



consenso  
macroeconômico

*Março/24*

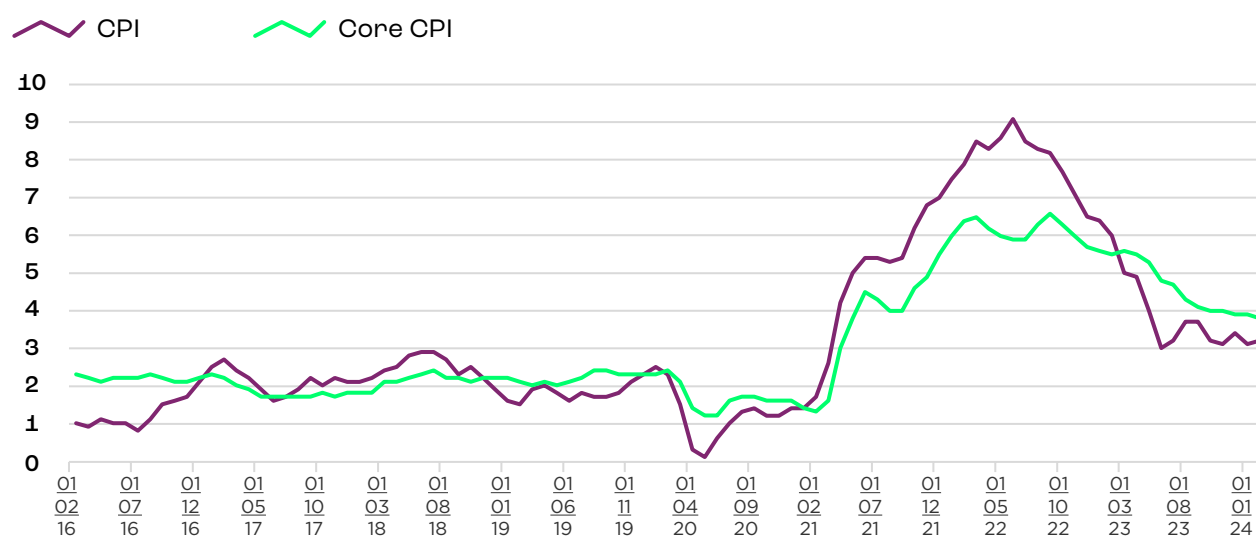
- Nos EUA, segue expectativa acerca de quais serão os próximos passos do FED.
- Resultados da NVIDIA apontam para caminho de produtividade com adoção de inteligência artificial.
- Na Europa, ECB diz que ainda não atingiu seus objetivos e que quer ter mais certeza sobre a conclusão do momento restritivo.
- Na China, em meio às dúvidas quanto ao modelo de crescimento, algumas pequenas boas notícias surgiram no último mês.
- No Brasil, a pouca movimentação do Congresso Nacional contrasta com o temor da intervenção nas estatais.
- Divulgação do PIB do quarto trimestre de 2023 indica estabilidade da economia brasileira, mas esperamos crescimento mais modesto para 2024.

## Cenário Internacional

A discussão no cenário internacional segue fortemente voltada para os próximos passos do Banco Central americano. Na primeira reunião do ano, o Fed alegou que precisaria de mais sinais de que o processo de desinflação estava consolidado a ponto de trazer a inflação americana para a meta.

O Fed já deixou claro o quão pouco provável era que essa confiança fosse alcançada até a reunião de março, mas os investidores continuam atentos aos dados, procurando saber quando os primeiros cortes poderão ocorrer. Os números deste mês, entretanto, não apontam para um processo linear de desinflação.

### Inflação Americana



De início, a inflação americana de fevereiro veio acima das expectativas, marcando 3,2% e o núcleo atingindo 3,8% nas variações ano contra ano. A variação dos preços, além de piorar com relação ao mês anterior, também se mantém acima dos objetivos do BC americano. Além disso, os dados de mercado de trabalho permaneceram aquecidos.

A taxa de desemprego ficou em 3,9% e, mais importante do que isso, o crescimento dos salários segue a um ritmo de 4,3% ao ano. As vagas abertas, que apontam para a demanda por trabalhadores, continuam elevadas: foram 8,8 milhões de postos de trabalhos abertos.

Esse cenário de economia aquecida afasta a possibilidade de cortes imediatos, como já comentamos, mas dirigentes do Fed ainda consideram em suas projeções cortes de juros para 2024. Com esse ritmo de convergência, a expectativa é de que o Fed comece seu afrouxamento em junho e realize três reduções até o final do ano. Em contrapartida, alguns economistas acreditam que mudanças estruturais tenham elevado o juro neutro americano. Assim, a restrição monetária atual não é tão alta como consideram os dirigentes, o que pode afastar ainda mais os primeiros cortes.

Além do Fed, outro tema ganhou relevância ao longo do mês. As empresas de tecnologia, mais especificamente a NVIDIA. A empresa, que tem atuação interligada com os serviços de inteligência artificial, apresentou resultados consistentes, dando prognóstico positivo para a adoção da tecnologia

que promete trazer considerável aumento de produtividade nos próximos anos.

Na Europa, o ECB também prefere esperar para realizar os primeiros cortes. Apesar da atividade mais fraca e de uma inflação com queda mais substantiva, o Banco Central Europeu alega que ainda não atingiu seus objetivos e que quer ter mais certeza sobre a conclusão do momento restritivo. Mesmo assim, investidores começaram a precificar cortes do ECB antes mesmo do Fed.

Na China, os riscos sobre o modelo de crescimento se mantêm, mas algumas pequenas boas notícias foram vistas no último mês. A primeira diz respeito aos dados de inflação, que retornaram para o terreno positivo, encerrando um período de cinco meses de deflação, e sinalizando uma volta da demanda agregada. Os dados de atividade também tornaram a operar mais fortes, sobretudo os referentes ao setor de serviços. Ambos os indicadores parecem melhorar em virtude dos efeitos de segunda ordem do feriado do ano novo lunar. Ainda não está claro se esses efeitos serão duradouros.

Além dos dados, o congresso do partido comunista chinês ocorreu em fevereiro. A reunião definiu a meta de crescimento para 2024 em 5%, objetivo parecido com o dos anos passados, uma surpresa lida como positiva. Do ponto de vista político, o congresso chinês apontou para mais concentração de ao redor do nome do presidente Xi Jinping, com o cancelamento da tradicional coletiva do premiê.

## Cenário Doméstico

Na conjuntura doméstica, ainda esperamos pelo aumento da atividade parlamentar. Até aqui, as discussões no Congresso seguem morosas, com poucos avanços nos principais temas e quase nenhuma aprovação no ano. Essa lentidão acontece em um ano com pouco tempo para aprovações em virtude do calendário das eleições municipais.

Apesar do Congresso menos movimentado, na frente política tivemos alguns desenvolvimentos importantes, sobretudo nas empresas estatais. Ao longo do último mês, a Petrobras divulgou a decisão de não pagar dividendos que eram esperados pelo mercado. A medida lembrou os investidores das intervenções feitas em governos anteriores e o aumento da percepção de risco afetou negativamente os indicadores financeiros.

Ainda na seara fiscal, o mês de fevereiro seguiu marcado pelas expectativas quanto ao tamanho do contingenciamento a ser visto no relatório bimestral, que é um balanço preliminar do resultado do governo. Nossa expectativa é de que o bom resultado da arrecadação permita atrasar os represamentos de gastos e a mudança da meta fiscal para o segundo relatório bimestral, que é divulgado em junho.

A despeito das conturbações, em parte vindas do cenário político, mas principalmente vindas do exterior, com o Fed estendendo o período de juros elevados, o BC ainda foi capaz de seguir o caminho programado. Fez dois cortes de juros neste início de ano e deve continuar nessa velocidade. As pressões, entretanto, provocaram uma mudança no direcionamento do BC, que passa a sinalizar apenas uma reunião à frente, aumentando suas opções no caso de eventuais ajustes de rotas.

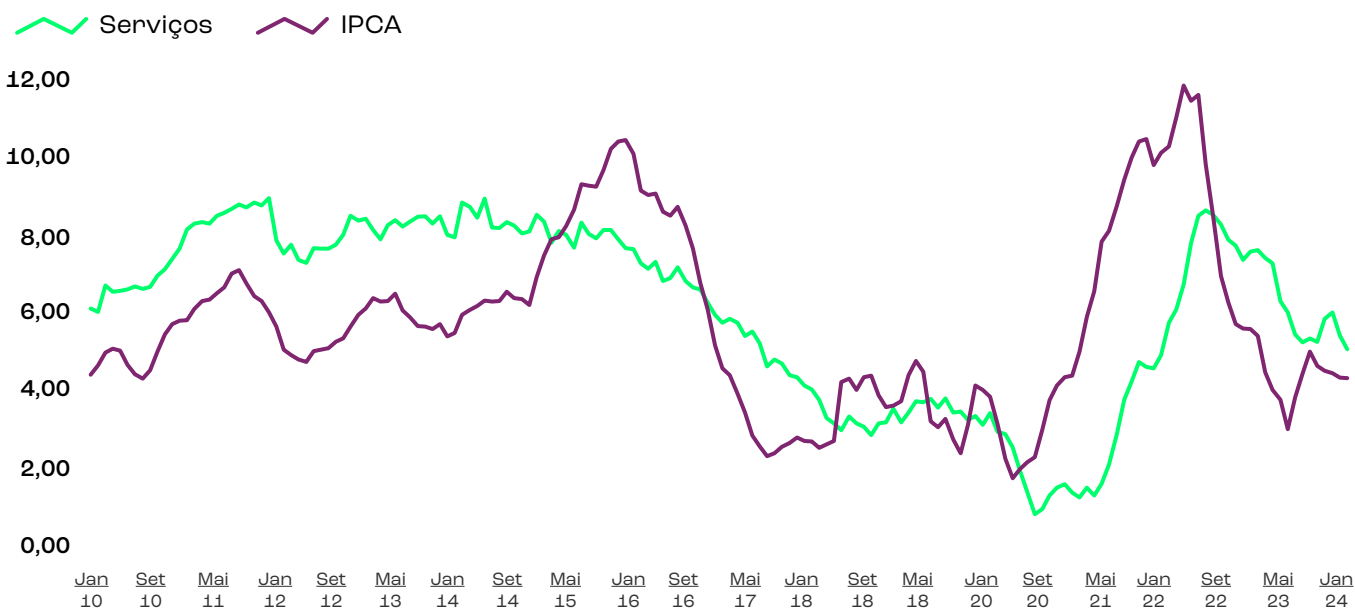
O BC pôde continuar cortando os juros, pois a dinâmica das variáveis macro teve pouca alteração. A inflação aos poucos desacelera, ainda que com os mesmos sinais de preocupação vistos nas últimas divulgações. Em fevereiro, o IPCA marcou 4,5%, mas a inflação de serviços ainda permanece operando acima dos objetivos do BC a 5,25%.

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.

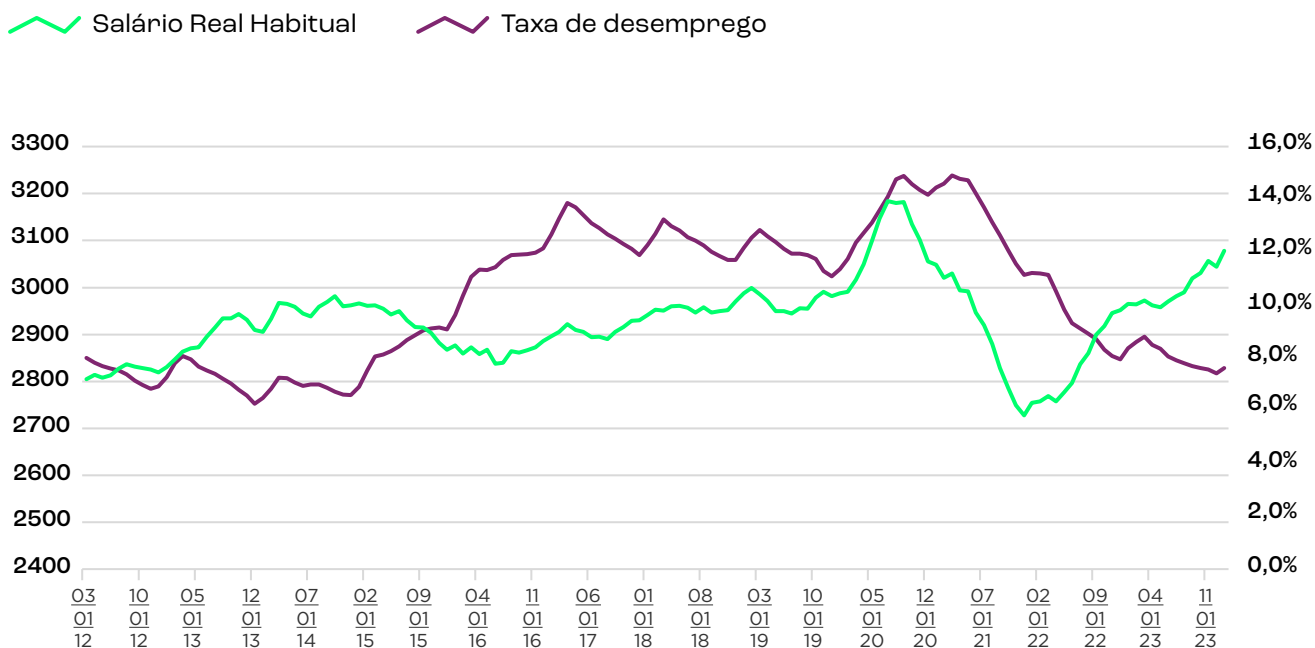
## Inflação Doméstica



Além disso, a dinâmica do mercado de trabalho e da atividade pode se provar desafiadora para a política monetária. A taxa de desemprego segue abaixo da taxa neutra, a 7,6%, e os salários têm se recuperado, alcançando os patamares observados no pré pandemia com alta anual de 3,8%, o que pode

ser traduzido em mais inflação a frente. Até aqui, o processo de desinflação coexistiu com um mercado de trabalho apertado tanto no Brasil quanto nos EUA, mas a persistência do aperto talvez represente um problema para que as autoridades monetárias consigam manter a inflação na meta.

## Mercado de trabalho



Neste mês, também tivemos a divulgação do PIB do quarto trimestre de 2023, que apontou para certa estabilidade da economia brasileira. O crescimento acumulado do ano foi de 2,9%. Apesar do crescimento positivo e forte do ano passado, houve desaceleração relevante no final do ano, com os primeiros trimestres representando parte expressiva do crescimento do período. O primeiro e o segundo trimestres tiveram alta média de 1%, enquanto os dois últimos trimestres tiveram registraram PIB estável. Os impulsos fiscais e o desempenho surpreendente do agro no início do ano foram responsáveis por mais um ano de crescimento acima do potencial. Assim, com esses dois efeitos perdendo força, seguimos esperando crescimento mais modesto para 2024, de 1,5%.

A desaceleração marcada no final do ano passado não está evidenciada nos primeiros dados do ano. As pesquisas mensais do IBGE sinalizam resultados acima do esperado para os serviços e para o varejo. O indicador mensal de atividade do BC, o IBC-Br, teve alta de 0,6% em janeiro. Ainda esperamos uma atividade mais fraca do que a do ano passado, mas os resultados têm levado as projeções para cima, podendo ser uma preocupação também para o BC.