

A close-up photograph of a woman with long dark hair, wearing large over-ear headphones and glasses. She is looking down at a smartphone held in her hands. The background is softly blurred with warm, yellowish light sources, suggesting an indoor setting like a cafe or office. The overall mood is focused and modern.

consenso
macroeconômico
RIO BRAVO

Junho
2024

- **Nos EUA, os indicadores despertaram otimismo junto aos investidores e a inflação veio marginalmente inferior às expectativas;**
- **Do outro lado do Atlântico, o ECB corta os juros e a Europa vê a inflação convergir gradualmente à meta estabelecida de 2%;**
- **Já a China tem suas mãos ocupadas com a contenção da crise imobiliária que acomete o país;**
- **No Brasil, Congresso e ministério da Fazenda não se entendem, provocando a deterioração da percepção de risco.**

Cenário Internacional

Os dados de mercado de trabalho que indicavam arrefecimento da atividade norte-americana, com as vagas de emprego em aberto recuando para patamares de 2021, para 8,05 mi, e a folha de pagamento privada mostrando desaceleração no mês, despertaram otimismo nos investidores. O baixo nível de desemprego, potencializado pelo aumento da mão de obra com os fluxos de imigração e impulsos fiscais da gestão Biden, é uma preocupação que se mostra persistente em todas as reuniões recentes. Assim, os resultados desses indicadores tiveram uma recepção excessivamente positiva, haja vista a escalada do preço dos contratos futuros de ações na semana de divulgação.

A ideia de que os impactos da taxa de juros mais restritiva pudesse estar finalmente se materializando no mercado de trabalho foi por terra com a divulgação dos dados da folha de pagamento não agrícola (Non-farm Payrolls). Foram 272 mil empregos adicionais, contra 185 mil projetados.

Após a sinalização mista dos indicadores, as projeções do FOMC e os comentários de Jerome Powell pós divulgação do CPI sanaram as dúvidas sobre a possibilidade de um corte de juros antes do esperado. A inflação americana veio marginalmente inferior às expectativas, mantendo-se estável em maio (0,0%), e totalizando 3,3% na variação 12

meses. Apesar do bom resultado, com os núcleos da inflação também se mostrando controlados, a preocupação dos membros do comitê não é o curto-prazo. Muito questionado, Powell reforçou inúmeras vezes durante a coletiva que o objetivo é “assegurar o nível máximo de emprego, e estabilidade total dos preços”, e não há pressa para cortar os juros. O compromisso continua sendo com a meta de inflação de 2%.

A resiliência da atividade americana demanda maior cautela. Não se sabe até que ponto é um fenômeno transitório, motivado por uma defasagem dos enormes impulsos fiscais do governo Biden. Uma trajetória divergente da dívida bruta do governo, choques de oferta via aumento da mão de obra motivada pelo influxo imigratório, ou um problema estrutural de uma economia menos responsiva a apertos monetários. De qualquer maneira, a paciência do Fed é apropriada.

Na zona do euro, o cenário é outro. O ECB (Banco Central Europeu) tomou as rédeas e foi o primeiro Banco Central a efetuar o corte de juros dentre as economias desenvolvidas. Desde dezembro de 2022, a Europa vê a inflação convergir gradualmente à meta estabelecida de 2% de forma benigna e sem muitas surpresas.



Com os fatores domésticos organizados, sem muita assimetria no processo desinflacionário dos participantes zona do euro, a trajetória se mostrava muito evidente até o último resultado do HICP, que veio ligeiramente acima da projeção. Ao destrinchar os componentes da inflação, notamos que serviços é o principal ponto de atenção, com restaurantes e hotéis mostrando pouca sensibilidade ao aperto monetário, e a possibilidade de alguma persistência inflacionária soa um alarme, mesmo que sutil, para próximas reuniões do ECB.

Ainda que o cenário local favorável seja o motivo crucial do início ciclo de cortes, a incerteza sobre os próximos passos da política monetária dos EUA não é um facilitador. Por isso, o ECB deve manter um posicionamento *meeting-by-meeting* para as próximas reuniões, sem antecipar ou prometer cortes.

Na outra parte do mundo, a China continua a observar reduções em seus preços de produção industrial e aumento significativo nos números de vendas no varejo, sem muitas alterações no cenário base, com a inflação na casa de 0,3% ao ano. Com a vantagem

competitiva nos preços, maiores restrições têm sido impostas às suas indústrias. Vimos a imposição de maiores tarifas sobre os veículos elétricos (VEs), baterias e semicondutores (“The new three”) por parte dos Estados Unidos, alegando competitividade desleal com as indústrias nacionais, e agora, a Europa também começa a esboçar reações. A Comissão Europeia planeja impor tarifas provisórias de até 38,1% sobre os VEs enviados pela China, somado ao imposto já existente sobre todos os importados dessa modalidade.

Com diversas preocupações que excedem apenas a probabilidade de uma nova escalada da guerra comercial, a China tem suas mãos ocupadas com a contenção da crise imobiliária que acomete o país. As estatais têm feito investimentos de enorme magnitude nos imóveis abandonados na tentativa de estabilizar o preço das casas. Entretanto, estudos mostram que o montante de RMBs direcionados à contenção da crise não integram 5% do que seria necessário para a resolução do problema (estima-se por volta de 20 trilhões de RMB, e foram investidos 300 bilhões até agora).

Cenário Doméstico

No Brasil, a falta de entendimento entre Congresso e ministério da Fazenda potencializou a piora da percepção de risco – muito motivada por uma política fiscal frágil.

Sem consenso na MP da desoneração da folha dos 17 setores, devido às críticas à limitação no uso de crédito do PIS/COFINS, o Congresso devolveu a medida. Sob a prerrogativa de ser mais uma das extensas medidas arrecadatórias do governo, houve animosidade na reação da Indústria e do Agronegócio. A consequência principal é um ministro da Fazenda que sai enfraquecido, que alega não ter um plano B, deixando a compensação nas mãos do Congresso para procurar medidas alternativas. É mais uma derrota de Haddad, na tentativa de fazer o Parlamento aprovar tributações.

Paralelamente, o trecho referente à taxa de produtos importados inferiores a US\$50, a “taxa das

blusinhas”, gerou confusão. Originalmente, havia sido retirada do texto do PL, mas, com a aprovação do Senado, o projeto volta para a Câmara dos Deputados. Essa dificuldade em aprovar medidas de aumento de impostos, a falta de diálogo, a falta de adesão nas pautas de redução de gastos, com um volume de despesas obrigatórias que cresce continuamente, transferiu a percepção de risco para o real.

O câmbio depreciou 4,05% entre maio e junho, e atingiu R\$5,36, a maior alta desde junho de 2023. O que se espera é uma reação mais aguda ao repasse cambial derivado da desvalorização da moeda. A performance do real, que, no início de 2023, trouxe força extra para a redução da pressão inflacionária via apreciação, agora torna-se uma preocupação adicional para o processo de convergência da inflação em direção à meta.



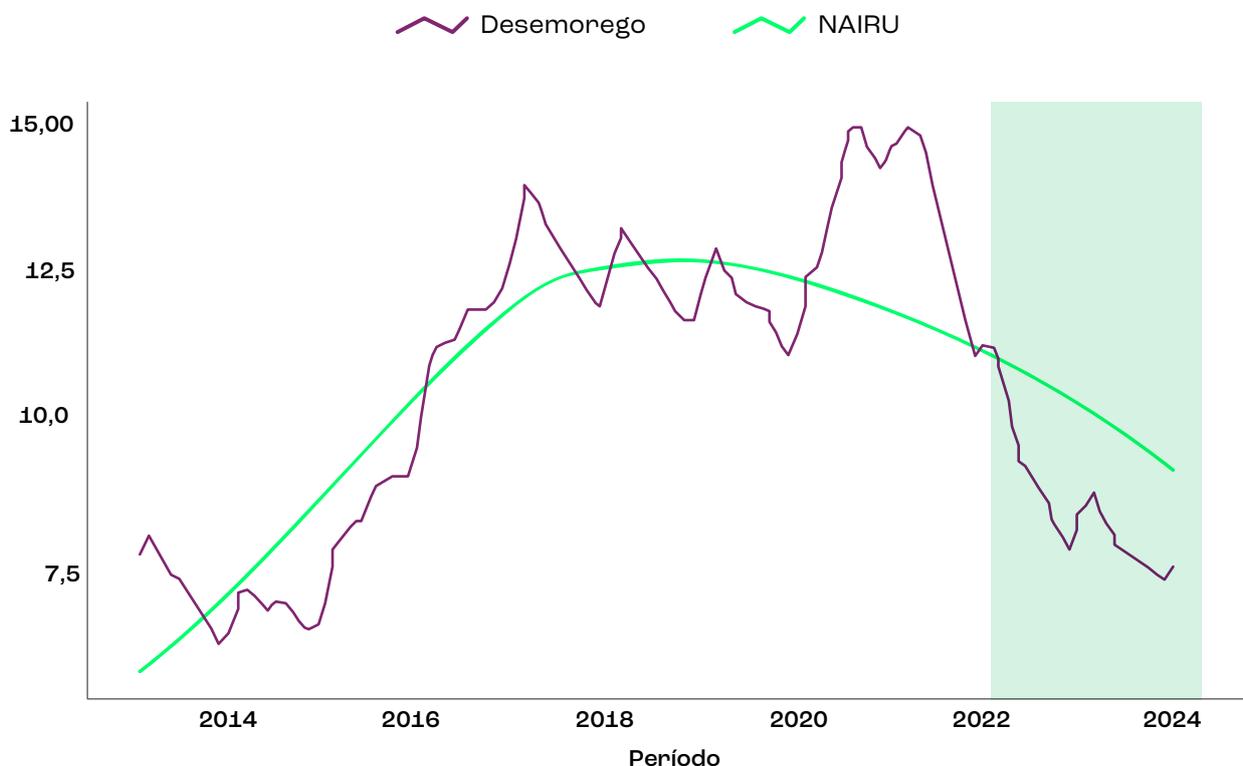
O Banco Central tem uma tarefa difícil à frente. A deterioração do ambiente doméstico, paralelamente à dubiedade do cenário externo, transmite dúvidas a respeito da continuidade do ciclo de cortes e já se manifesta nas revisões altistas do FOCUS. Com a narrativa de desancoragem das expectativas de inflação sondando o comitê de política monetária, espera-se uma reação mais cautelosa (e alinhada) dos membros na próxima reunião.

O diagnóstico é de uma economia doméstica que cresce com excessos. Na divulgação do PIB do primeiro trimestre, notou-se um crescimento de 0,8% da economia em relação ao último resultado, majoritariamente puxado pelo setor de serviços com 1,4% (vestuário sendo o destaque), e uma recuperação do setor agrícola de 11,3%. No lado da demanda, um crescimento do consumo das famílias

somado a uma “despoupança” que também chama atenção. No IPCA do mês, a inflação foi de 0,46% contra os 0,42% esperados pelos economistas, e o indicador chega à casa de 3,93 na variação de 12 meses. Os olhares se voltam ao componente de serviços, que chega ao patamar de 5,09% no acumulado 12 meses, com serviços subjacentes e serviços intensivos em trabalho crescendo 0,41% e 0,49% no mês, respectivamente.

O mercado de trabalho continua em patamares elevados em relação àquela que definimos como “taxa neutra de desemprego”. A PNAD mostra uma taxa de desocupação de 7,5% enquanto temos uma taxa de equilíbrio estimada em 9,25%, podendo ser definida como o nível de ocupação que não gera pressões inflacionárias advindas do desequilíbrio entre oferta e demanda no mercado de trabalho (NAIRU).

Taxa de desocupação vs Taxa de Equilíbrio



Fonte: Elaboração própria com dados do BCB.



É possível visualizar esse descompasso no gráfico acima, que demonstra que a taxa de desocupação atual está em nível inferior ao neutro estimado.

Simultaneamente, vemos aumento de 10,6% dos trabalhadores com rendimento superior a 2 salários-mínimos/ mês, e queda de 6,5% das pessoas com rendimento abaixo de 1 salário-mínimo em comparação com 2022.

A força e a magnitude dos impulsos fiscais já são observadas no aumento do consumo das famílias,

assim como na resiliência do setor de serviços, especialmente quando não há trajetória de declínio em direção à meta de inflação nas medidas subjacentes.

O crescimento da massa salarial, desacompanhado de incrementos na produtividade, e o desemprego muito baixo trazem a visão de um hiato do produto apertado. A preocupação reside na baixa capacidade de crescimento do Brasil, que, caso continue sendo empurrado por esforços fiscais expansionistas, será acompanhado de posteriores pressões inflacionárias.

		2022	2023	2024	2025	2026	2027
Atividade Econômica	Unidade						
Crescimento do PIB Real	%	2,9	2,9	1,8	1,75	2	2
Câmbio, Juro e Inflação	Unidade						
Taxa de câmbio - final de período	R\$/US\$	5,24	4,85	5,10	5,00	5,00	5,00
IPCA	Var. %	5,8	4,6	4,0	3,7	3,5	3,5
Selic - Final de período	Var. %	13,75	11,75	10,00	8,75	8,50	8,50

