



SELIC

ESTUDO E PROJEÇÕES

Novembro/2024

Equipe Econômica:

Renato Chaim Intakli

Tarik Barat

DISCLAIMER:

Este relatório foi preparado pelo time de Research da PRX e é distribuído apenas para clientes, com a finalidade única de prestar informações sob o mercado de commodities em geral. Não possuindo a PRX qualquer vínculo com pessoas que atuem no âmbito das companhias analisadas, assim como a empresa não recebe remuneração por serviços prestados ou apresenta relações comerciais com as companhias analisadas. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a PRX por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer ativos e valores mobiliários. Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.

www.prxcapital.com.br

economia@prxcapital.com.br

Tel: +55 11 3101-1368



Caros leitores,

A eleição presidencial americana será o evento mais importante da semana. Com a disputa acirrada, ainda não está claro quem sairá vitorioso. Os participantes do mercado estarão atentos aos resultados das eleições.

Além disso, o Federal Reserve realizará a reunião do FOMC (o comitê responsável pela definição da taxa de juros americana) nesta semana. Nela, será decidida a possibilidade de novos cortes na taxa básica de juros dos EUA. Resta saber se as expectativas de mais um corte serão confirmadas, alinhando-se à comunicação recente e às projeções do mercado.

A situação da economia americana exerce uma influência direta sobre o cenário econômico brasileiro, afetando, conseqüentemente, a taxa Selic. Um fator crucial para as decisões do COPOM é o diferencial de juros, que se destaca como a principal variável para a determinação do câmbio no médio prazo. Sendo assim, a decisão do FOMC é tão relevante quanto a decisão do COPOM para a economia brasileira.

Os Estados Unidos, detentores da moeda base (reserva de valor) da economia global, emitem títulos públicos considerados os de menor risco no cenário econômico internacional. Essa posição permite aos EUA influenciar diretamente as taxas de juros nas demais economias. Quando as taxas de juros americanas são elevadas, isso desequilibra a relação risco-retorno, tornando os investimentos nos EUA mais atraentes em comparação com outras economias ao redor do mundo.

Recentemente, houve fortes indícios de um possível corte de juros por parte do FOMC, motivado pelo temor de uma recessão econômica. Para as previsões, é essencial determinar a magnitude desse corte, que será anunciada um dia após a decisão do COPOM. Devido às eleições nos EUA, não teremos uma "super quarta" este mês. A decisão do FOMC será divulgada na quinta-feira, dia 07/11/24.

Equipe econômica:

Renato Chaim Intakli / Tarik Barat

PIB EUA - (Var % a.a)

Fonte: BEA | Elaboração: PRX Capital

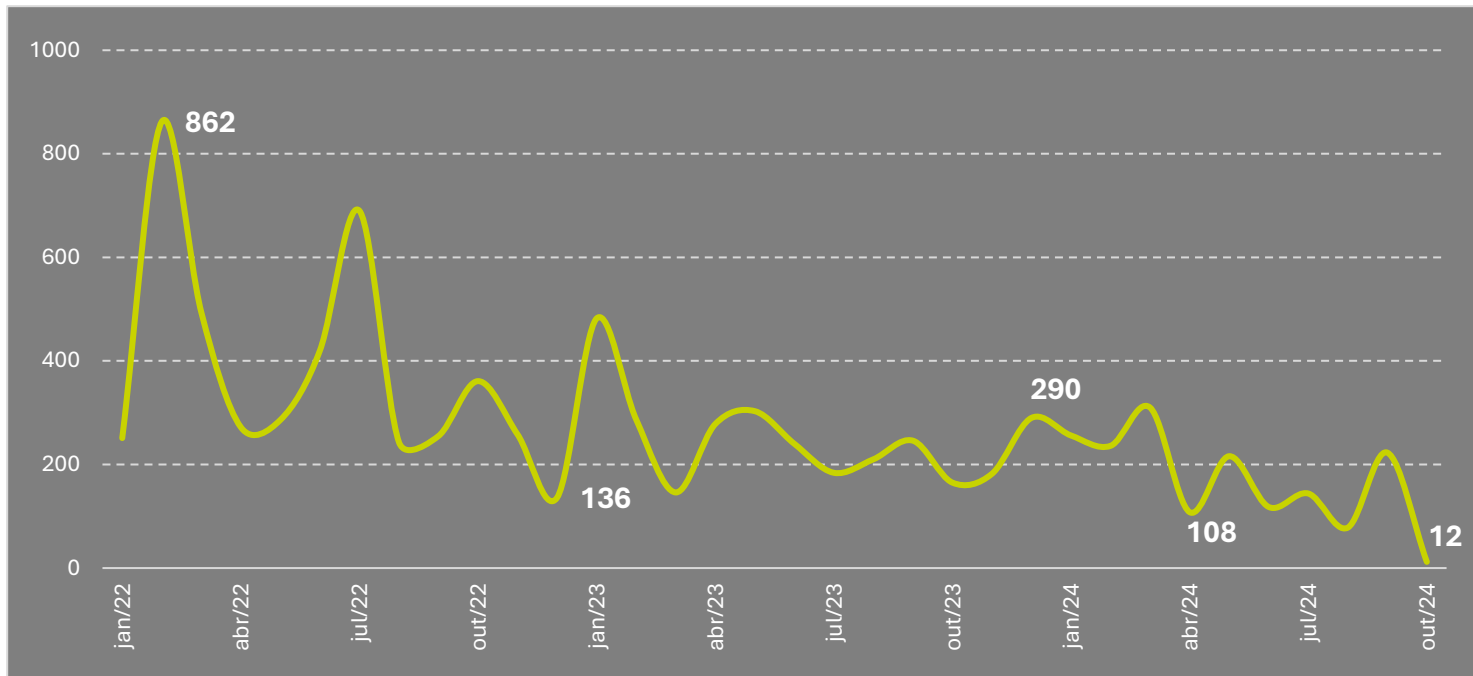


Nos últimos meses, o mercado temia uma possível recessão nos Estados Unidos. No entanto, dados recentes sobre a atividade econômica e o emprego sugerem que esse pessimismo pode estar equivocado. Em 30 de outubro, o US Bureau of Economic Analysis (BEA) divulgou o PIB do terceiro trimestre de 2024, que registrou um crescimento de 0,7% com ajuste sazonal, correspondente a uma taxa anualizada de 2,8%. Embora abaixo do crescimento observado no segundo trimestre e das expectativas de mercado de 3,0%, o resultado ainda permanece robusto.

Para o FOMC, dois fatores devem influenciar suas decisões: o aumento do consumo das famílias e dos gastos públicos, que são os componentes do PIB com os maiores impactos inflacionários. O consumo das famílias cresceu 3,7%, enquanto o investimento privado teve um avanço modesto de apenas 0,3%, ambos anualizados. Isso sugere uma menor propensão à poupança e aos investimentos por parte dos agentes privados. Já os gastos do governo, que incluem investimentos públicos, cresceram 5,0%.

Payroll Total Nonfarm - (Var em mil.)

Fonte: BLS | Elaboração: PRX Capital



Diferentemente do Banco Central do Brasil, o Federal Reserve (FED) possui um mandato duplo. Isso significa que, além de controlar a inflação, o FED também tem a responsabilidade de manter o nível de emprego desejado. Embora seja desafiador conciliar os dois objetivos, cabe aos gestores determinar a prioridade em cada momento. Gestões mais cautelosas com a inflação e conservadoras são chamadas de "hawkish", enquanto gestões mais tolerantes com a inflação em prol do emprego são denominadas "dovish". Nos últimos três anos, o FOMC focou no combate à inflação, mas os recentes sinais de controle inflacionário e um mercado de trabalho menos aquecido levaram o comitê a redirecionar sua atenção para o emprego.

A taxa de desemprego nos EUA caiu para 4,1% em setembro (nível que se manteve em outubro), após registrar 4,3% em julho. No início do ano, essa taxa era de 3,7%, significativamente inferior ao nível atual. Embora seja difícil definir um valor preciso para a taxa de desemprego desejada pelo FOMC, a maior preocupação é que essa taxa de desocupação volte a subir.

O temor de uma recessão e um aumento brusco no desemprego levaram o comitê a tomar a decisão de cortar juros em 0,5% em seu último encontro. Contudo, os dados de emprego apresentaram recuperação entre setembro e outubro.

Apesar de ser o principal indicador do mercado de trabalho, a taxa de desemprego tem algumas limitações. Por isso, é essencial a análise de outros dados. O Rendimento Médio Real por hora trabalhada vem aumentando em ritmos mais acelerados nos últimos dois meses, o que indica um mercado de trabalho mais resiliente. Em setembro, ele cresceu 0,3%. Em outubro, os dados também superaram as expectativas do mercado, com o rendimento aumentando em 0,4%.

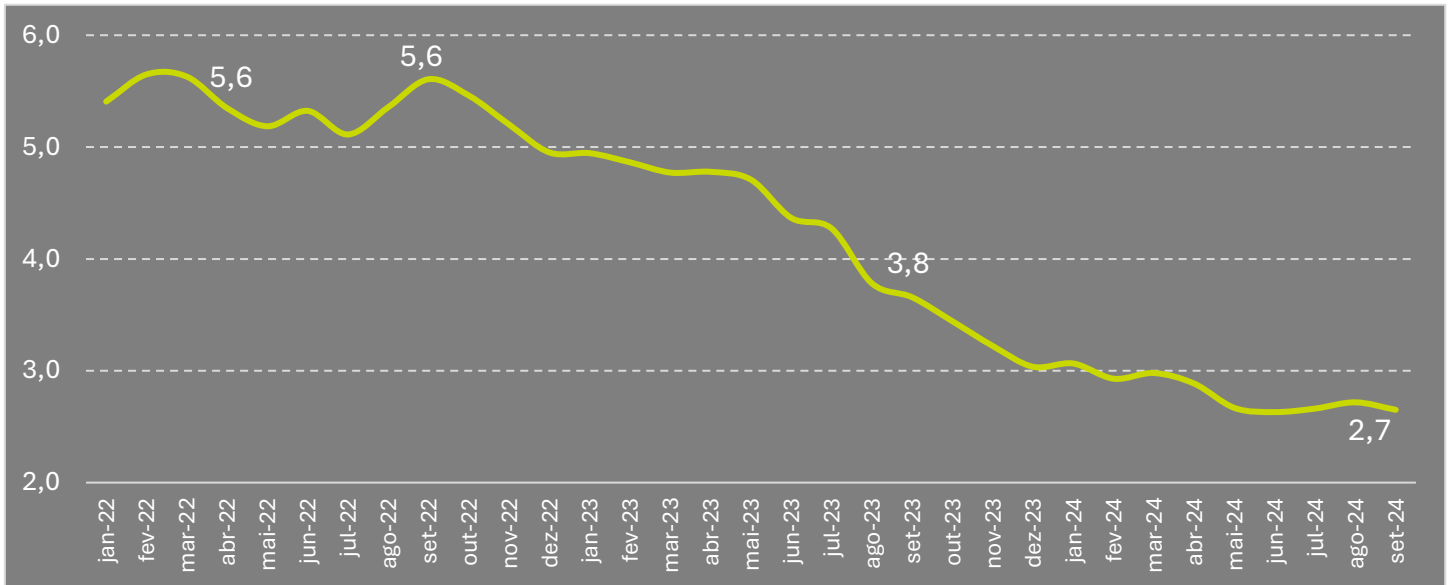
Já os dados de oferta de emprego JOLTS e o Payroll trazem sinais mistos. A oferta de emprego em agosto superou os sinais que indicavam queda e aumentou para 7,861 milhões. No mês de setembro, no entanto, o oposto ocorreu: enquanto o mercado esperava alta, a oferta caiu para 7,443 milhões.

O Payroll apresentou a mesma tendência: surpreendeu em setembro, com 223 mil postos de trabalho criados. Em outubro, no entanto, o índice surpreendeu negativamente, com apenas 12 mil postos de trabalho criados (com ajuste sazonal), enquanto as projeções de mercado esperavam 106 mil.

Esta inversão na tendência do mercado de trabalho influenciou a curva para o US Treasury de dois anos e deve impactar significativamente a decisão sobre o corte de juros na economia americana.

INFLAÇÃO EUA | PCE - (Var % a.a)

Fonte: BLS | Elaboração: PRX Capital



O núcleo do índice de preços para Despesas de Consumo Pessoal (PCE), que exclui energia e alimentos, atingiu seu pico de 5,6% (acumulado em 12 meses) em fevereiro de 2022, o maior valor dos últimos quatro anos. Assim como o IPCA é a principal referência para o BACEN, o índice de preços PCE é o indicador central para o mandato do FOMC.

A preocupação do governo com as questões sociais e a crise sanitária, somada ao receio de uma recessão devido à queda na demanda, levou a um aumento expressivo dos gastos públicos e das transferências de renda nos EUA. Além disso, houve um breve período de expansão monetária. Contrariando as expectativas iniciais, o FED conseguiu controlar a inflação sem causar uma desaceleração brusca na atividade econômica.

Apesar de o ciclo de cortes nos juros ter começado mais tarde do que o previsto, na última reunião, ao decidir por uma redução de 0,5%, os participantes estimavam que a inflação estava se aproximando da meta de 2,0%. Em agosto, no entanto, o núcleo do PCE voltou a subir, mantendo-se em 2,7% também em setembro. Isso sugere que a convergência do núcleo para o centro da meta pode levar mais tempo do que o estimado na última reunião.

O resultado do PCE de setembro (incluindo energia e alimentos) se aproximou da meta, mas pode ter sofrido influência de fatores cíclicos, portanto, deve ter menor peso na decisão.

Em nosso cenário econômico, projetamos que o FOMC deve alterar a taxa básica de juros dos EUA na próxima reunião, em 7 de novembro. A reunião ocorre um dia depois da reunião do COPOM devido às eleições presidenciais nos E.U.A., portanto as expectativas serão decisivas para a reunião do COPOM aqui nos trópicos.

A PRX Capital aposta em um corte de apenas 0,25%, por algumas razões. Os atuais membros do comitê, especialmente o presidente, deixaram claro em comunicados anteriores que mantêm uma postura "hawkish", menos tolerante com a inflação. O mercado de trabalho, mostra sinais menos preocupantes, embora os resultados do Payroll de outubro devam ser alvo de discussão. A inflação está caminhando para a meta, mas em ritmo mais lento do que o esperado.

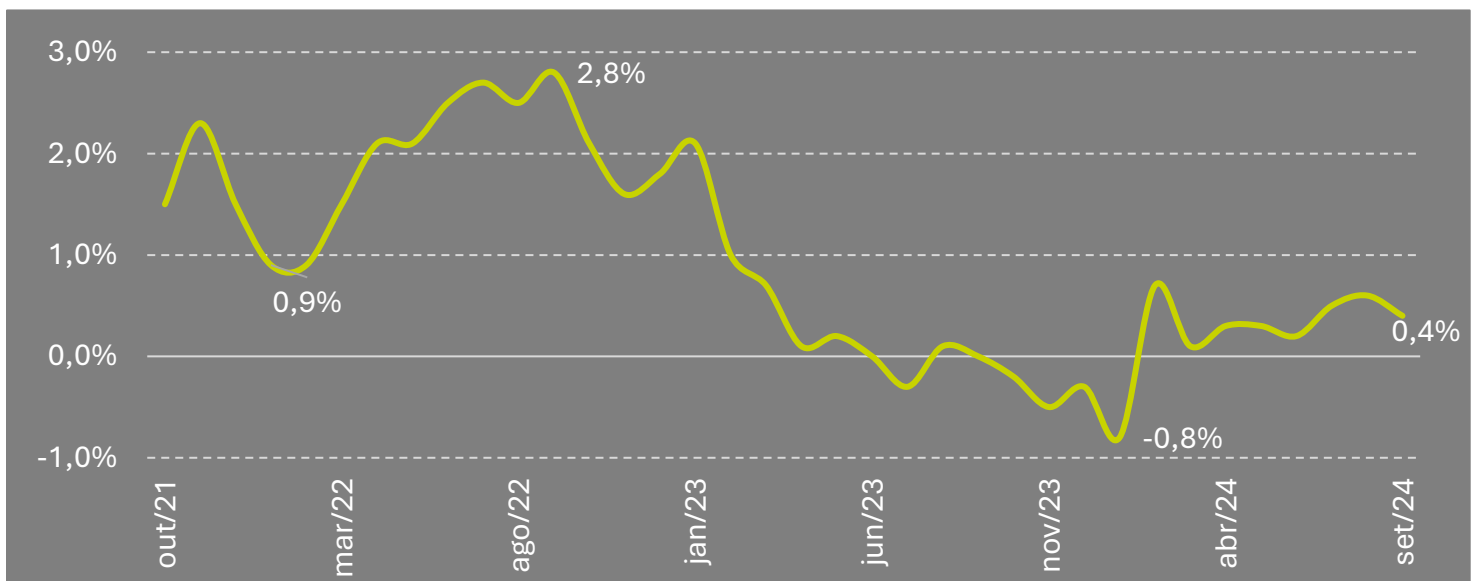
Além disso, é de interesse dos bancos centrais realizar transições suaves, para dar mais tempo de adaptação aos agentes econômicos e evitar erros por excesso. Assim seria incomum o FOMC optar por interromper o ciclo de cortes bruscamente. A possibilidade de um corte de 0,5% não pode ser ignorada, considerando o resultado atípico do Payroll. No entanto, o aumento das expectativas de inflação e dos juros futuros pode levar o comitê a adotar uma postura mais cautelosa em relação ao emprego.

A superpotência asiática enfrenta forte instabilidade e um cenário incerto no curto e médio prazo. A crise imobiliária provocou intensas pressões sobre o restante da economia, que passa por uma desaceleração marcada por baixa inflação. Desde a última reunião do Copom, as autoridades chinesas adotaram diversas medidas de crédito para conter a crise e estimular a demanda. As intervenções focam principalmente no setor imobiliário, origem da crise, com crédito direcionado, incentivos específicos e taxas de juros mais baixas para operações no setor. Basicamente, a China está apostando fortemente em uma estratégia que lembra a bolha observada no Japão nas últimas décadas.

Apesar de uma leve melhora nas expectativas em relação a ativos dependentes da economia chinesa, como o minério de ferro, o mercado ainda questiona a suficiência das atuais medidas. Espera-se, portanto, o anúncio de uma política fiscal robusta para revitalizar a economia. Um reaquecimento da economia chinesa pode ser benéfico para o Brasil, já que um aumento na demanda por matérias primas eleva a demanda e conseqüentemente o preço das commodities, possibilitando melhores resultados na balança comercial e no curto prazo auxilia a política cambial.

IPC China (Var % a.a)

Fonte: NBSC | Elaboração: PRX Capital

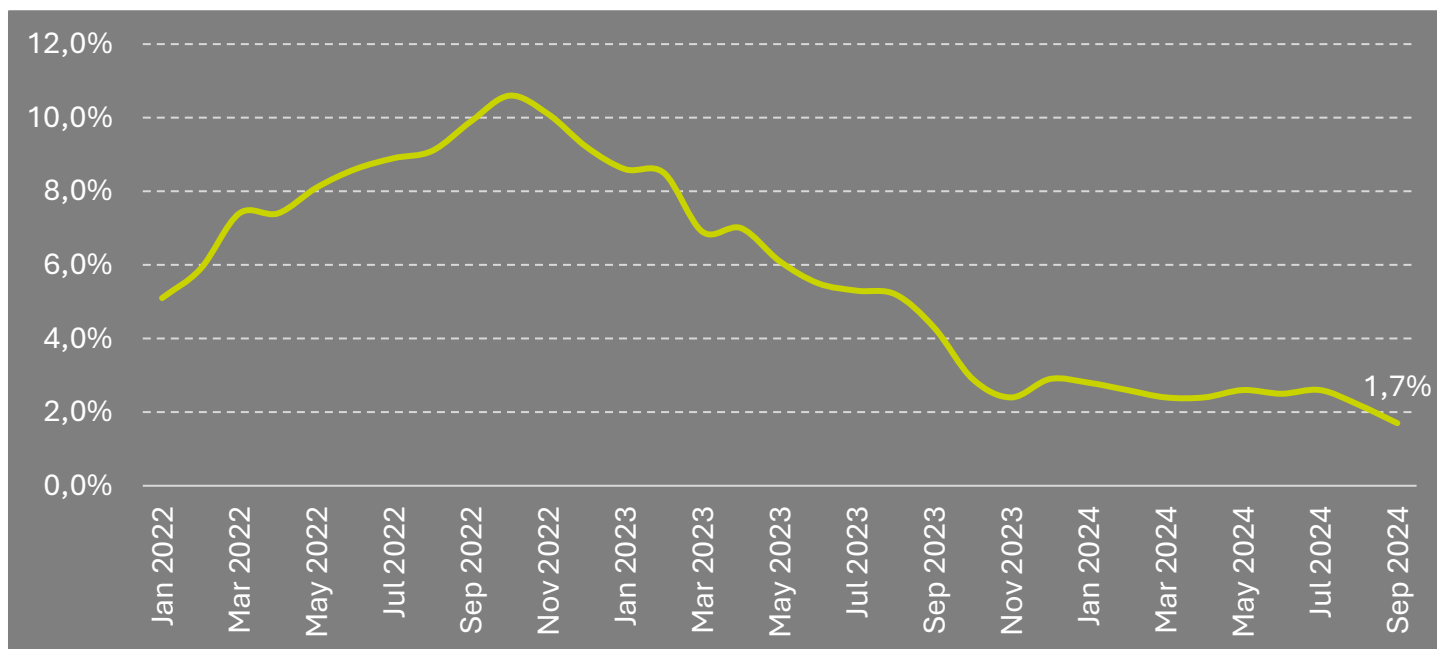


O Banco Central Europeu (BCE) decidiu reduzir pela segunda vez consecutiva os juros em 17 de outubro, cortando a taxa em 0,25 pontos percentuais, para 3,25%. Simultaneamente, os juros das principais operações de refinanciamento caíram para 3,40%.

O BCE manifesta preocupações significativas com o nível da atividade econômica, que tem mostrado sinais de enfraquecimento, e com a inflação que, embora tenha subido para 2,0% em outubro, esteve abaixo da meta em setembro. No terceiro trimestre, o PIB europeu cresceu 0,37%, mas, no acumulado dos últimos quatro trimestres em relação ao período anterior, avançou apenas 0,54%. Em um comunicado oficial, a presidente do BCE, Christine Lagarde, alertou sobre possíveis pressões inflacionárias no futuro, mencionando fatores como a escalada do conflito na Europa e no Oriente Médio, além da possibilidade de uma vitória de Donald Trump nos EUA, que poderia reativar a guerra comercial com a China. A atividade econômica também apresenta desafios no Reino Unido, onde a inflação está em 1,7%, abaixo da meta de 2,0%, e o crescimento acumulado do PIB em 12 meses, até agosto de 2024, foi inferior a 1,0%.

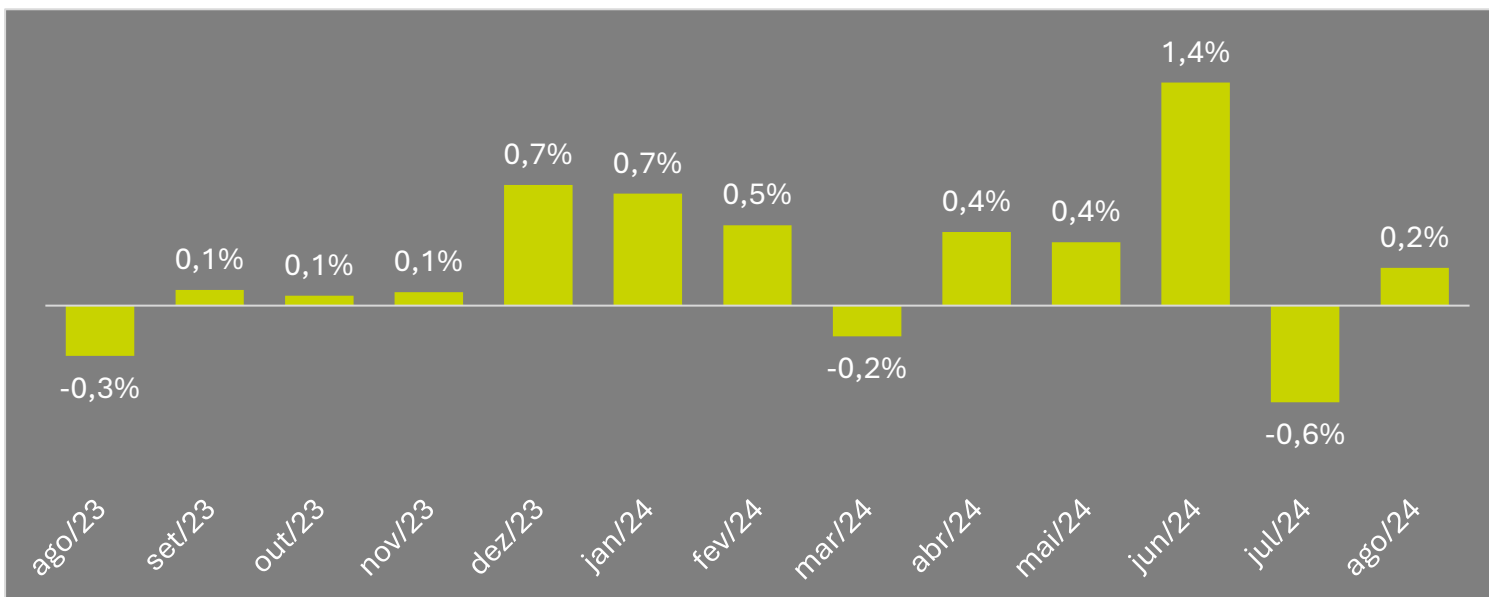
IPCH Euro (Var % a.a)

Fonte: BCE | Elaboração: PRX Capital



IBC-Br Com Ajuste Sazonal (Var m.m.)

Fonte: BCE | Elaboração: PRX Capital

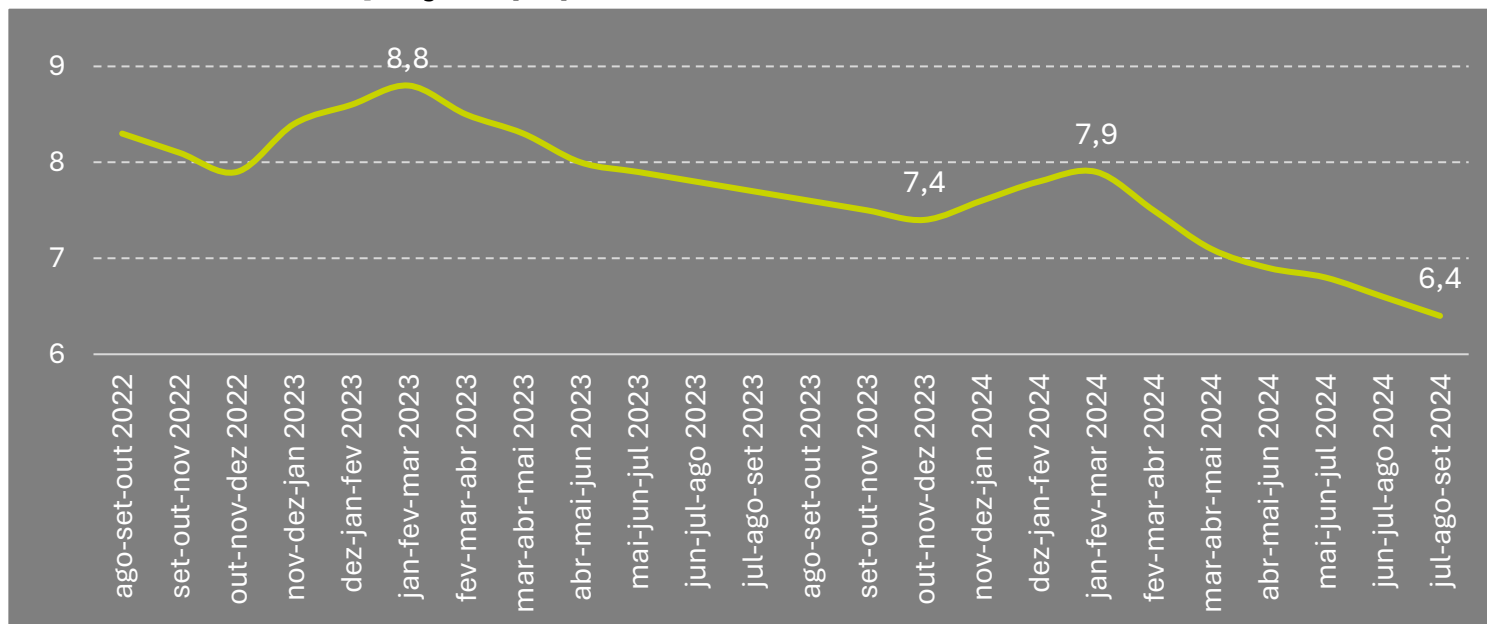


Uma das principais preocupações internas com o risco de aumento inflacionário está na resiliência da atividade econômica. Na ata da última reunião do COPOM, o comitê ressaltou que o hiato do produto tornou-se positivo no segundo semestre, indicando que a economia cresceu além do seu potencial. Pela ótica da demanda, o consumo das famílias e os gastos do governo avançaram 4,87% e 3,15%, respectivamente, em 12 meses, o que é preocupante devido ao potencial inflacionário desses componentes. Embora o IBC-Br de julho e agosto mostre sinais de estabilização, a atividade ainda se mantém resiliente, e o mercado projeta um crescimento de 3,08% para o PIB em 2024.

No lado da oferta, o volume de vendas do setor de serviços, que vinha gerando preocupações nas três últimas reuniões do comitê, cresceu 0,2% (com ajuste sazonal) em julho, mas recuou 0,4% em agosto. Por outro lado, a receita de serviços apresentou crescimento de 1,1% em julho e 0,1% em agosto. O índice de volume da PMC restrita registrou crescimento acumulado de aproximadamente 4,0%, enquanto a PMC ampliada cresceu 3,7%.

Taxa de desocupação (%)

Fonte: IBGE | Elaboração: PRX Capital



Outro fator alarmante para a inflação é o baixo nível de desemprego, que está em mínimas históricas. Diferentemente dos Estados Unidos, o mandato do Banco Central do Brasil não inclui a responsabilidade direta pelo desemprego. No entanto, a taxa de desemprego é observada como uma importante fonte de informação sobre o potencial inflacionário da demanda na economia. Uma taxa de desemprego muito baixa tende a pressionar os salários para cima, estimular o consumo e afetar diretamente a inflação, especialmente no setor de serviços, onde os preços são facilmente reajustáveis.

Desde o início do ano, o desemprego vem apresentando uma trajetória de queda. No último trimestre móvel divulgado pela PNAD, a taxa de desocupação caiu para 6,4%. O ritmo de queda está muito mais acelerado que o previsto. O rendimento real médio dos trabalhadores, que vinha crescendo a ritmos elevados, desacelerou; contudo, em relação ao mesmo período do ano passado, o rendimento aumentou 4,1%. No último relatório, a PRX Capital estimou que a taxa natural de desemprego (que não gera pressão inflacionária) era de 10,2%. Embora o valor não seja tão preciso devido à mudança na taxa de participação pós-pandemia, há indícios de que o desemprego está abaixo dos níveis que não pressionariam a inflação.

Dívida/PIB (%)

Fonte: BACEN | Elaboração: PRX Capital

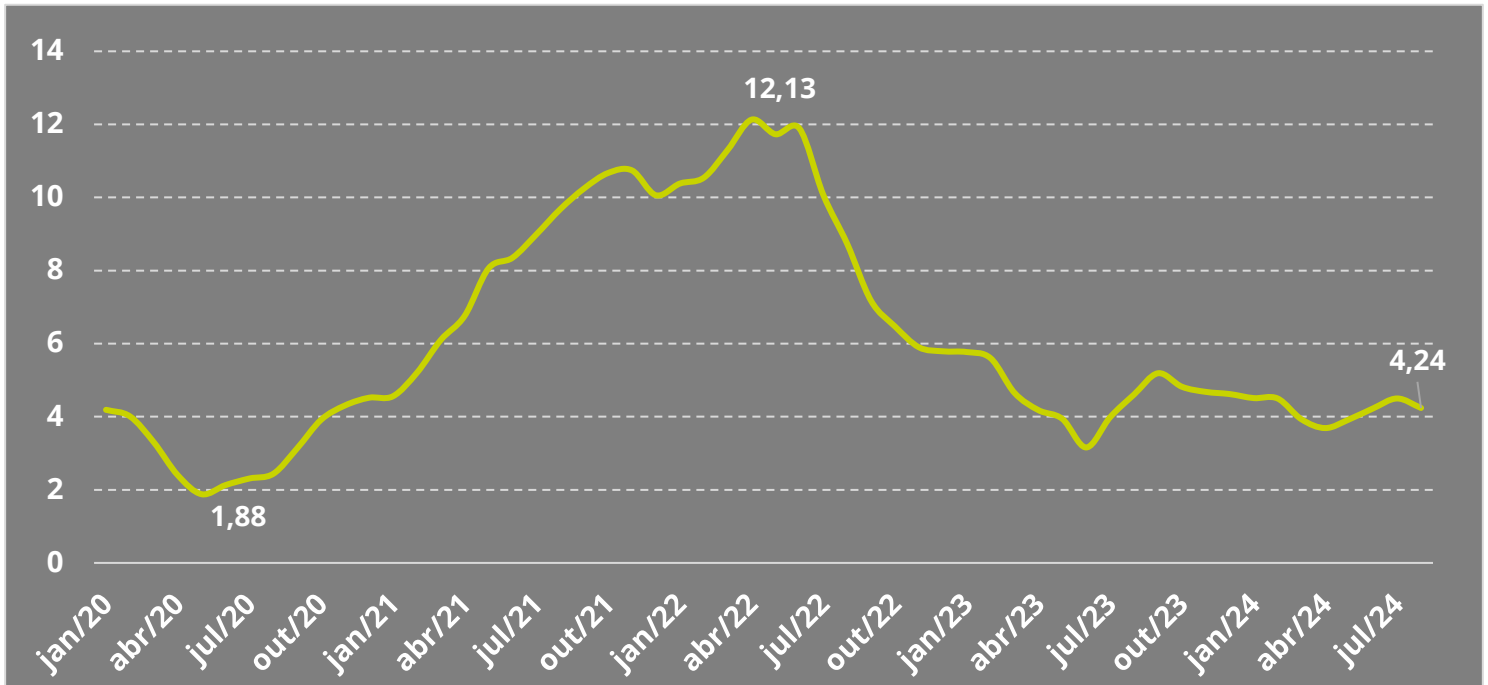


O planejamento e a execução fiscal do governo têm efeitos diretos e indiretos sobre a decisão da taxa de juros no Brasil. No curto prazo, o principal impacto se dá na taxa de câmbio, por meio do prêmio de risco embutido nos juros pagos pelos títulos brasileiros. Países com políticas fiscais muito expansionistas ou com maior risco de inadimplência precisam pagar prêmios mais altos para atrair investidores. Além disso, o impacto da política fiscal também afeta a taxa de juros neutra da economia, que é aquela que não provoca desvios no nível de pleno emprego e na inflação.

O mês de outubro foi marcado por diversas discordâncias do mercado com o governo. O de maior peso foi a proposta de retirar parte dos gastos das estatais do orçamento do tesouro, assim não seriam contabilizados para a meta do arcabouço fiscal. Para reforçar o embate, o cálculo do banco Central acerca do déficit público divergiu consideravelmente do cálculo apresentado pelo tesouro. Vale lembrar que o arcabouço estipula que o que conta é o cálculo do BACEN. Para tentar conter o pessimismo, o ministro Fernando Haddad anunciou que planeja realizar uma série de ajustes agora que o período eleitoral foi finalizado para tentar cumprir a meta.

IPCA - (Var % a.a)

Fonte: IBGE | Elaboração: PRX Capital



A principal medida de inflação do Brasil, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), tem mostrado alta volatilidade nos últimos meses. No início do ano, a mediana das projeções do mercado, publicada no Boletim Focus, apontava para uma inflação de 3,9% em 2024. Atualmente, essa projeção subiu para 4,55%, acima do limite superior da meta. O atraso no ciclo de cortes de juros nos Estados Unidos e uma atividade econômica mais aquecida do que o esperado tem aproximado o IPCA do limite superior de 4,5%, definido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

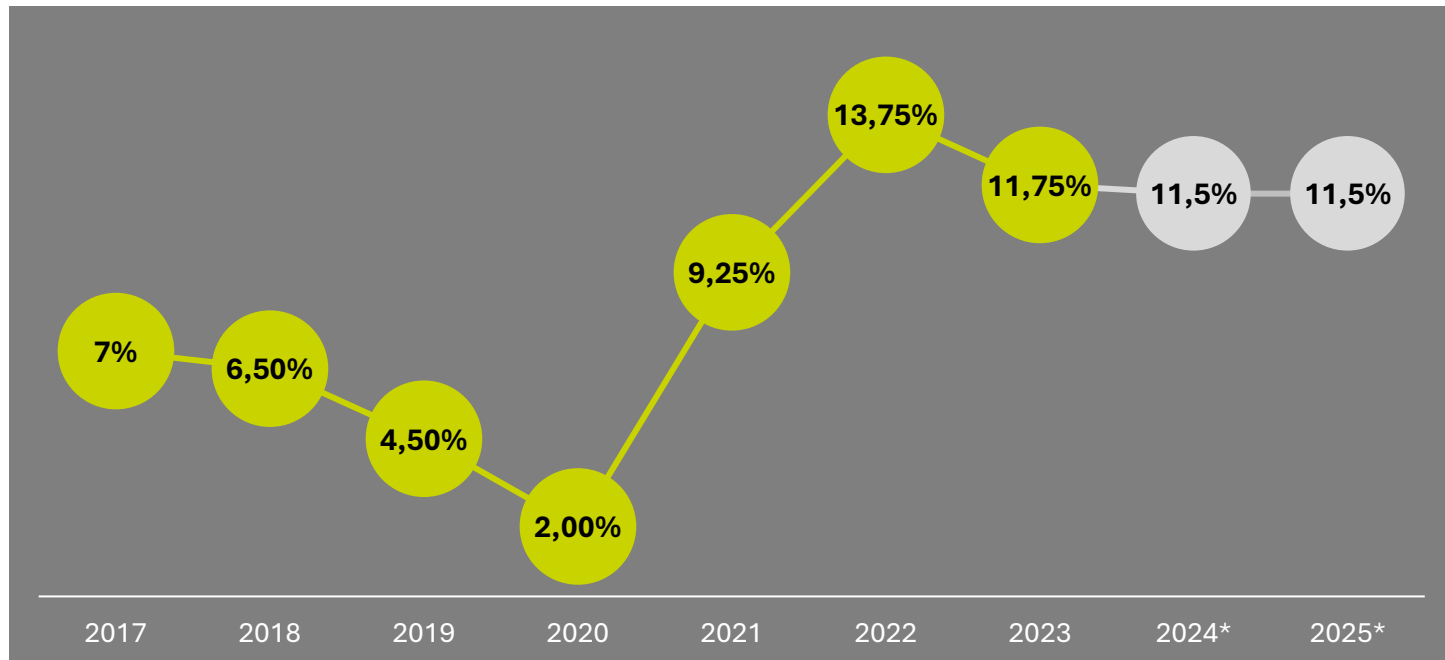
Embora o Banco Central do Brasil tenha pouca capacidade de influenciar diretamente a inflação no curto prazo, devido ao tempo de transmissão das suas políticas, essa alta gera preocupações na instituição. A inflação atual pode gerar efeitos de inércia para o médio e longo prazo, afetando diretamente as expectativas dos agentes econômicos e a confiança no Banco Central.

Em setembro a inflação voltou a subir, com o IPCA registrando alta de 0,44% ao mês. O aumento foi gerado principalmente pelas mudanças no setor energético, refletido no aumento de 1,8% no grupo de habitação, que compõe 15,2% do índice. Os alimentos também encareceram, principalmente as carnes. O IPCA-15 de outubro também registrou alta, 0,54%, acima das projeções.

Diversas frentes, já discutidas neste documento, apresentam ameaças para inflação no curto e longo prazo. Do lado da oferta, a taxa de câmbio Real-Dólar se distancia cada vez mais do patamar do início do ano de 2024. O aumento do dólar tende a encarecer as importações, afetando os custos de insumos e matérias primas. O efeito dessa alta já foi sentido no IGP-M que aumentou em outubro 1,52%. Do lado da oferta, o desemprego permanece em níveis historicamente baixos, significativamente abaixo da taxa natural, o que exerce pressão sobre os salários e representa uma ameaça à inflação. Isso ocorre porque a produtividade dos trabalhadores não acompanhou o crescimento do emprego. Do lado da demanda, o aquecimento da atividade econômica e o crescimento acima do potencial geram preocupações, especialmente porque essa expansão é impulsionada pelo consumo privado e por uma política fiscal expansionista. Em relação às expectativas, as recentes manobras das estatais e os resultados primários de setembro levantam questões sobre a trajetória da dívida, impactando a percepção de risco do Brasil e elevando os prêmios, o que, por sua vez, pressiona a curva de juros de longo prazo.

TAXA SELIC

Projeção e Elaboração: PRX Capital



Grande parte das questões abordadas anteriormente representa riscos para uma alta inflacionária. Uma possível decisão de corte de 0,5% pelo FOMC traria maior alívio das pressões cambiais. Contudo, o mais provável é um corte de apenas 0,25 pp. O câmbio continua pressionado, e a desaceleração da economia chinesa preocupa para o próximo ano. A revisão para um Hiato do Produto positivo no PIB brasileiro também é fonte de preocupação. O COPOM não deve ignorar essa alta, e é provável que esse seja um dos fatores de destaque na próxima reunião. No lado fiscal, as pressões de alta também persistem. O anúncio de exclusão de diversos gastos de estatais do orçamento do tesouro foi um fator de destaque, mas outros anúncios fiscais e a demora de uma resposta por parte do Ministério da Fazenda deterioraram as expectativas. Por último, o IPCA tem-se mantido próximo do limite superior da meta, e a recente divulgação do Boletim Focus demonstra que a expectativa é de que o IPCA feche em 4,55% em 2024 (acima da meta). Todos esses fatores apontam para um provável aumento na Selic.

Há ainda outro fator a considerar que não envolve apenas dados, mas também a "arte" da política monetária. O BACEN e o COPOM devem transmitir confiança ao mercado. No próximo ano, ocorrerá a troca na presidência do BACEN: Roberto Campos Neto, preferido pelo mercado e conhecido por sua postura hawkish, será substituído por Gabriel Galipolo, considerado mais dovish. A projeção para o IPCA em 2026 permanece fora da meta no Boletim Focus, o que demonstra que os agentes de mercado não percebem um esforço suficiente para atingir o centro da meta por parte do próximo comitê. Assim, seria interessante para o COPOM demonstrar intolerância com a inflação, em meio à piora do cenário brasileiro, no qual as expectativas indicam alta do dólar, inflação e atividade econômica.

Considerando todos esses fatores, a PRX Capital indica que o COPOM deve aumentar a taxa básica de juros da economia em 0,5%, por unanimidade, elevando a taxa Selic para 11,25%. Até o final do ano, a PRX Capital acredita que a Selic fechará em 11,5%. Ou seja, ainda neste ano, projetamos mais uma alta na taxa SELIC em 0,25% na última reunião do COPOM.