

**consenso
macroeconômico**

 **RIO BRAVO**

Agosto
2024

- Nos EUA, muitos analistas passaram a acreditar que os efeitos da política monetária restritiva estavam impactando o mercado de trabalho mais intensamente do que o previsto;
- Na Ásia, o aumento na taxa de juros, apesar de não parecer expressivo, foi acompanhado de enorme volatilidade nos mercados;
- No Brasil, o mercado de trabalho demonstra um dinamismo surpreendente de acordo com os últimos dados da PNAD contínua.;
- Apesar dos ruídos no Banco Central, a retomada de credibilidade da política monetária permitiu queda das taxas de juros futuras de longo prazo, importante para a precificação de ativos de risco.

Cenário Internacional

Em agosto, os EUA vivenciaram um ponto de inflexão significativo no mercado, que passou de um cenário relativamente estável para um ambiente caótico, marcado pelo receio de uma possível recessão. No final de julho, as expectativas eram otimistas, uma vez que os economistas previam um "pouso suave" para a economia. Dados positivos sugeriam que o Banco Central americano estava cumprindo suas metas de estabilidade de preços e pleno emprego.

No entanto, na semana de 29 de julho, surgiram sinais de desaceleração no mercado de trabalho. A variação na folha de pagamento privada ficou abaixo das expectativas, e o ritmo de contratações diminuiu. As vagas de emprego também caíram em relação ao mês anterior. Esses dados pareciam confirmar uma desaceleração gradual no mercado de trabalho, conforme desejado pelo Federal Reserve (Fed).

Contudo, essa visão otimista foi desfeita pelos dados subsequentes. O índice dos gerentes de compras do setor de manufatura caiu acentuadamente, os pedidos de seguro-desemprego superaram as projeções, e o crescimento dos salários voltou a níveis próximos aos pré-pandemia. O impacto mais significativo, no entanto, veio da folha de pagamento não-agrícola. Com um aumento de apenas 114 mil empregos, bem abaixo da

expectativa de 175 mil, e um aumento inesperado na taxa de desemprego, que subiu de 4,1% para 4,3%, as expectativas do mercado mudaram drasticamente. Muitos analistas passaram a acreditar que os efeitos da política monetária restritiva estavam impactando o mercado de trabalho mais intensamente do que o previsto, transformando um possível "pouso suave" em um "pouso forçado".

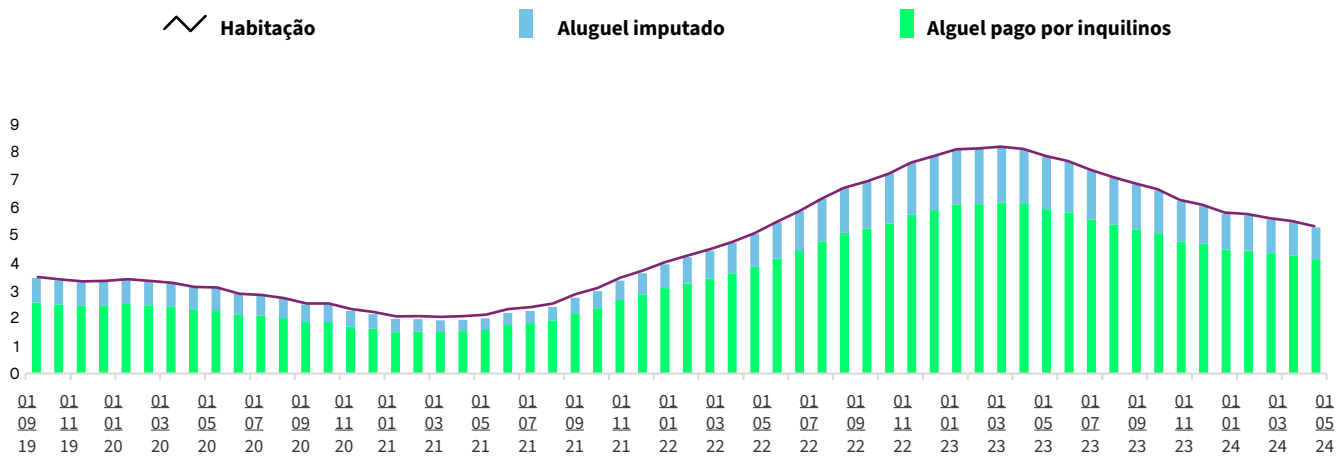
A reação dos mercados foi imediata e intensa. Houve forte fechamento na curva de juros, especialmente nos prazos intermediários de 2 a 5 anos, e as expectativas para as próximas reuniões do FOMC mudaram, antecipando cortes de 50 pontos base. O pânico chegou a gerar especulações sobre uma reunião extraordinária do Fed para agir com antecedência. No entanto, esse desespero não durou muito.

Nas semanas seguintes, os dados começaram a dar sinais de estabilidade. A atividade econômica no setor de serviços permaneceu aquecida, os pedidos de seguro-desemprego estavam alinhados às expectativas, e o volume de vendas no varejo surpreendeu positivamente. Esses resultados enfraqueceram o discurso de "pouso forçado". Com os dados subsequentes, as expectativas ajustaram-se para um cenário de "pouso suave", embora o consenso de mercado ainda preveja um corte de 50 pontos base na reunião do FOMC de setembro.

Em relação ao outro aspecto do mandato dual do Fed, a inflação mostrou resultados mistos. O índice Core PCE ficou próximo a 2,6%, e o Core CPI anual caiu para 2,9%, saindo de 3% pela primeira vez desde 2022. No entanto, a inflação persistente continua a ser um problema no setor

de serviços, principalmente nos preços de habitação e aluguéis imputados. O grupo de habitação apresentou uma inflação acumulada de 12 meses de cerca de 5%, bem acima da meta de 2% estabelecida pelo Fed.

Decomposição da habitação – Housing



Na Ásia, o principal destaque foi a conduta de política monetária adotada pelo BoJ. Ao longo dos últimos meses, observamos Japão apresentar maior dinamismo na atividade, o consumo mantendo em bons níveis, taxa de desocupação baixa e inflação controlada.

Contudo, com a recente depreciação do iene e maior vigor da fixação de preços por parte das empresas, surgiu uma preocupação do Banco Central japonês de um impacto mais agudo de repasse cambial nos preços dos bens importados. Não somente o aumento salarial proveniente das negociações salariais de gestão trabalhista (Shunto) tem se transmitido para os serviços intensivos em trabalho, mas também a preocupação do início de um ciclo vicioso entre salário e preços estava inclusa no balanço de riscos do BoJ.

Mesmo assim, o mercado demonstrou alguma surpresa quando o Japão elevou a sua taxa de juros de 0,1% a 0,25%. O aumento, apesar de não parecer expressivo, foi acompanhado de enorme volatilidade nos mercados. Com a redução do diferencial de juros entre o Japão e

outras economias, observamos, naturalmente, o iene se apreciar perante outras moedas. A apreciação tornou-se excessivamente nociva ao passo que observamos as consequências nas operações de carry-trade. Os empréstimos tomados em moeda japonesa, e alocados em outros ativos de risco, sejam moedas, ações de tech, ou criptos, tornaram-se expressivamente mais caros, levando a prejuízo nas operações. As posições foram desmontadas, e evidentemente, as bolsas despencaram.

O resultado foi a “black monday” no dia 05/08. Marcada pelo circuit breaker no Nikkei, com o receio dos investidores de não conseguirem honrar os seus compromissos junto aos bancos japoneses.

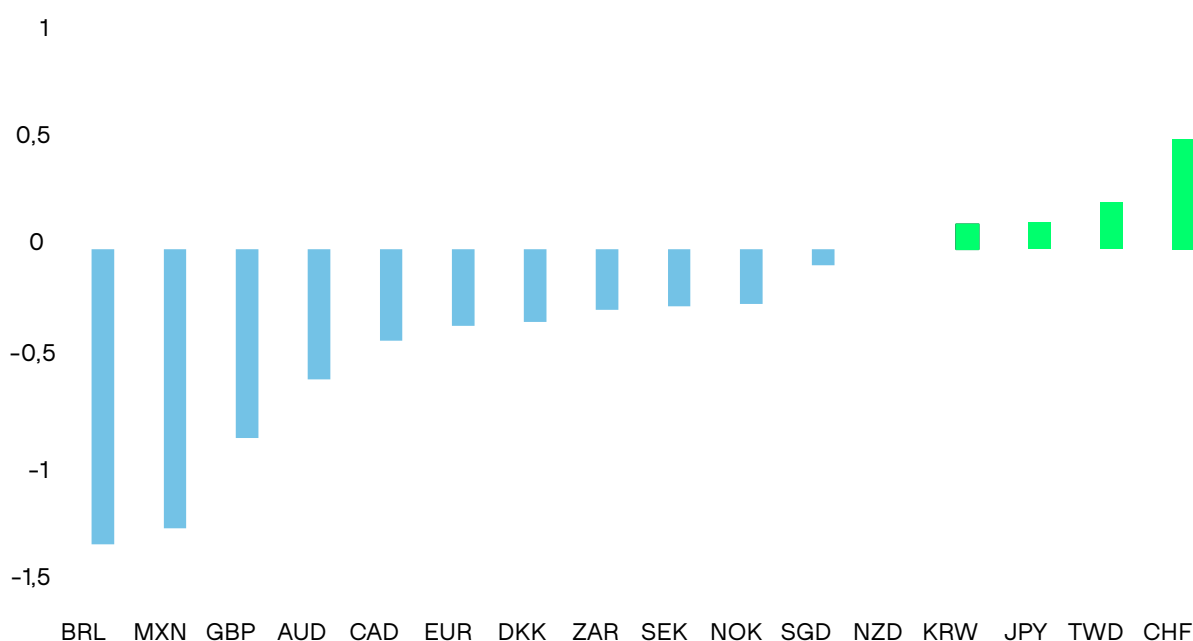
Depois do ajuste, com a maioria do desmonte das posições de carry-trade já concluído, observamos redução da volatilidade observada nos mercados. Entretanto, acreditamos que o BoJ deve seguir o seu plano de política monetária contracionista com mais cautela, analisando o cenário e o ânimo dos investidores, e conduzindo os ajustes de maneira gradual.

No Brasil, observamos o mercado de trabalho apresentar um dinamismo surpreendente nos últimos dados da PNAD contínua. A taxa de desemprego caiu para 6,9%, sua mínima histórica em uma década. O rendimento real médio efetivo dos trabalhadores avançou 0,6% em junho, e 4,5% no ano contra ano. Além disso, a atividade se mostra bastante aquecida, como pudemos observar pela pujança do setor de serviços, e a divulgação do IBC-Br, que superou as projeções de junho em sua divulgação, crescendo 1,5% ante os 0,5% previstos. Em suma, o aperto monetário não tem se mostrado suficientemente restritivo quando analisamos o crescimento da economia. Do lado dos preços, o IPCA registrou inflação de 0,38% ante o consenso dos economistas de 0,35%, chegando a 4,5% na variação acumulada de 12 meses, encostando no limite superior da meta estabelecida pelo Banco Central. O resultado reforça a tese de que a convergência da inflação tem se dado em velocidade inferior à desejada, ainda em função de uma resiliência grande do componente de serviços, especialmente os serviços intensivos em trabalho, refletindo a evolução dos custos em mão de obra.

No campo das expectativas, vimos uma mudança rápida na formação de opinião dos agentes ao longo do mês. Inicialmente, observávamos o dólar perdendo força, com a narrativa de “pouso suave” ainda dominante, o que em tese deveria favorecer o nosso processo de convergência da inflação em direção à meta, retirando, assim, pressão da curva de juros.

Entretanto, depois da divulgação da folha de pagamento não-agrícola dos Estados Unidos, o medo se alastrou nos mercados, e vimos o discurso de que talvez o pouso se daria de uma maneira mais forçada que a desejada. O pânico dos mercados foi acompanhado de uma apreciação forte do dólar, com os títulos americanos agindo como um porto seguro no contexto de incerteza, e a saída de fluxos se deu de maneira mais intensa nos países emergentes – e o Brasil, evidentemente, não foi exceção. O dólar atingiu quase R\$5,80. Com o episódio, veio a piora da percepção de risco, com ruídos sobre a necessidade de uma elevação da Selic.

Spot Returns (%) vs USD – YTD



Na reunião do COPOM, que aconteceu na última quarta-feira de julho, os membros optaram de forma unânime pela manutenção da Selic em 10,50% com tom mais cauteloso diante da volatilidade no exterior e da desancoragem das expectativas de inflação no Brasil. Após a divulgação da ata, vimos uma assimetria maior no balanço de riscos, com o câmbio persistentemente mais pressionado sendo um fator adicional, paralelamente aos outros fatores já familiares, o hiato do produto apertado, o aquecimento no mercado de trabalho, a persistência da inflação de serviços e a desaceleração da convergência em direção à meta. O BC ressaltou, mais uma vez, a importância de uma política fiscal responsável e crível.

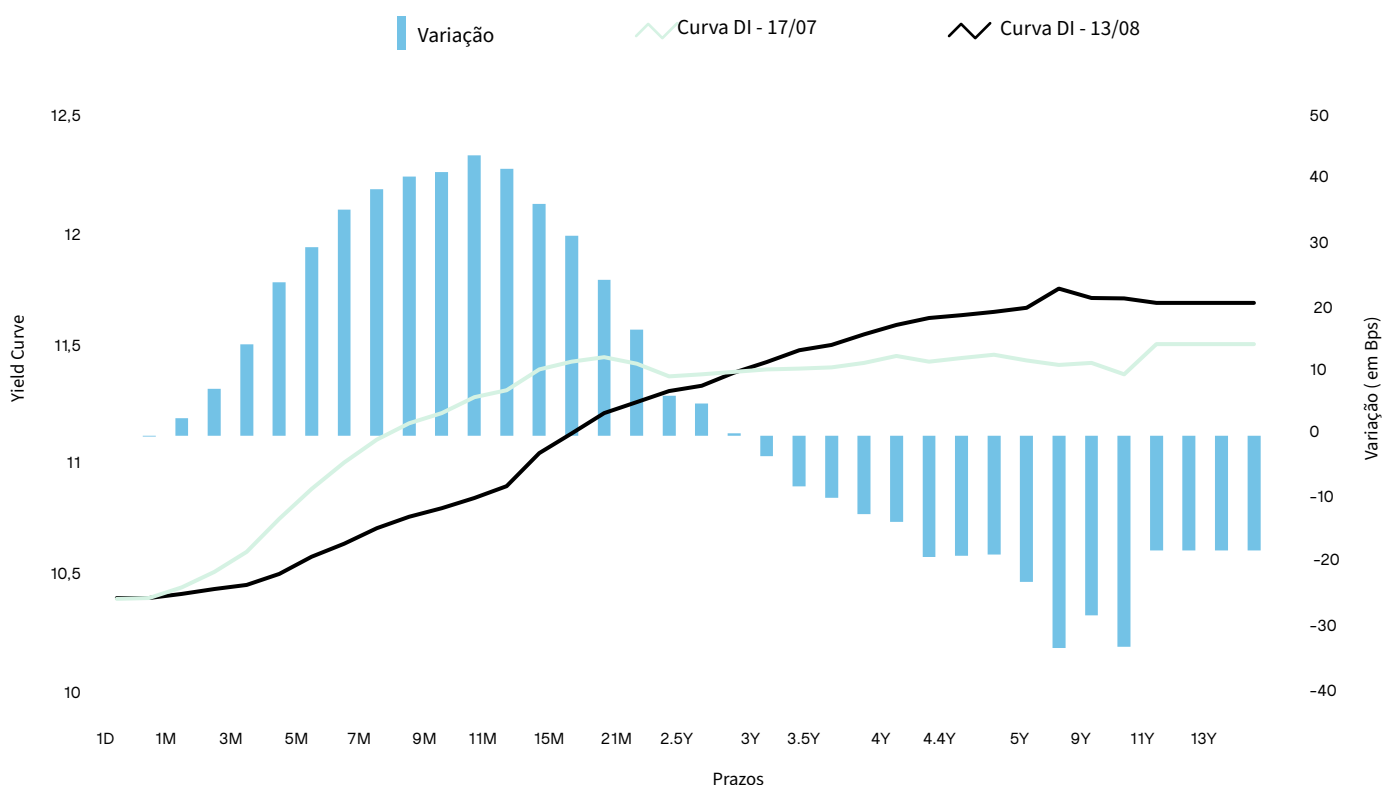
A ata, paralelamente ao cenário visivelmente mais desafiador, corroborou para a visão de que o BC estaria pavimentando o caminho para um possível novo ciclo de alta de juros. Entretanto, os membros do comitê ainda reforçam a ausência de um guidance e afirmam que agirão de acordo com a evolução dos dados.

O movimento das semanas posteriores foi interessante. Observamos o cenário externo melhorar gradualmente, e a narrativa de “pouso suave” nos Estados Unidos voltou a ganhar espaço com a divulgação dos dados

de atividade econômica ainda mostrando robustez e alinhamento com as projeções. Com isso, o dólar foi perdendo força gradualmente, saindo do patamar alarmante. Mesmo assim, a curva de juros do Brasil ainda mostrava abertura nos prazos mais curtos, e fechamento expressivo, traduzindo as expectativas de um novo ciclo de alta ainda em 2024. Logo ficou claro que a mudança repentina não derivava apenas do dólar.

Após a decisão dividida de 5 a 4 para aumento de 25 pontos da SELIC em 08/05, o Banco Central viu sua credibilidade se deteriorar, o que colaborou para o aumento das taxas de juros futuras, a desvalorização do câmbio e do aumento das expectativas de inflação. Recentemente, os diretores passaram a mostrar maior coesão nos votos e na comunicação de maior vigilância com a inflação. O diretor de política monetária indicado por Lula, e forte candidato a próximo presidente da instituição, tem sido a voz mais rígida com a desancoragem das expectativas de inflação e sobre a necessidade de recuperar a credibilidade. A reação foi a esperada, revertendo a piora nos ativos de risco domésticos, com aumento das expectativas de aumento de juros no curto prazo levando a queda das taxas de juros futuras e valorização do real.

Curva de Juros - Pré x DI



Apesar de contraintuitivo, vimos a bolsa brasileira atingir a sua máxima histórica em meados de agosto, simultaneamente a uma discussão de aumento dos juros. O resgate de credibilidade da política monetária permitiu queda das taxas de juros futuras de longo prazo, importante para a precificação de ativos de risco.

O ambiente externo favorável também contribuiu com a volta da percepção de desaceleração controlada da economia americana e a retomada do investimento estrangeiro em ações no Brasil.

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Atividade Econômica								
Crescimento do PIB Real	%	4,6	2,9	2,9	2,3	1,8	2	2
Câmbio, Juro e Inflação								
Taxa de câmbio - final de período	R\$/US\$	5,58	5,24	4,85	5,35	5,35	5,25	5,25
IPCA	Var. %	10,1	5,8	4,6	4,2	3,8	3,5	3,5
Selic - Final de período	Var. %	9,25	13,75	11,75	11,75	10,50	9,75	9,50