



consenso  
macroeconômico

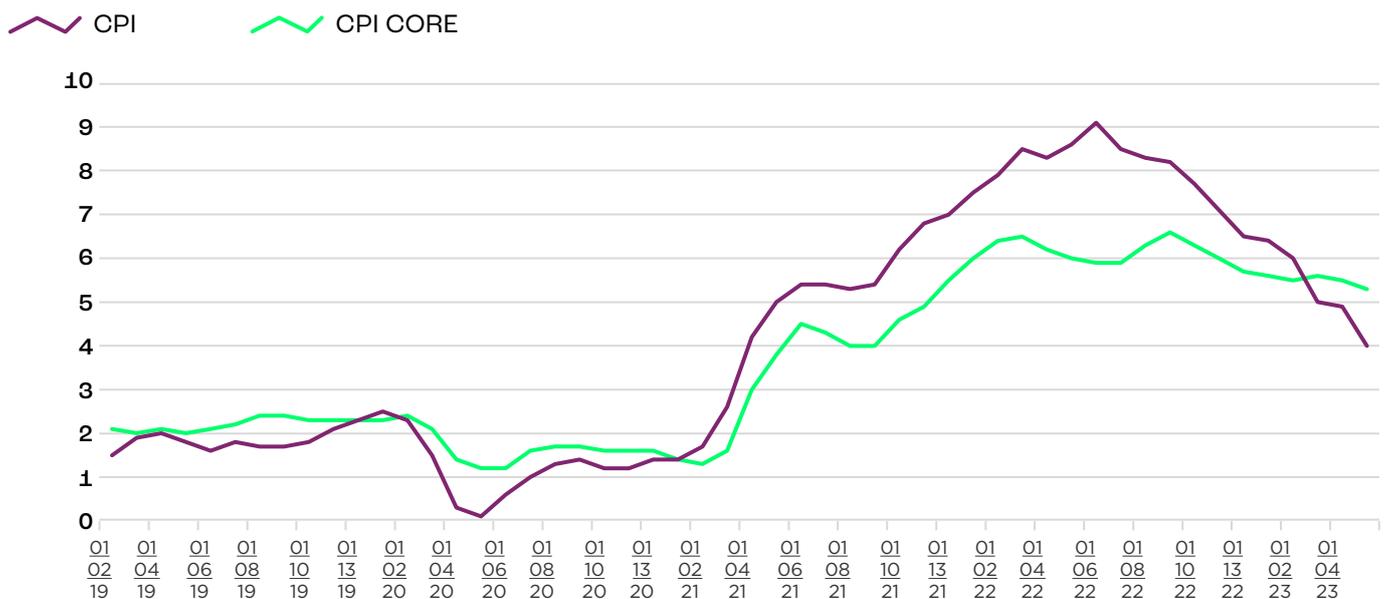
*Junho/23*

Desde o início do ano passado, acompanhamos o aumento da taxa de juros conduzida pelo Fed. Na reunião de junho, o Fed interrompeu o ciclo, mas o fez ainda de forma cautelosa e dura com a inflação. No material de projeções divulgado junto com o comunicado, o Fed sinalizou que ainda pode fazer mais duas elevações à frente. Na coletiva de imprensa, Jerome Powell reforçou a ideia das projeções: o ciclo não acabou, sofreu apenas uma pausa para melhor avaliação do cenário. Os eventos bancários, que poderiam agir como atenuante da política monetária nos EUA, tiveram efeitos limitados, também corroborando com um cenário de juros maiores adiante.

A atividade e o mercado de trabalho nos EUA se mantêm resilientes, pressionando a inflação. A relação entre o número de desempregados e a quantidade de vagas abertas permanece em um patamar próximo de 2, enquanto o ISM, que é um importante indicador de atividade econômica, ainda aponta para uma expansão do setor de serviços da economia americana. A inflação também não atingiu os objetivos do Fed, mas segue um caminho de lenta melhora.

A inflação caiu para 4% nos últimos 12 meses. A queda foi concentrada nos itens mais voláteis, com os núcleos desacelerando de 5,5% para 5,3%, mas ainda elevados. A convergência da inflação para a meta deve ser lenta e gradual. Portanto, o Fed deve elevar mais os juros.

## Inflação nos EUA



Ao longo mês passado, um ruído orçamentário teve impacto relevante nos ativos nos EUA. No início do ano, o país atingiu o teto estabelecido em orçamento para sua dívida pública. Usando o colchão de liquidez disponível no Tesouro americano, havia um prazo de cinco meses até que o governo dos EUA tivesse que incorrer em *default* de sua dívida. Esse prazo findava no início de junho. Por isso, o teto da dívida tinha que ser elevado até a data crítica.

O impasse político, entretanto, impediu que a trama fosse resolvida rapidamente e a discussão se alongou durante quase todo o período. Em maio, com o *deadline* se aproximando, os títulos sofreram bastante pressão. A curva abriu e a volatilidade chegou novamente a patamares historicamente altos. No início de junho, a questão foi solucionada, mas não impediu que o prêmio de risco da dívida americana, medido pelo CDS, passasse aquele atrelado à dívida brasileira em maio.

Ainda no exterior, a China continua se recuperando de sua rígida política de Zero Covid, que durou até o final do ano passado. Investidores, entretanto, têm algumas preocupações no radar. A primeira delas é a de que a recuperação chinesa não aparenta ser forte como aquela observada no ocidente. O país vê uma melhora no setor de serviços, mas o de manufatura ainda continua fraco.

As questões geopolíticas também são um fator importante aqui. As sanções impostas à China pelos EUA parecem já estar atrasando a recuperação e levantam dúvidas sobre a trajetória de crescimento do gigante asiático. Afora isso, existe a questão de

entes nacionais, que vem tendo problemas para arcar com suas dívidas, com algumas cidades inclusive atrasando pagamentos. Desse modo, com a China deixando de divulgar suas estatísticas diárias de Covid, torna-se difícil acompanhar o desenvolvimento da doença que foi um importante limitador do crescimento do país no ano passado.

Na Europa, a luta contra a inflação toma todos os holofotes. A atividade segue com alguma resiliência, mas a inflação se mantém bastante pressionada. Assim, o Banco Central Europeu permanece focado no controle de preços e continua subindo juros.

## Cenário Doméstico

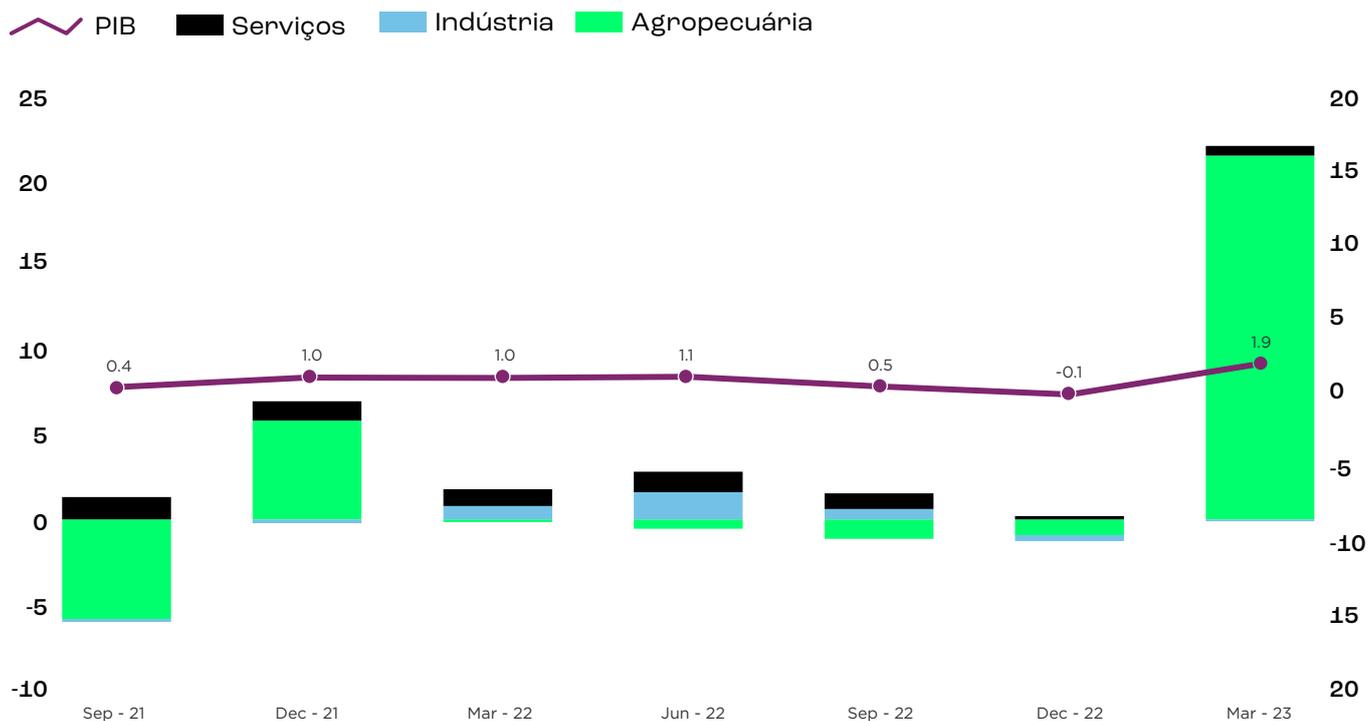
No final de abril, a apresentação do arcabouço fiscal afastou as piores possibilidades para a trajetória de dívida pública. A nova regra não é suficiente para garantir a estabilidade da dívida, mas impede que haja uma trajetória explosiva, como as projetadas em governos anteriores do PT. Essa percepção, consenso entre economistas, ajudou a curva de juros a apresentar um alívio grande ao longo do mês. O início da tramitação do arcabouço e sua aprovação na câmara também ajudaram. A interpretação é de que o governo teve de aceitar mudanças que tornaram a regra mais restritiva do que a originalmente proposta.

Além disso, em maio, o governo não foi capaz de discutir MPs que desfavoreciam investidores, como a do voto de qualidade do Carf, que caducou no início de junho. Agora, para que o voto volte a valer, dependerá da aprovação de uma lei, o que não parece uma solução factível para os objetivos do governo. As propostas que devem ser alvo do governo a partir de agora lembram investidores de erros do passado, mas o entendimento de que o Congresso está dificultando a aprovação desse tipo de proposta ajuda os ativos. Dentre os temas que veremos em junho, temos o programa de subsídios à indústria automotiva e o Desenrola.

Os preços dos ativos também receberam ajuda dos dados muito positivos divulgados ao longo do mês. A começar pela atividade econômica: em maio, vimos mais indicadores mensais surpreenderem as expectativas de analistas para o primeiro trimestre. O resultado foi se confirmar no início de junho, com a divulgação do PIB, que teve variação de 1,9% no primeiro trimestre, puxado muito fortemente pelo setor agropecuário.

Do lado da demanda, a maior contribuição foi do setor externo, que apresentou queda muito forte de acordo com os dados de importação. A absorção doméstica teve resultado fraco no mês, evidenciando a concentração do resultado em setores ligados ao agro. Nos demais segmentos, os efeitos da política monetária já são sentidos. Ainda assim, a economia mais forte também ajudou empresas, que também apresentaram bons resultados no primeiro trimestre, conforme foram sendo divulgados ao longo do mês. Para o restante do ano, os números positivos do primeiro trimestre implicam em um resultado mais forte do que o esperado, dado o forte carregamento estatístico atrelado aos três primeiros meses de 2023.

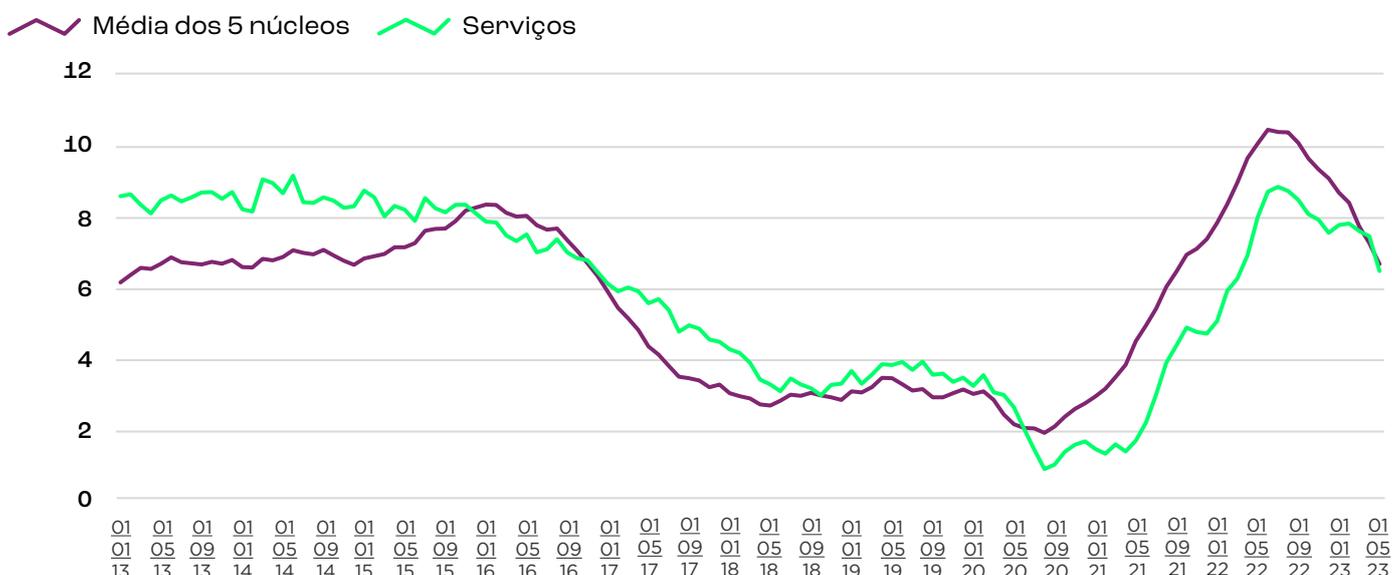
## Crescimento dos Setores - Oferta (% QoQ)



De igual modo, a inflação surpreendeu com uma divulgação muito benigna. Os dados do IPCA-15 divulgados ainda em maio já mostraram desaceleração importante de medidas subjacentes de inflação, como serviços e núcleos. O IPCA fechado

para o mês, divulgado nos primeiros dias de junho, confirmou mais uma vez a tendência, com serviços desacelerando a 6,5% e núcleos a 6,7%, ambas medidas na variação acumulada em 12 meses.

## Medidas de inflação Subjacente



É interessante observar, entretanto, que mesmo com a inflação trilhando o caminho certo para que possamos ver os primeiros cortes de juros no segundo semestre, a variação dos preços ainda se mantém distante da meta do Banco Central (BC). Por isso, devemos ver uma ou duas manutenções da taxa de juros pela frente.

Com relação à autoridade monetária, o mês foi novamente de manutenção da taxa de juros. O BC segue reconhecendo a melhora nos dados correntes de inflação, muito embora se mostre preocupado

com expectativas pressionadas e com as projeções do modelo. As declarações do presidente do BC, Roberto Campos Neto, ao longo do mês reforçaram essa percepção de que caminhamos para os primeiros cortes de juros, mas que ainda não chegamos lá.

Assim, o último mês foi positivo para ativos brasileiros. A confirmação de um cenário mais benéfico veio recentemente com a melhora da perspectiva para economia brasileira divulgada pela agência de risco S&P.