



consenso
macroeconômico

RIO BRAVO

Maio
2024

- Visto que a política monetária americana é dominante para os ativos globais, os investidores não têm tido vida fácil em um cenário de incerteza quanto aos cortes de juros nos EUA;
- Na Europa, o maior desafio para que o ECB siga cortando os juros sucessivamente é a divergência entre a política monetária europeia e a política monetária americana
- No Brasil, sobram ruídos políticos: da queda do presidente da Petrobras, Jean Paul Prates, porque assumia postura “pró-mercado” à divergência entre os diretores do Banco Central por causa do corte de juros;
- A tragédia climática no Rio Grande do Sul deve trazer pressão adicional para a inflação e algum efeito negativo para a atividade

Embora os acontecimentos mais recentes nos EUA tenham gerado alguma trégua para o movimento de juros que aconteceu nos últimos meses, os ativos ainda são fortemente afetados pela incerteza a respeito dos cortes do Fed esperados para o ano.

Os dados de inflação ainda elevados e a atividade econômica forte fizeram com que a curva americana abrisse 20bps nos últimos dois meses, com os juros de 10 anos atingindo 4,5%. A sensibilidade das expectativas a respeito dos juros americana é tanta que saímos de sete cortes de juros esperados para 2024 em dezembro para apenas dois cortes precificados para o ano atualmente. Visto que a política monetária americana é dominante para os ativos globais, os investidores não têm tido vida fácil para navegar com vento de proa.

O cenário adverso, entretanto, foi levemente aliviado pelas últimas divulgação de dados. Para a atividade, vimos queda dos PMI compostos (índice de gerente de compras). Caindo de 52,1 para 50,9 nos dados publicados pela S&P Global, com o segmento de serviços recuando de 51,7 para 50,9, e o industrial, de 51,9 para 49,9. O resultado indica que o setor retornou ao território de contração.

Paralelamente, a abertura de vagas nos EUA medida pelo Non-farm Payrolls (folha de pagamento não-agrícola) e divulgada em maio seguiu desacelerando. De acordo com o Departamento de Trabalho, houve aumento de 175.000 no último mês. Esses dados mais recentes de atividade e do mercado de trabalho,

entretanto, não são suficientes para garantir uma trajetória de desaceleração da economia dos EUA. A percepção sobre os dados de inflação também é parecida. A última divulgação é um ponto positivo, mas não é capaz de garantir que os preços caminhem para os objetivos do Fed. O número mais recente dos indicadores de núcleo de inflação (que exclui os itens voláteis de alimentação e energia) subiu 0,3% ante março em linha com as expectativas. Com isso, a taxa anual do núcleo fica em 3,6% ante 3,8% no mês de março, valor que não é condizente com a meta do BC americano, mas que coloca novamente a inflação dos EUA em trajetória de queda.

Sendo assim, ainda não acreditamos que haja espaço para o Fed adiantar o início dos cortes de juros. As primeiras reduções do Fed Funds devem ocorrer no último trimestre do ano, assim como a precificação da curva de juros.

Nossa visão também se apoia na última decisão do Fed, que afastou a possibilidade de novas elevações dos juros e reforçou a ideia de cortes no ano. Além disso, o BC americano fez outro movimento mais dovish ao diminuir o ritmo de redução do balanço de ativos, de US\$90 bilhões por mês para US\$60 bilhões. O ritmo mais lento não exime o fato de que o Fed segue retirando liquidez da economia americana.

Na zona do Euro, a dinâmica de atividade e inflação vem se comportando de maneira mais benigna, o que favorece a expectativa de que o Banco Central Europeu (ECB) entregue o primeiro corte de juros em

junho, com alguns investidores apostando em uma possível sequência desses cortes na segunda metade do ano. O maior desafio para que o ECB continue cortando os juros sucessivamente é a divergência entre a política monetária europeia e a política monetária americana. No acumulado do mês, as curvas pouco se alteraram, com os títulos de 10 anos apresentando variações marginais negativas.

Ainda preocupada com a possibilidade de uma crise imobiliária, a China segue lidando com a possibilidade de que seu modelo de crescimento voltado para investimentos públicos no setor imobiliário e em infraestrutura esteja chegando a um momento de

esgotamento. Um sinal disso está presente no fato de que cada vez menos os investimentos da economia chinesa se traduzem em crescimento. Em 2008, um volume de investimento de 2,7% do PIB era capaz de 1% de crescimento no PIB. Atualmente, para ter o mesmo volume de crescimento, a China precisa de um volume equivalente a 8,1% do PIB.

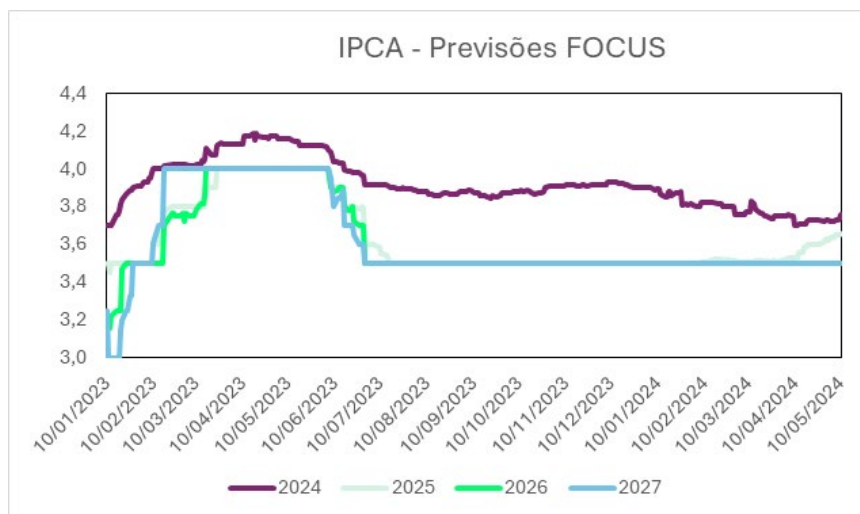
Assim, os esforços do governo para reaquecer a economia chinesa não têm sido suficientes. A demanda continua fraca, o que é evidenciado pelos fracos dados de inflação registrados no País.

O cenário internacional já desafiador se tornou ainda mais complexo para o investidor brasileiro em virtude das complicações do cenário doméstico. Ao longo dos últimos meses, a desconfiança fiscal cresceu, com a mudança das metas de inflação no PLDO de 2025, a região Sul do país foi acometida por uma tragédia climática e até o Banco Central tem sido alvo de ruídos políticos.

Apesar da quebra da sinalização prévia de um corte de 50 bps já estar precificada, o corte de 25 bps na última reunião COPOM trouxe volatilidade. A decisão em si não foi uma surpresa, pois economistas compartilhavam a visão de que a incerteza dos cenários externo e doméstico havia aumentado e de que, por isso, diminuir o ritmo de corte era válido. O incômodo veio em virtude da divergência nos votos dos membros do comitê. Os quatro membros que votaram por um corte de 50bps foram todos indicados pelo presidente Lula, o que gerou uma percepção de

que a composição da diretoria em 2025 poderá ser mais dovish do que o atual.

A ata publicada na semana seguinte esclareceu a divergência entre os diretores. O texto alega que os membros do Comitê que votaram pela redução de 50 bps também compartilhavam da mesma percepção de que o cenário estava mais adverso e que para frente o grau de liberdade da política monetária deveria ser elevado, sem que o BC desse novas sinalizações. Todavia, ponderaram o custo de oportunidade de não seguir o guidance, dado o possível dano reputacional na instituição, e “a redução no poder de suas comunicações formais”. Além disso, o restante do texto seguiu trazendo uma percepção bastante adversa para a convergência da inflação para a meta do BC no horizonte relevante para a política monetária. Há destaque para a piora das expectativas de inflação para 2025 registradas pelo Focus.

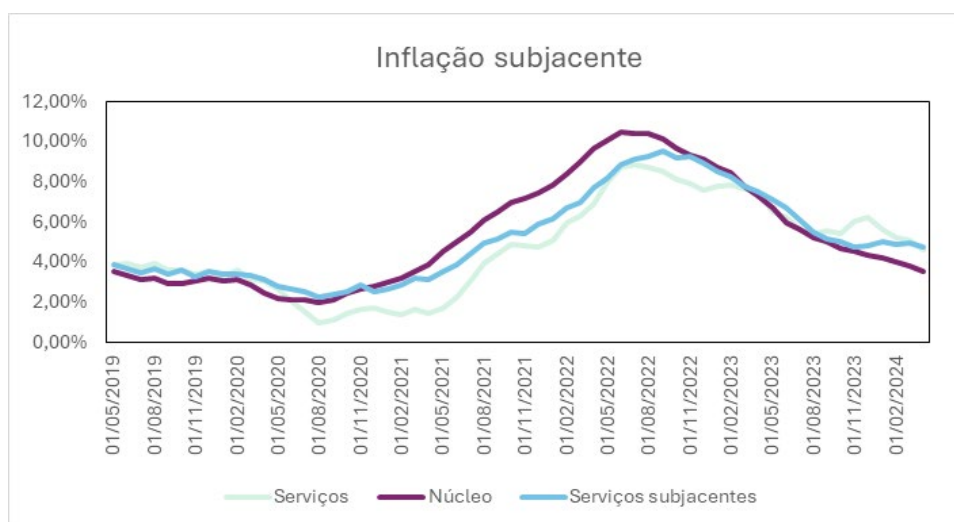


Dado o viés hawkish demonstrado pelo comitê, reforçado pelo compromisso com a manutenção de uma política monetária contracionista, vemos uma Selic a 10% ao final do ano. Apesar da tentativa de explicação na ata, a divergência dá mais relevância ainda para a indicação do próximo presidente do BC.

Dentro do tema fiscal, após as mudanças das metas de primário no PLDO colocarem ainda mais inseguranças sobre o compromisso do governo, o assunto ganha muito mais relevância com a crise humanitária causada pelas chuvas no Rio Grande do Sul. Os gastos com a tragédia são legítimos, mas devem tornar o objetivo de estabilizar a dívida pública mais difícil do que já era esperado pelo governo. Além dos impactos fiscais, os eventos no RS tendem a exercer pressão adicional para a inflação e algum efeito negativo para a atividade.

Outros ruídos políticos se somam ao cenário já desafiador, como a demissão do presidente da Petrobras, Jean Paul Prates, que assumia, de acordo com interlocutores políticos, uma postura “pró-mercado”. A expectativa é de que o novo indicado ao cargo retome uma condução da empresa mais parecida com a observada nos governos anteriores do PT.

Na seara dos dados econômicos, as divulgações recentes permanecem positivas. A inflação continuou desacelerando inclusive nas medidas subjacentes. O núcleo de maior preocupação, serviços, dada a sua persistência, também tem mostrado desaceleração, ainda que não tenha atingido um patamar condizente com os objetivos do Banco Central. Nesse último mês, o indicador de serviços publicado no IPCA saiu de 5,09% para 4,60%



Com a divulgação dos dados do IBC-Br em março, foi possível observar uma contração de 0,34% em relação a fevereiro, indicando algum arrefecimento. No trimestre, entretanto, ainda vemos uma atividade com índice marcando alta de 1,08%.

Na curva de juros brasileira de 10 anos, houve abertura acumulada de 80bps desde o início de abril, motivada em parte pela frequentemente comentada incerteza fiscal, e a polêmica da divergência entre os votantes do COPOM.

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Atividade Econômica	Unidade							
Crescimento do PIB Real	%	4,6	2,9	2,9	1,8	1,75	2	2
Câmbio, Juro e Inflação	Unidade							
Período	R\$/US\$	5,58	5,24	4,85	5,10	4,25	4,25	4,25
IPCA	Var. %	10,1	5,8	4,6	3,9	3,7	3,5	3,5
Selic - Final de Período	Var. %	9,25	13,75	11,75	10,00	8,75	8,50	8,50