%. O risco é de que o país entre em um marasmo econômico como o observado no Japão.

A economia japonesa perdeu seu forte dinamismo visto na década de 1990 em virtude de uma crise financeira que se arrastou por décadas. O sinal da estagnação é o mesmo: dificuldade em manter uma inflação positiva. Agora, nesta onda de inflação global mais alta, havia expectativa de que o Japão voltasse a um ritmo mais forte de crescimento. Os dados do último trimestre, entretanto, não foram tão animadores. Nesse sentido, a atividade econômica mais fraca também afastou as chances de uma normalização da política monetária. O BoJ é o último banco central a manter taxas de juros negativas.

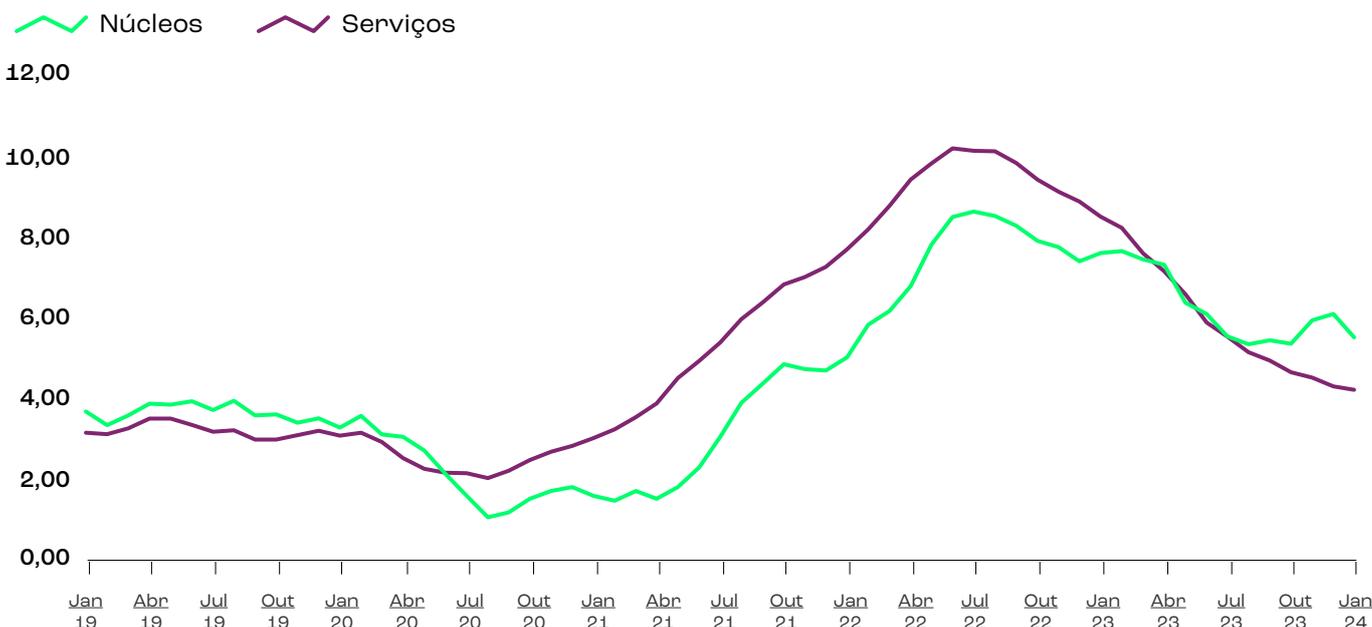
Aos poucos, o ano parlamentar se inicia. Nos primeiros dias do mês de fevereiro, os presidentes das casas legislativas, Rodrigo Pacheco e Arthur Lira, fizeram seus discursos inaugurais. O clima predominante para ambas as falas é de tensão entre poderes. Lira enfatizou a necessidade de os parlamentares terem mais controle sobre o orçamento, especialmente após o veto presidencial ao trecho da LDO que estabelecia prazo para o pagamento de emendas. O discurso de Pacheco teve como foco a relação com o Judiciário. O presidente do Senado alegou que dará prosseguimento a PEC que limita poderes dos ministros do STF.

Mesmo com o pontapé inicial, o Congresso segue em primeira marcha e só deve ganhar tração depois do Carnaval. É aí que vamos acompanhar a tramitação dos primeiros temas do ano. Dentre eles, esperamos que a MP 1202/23, que reonera a folha de pagamentos, seja o primeiro tema – com forte rejeição de parlamentares, visto que o mesmo tema já foi tratado no ano passado e os congressistas votaram por prorrogar a desoneração dos impostos sobre a folha. Além dessa MP, os detalhes da reforma tributária devem voltar à tona.

Ao nos aproximarmos do primeiro relatório bimestral do ano, que faz um balanço parcial das contas públicas e adequa os gastos projetados as receitas correntes mirando o cumprimento dos objetivos fiscais, também devem aumentar as expectativas sobre mudanças na meta fiscal. De qualquer forma, investidores esperam um déficit de 1% do PIB para 2024, resultado que é incompatível com a meta mais branda proposta pelo governo de -0,5%.

A inflação continua desacelerando no cenário local, ainda que com obstáculos no caminho. A última divulgação do IPCA, referente ao mês de janeiro, trouxe resultado pior do que apontavam as expectativas. O maior problema, contudo, segue nas medidas subjacentes de inflação, sobretudo para a inflação de serviços. Esses componentes do índice, que demoram a desacelerar, marcam valores ainda acima dos objetivos do BC. Os núcleos de inflação tiveram variação de 4,24% YoY enquanto os preços de serviços sobem 5,62% YoY.

Inflação subjacentes



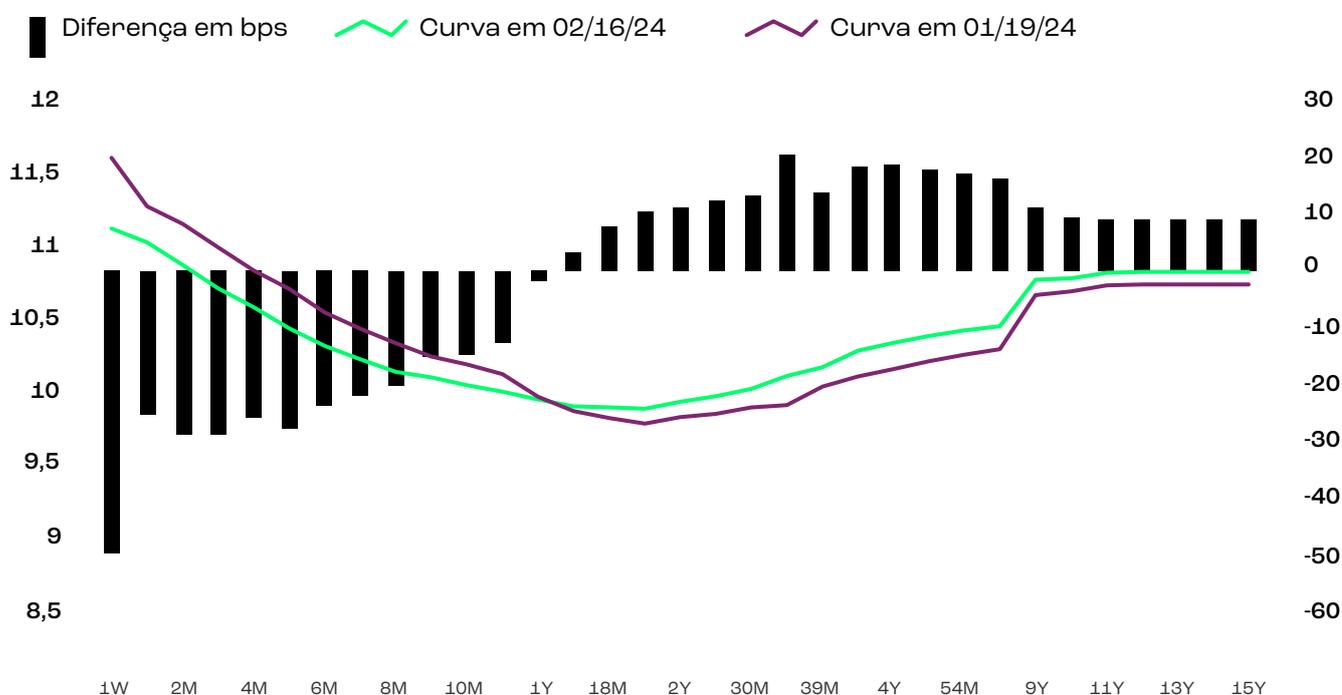
Assim, o Copom mantém, acertadamente, seu posicionamento de cautela. Reconhece que a atividade econômica tem desacelerado, que a inflação tem diminuído nas medidas mais amplas, mas ainda tem pontos de atenção nos componentes mais persistentes do índice. Por esse motivo, o BC seguiu com o corte de juros em 50bps, sinalizando que os próximos passos devem seguir a mesma lógica.

A atividade econômica permanece com resultados mais fracos do que os esperado para o setor de serviços e para o varejo, que vinham, junto com o agro, dando fôlego para o resultado do PIB nos últimos trimestres. Na divulgação mais recente, os

serviços avançaram 0,3% MoM – e a expectativa de alta era de 0,8%. O varejo, por sua vez, retraiu 1,3% quando investidores esperavam queda de 0,1%. A desaceleração é congruente com o nível alto que os juros brasileiros permaneceram por mais de um ano.

Assim, no último mês, a bolsa brasileira teve alta de 0,75%, puxada por resultados e pela continuidade do ciclo de cortes de juros. Os juros, por outro lado, ainda viram abertura na parte longa da curva, pressionados pela decisão do Fed no exterior. A parcela curta da curva seguiu observando fechamento, dada a continuidade do ciclo de afrouxamento conduzido pelo BC.

Curvas de juros Brasil



		2022	2023	2024	2025	2026
Atividade Econômica						
	Unidade					
Crescimento do PIB Real	%	2,9	2,9	1,5	1,75	2
Câmbio, Juro e Inflação						
	Unidade					
Taxa de câmbio - final de período	R\$/US\$	5,24	4,85	4,50	4,25	4,25
IPCA	Var. %	5,8	4,6	4,0	3,7	3,5
Selic - Final de período	Var. %	13,75	11,75	9,25	8,75	8,50