consenso macroeconômico

RIO BRAVO

Setembro
2024

- **Depois de um período conturbado, os EUA parecem retornar à normalidade. “Chegou a hora de cortarmos os juros”, disse o presidente do FED.**

- **O que pode ser abstraído das falas do presidente do FED é que os membros do comitê não esperam uma recessão**

- **No cenário doméstico, o Brasil vivencia o nível de desocupação (em 6,8%) mais baixo da série histórica iniciada em 2012. Entretanto, esses números trazem consigo a inflacionária.**

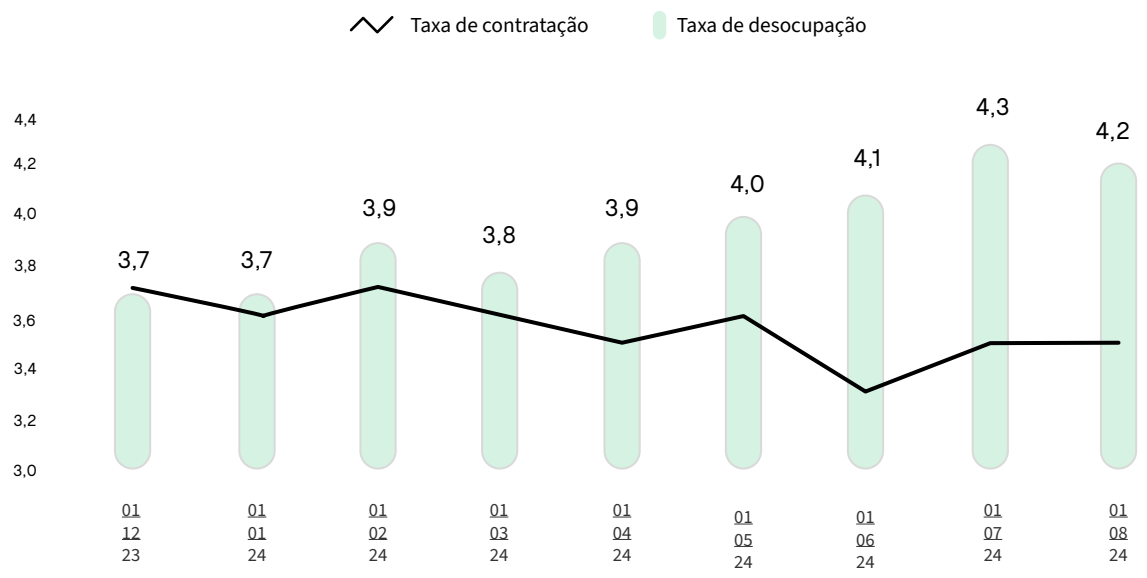
- **E a pergunta que nasce dessa análise é a seguinte: o que acontecerá com a inflação se o ganho de produtividade não se sustentar?**

Cenário Internacional

O final de agosto foi marcado pelo simpósio anual de economia de Jackson Hole, no Kansas, Estados Unidos. O evento, que reúne banqueiros centrais e acadêmicos de todo o mundo, teve a apresentação de vários artigos e discussões profundas de tópicos centrais da economia. Entretanto, o destaque do simpósio foi uma frase bem simples dita pelo presidente do FED em seu breve discurso: “Chegou a hora de cortarmos os juros”. Os Estados Unidos, depois de um período conturbado, com uma inflação de serviços extremamente resiliente e um mercado de trabalho bastante aquecido, parecem estar retornando à normalidade. O comportamento anômalo da economia nos últimos dois anos levou, muitas vezes, ao questionamento sobre a eficiência da política monetária, e a conjectura de que talvez estivéssemos diante de um contexto de maior juro neutro, com a atividade menos sensível à taxa de juros.

Talvez a defasagem em que o aperto monetário se materializou na economia tenha sido superior à observada no histórico, mas os seus efeitos estão sendo sentidos. Observamos a inflação em trajetória de convergência para a meta estabelecida de 2%, com o FED ganhando bastante confiança em relação à sustentabilidade desse movimento. O PCE, índice de inflação perseguido pelo FED, acumulado em 12 meses chegou em 2,5% na última divulgação de agosto, enquanto o núcleo desacelerou para 2,6%. Apesar de observarmos o componente de serviços ainda bastante pressionado, especialmente no setor de habitação (5,26%), a perspectiva dos próximos meses é de retração nessas medidas. Olhando para o outro objetivo do FED, o mercado de trabalho vem mostrando contínuo enfraquecimento nos últimos meses. Por mais que exista um debate sobre a intensidade em que esse arrefecimento tem se dado, com as revisões da folha de pagamento revelando aproximadamente 840k empregos a menos que o inicialmente estimado no período de abril de 2023 a março de 2024, o fato é que o nível de emprego continua robusto, e próximo ao que o FED denomina de “pleno emprego”. Com a taxa de desocupação caindo de 4,3 para 4,2% no mês passado, vemos que o mercado de trabalho se encontra bastante saudável. A geração de empregos em agosto mostrou melhora em relação ao resultado de julho, com acréscimo 142k empregos, apesar de ter ficado abaixo das projeções, a quantidade de vagas abertas recuou de 7,9 para 7,6 milhões no mês, e os pedidos de seguro-desemprego ficaram bem alinhados com as projeções. O medo de uma recessão parece ter perdido força.

Desemprego nos EUA (Ajustado sazonalmente)



Vemos ainda a atividade resiliente, com a segunda leitura do PIB do 2º trimestre elevando o crescimento de 2,8% para 3%, com uma revisão altista relevante no componente de consumo pessoal. As vendas no varejo permanecem em território positivo nas últimas duas divulgações, superando as projeções, e a atividade econômica do setor de serviços está estável, se distanciando do terreno restritivo.

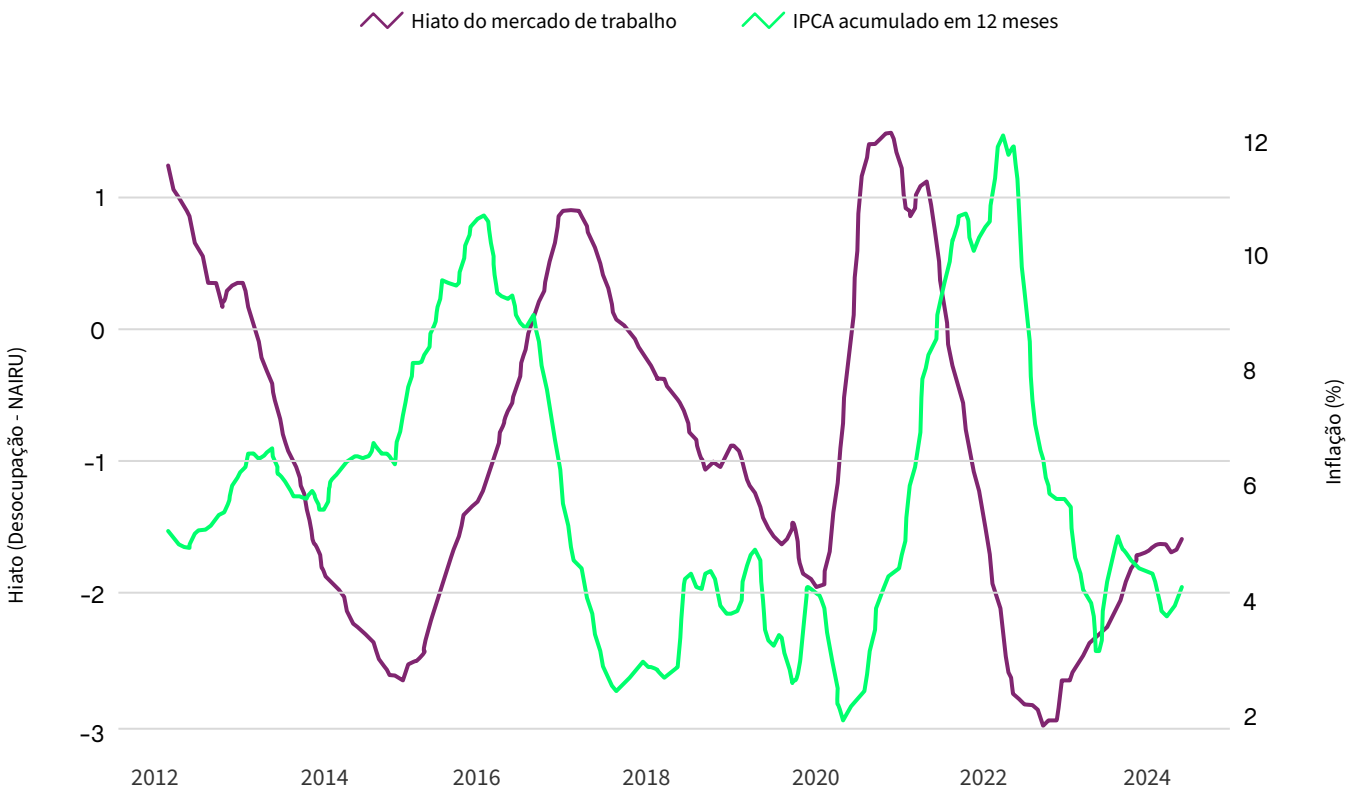
O somatório desses fatores nos leva ao evento mais aguardado dos últimos anos: a decisão de política monetária do FED, realizada no dia 18/09. O debate entre a magnitude do corte efetuado bem-estava muito dividido. A ala que defendia um corte menor sustentava a ideia de que o cenário ainda é incerto, demandando cautela nos próximos passos, e que um corte de 50bps causaria pânico nos mercados, por indicar de forma implícita uma situação mais grave que a realidade. Do outro lado, os defensores do corte mais acentuado argumentavam que, caso o cenário se mostrasse mais severo do que o inicialmente previsto, os membros do comitê seriam questionados sobre o porquê não agiram de maneira prospectiva.

Apesar do debate, o FOMC optou, por doze membros a um, por reduzir a sua taxa básica de juros em 0,5%. O comunicado, no entanto, divergiu da assertividade da decisão, pois destacou a incerteza e a cautela. Não houve nada que indicasse um *guidance*, ou qualquer garantia de que vejamos cortes posteriores nas próximas reuniões. O Banco Central não explicitou as razões da preferência para um corte maior. A ausência de um *guidance*, somada à objetividade e pragmatismo de Powell na conferência pós FOMC, por um lado, e a surpresa na decisão, do outro, gerou menos volatilidade do que o esperado. No entanto, o que pode ser abstraído das falas do presidente do FED é que os membros do comitê não esperam uma recessão.

No Brasil, o cenário é diametralmente oposto. Enquanto os EUA se preocupam com o arrefecimento do mercado de trabalho, o Brasil vivencia o nível de desocupação (em 6,8%) mais baixo da série histórica iniciada em 2012. É evidente que o alto nível de emprego é uma boa notícia, ainda mais quando se vê esse movimento acompanhado de um aumento significativo do rendimento real médio dos trabalhadores. Entretanto, também gera pressão inflacionária.

Em julho, a massa de rendimento real efetivo cresceu mais de 7% em relação ao mesmo mês de 2023, e no mesmo período tivemos crescimento de 3% da população ocupada. Estamos em um mercado de trabalho muito apertado, que, historicamente, significaria inflação mais alta. Ganhos significativos de produtividade poderiam evitar esse aumento, mas dificilmente ocorrem em curto espaço de tempo. A pergunta que nasce dessa análise é a seguinte: o que acontecerá com a inflação se esse ganho de produtividade não se sustentar?

Desemprego nos EUA (Ajustado sazonalmente)



Historicamente, o que se observa é que um maior hiato do mercado de trabalho, isto é, a diferença do nível de desocupação corrente em relação à estimativa de seu nível que não gera pressões inflacionárias, ou seja, “neutro” precede períodos de alta inflação, com uma defasagem trimestral. Atualmente, esse nível de equilíbrio encontra-se, nas nossas estimativas, em 8,53, contra uma desocupação corrente de 6,8. Ou seja, um hiato de -1,73. Todavia, o efeito parece não ter sido transmitido para a inflação da mesma maneira em que observamos outros ciclos de hiato negativo. Uma hipótese preliminar para essa análise seria a de que o acréscimo transitório da produtividade tem mitigado os efeitos inflacionários advindos do mercado de trabalho.

Esse assunto se relaciona diretamente ao tópico principal do mês no Brasil: a discussão sobre a política monetária. Observamos, desde o último COPOM, o nascimento de uma narrativa de um novo ciclo de alta de juros, sob o pretexto de que o nível atual não seria suficiente para entregar a inflação na meta dentro do horizonte relevante, isso é, o primeiro trimestre de 2026. De fato, com a divulgação do PIB do 2° trimestre sendo mais um resultado de atividade que supera as projeções por uma boa margem (1,4% versus 0,9%), notamos que a economia segue bastante resiliente e muito puxada pelo consumo do governo e das famílias pela ótica da demanda. Os gastos do governo revelaram crescimento interanual de 3,1%. A visão de um “tsunami de renda” do governo corrobora para a análise de que os impulsos fiscais elevados do primeiro semestre estão dificultando a tarefa do Banco Central, e o resultado foi um divisor de águas nas expectativas dos economistas, que foram paulatinamente se convencendo da necessidade de um aperto monetário ainda mais restritivo.

Apesar de agosto ter trazido a primeira deflação em mais de um ano – com 0,02% no mês – e reduzindo a variação acumulada em doze meses da inflação de 4,5% para 4,24%, o principal contribuinte desse resultado, a energia elétrica, agora deve ser um grande desafio para os próximos meses. O repentino anúncio de bandeira tarifária vermelha 1 para setembro trará impactos altistas para o IPCA, em meio ao receio de uma nova crise hídrica, os próximos meses também despertam preocupações com os reajustes de tarifa de energia. Ao mesmo tempo, estudos têm mostrado que os efeitos do repasse cambial derivados da depreciação do real em 2024 já estão sendo sentidos por grande parte dos industriais importados, e sob o contexto de hiato do produto apertado e mercado de trabalho forte, os impactos devem ser ainda mais agudos. Ou seja, a perspectiva dos próximos meses não é boa para a inflação.

Nesse contexto, tivemos a 265ª reunião do COPOM, e o comitê optou, unanimemente, por aumentar a taxa de juros em 25 bps, elevando-a de 10,5% a 10,75%. O comunicado teve um tom pesado, e os membros foram claros em ressaltar que o balanço de riscos está assimétrico para os seus riscos altistas, com o câmbio mais depreciado, as expectativas de inflação progressivamente mais desancoradas, a economia operando acima da sua capacidade produtiva, e um mercado de trabalho bastante apertado. Afora isso, reforçaram, mais uma vez, a necessidade da sincronia entre as políticas monetária e fiscal, visto que elas têm andado em contramão, dificultando o processo de convergência da inflação em direção à meta. Apesar de não firmar compromisso com próximos movimentos e não esboçar um *guidance*, os investidores observaram no comunicado que o cenário de referência do Banco Central ainda não seria suficiente para alcançar o centro de 3% da meta, o que fomentou a ideia de que talvez vejamos um ciclo de alta até superior àquele previsto pelo mercado, que antevê 150 bps.

Na esfera fiscal, o destaque foi a divulgação do Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) de 2025. O texto tem sido questionado devido às premissas otimistas de arrecadação, que parecem irrealistas, e pela sustentabilidade da dívida para os anos futuros. A maior parte dos ajustes propostos na receita são "não recorrentes", como a reoneração da folha de pagamento em 17 setores, e não estruturais. Outras medidas arrecadatórias, como o aumento da CSLL e a elevação dos impostos sobre JCP de 15% para 20%, ainda precisam ser aprovadas pelo Congresso e foram rejeitadas por Senado este mês em algumas entrevistas. E, além do mais, o governo não parece apenas estar superestimando sua receita, mas também subestimando suas despesas. Há grande dúvida sobre os números de algumas despesas, especialmente as previdenciárias como o próprio Benefício de Prestação Continuada (BPC).

O ceticismo em relação à PLOA 2025 é válido, e o crescimento das despesas obrigatórias ainda precisa de ajustes além do lado da receita. As despesas crescem permanentemente, e as compensações não-recorrentes da receita não são soluções duradouras. As compensações arrecadatórias têm um limite de aceitação que já está sendo testado pelo governo.

O novo arcabouço fiscal não controla o crescimento das despesas e o resultado primário que o governo promete entregar com muito esforço não controla a dívida pública. Tudo indica que, nos próximos anos, o Banco Central irá operar com taxas de juros mais elevadas do que a média recente para compensar a falta de rigidez com as contas públicas.