



consenso
macroeconômico

Abril/24

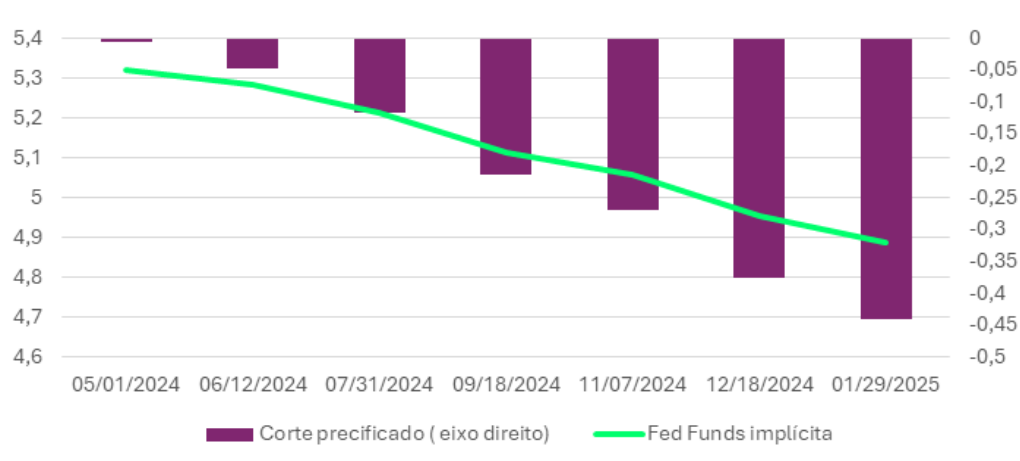
- As preocupações com o timing dos cortes de juros a serem promovidos pelo Fed permanecem
- No velho continente, as melhores condições fazem com que investidores já esperem que os cortes na Europa possam ocorrer antes do que as reduções nos EUA
- No Brasil, a percepção de risco fiscal e a desconfiança acerca da trajetória de cortes do Banco Central crescem
- A visão mais pessimista sobre o cenário externo e sobre o cenário doméstico prejudicou o desempenho dos preços dos ativos brasileiros

O último mês foi marcado por um aumento da aversão ao risco no cenário global. Em primeiro lugar, seguem as preocupações com o timing dos cortes de juros a serem promovidos pelo Fed. Até agora, a autoridade monetária americana não viu espaço para cortar os juros e espera que os próximos dados deem mais clareza de que a inflação irá convergir para a meta.

Resta evidente que a espera do Fed ainda não acabou. O dado mais recente da inflação nos EUA veio acima das expectativas, e acelerou a medida de 12 meses da inflação americana. O CPI marcou 0,4% contra 0,3% esperados e aumenta a 3,5% ao ano. Ao mesmo tempo, os indicadores de atividade não mostram perda alguma de fôlego da economia americana. Vendas no varejo seguiram fortes, bem como as últimas pesquisas da atividade mensal, conhecidas como ISM's.

Em termos de comunicação, o Fed não apontou para muitas mudanças de rota. Alega que, até aqui, a dinâmica das variáveis macro observadas não gera confiança suficiente para cortar, mas espera que essa clareza dos cortes possa ocorrer ainda em 2024. Nas projeções e nas declarações, os membros do FOMC sugerem que três cortes de juros, totalizando 75bps, poderão ser feitos neste ano. A ausência de sinais positivos até o momento já faz com que o mercado seja mais pessimista, precificando apenas 50bps de cortes para o ano, com reduções começando a partir de setembro. A percepção de menos espaço para cortes também é transmitida para o longo prazo. As treasuries de 10 anos já incorporam a possibilidade de que o juro neutro nos EUA seja mais alto do que era esperado e operam no patamar de 4,6%.

Cortes de juros Precificados na Curva Americana



Na seara de Bancos Centrais, a atenção também está voltada ao Banco Central Europeu, que pode iniciar seus cortes de juros na reunião de junho. No velho continente, a dinâmica de atividade e a inflação se comportam de maneira mais tradicional. A inflação desacelera, inclusive nos componentes mais persistentes, assim como a atividade. As melhores condições fazem com que investidores já esperem que os cortes na Europa possam ocorrer antes do que as reduções nos EUA.

A China continua vivendo suas preocupações com a estrutura de sua economia. Apesar de o primeiro trimestre ter apresentado crescimento forte, de 1,6% QoQ e acima do esperado, persiste certo receio para com a sustentabilidade desse desempenho. Os dados de atividade de frequência mais alta apontam

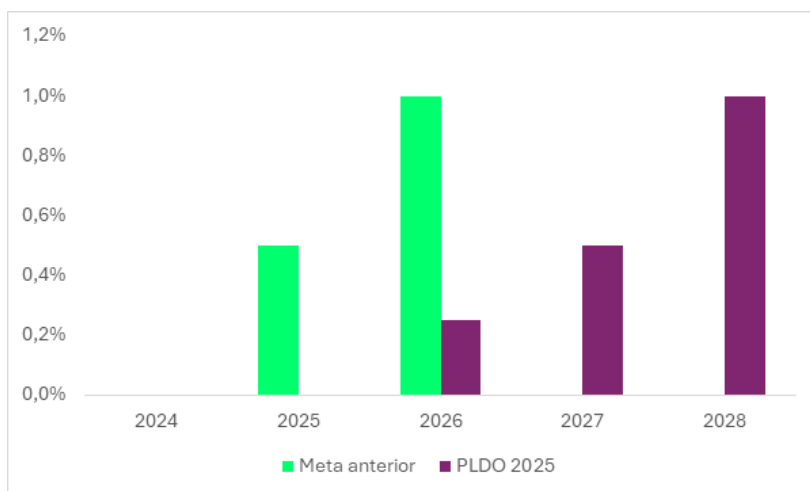
para certa fraqueza à frente e a inflação baixa segue sinalizando uma demanda agregada tímida.

Ao longo do último mês, outro tema que ganhou os holofotes foi o conflito no Oriente Médio, mais precisamente com o temor de que a guerra entre Israel e o Hamas poderia se espalhar pela região com a interferência direta do Irã na guerra. O impacto principal nas variáveis econômicas é o eventual aumento dos preços de petróleo, que, no momento, oscilam com a alta volatilidade. Esse é um tema que deve permanecer em destaque, mas as últimas notícias sinalizam que a participação do Irã de forma direta pode ter se limitado a apenas uma ação. Ainda assim, os eventos penalizaram ativos emergentes, com aumento da percepção de risco.

A piora do ambiente externo veio acompanhada da deterioração do cenário doméstico, com aumento da percepção de risco fiscal e desconfiança sobre a trajetória de cortes do BC. Toda essa movimentação foi causada por uma mudança das metas fiscais para valores de superávit primário mais baixos no PLDO de 2025.

Os investidores já não acreditavam completamente na possibilidade de que o governo pudesse cumprir os objetivos fiscais estabelecidos pelo novo arcabouço. Por isso, as metas apresentadas não correspondiam às expectativas dos agentes de mercado. O relatório Focus aponta déficit de 0,7% para este ano, enquanto o governo busca zerar o resultado primário. Para 2025, a expectativa era de déficit de 0,6%.

Metas de resultado primário



De todo modo, o governo seguia a narrativa de que as metas eram possíveis, e que poderiam ser cumpridas apenas com medidas pelo lado da receita. As mudanças do PLDO colocam ainda mais em xeque o compromisso do governo com o equilíbrio das contas públicas, elevando o prêmio de risco dos ativos locais. Para 2025, o governo projetava um resultado primário de 0,5%; agora, passa a buscar, mais uma vez, o equilíbrio. Para 2026, o resultado passa de superávit de 1% para 0,25%. O ano de 2027 tem agora a meta de 0,5% e 2028, de 1%.

Sobre o tema fiscal, há incerteza sobre o que deve acontecer com a meta deste ano. Até aqui, a forte arrecadação permitiu que a referência de déficit zero pudesse ser mantida, mas espera-se que zerar o déficit primário seja insustentável em junho, quando o governo revisitar a dinâmica das variáveis fiscais.

A piora do dólar, do risco fiscal, a abertura da curva e os eventos externos também trouxeram pressão para o BC. Apesar da inflação não ter apresentado grandes mudanças de trajetória, com uma lenta desaceleração e certa pressão para as medidas subjacentes, o BC se posiciona frente ao cenário de maior incerteza. As falas mais recentes de membros do Copom sugerem que os cortes de juros podem parar mais cedo do que os 9% apontados no relatório Focus.

A curva de juros passa a projetar apenas um corte de 25bps para este ano, com um juro encerrando 2024 a 10,5%. Nossas projeções são mais otimistas e consideram a Selic encerrando 2024 a 9,75%. Toda essa pressão sobre a autoridade monetária ocorre em meio ao início do debate sobre a sucessão do presidente do BC, a primeira no regime de Banco Central independente.

As variáveis macro seguem a tendência já observada. A atividade está forte no início deste ano, o que deve garantir um crescimento do PIB próximo de 2%. A inflação trouxe surpresa positiva, marcando variação de 3,93% YoY na última divulgação. A inflação de serviços continua acima dos objetivos do BC ao marcar 5,09%.

A visão mais pessimista sobre o cenário externo e sobre o cenário doméstico prejudicou o desempenho dos

preços dos ativos brasileiros. A moeda brasileira foi uma das mais prejudicadas no último mês, com uma valorização de 4,8% do dólar frente ao real, fazendo com que a moeda americana atingisse o valor de R\$5,20. O risco fiscal fez com que o real ficasse em último quando comparado com demais moedas emergentes. A curva de juros também foi fortemente prejudicada, com abertura de 70bps em quase todos os vértices.

Variação das Moedas emergentes no último mês

