

SUMÁRIO EXECUTIVO

ESTADOS UNIDOS

EXUBERÂNCIA DA ECONOMIA AMERICANA: PISTAS

A pujança da economia americana tem surpreendido os mercados em face ao aperto monetário. As razões para a resiliência da economia americana ainda não são bem entendidas. Muitos fatores podem estar contribuindo para talvez diminuir a potência da política monetária, ou até ir contra essa política, inclusive no campo da comunicação das intenções do Fed. Dois fatores particularmente interessantes e potencialmente fortes seriam o menor endividamento das famílias e das empresas nesse ciclo e a recente expansão do déficit do governo federal americano.

ESTADOS UNIDOS

TRANSFORMAÇÕES NA DEMANDA POR ESCRITÓRIOS E POSSÍVEL IMPACTO NOS BANCOS AMERICANOS

A propagação do trabalho remoto e a expansão do comércio eletrônico tem alterado a demanda por escritórios, lojas e outros espaços comerciais nos EUA. A queda de demanda por esses imóveis tem consequências para os bancos médios e pequenos americanos que respondem por grande parte dos empréstimos dados ao setor imobiliário comercial. As perdas no cenário de stress não são de magnitude extremamente grande para o conjunto da economia (0,7% do PIB), mas pode ter repercussão na disponibilidade de crédito para empresas, vindo a se refletir em queda de atividade em alguns setores dependentes do crédito bancário local.

GLOBAL

MANUFATURA EM RETRAÇÃO, SERVIÇOS DESACELERANDO

Nos últimos meses o setor industrial tem enfrentado dificuldades de crescimento nas principais economias mundiais. O setor de serviços, no entanto, ainda se mantém resiliente, embora não com a mesma força verificada meses antes. O aperto monetário deve continuar limitando a atividade nos próximos meses, de modo que o setor de serviços pode perder fôlego e o industrial pode permanecer em dificuldades por mais tempo.

INFLAÇÃO

TRAJETÓRIAS DE INFLAÇÃO SEGUINDO O MODELO DO BANCO CENTRAL

A evolução favorável das expectativas de inflação no relatório Focus mais recente facilitou a inflexão da política monetária. O modelo do BCB sugere que o ritmo dos cortes na taxa Selic poderá ser mais rápido do que o projetado pelo mercado até recentemente, em particular caso as expectativas Focus para 2025 converjam para 3,0% até começo de agosto. Um primeiro corte de 0,5% não pode ser descartado, assim como cortes de até 1,0% mais para o final de 2023, especialmente se as condições externas se mantiverem favoráveis.

EDUARDO YUKI
eduardo.yuki@safra.com.br

FABIO KLEIN
fabio.klein@safra.com.br

LIVIO MAYA
livio.maya@safra.com.br

MATHEUS ROSIGNOLI
matheus.rosignoli@safra.com.br

JOÃO FELIPE ARAUJO
joaofelipe.araujo@safra.com.br

GIOVANNI PAZ
giovanni.paz@safra.com.br

MATHEUS MAÇON
matheus.macon@safra.com.br

DANIELA FIGUEIREDO
daniela.figueiredo@safra.com.br



CALENDRÁRIO ECONÔMICO



SAFRA INDICADORES

Leia mais sobre
Economia e Finanças em

O ESPECIALISTA

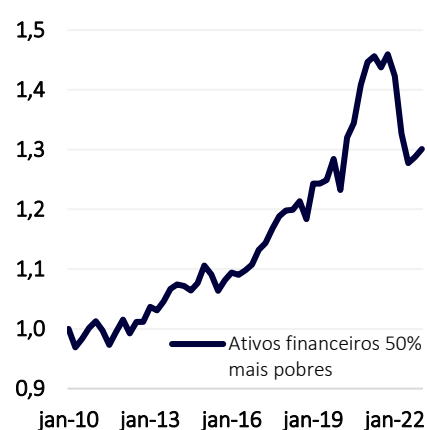
ESTADOS UNIDOS – EXUBERÂNCIA DA ECONOMIA AMERICANA: PISTAS

A pujança da economia americana tem surpreendido os mercados em face ao aperto monetário. Foram criados 1,3 milhão de empregos nos primeiros 6 meses de 2023 e o consumo das famílias vem se mantendo sem queda significativa. Foram criados apenas 15 mil empregos na manufatura, o que é compatível com o ISM em território negativo, mas foram quase 1.2 milhão de empregos nos serviços, cujo ISM baixou, mas ainda está em território positivo. As razões para a resiliência da economia americana ainda não são bem entendidas. Muitos fatores podem estar contribuindo para talvez diminuir a potência da política monetária, ou até ir contra essa política, inclusive no campo da comunicação das intenções do Fed. Dois fatores particularmente interessantes e potencialmente fortes seriam o menor endividamento das famílias e das empresas nesse ciclo e a recente expansão do déficit do governo federal americano. Menos endividamento tende a tornar os agentes econômicos menos sensíveis à política monetária, especialmente quando essa menor dívida é em taxas fixas. Um maior gasto do governo tende a neutralizar o aperto monetário, por aumentar os recursos injetados na economia.

Para ilustrar esses fatores, que podem exigir uma taxa de juros mais alta para domar a inflação, apresentamos primeiro a evolução da riqueza e dos ativos das famílias nos últimos anos, especialmente das mais pobres. A riqueza líquida, ou seja, a diferença entre seus ativos e passivos, da metade mais pobre das famílias americanas (dois quartis mais pobres) aumentou em 50% desde o começo da pandemia, já descontada a inflação do período. Esse crescimento ajudou a puxar aquele da riqueza líquida de 90% das famílias americanas (até o nono decil), que foi de quase 15% no período. Parte do aumento da riqueza líquida da metade mais pobre das famílias americanas tem se dado pelo aumento dos ativos financeiros (5% reais) e pela erosão do valor real das dívidas pela inflação. As hipotecas dessas famílias, por exemplo cresceram apenas 6% acima do CPI desde começos de 2019 e se encontram em níveis historicamente baixos. Se as novas hipotecas tiverem taxas fixas, o pagamento de juros associado a elas também terá caído em valor real desde então.

Gráfico 1.
Ativos Financeiros

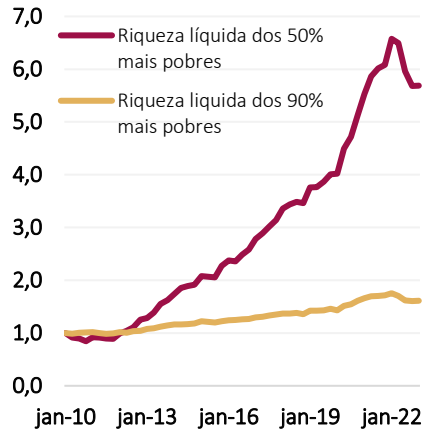
(deflacionados pelo CPI, jan 2010 = 1)



Fonte: FED St. Louis e Banco Safrá

Gráfico 2.
Riqueza Líquida por Faixa de Riqueza

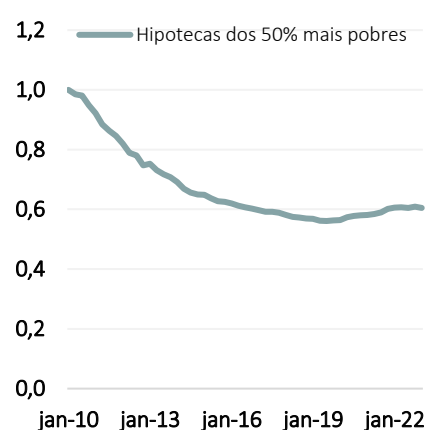
(deflacionada pelo CPI, jan 2010 = 1)



Fonte: FED St. Louis e Banco Safrá

Gráfico 3.
Hipotecas dos 50% mais Pobres

(deflacionadas pelo CPI)



Fonte: FED St. Louis e Banco Safrá

Na medida em que a riqueza líquida das famílias mais pobres tem se mantido alta e o mercado de trabalho, inclusive a remuneração das atividades de menor salário, continua forte (também pela queda da imigração até recentemente), a demanda por bens e serviços é menos afetada pela política monetária. Como é essa a demanda que influencia o Índice de Preço aos Consumidores (tanto o CPI quanto o PCE usado como referência pelo Fed), o desafio para as autoridades monetárias é grande. A situação contrasta, por exemplo, com a evolução da inflação após a crise de 2008, quando o aumento de liquidez foi direcionado para o setor financeiro, criando uma inflação do preço dos ativos financeiros e reais e não dos bens de consumo.

Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 07 de julho de 2023

Na medida em que as empresas estão menos alavancadas, tendo aproveitado as oportunidades de estender suas dívidas até 2025 ou depois com taxas de juros favoráveis, o aumento de juros do banco central também lhes causa menos aflição. Ou seja, grande parte do impacto do aumento de juros estará sendo sentido não pelos grupos cuja maior parte da renda é gasta no consumo, ou pelas empresas que atendem a esse consumo, mas pela classe média alta e a população mais rica, que vê o valor de seus ativos, principalmente financeiros, cair. O impacto também será mais sentido pelos bancos que não acessaram de maneira mais agressiva as possibilidades de investir em taxas flutuantes no Fed, através das reservas remuneradas e operações compromissadas (reverse repos), essas também acessíveis via Money Market Funds. Aumentos de juros podem, portanto, continuar a ter impacto moderado no consumo, a não ser via uma eventual turbulência no mercado financeiro que diminua a confiança do consumidor.

O segundo fator que pode vir a exigir juros mais altos nos EUA é a tendência da política fiscal. Uma métrica para avaliar essa política é o tamanho do déficit público federal. Um déficit maior indica uma política fiscal mais frouxa que—outras coisas iguais—tende a aumentar a demanda doméstica e as pressões sobre os preços e salários. Usando o tamanho do déficit federal como régua, conclui-se que a política fiscal do governo federal americano, que foi contracionista em 2022, vem sendo relaxada em 2023. O aumento desse déficit se deve em parte à queda de receitas, especialmente do imposto de renda (e ganhos de capital) decorrente da redução dos lucros das famílias com ativos financeiros.

O déficit federal acumulado de outubro de 2022 a maio de 2023 foi \$800 bilhões maior do que aquele do mesmo período no ano anterior, ajustado para o adiantamento de certas despesas feitas no final do ano fiscal de 2022. As despesas no atual ano fiscal foram \$ 360 bi maiores do que no ano passado, puxadas pelos aumentos de juros (\$ 113 bi) e na previdência social (\$ 86 bi), e não compensadas pelo fim do subsídio tributário associado a crianças e pela redução das despesas de saúde com a superação da covid. As receitas por seu lado, caíram \$ 380 bi, principalmente pela postergação e redução dos pagamentos do imposto de renda de pessoas físicas (\$390 bi), assim como a queda da transferência de lucros do Fed (-\$80 bi) devido à sua política de remuneração à taxa de mercado dos depósitos feitos na instituição. O aumento em \$ 84 bi das contribuições para a previdência e os \$ 11 bi no IR das empresas, foi, portanto, muito menor do que a queda de outras receitas. Com isso, o *déficit* federal deve ficar perto de 6% do PIB em 2023.

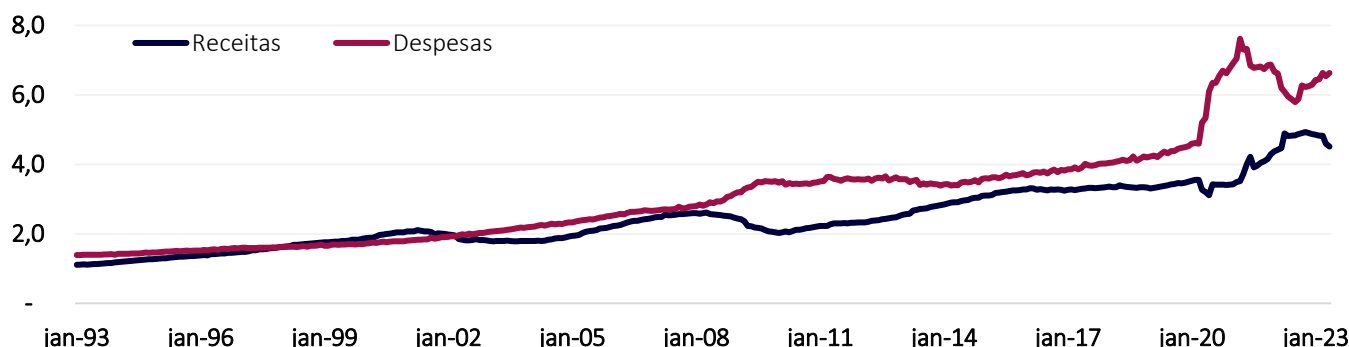
A dinâmica da receita e despesa do governo federal aponta para um alargamento significativo do *déficit* do governo federal nos últimos anos em comparação com a segunda metade da década passada, quando ele se manteve em menos de 4% do PIB (Gráfico 4). A expansão do gasto em 2023 é preocupante, especialmente se considerarmos a reversão da despesa correspondente ao valor presente do perdão das dívidas estudantis (US\$ 380 bi), revogado pela Suprema Corte. Descontando esse gasto, o déficit do ano passado estaria abaixo de 4% do PIB, comparando-se com 2018 e indicando uma expansão fiscal de 2 pontos percentuais do PIB em 2023.

As projeções para 2024 também indicam um déficit da ordem de 6% do PIB, puxado em parte pelos programas de investimentos em novas tecnologias e transição energética. Olhando para frente, a carga de juros também se tornará mais pesada—ela já contribuiu com metade do aumento do *déficit* em 2023 e aumentará de 2024 em diante. As receitas deverão ficar em nível bem menor do que o pico de 2022, quando a arrecadação se beneficiou da tributação dos ganhos de capital com ações, as quais tiveram grande valorização em 2021. Não se esperam grandes saltos no valor dos ativos financeiros das famílias nos próximos trimestres.

Safrá Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 07 de julho de 2023

Gráfico 4. Estados Unidos: Governo Federal (US\$ tri acumulado em 12 meses)



Fonte: CBO, Tesouro Americano e Banco Safrá

O aumento do déficit federal, somado à redução de impostos em muitos estados pode caracterizar um impulso fiscal que explique a exuberância da economia americana. Na nossa avaliação, esse impulso é negativo, especialmente considerando a expansão do déficit primário quando se desconta o gasto com o perdão da dívida dos estudantes em 2022 (é possível que algumas análises de impulso feitas por casas bancárias não descontem o efeito do perdão da dívida dos estudantes). A explicação da força do PIB por conta do impulso fiscal é menos benigna do que aquela que já identifica ganhos de produtividade como motor do crescimento. Esses ganhos estariam associados à disseminação de novas tecnologias, como a inteligência artificial, que deverá ter impacto importante na demanda por mão de obra menos qualificada—já que a IA consegue reproduzir atividades menos estruturadas típicas do setor de serviços.

A perplexidade com a exuberância da economia parece motivar as recentes indicações de novas altas de juros feitas pelas autoridades monetárias. Juros mais altos, por outro lado, poderão ter efeitos súbitos e imprevistos na atividade econômica, porque irão exacerbar a pressão sobre bancos menores, levando a uma retração mais forte do crédito para as pequenas empresas. Não se pode, assim, descartar a hipótese de a economia americana passar por um período recessivo, não obstante a vitalidade de alguns setores, especialmente aqueles ligados à tecnologia da informação e inteligência artificial, inovação, transição energética e defesa.

Tabela 1. Desempenho Fiscal (\$ bilhões)

	2022	2023	2024	2025
Déficit Total (\$ bi)	-1,312	-1,529	-1,644	-1,761
Déficit Primário (\$ bi)	-836	-867	-899	-988
% PIB				
Receita Total	19,6	18,4	17,8	17,4
IRPF	10,5	9,6	9,1	8,8
Despesas Totais	25,1	24,2	23,5	23,5
Déficit	5,5	5,9	5,8	6,2
Excluindo perdão empréstimos estudantis	3,9			

Fonte: CBO, Tesouro Americano e Banco Safrá

A combinação de juros mais altos e alguma turbulência financeira nos EUA que se traduza em uma recessão inesperada naquele país poderá ser prejudicial às perspectivas para o crescimento econômico e de menor volatilidade nos preços de ativos de muitos países em desenvolvimento, inclusive o Brasil. Um cenário de juros mais altos e atividade subitamente mais fraca nos EUA—e provavelmente na Europa, onde a provável continuação da subida dos juros e a contração fiscal que se inicia terão efeitos negativos na economia—somada a uma certa atonia na China, pode ser menos favorável ao Brasil, por colocar um piso na taxa de juros doméstica e poder ser acompanhado por uma queda no preço das commodities que impacte o câmbio. Uma política fiscal disciplinada será, portanto, muito importante para o Brasil atravessar 2024 de forma segura e com um crescimento do PIB perto de 2,5%.

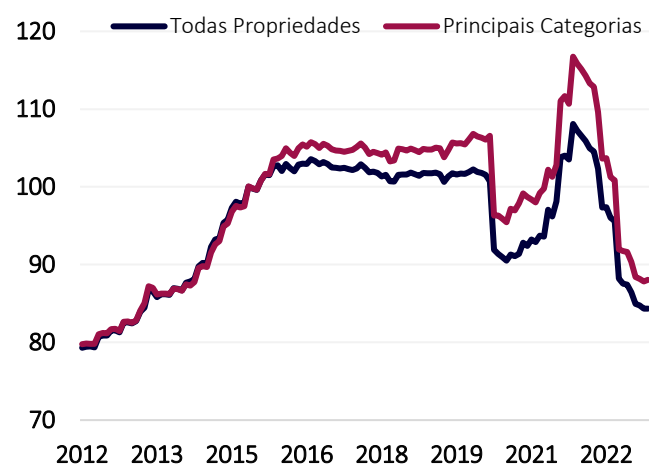
ESTADOS UNIDOS – TRANSFORMAÇÕES NA DEMANDA POR ESCRITÓRIOS E POSSÍVEL IMPACTO NOS BANCOS AMERICANOS

A propagação do trabalho remoto graças à disseminação de novas tecnologias e na esteira da necessidade de isolamento social criada pela Covid-19 alterou fortemente a demanda por escritórios nos EUA. A expansão do comércio eletrônico, por seu lado, também tem afetado a demanda por lojas e outros espaços comerciais. A queda de demanda por esses imóveis tem consequências para os bancos médios e pequenos americanos que respondem por grande parte dos empréstimos dados ao setor imobiliário comercial.

As taxas de vacância de escritórios em prédios antigos têm aumentado significativamente, com milhões de metros quadrados vazios nos últimos meses. As taxas de inadimplência das dívidas securitizadas lastreadas no financiamento de escritórios mais que triplicaram no último ano, saltando desde o começo de 2023 de perto de 2% para mais de 4%, segundo o relatório da consultoria especializada *Trepp Research*. O aumento da inadimplência das hipotecas securitizadas (“*mortgage-backed securities*”) de 2,8% para 4% entre maio e junho de 2023 é a maior já registrada. A última vez em que inadimplência de escritórios esteve acima de 4% foi em 2008, na esteira da grande crise financeira.

Os preços dos prédios de escritório também vêm caindo. Dados proprietários de consultorias especializadas indicam que o preço real (ou seja, deflacionado pelo CPI americano) médio de imóveis comerciais nos EUA caiu aproximadamente 30% em relação ao pico formado em 2022. A queda em relação ao período pré-pandemia fica entre 20 e 25%. Além disso, o spread entre a taxa de juros dos títulos lastreados em empréstimos hipotecários comerciais (CMBS) e os títulos baseados em hipotecas em geral (MBS) se aproxima de 100 pontos-base, sendo o maior do pós-pandemia e continuando a aumentar.

Gráfico 5. Preço de Imóveis
(Green Street Price Index /CPI, USA 2015 = 100)



Fonte: Green Street, BLS e Banco Safr

Gráfico 6. Diferença de Spread CMBS e MBS
(%)



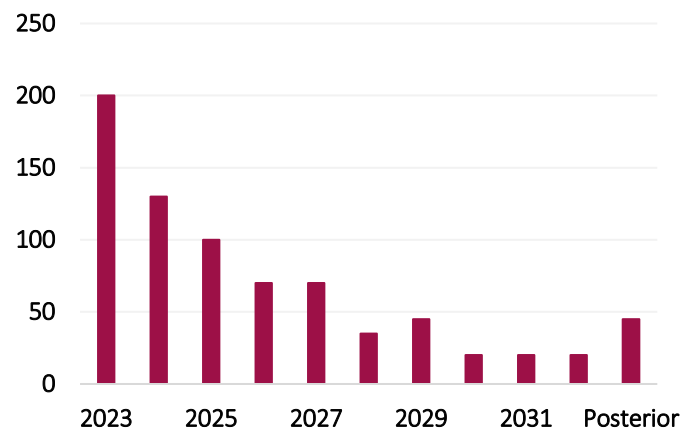
Fonte: Bloomberg e Banco Safr

Os empréstimos para imóveis comerciais excedem \$ 4,5 trilhões, dos quais perto de \$ 3 trilhões estão nos livros dos bancos. Os bancos médios e pequenos carregam perto de \$2 trilhões desse tipo de débito, representando parte significativa dos seus ativos. Em muitos casos, empréstimos imobiliários comerciais correspondem a mais de 25% dos ativos dos bancos médios e pequenos, sem contar eventuais exposições ao setor imobiliário comercial decorrentes do investimento em carteiras de títulos lastreados nesses imóveis.

Safr Semanal – Análise Macroeconômica

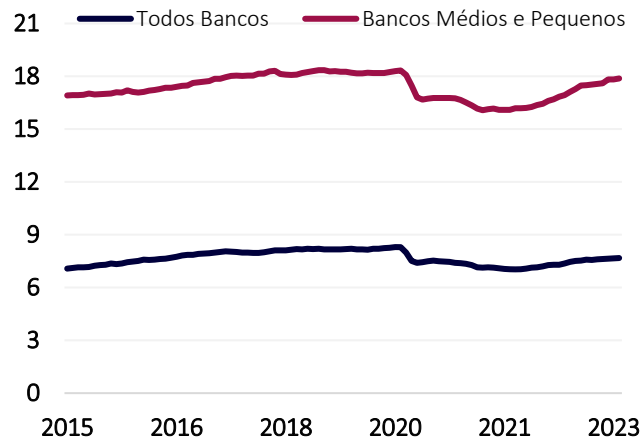
Brasil | 07 de julho de 2023

Gráfico 7. Empréstimos para Imóveis de Escritório
(prazo de vencimento, bilhões de dólares)



Fonte: Moody's e Banco Safr

Gráfico 8. Imóveis Comerciais
(proporção de empréstimos, %)



Fonte: FED St. Louis e Banco Safr

O risco da carteira de imóveis comerciais pode ser de descasamento de taxas, no caso de empréstimos longe do vencimento, mas pagando taxas baixas. Também pode ser de inadimplência, no caso de empréstimos a taxas variáveis ou renovados, cujos tomadores não conseguem honrar os pagamentos porque não conseguem repassar esse custo mais alto para os inquilinos, ou enfrentam uma alta taxa de vacância. Para avaliar com maior precisão o risco da carteira imobiliária comercial para os bancos de menor porte, aplicou-se o conjunto de hipóteses de “stress” apresentado pelo Federal Reserve em seu relatório de teste de estresse publicado em junho de 2023. Nele, o Fed supõe uma queda do preço dos imóveis comerciais máxima de 40% no final de 2024. Nessa situação, considerando as dificuldades dos tomadores dos empréstimos, o Fed estima uma perda de 8,8% para a carteira de imóveis comerciais em geral. Essa perda, aplicada à exposição dos bancos menores ao setor implicaria prejuízos de \$170 bilhões para esses bancos, equivalentes a 27% do capital dessas instituições.

Tabela 2. Impactos de um Cenário de Estresse sobre Bancos Médios e Pequenos (\$ bilhões)

Médios e Pequenos	Total de Ativos	Perda no Retorno (%)	Perda
Hipotecas	657.405	2,7	17.750
Empréstimos comerciais e industriais	720.292	6,7	48.260
Empréstimos imóveis comerciais	1.923.081	8,8	169.231
Cartões de crédito	187.900	17,4	32.695
Outros empréstimos para consumidores	528.107	5,4	28.518
Outros empréstimos	1.579.087	3,8	60.005
Perda média sobre todos os ativos		6,4	356.459
Perda sobre todos os ativos sobre capital		54,0	

Fonte: FED St Louis e Banco Safr

As perdas no cenário de stress não são de magnitude extremamente grande para o conjunto da economia (0,7% do PIB), mas pode ter repercussão na disponibilidade de crédito para empresas, vindo a se refletir em queda de atividade em alguns setores dependentes do crédito bancário local. Essa possibilidade de os bancos reduzirem os empréstimos até conseguirem fortalecer seus balanços é aumentada pelo desafio do descasamento de taxas já enfrentado pelos bancos menores em decorrência de terem lastreado o aumento de depósitos no período pós covid com títulos pré-fixados de vencimento relativamente longo. Com o aumento da taxa de juros pelo Fed, o preço desses títulos caiu, expondo bancos a desequilíbrios que podem criar um problema de solvência no caso de queda rápida dos seus depósitos. Apesar de alguns programas de assistência emergencial do Tesouro, a situação dos bancos médios e pequenos nos EUA pode, assim, fragilizar-se mais. A crise do imobiliário comercial pode representar uma oportunidade de lucro para os bancos grandes, que têm uma exposição limitada ao segmento e poderão comprar ativos com descontos importantes nos próximos trimestres.

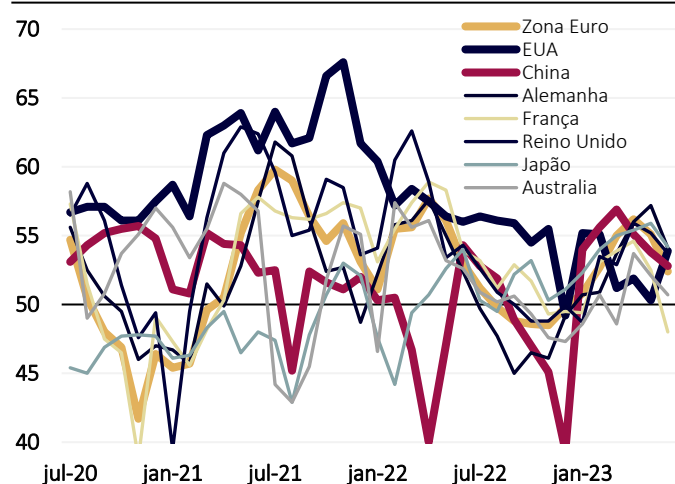
GLOBAL – MANUFATURA EM RETRAÇÃO, SERVIÇOS DESACELERANDO

A atividade econômica global passou por dois momentos distintos desde a pandemia da Covid-19. Na primeira fase, a mobilidade das pessoas foi restringida, obrigando-as a ficar em casa. Com isso, o consumo de bens, especialmente os duráveis, deu um salto. Nos EUA, por exemplo, o consumo desses bens chegou a aumentar 40% em poucos meses. O próprio trabalho remoto e a educação à distância levaram à compra de computadores, celulares e outros equipamentos de comunicação. Esse aumento, somado às dificuldades das cadeias de produção e distribuição, levou os preços desses bens a subirem de forma significativa em 2020 e 2021.

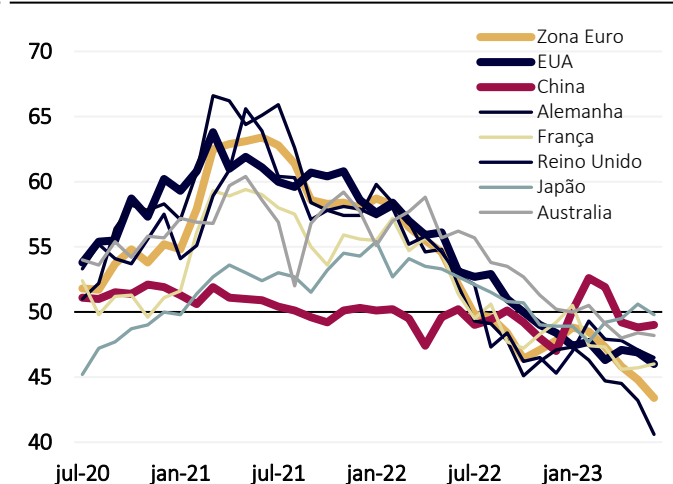
Em um segundo momento, o avanço da imunização da população permitiu que houvesse a retomada gradual das atividades presenciais, o que aliado às transferências de renda dos governos para as famílias resultou em um período de maior otimismo, que se refletiu em aumento da demanda não só de bens, como também de serviços. A partir de meados de 2021, o perfil de consumo das famílias mudou, voltando-se mais para viagens, refeições em restaurantes e lazer fora do lar, e levando a um gradual esfriamento do consumo de bens duráveis, afora aqueles que estiveram antes em falta, como automóveis.

As pressões sobre a demanda de bens, além de problemas de oferta, traduziram-se em aumentos de preço dos fretes e das *commodities*, inclusive o petróleo, com repercussão nos preços ao consumidor. A partir da segunda metade de 2021 a preocupação com a inflação se tornou proeminente, fenômeno que se intensificou com a invasão da Ucrânia no começo de 2022, que levou a novo aumento do preço da energia, inclusive para o aquecimento das residências nos países do hemisfério norte. O aumento do preço dos bens, assim como uma certa saciedade da sua demanda, provocou uma queda no seu consumo em favor daquele de serviços, cujos preços não haviam aumentado tão rapidamente.

Ao longo de 2022 e na primeira metade de 2023 observou-se um crescente pessimismo em relação à indústria (manufatura), em contraste com a resiliência das perspectivas para o setor de serviços. Esse contraste se manifesta de forma clara na evolução dos índices de PMI, construídos a partir de pesquisas com empresas do setor privado. Quando mais de 50% dos participantes reportam expansão de suas atividades, considera-se que o setor está em expansão, havendo a interpretação contrária caso o valor esteja abaixo de 50%. Os PMIs de manufatura das principais economias passaram a apresentar tendência de queda a partir do começo de 2021, apesar de se manterem folgadoamente acima de 50% até a metade de 2022. A partir da segunda metade de 2022 os PMIs romperam a marca de 50%, passando a indicar contração do setor industrial, movimento que se mantém até agora. Por outro lado, os PMIs de serviços, embora abaixo das máximas, ainda estão acima de 50% na maior parte dos países desenvolvidos. No caso da China, por outro lado, onde a abertura da economia só se deu de forma plena no finalzinho do ano passado, os níveis se encontram acima do pós pandemia.

Gráfico 9. Global: PMI Serviços


Fonte: Bloomberg e Banco Safr

Gráfico 10. Global: PMI Manufaturas


Fonte: Bloomberg e Banco Safr

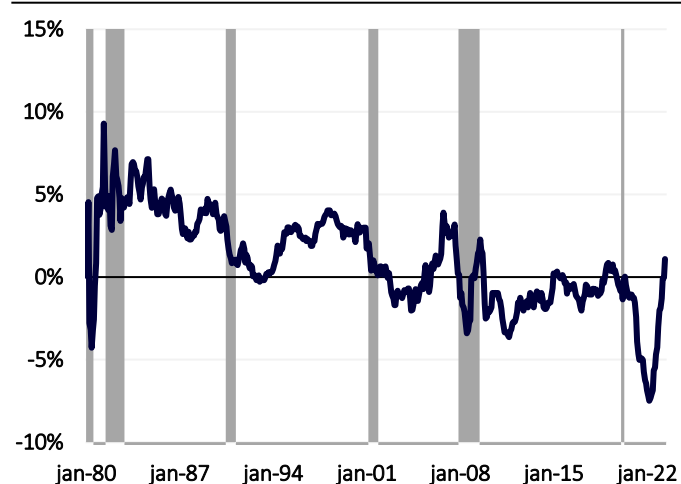
Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 07 de julho de 2023

No caso americano, o PMI de manufaturas medido pelo Instituto para Gestão de Oferta (ISM) recuou para 46% em junho de 2023, patamar equivalente àquele durante a crise de 2008 e na fase mais aguda da pandemia. Os sopros de melhora são fracos, apesar de as novas encomendas e estoques terem melhorado um pouco. O ISM de serviços ainda mostra ímpeto, tendo subido de 50,3% para 53,9% de maio para junho, quando o esperado era uma alta mais modesta, para 51,2%. A melhora foi generalizada, com 15 de 18 categorias de serviços pesquisadas reportando crescimento, mas mesmo assim em nível abaixo da segunda metade de 2022 e sem indicação de que a melhora em junho será duradoura.

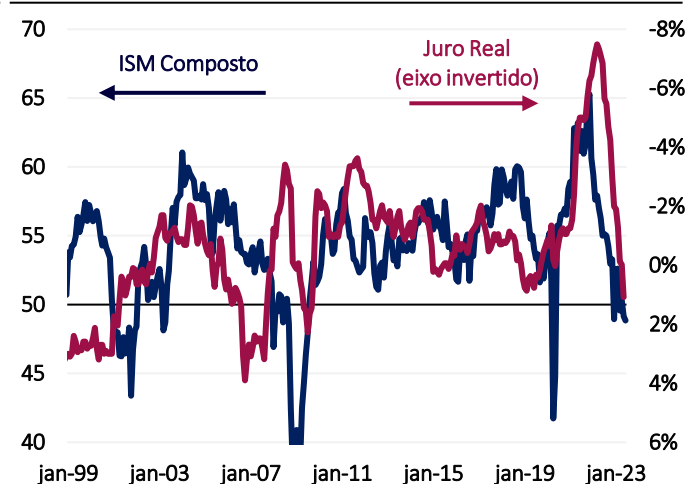
A piora dos índices de atividade é compatível com o aperto monetário dos últimos 18 meses, que levou a taxa de juros nos EUA de muito abaixo da inflação instantânea para algo acima. A taxa de juros real do banco central americano já se encontra acima de 1%, o maior patamar em 14 anos. Dadas a recente sinalização de possíveis novas altas e a continuidade do processo desinflacionário, a tendência é que essa taxa suba ainda mais, tolhendo de forma mais forte a atividade. A piora da manufatura e o menor dinamismo dos serviços devem continuar, inclusive com a possibilidade de mudanças relativamente abruptas, o que pode representar um risco para a estratégia do banco central americano de executar um “pouso suave” capaz de evitar uma recessão.

Gráfico 11. EUA: Taxa de Juro Real



Fonte: FED e Banco Safr

Gráfico 12. EUA: Política Monetária e Atividade



Fonte: FED, ISM e Banco Safr

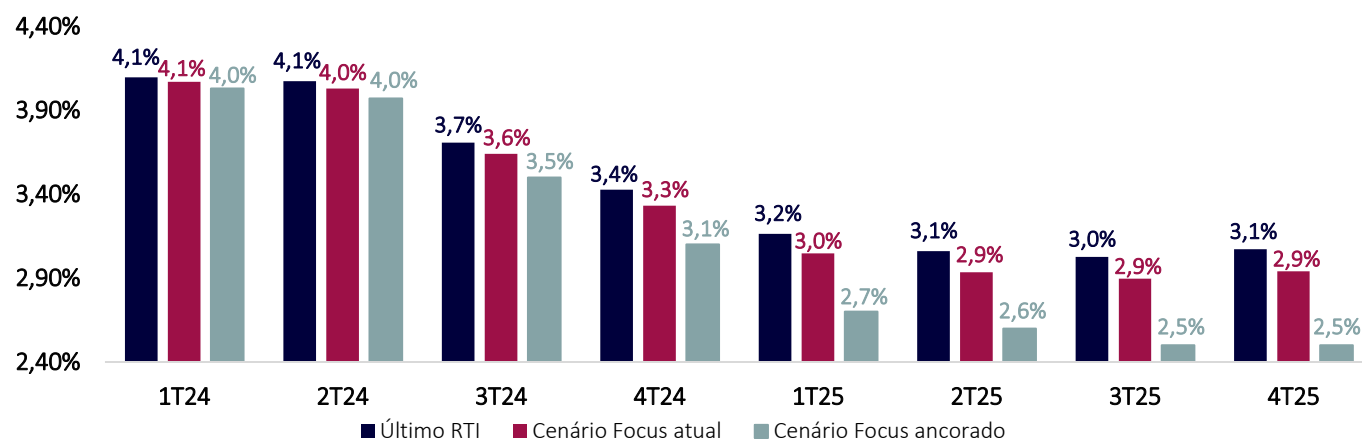
INFLAÇÃO – TRAJETÓRIAS DE INFLAÇÃO SEGUINDO O MODELO DO BANCO CENTRAL

As projeções do Banco Central do Brasil (BCB) para a inflação são importantes ferramentas de comunicação. Podem ratificar ou indicar correções na trajetória esperada pelo mercado para a taxa de juros. Isto é, projeções de inflação para o horizonte relevante que destoam muito da meta sugerem que, dependendo de outras hipóteses, a política monetária poderá não seguir a trajetória projetada pelo mercado. No relatório de inflação recentemente publicado, o BCB divulgou projeções de 3,4% e 3,1% para o IPCA dos anos de 2024 e 2025, respectivamente, baseando-se nas expectativas de inflação para esses períodos divulgadas no Relatório Focus.

A evolução das expectativas de inflação desde a definição da meta pelo CMN sugere que a inflação projetada pelo BCB venha a ser reduzida. A mediana das projeções do mercado para a inflação de 2025, dada pela pesquisa Focus, já cedeu 20 pontos-base na virada de julho, de 3,80% para 3,60%, e podem continuar caminhando em direção à meta. Essa possível evolução é de grande interesse porque, seguindo o padrão adotado pelo Copom nos últimos meses, as projeções para o ano de 2025 ganharão cada vez mais importância nas decisões da autoridade monetária. A fim de avaliar o impacto que isso terá nas projeções do Copom, lançamos mão de uma reprodução do Modelo Agregado de Pequeno Porte do BCB elaborada pelo Banco Safr.

Tudo o mais constante, a melhora nas expectativas para os anos à frente pode levar a inflação projetada para 3,0% já na virada de 2025. Essa possibilidade e a perspectiva de a inflação ficar até abaixo da meta ao longo de 2025, considerando a trajetória da pesquisa Focus para a taxa de juros, podem ser suficientes para caracterizar uma perspectiva de inflação “em torno da meta” no horizonte relevante, dando o sinal verde para o início do ciclo de corte de juros.

Gráfico 13. Projeções do BCB para a Inflação com Diferentes Cenários (%)



Fonte: BCB e Banco Safr

Apesar da sinalização de parcimônia nos movimentos do Copom, o mercado já atribuiu significativa probabilidade para um primeiro corte de 0,5%, o que não traria grande desvio às projeções de inflação. Enquanto o cenário base utilizado no modelo do Copom considera uma redução de 25 pontos-base na taxa Selic na próxima reunião, o comitê pode se confrontar com outra expectativa do mercado na próxima reunião. Caso, o BCB opte por um primeiro corte de 0,5 ponto percentual, a inflação projetada subiria apenas 5 pontos-base em 2024-25. Essa pequena deterioração seria ainda menos relevante se o relatório Focus das próximas semanas trouxer novas reduções nas expectativas para a inflação.

No cenário em que as expectativas Focus se ancoram em 3% e o BCB use a trajetória da Selic adotada na última reunião do Copom, a inflação projetada para 2025 ficaria bem abaixo da meta. Nesse caso, a inflação de 2025 ficaria perto de 2,5%, ou seja, 50 pontos-base abaixo da meta. O modelo sugeriria, portanto, um ritmo mais célere de corte de juros para manter a inflação próxima à meta. Não se poderia descartar uma redução de 1 ponto percentual na

Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 07 de julho de 2023

taxa Selic em alguma das reuniões do Copom, a exemplo do feito no ciclo anterior de afrouxamento monetário, especialmente se o BCB cortar os juros no início do ciclo de forma mais cautelosa do que a projetada pelo mercado.

As projeções do modelo do BCB devem ser temperadas considerando o balanço de riscos existente. Esses riscos podem ser favoráveis à queda da inflação, com um afluxo de capital na esteira da votação de reformas importantes como a tributária e das garantias e a confirmação do arcabouço fiscal e da maior robustez do CARF. Eles podem ser desfavoráveis à inflação no caso de turbulência nos EUA que levem à uma desvalorização da nossa taxa de câmbio, e dificuldades na aprovação de medidas do interesse do governo, que levem a uma erosão das metas fiscais anunciadas pelo governo, inclusive para 2024.

Em suma, a evolução favorável das expectativas de inflação no relatório Focus mais recente já abre espaço para o primeiro corte de juros na reunião do Copom no começo de agosto. O tamanho do primeiro corte e dos futuros dependerá da convergência para 3% das expectativas da inflação em 2025 capturadas pela pesquisa Focus, assim como de tranquilidade nos mercados internacionais e sucesso no esforço fiscal.

DESTAQUES DA SEMANA**BRASIL****IPCA: Inflação ao Consumidor**

	ANTERIOR	SAFRA
M/M %	0,23	-0,07
A/A %	3,94	3,17

Na terça-feira, o IBGE divulgará o IPCA de junho. A expectativa é de que haja um recuo de 0,07% na margem, contra avanço de 0,23% no mês anterior. O número deve resultar de uma deflação de alimentos, em especial, leite, carnes e frutas. Adicionalmente, deve haver menor alta na categoria de saúde, com o arrefecimento de planos de saúde e leve queda de medicamentos e de produtos de higiene pessoal. Na comparação anual, a inflação deve ter recuado de 3,94% para 3,17% em junho.

BRASIL**PMS: Pesquisa Mensal de Serviços**

	ANTERIOR	SAFRA
M/M %	-1,6	0,2
A/A %	2,7	3,5

Na quarta-feira, será publicada a PMS de maio. Esperamos que a variação M/M% seja de 0,2%, contra recuo de 1,6% no mês anterior. Na comparação interanual, a expectativa é de que haja um avanço de 3,5%, contra 2,7% registrados em abril.

BRASIL**PMC: Vendas no Varejo Restrito**

	ANTERIOR	SAFRA
M/M %	0,1	-0,5
A/A %	0,5	1,4

Por fim, na sexta-feira virá a público a PMC de maio. Esperamos um recuo de 0,5% no varejo restrito. Na variação interanual, esperamos que haja uma expansão de 1,4% (ante avanço de 0,5% em abril).

ESTADOS UNIDOS**CPI: Inflação ao consumidor**

	ANTERIOR	SAFRA
Índice cheio (M/M % A/A %)	0,1 4,1	0,3 3,2
Núcleo (M/M % A/A %)	0,4 5,3	0,3 5,0

Nos Estados Unidos, a divulgação do CPI de junho está marcada para quarta-feira. Projetamos alta de 0,3% tanto para o índice cheio quanto para o núcleo (que desconsidera preços de alimentos e energia). Em 12 meses, a inflação acumulada deve atingir 3,2% no índice cheio (vs. 4,1% em mar/23) e 5,0% no núcleo (vs. 5,3% em mar/23). A queda na inflação cheia acumulada em 12 meses será beneficiada pela saída da observação de junho de 2022, que havia registrado alta de 1,2% no mês por influência da forte alta do preço do petróleo durante aquele mês.

Safrá Semanal – Análise Macroeconômica
Brasil | 07 de julho de 2023

CALENDÁRIO ECONÔMICO

SEMANA DE 09 A 15 DE JULHO									
PAÍS	HORA (BR)	EVENTO	REFERÊNCIA	UNIDADE	ANTERIOR	CONSENSO	SAFRA	RELEVÂNCIA	
DOMINGO, 09									
China	22:30	Índice de preços ao consumidor (CPI)	jun/23	A/A %	0,2	0,2	---	●	
China	22:30	Índice de preços ao produtor (PPI)	jun/23	A/A %	-4,6	-5,0	---	●	
SEGUNDA-FEIRA, 10									
Brasil	08:00	FGV: IPC-S	1 Sem.	M/M %	-0,10	---	---	●	
Brasil	08:25	BCB: Pesquisa Focus	07/jul	---	---	---	---	●	
TERÇA-FEIRA, 11									
Alemanha	03:00	Índice de Preços ao Consumidor (CPI) - Final	jun/23	M/M %	0,3	0,3	---	●	
Brasil	05:00	FIPE: IPC semanal	1 Sem.	M/M %	-0,08	---	---	●	
Z. do Euro	06:00	ZEW: Confiança econômica	jun/23	pontos	-10,0	---	---	●	
Alemanha	06:00	ZEW: Confiança do Investidor (Expectativas)	jun/23	pontos	-8,5	---	---	●	
EUA	07:00	NFIB: Otimismo pequenos negócios	jun/23	pontos	89,4	89,9	---	●	
Brasil	09:00	IBGE: IPCA	jun/23	M/M %	0,23	-0,10	-0,07	●	
				A/A %	3,94	3,15	3,17	●	
Japão	20:50	Índice de preços ao produtor (PPI)	jun/23	M/M %	-0,7	---	---	●	
QUARTA-FEIRA, 12									
Brasil	09:00	IBGE: Pesquisa mensal de serviços	mai/23	M/M %	-1,6	---	0,2	●	
				A/A %	2,7	---	3,5	●	
EUA	09:30	Núcleo CPI (excluindo alimentos e energia)	jun/23	M/M %	0,4	0,3	0,3	●	
				A/A %	5,3	5,0	5,0	●	
EUA	09:30	Índice de preços ao consumidor (CPI)	jun/23	M/M %	0,1	0,3	0,3	●	
				A/A %	4,1	3,1	3,2	●	
China	---	Balança comercial	jun/23	US\$ bilhões	65,8	74,0	---	●	
QUINTA-FEIRA, 13									
Reino Unido	03:00	Produção industrial	mai/23	M/M %	-0,3	-0,4	---	●	
Z. do Euro	06:00	Produção industrial	mai/23	M/M %	1,0	0,3	---	●	
Z. do Euro	08:30	Ata do ECB	jun/23	---	---	---	---	●	
EUA	09:30	Índice de preços ao produtor (PPI)	jun/23	A/A %	1,1	0,4	---	●	
EUA	09:30	Núcleo PPI (excluindo alimentos e energia)	jun/23	A/A %	2,8	2,5	---	●	
SEXTA-FEIRA, 14									
Japão	01:30	Produção Industrial - Final	jun/23	M/M %	-1,6	---	---	●	
Z. do Euro	06:00	Balança comercial	mai/23	€ Bilhões	-7,1	---	---	●	
Brasil	09:00	IBGE: Vendas no varejo restrito	mai/23	M/M %	0,1	---	-0,5	●	
				A/A %	0,5	---	1,4	●	
EUA	09:30	Índice de preços de Importação	jun/23	A/A %	-5,9	---	---	●	
EUA	09:30	Índice de preços de Exportação	jun/23	A/A %	-10,1	---	---	●	
EUA	11:00	Confiança do consumidor (Univ. de Michigan) - Preliminar	jun/23	pontos	64,4	65,5	---	●	
NA SEMANA									
China	---	Crédito total	jun/23	¥ bilhões	1555,6	3050,0	---	●	
China	---	Novos empréstimos	jun/23	¥ trilhões	1,4	2,3	---	●	

* Fonte: Bloomberg (atualizado em 07/07/2023)

Safr Semanal – Análise Macroeconômica
Brasil | 07 de julho de 2023

SAFRA INDICADORES

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
I - ATIVIDADE ECONÔMICA								
Varição Real do PIB	1,3%	1,8%	1,2%	-3,3%	5,0%	2,9%	2,1%	2,5%
PIB (R\$ bilhões correntes)	6.585	7.004	7.389	7.610	8.899	9.915	10.680	11.469
PIB (US\$ bilhões correntes)	2.063	1.917	1.873	1.476	1.649	1.920	2.149	2.312
Tx. De Desemprego Nacional (média no ano)	12,7%	12,3%	11,9%	13,5%	13,2%	9,3%	8,6%	9,1%
II - SETOR EXTERNO								
Balança Comercial (US\$ bilhões)	57,3	43,4	26,5	32,4	36	44	52	46
Exportações (US\$ bilhões)	218	240	226	211	284	341	343	339
Importações (US\$ bilhões)	161	196	199	178	248	296	291	293
Saldo em Conta Corrente (US\$ bilhões)	-22	-51	-65	-26	-28	-56	-55	-60
Conta Corrente (% do PIB)	-1,1%	-2,7%	-3,5%	-1,7%	-1,7%	-2,9%	-2,6%	-2,6%
Investimento Direto no País (IDP) (US\$ bilhões)	68,9	78,2	69	45	46	91	89	90
IDP (% do PIB)	3,3%	4,1%	3,7%	3,1%	2,9%	4,7%	4,1%	3,9%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) - Final de período	3,31	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	4,90	5,00
Varição Cambial	1,5%	17,1%	4,0%	28,9%	7,4%	-6,5%	-6,1%	2,0%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) - Média do período	3,19	3,65	3,95	5,16	5,40	5,16	4,97	4,95
Varição Cambial	-8,3%	14,5%	8,0%	30,7%	4,6%	-4,3%	-3,8%	-0,3%
III - SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% DO PIB)								
Resultado Primário (R\$ bilhões)	-111	-108	-62	-703	65	126	-95	-56
Resultado Primário (% do PIB)	-1,7%	-1,5%	-0,8%	-9,4%	0,7%	1,3%	-0,9%	-0,5%
Resultado Nominal	-7,8%	-7,0%	-5,8%	-13,6%	-4,4%	-4,6%	-7,4%	-7,2%
Dívida Bruta	73,7%	75,3%	74,4%	86,9%	78,3%	72,9%	77,1%	79,0%
IV - INFLAÇÃO								
IPCA	2,9%	3,7%	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	5,0%	3,3%
IGP-M	-0,5%	7,5%	7,3%	23,1%	17,8%	5,5%	-3,5%	2,0%
V - JUROS								
Taxa Selic - Meta (Final de Período)	7,00%	6,50%	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	11,75%	8,75%
Taxa Selic - Média do Período	9,83%	6,56%	5,92%	2,81%	4,81%	12,63%	13,25%	9,88%
VI - ECONOMIA INTERNACIONAL								
EUA - Varição Real do PIB	2,2%	2,9%	2,3%	-2,8%	5,9%	2,1%	1,1%	0,7%
EUA - Taxa Básica de Juros (Fed funds) **	1,375%	2,375%	1,625%	0,125%	0,125%	4,375%	5,375%	4,875%

* Informações em vinho indicam projeções do Banco Safr

** Média do intervalo do objetivo do Fed funds.

Safr Semanal – Análise Macroeconômica

Brasil | 07 de julho de 2023

ANÁLISE MACROECONÔMICA

EDUARDO YUKI

eduardo.yuki@safra.com.br

FABIO KLEIN

fabio.klein@safra.com.br

LÍVIO MAYA

livio.maya@safra.com.br

MATHEUS ROSIGNOLI

matheus.rosignoli@safra.com.br

JOÃO FELIPE ARAÚJO

joaofelipe.araujo@safra.com.br

GIOVANNI PAZ

giovanni.paz@safra.com.br

MATHEUS MAÇON

matheus.macon@safra.com.br

DANIELA FIGUEIREDO

daniela.figueiredo@safra.com.br

OBSERVAÇÕES IMPORTANTES

I - ESTE RELATÓRIO FOI DESENVOLVIDO E PUBLICADO PELO DEPARTAMENTO DE PESQUISA MACROECONÔMICA DO BANCO SAFRA ("SAFRA"). ESTE RELATÓRIO NÃO É UM PRODUTO DO DEPARTAMENTO DE ANÁLISE DE AÇÕES DO BANCO SAFRA OU DA SAFRA CORRETORA DE VALORES E NÃO DEVE SER CONSIDERADO UM RELATÓRIO DE ANÁLISE PARA OS FINS DA RESOLUÇÃO CVM 20.

II - ESTE RELATÓRIO TEM COMO OBJETIVO ÚNICO FORNECER INFORMAÇÕES MACROECONÔMICAS E NÃO CONSTITUI E NEM DEVE SER INTERPRETADO COMO SENDO UMA OFERTA OU RECOMENDAÇÃO DE COMPRA E/OU VENDA OU COMO UMA SOLICITAÇÃO DE UMA OFERTA DE COMPRA E/OU VENDA DE QUALQUER INSTRUMENTO FINANCEIRO, OU DE PARTICIPAÇÃO EM UMA DETERMINADA ESTRATÉGIA DE NEGÓCIOS EM QUALQUER JURISDIÇÃO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE RELATÓRIO FORAM CONSIDERADAS RAZOÁVEIS NA DATA EM QUE O RELATÓRIO FOI DIVULGADO E FORAM OBTIDAS DE FONTES PÚBLICAS CONSIDERADAS CONFIÁVEIS. ENTRETANTO, O SAFRA NÃO DÁ NENHUMA SEGURANÇA OU GARANTIA, SEJA DE FORMA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, SOBRE A INTEGRIDADE, CONFIABILIDADE OU EXATIDÃO DESSAS INFORMAÇÕES. ESTE RELATÓRIO TAMBÉM NÃO TEM A INTENÇÃO DE SER UMA RELAÇÃO COMPLETA OU RESUMIDA DOS MERCADOS OU DESDOBRAMENTOS NELE ABORDADOS. O SAFRA NÃO POSSUI QUALQUER OBRIGAÇÃO DE ATUALIZAR, MODIFICAR OU ALTERAR ESTE RELATÓRIO E INFORMAR O RESPECTIVO LEITOR.

III - AS OPINIÕES EXPRESSAS NESTE RELATÓRIO REFLETEM ÚNICA E EXCLUSIVAMENTE AS VISÕES E OPINIÕES PESSOAIS DO ANALISTA RESPONSÁVEL PELO CONTEÚDO DESTES MATERIAL NA DATA DE SUA DIVULGAÇÃO E FORAM PRODUZIDAS DE FORMA INDEPENDENTE E AUTÔNOMA, INCLUSIVE EM RELAÇÃO AO BANCO SAFRA, À SAFRA CORRETORA DE VALORES E DEMAIS EMPRESAS DO GRUPO ECONÔMICO DO SAFRA.

IV - ESTE RELATÓRIO NÃO PODE SER REPRODUZIDO OU REDISTRIBUÍDO PARA QUALQUER OUTRA PESSOA, NO TODO OU EM PARTE, QUALQUER QUE SEJA O PROPÓSITO, SEM O PRÉVIO CONSENTIMENTO POR ESCRITO DO BANCO SAFRA. INFORMAÇÕES ADICIONAIS SOBRE OS INSTRUMENTOS FINANCEIROS DISCUTIDOS NESTE RELATÓRIO ENCONTRAM-SE DISPONÍVEIS MEDIANTE SOLICITAÇÃO. O SAFRA E/OU QUALQUER OUTRA EMPRESA DE SEU GRUPO ECONÔMICO NÃO SE RESPONSABILIZA E TAMPOUCO SE RESPONSABILIZARÁ POR QUAISQUER DECISÕES, DE INVESTIMENTO OU E OUTRA, QUE FOREM TOMADAS COM BASE NOS DADOS AQUI DIVULGADOS. QUESTÕES ACERCA DOS TÓPICOS ABORDADOS NESSE RELATÓRIO DEVEM SER ENVIADAS DIRETAMENTE AO SEU GERENTE DE CONTA OU OUTROS CONSULTORES DO BANCO SAFRA.

V - ESSE MATERIAL PODE CONTER ENDEREÇOS E HYPERLINKS PARA WEBSITES DE TERCEIROS. O BANCO SAFRA NÃO É RESPONSÁVEL PELO CONTEÚDO DOS ENDEREÇOS INCLUÍDOS NESSE RELATÓRIO E TAIS ENDEREÇOS E HYPERLINKS SÃO FORNECIDOS APENAS PARA SUA INFORMAÇÃO. O CONTEÚDO DESSES ENDEREÇOS TAMBÉM NÃO SE CONSTITUI, SOB NENHUMA HIPÓTESE, COMO ALGO PRODUZIDO PELO BANCO SAFRA.

OBSERVAÇÃO ADICIONAL: ESTE MATERIAL NÃO LEVA EM CONSIDERAÇÃO OS OBJETIVOS, SITUAÇÃO FINANCEIRA OU NECESSIDADES ESPECÍFICAS DE QUALQUER CLIENTE EM PARTICULAR. OS CLIENTES PRECISAM OBTER ACONSELHAMENTO FINANCEIRO, LEGAL, CONTÁBIL, ECONÔMICO, DE CRÉDITO E DE MERCADO INDIVIDUALMENTE, COM BASE EM SEUS OBJETIVOS E CARACTERÍSTICAS PESSOAIS ANTES DE TOMAR QUALQUER DECISÃO FUNDAMENTADA NA INFORMAÇÃO AQUI CONTIDA. AO ACESSAR ESTE MATERIAL, VOCÊ DECLARA E CONFIRMA QUE COMPREENDE OS RISCOS RELATIVOS AOS MERCADOS ABORDADOS NESTE RELATÓRIO E ÀS LEIS EM SUA JURISDIÇÃO REFERENTES A PROVISÃO E VENDA DE PRODUTOS DE SERVIÇO FINANCEIRO. VOCÊ RECONHECE QUE ESTE MATERIAL CONTÉM INFORMAÇÕES PROPRIETÁRIAS E CONCORDA EM MANTER ESTA INFORMAÇÃO SOMENTE PARA SEU USO EXCLUSIVO.

CENTRAL DE SUPORTE PESSOA JURÍDICA
CAPITAL E GRANDE SÃO PAULO: (11) 3175 8248
DEMAIS LOCALIDADES: 0800 015 7575
ATENDIMENTO PERSONALIZADO DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 8H ÀS 19H30, EXCETO FERIADOS.

CENTRAL DE ATENDIMENTO SAFRA: 0300 105 1234
ATENDIMENTO PERSONALIZADO DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 9H ÀS 19H, EXCETO FERIADOS.

SAC - SERVIÇO DE ATENDIMENTO AO CLIENTE: 0800 772 5755 - ATENDIMENTO 24 HORAS, 7 DIAS POR SEMANA.

OUIDORIA (CASO JÁ TENHA RECORRIDO AO SAC E NÃO ESTEJA SATISFEITO/A): 0800 770 1236
DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 9H ÀS 18H, EXCETO FERIADOS.