



Cenário Macroeconômico

Dezembro 2023

Estados Unidos

A economia americana seguiu uma trajetória compatível com nossa perspectiva de *soft landing* ao longo do mês de dezembro de 2023. A atividade, longe de entrar em recessão, continuou dando sinal de resiliência com indicadores compatíveis ao crescimento próximo ao potencial, em torno de 2%, ao mesmo tempo que a inflação seguiu seu comportamento de convergência à meta liderado pela deflação de bens diante da dissolução da quebra de cadeias produtivas.

Nesse sentido o núcleo da inflação medida pelo PCE apresentou seu menor número mensal desde 2020 (Figura 1), trazendo os valores das médias dos últimos 3 e 6 meses para valores compatíveis com a meta de 2%.

Ao observar as aberturas da inflação, temos que a inflação de serviços ex-habitação, o núcleo “supercore” preferido pelo FED, também tem as médias de 3 e 6 meses compatíveis com a meta, e o núcleo de bens segue em patamares negativos, liderando o processo de desinflação. Nossas projeções indicam que a inflação de bens continuará em uma dinâmica muito benigna, uma vez que os preços relativos de bens continuam muito elevados, havendo espaço para convergência.

Ao mesmo tempo, a inflação de serviços tende a manter o processo de convergência, diante do seguimento do reequilíbrio do mercado de trabalho que aliviará a pressão sobre salários. A “curva de Beveridge” que apresenta a relação entre abertura de vagas de trabalho e taxa de desemprego foi deslocada pela pandemia, mas apresentou um comportamento amplamente condizente com o reequilíbrio do mercado de trabalho seguindo um movimento anti-horário nos últimos dois anos (Figura 2). Nesse sentido, esperamos que esse movimento continue, com a queda da oferta de vagas ocorrendo antes da taxa de desemprego mostrar sinais de aumento. Esse movimento natural explica como a inflação de serviços está caindo mesmo sem aumento da taxa de desemprego nos EUA, e é um alicerce para a expectativa de *soft-landing*.

O único componente do núcleo de inflação que segue um padrão bem acima da meta é a inflação de habitações, que inclui aluguéis e o aluguel imputado dos proprietários de imóveis que residem no mesmo. Esse componente apresenta algumas características relevantes, como a elevada inércia, e a defasagem dos valores a serem considerados com relação aos novos preços anunciados. Nesse aspecto, ao considerar os preços anunciados nas defasagens relevantes, projetamos uma queda lenta da inflação de habitações computada nos índices de preços do PCE e do CPI. Outro aspecto relevante é a alteração recente da metodologia de cálculo desse aluguel imputado, que deu um peso maior a construções unifamiliares, que tendem a apresentar uma inércia maior. Assim, ainda que esse componente mantenha a inflação acima da meta por um período mais longo, trata-se mais de uma questão metodológica que de uma trajetória de inflação incompatível com a meta, não devendo guiar a condução da política monetária.

Figura 1 – Inflação PCE Core

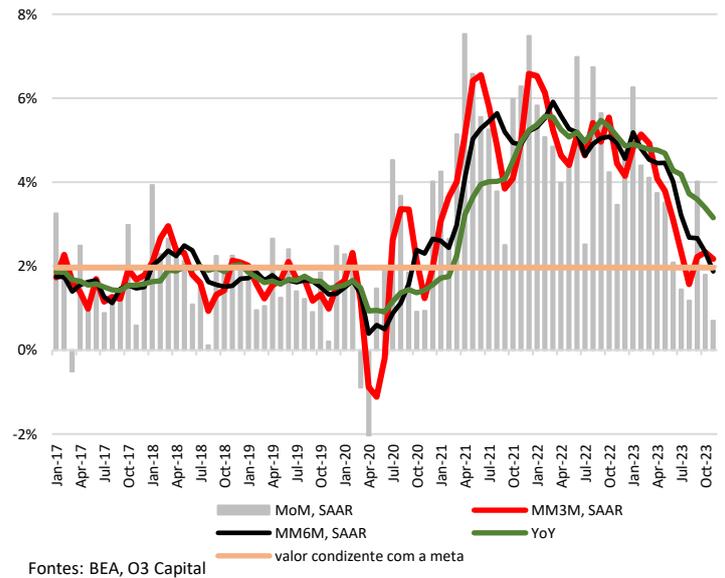
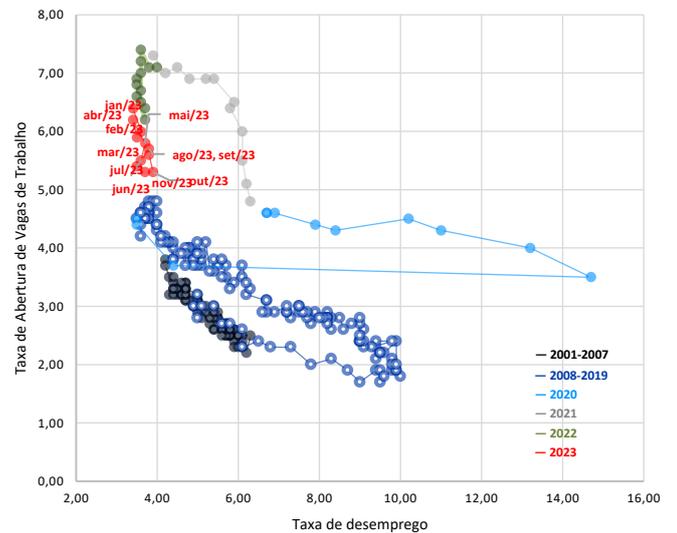


Figura 2 – Curva de Beveridge - EUA



Diante da trajetória de queda da inflação cada vez mais estabelecida, o Fed manteve a taxa de juros inalterada na reunião de dezembro e revisou os dot-plots de projeções de juros para 2024 para baixo. Além disso, o discurso do presidente Jerome Powell no *press conference* foi extremamente *dove*, indicando que o ciclo de aumento de juros muito provavelmente já se encerrou. Como resultado a precificação de mercado começou a indicar uma probabilidade maior de cortes nos juros no primeiro semestre do ano. Nesse sentido, atualizamos nossa projeção de início do ciclo de cortes de juros para maio, antecipando de junho, nosso call anterior.

China

Os dados de novembro reforçaram nossa perspectiva para 2024 de que a economia encontra sérias dificuldades de ganhar momento.

As vendas no varejo tiveram crescimento negativo no mês, o investimento privado segue contraindo no ano e o setor imobiliário se estabiliza em níveis muito baixos de crescimento de vendas e construções de casas. Preços de casas caíram novamente em novembro, registrando contração em 22 dos últimos 27 meses. As famílias seguem com altos níveis de poupança, sem sinais de que pretendem gastá-los. A inflação ao consumidor atingiu variação de -0,5% a/a em novembro, o menor patamar da história excluindo a pandemia de COVID-19 e crise de 2008, evidenciando o tamanho do hiato presente na economia e reacendendo receios de que a China possa estar entrando em uma espiral deflacionária. Conforme descrito na nossa carta anterior, esperamos que muito da dinâmica de 2023 se repita em 2024 e que o crescimento continue moderado.

Os dados preliminares que temos para dezembro também não são dos mais animadores: vendas de casas continuam em níveis próximos ou abaixo de 2022 na maioria das cidades; PMIs, especialmente o de manufatura, seguem indicando confiança e demanda reprimidas e os dados de setor externo indicam fraqueza tanto nas exportações quanto nas importações chinesas para o mês.

Do lado da política econômica, dois importantes desenvolvimentos aconteceram em dezembro: No dia 22, bancos públicos anunciaram cortes nas suas taxas de depósitos, abrindo espaço para que o PBoC promova maior afrouxamento monetário sem prejudicar as margens com juros dos bancos, que já se encontram em patamar historicamente baixo (Figura 3). Apesar de reconhecermos a importância de mais estímulo monetário, acreditamos que muitos dos problemas estruturais impedem a maior efetividade da política monetária, diminuindo sua potência. Além disso, o PBoC cortou juros em 0,25% em 2023, cuja efetividade sobre inflação e atividade ainda não se fizeram presentes.

Outro desenvolvimento importante foi a reinstauração do PSL (*Pledged Supplementary Lending*) por parte do PBoC (Figura 4). O PSL é um instrumento de política monetária criado em 2014 para prover crédito com taxas subsidiadas via banco central para bancos públicos. Foi usado, entre 2014 e 2018, para o *Shantytown Redevelopment Project*, projeto de modernização de centros urbanos chineses que foi chave para interromper (e eventualmente virar) o ciclo de queda no mercado imobiliário da época e reacelerar o crescimento da economia chinesa. Conforme notícia veiculada pela Bloomberg em 14 de novembro, esse financiamento deve ser usado para um novo programa de reurbanização. Conforme descrito no nosso cenário para 2024, reconhecemos a importância do programa, porém julgamos que não será suficiente para reverter a situação no mercado imobiliário de forma relevante.

Figura 3
Margens com Juros dos Bancos Chineses (%)

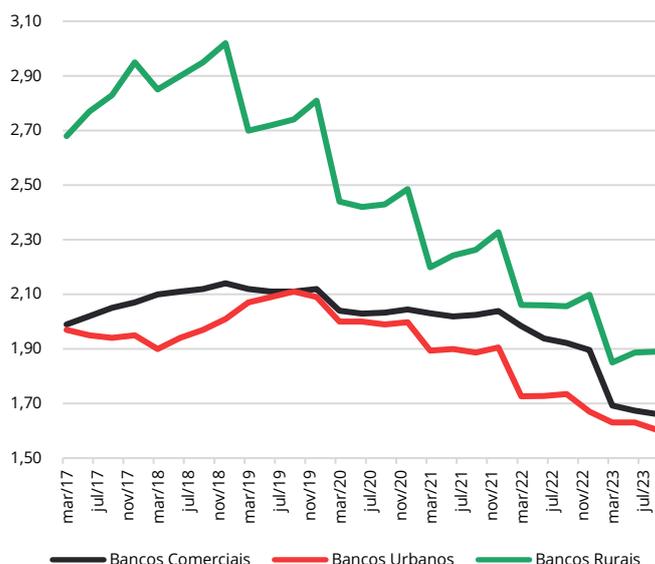
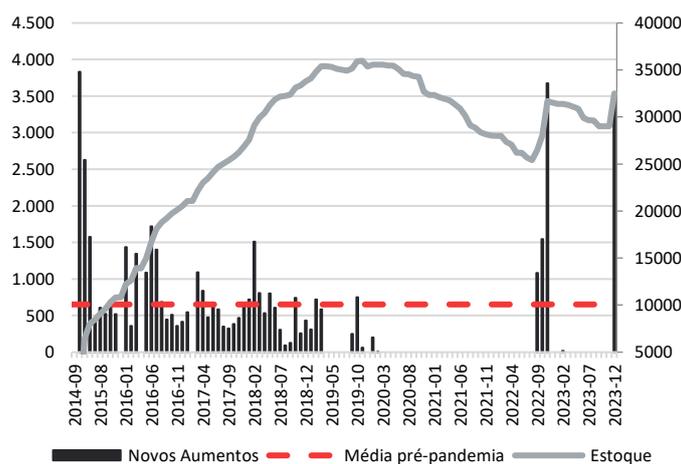


Figura 4
PSL (Pledged Supplementary Lending) - Bilhões de Yuans



Por fim, em janeiro, teremos as eleições presidenciais em Taiwan, marcadas para o dia 13. O mercado volta sua atenção para a pequena ilha em vista dos possíveis desdobramentos geopolíticos advindos do resultado. Os dois partidos de oposição (KMT e TPP), teoricamente mais alinhados com a China e a favor de uma reaproximação entre os dois países, não conseguiram se juntar e lançaram chapas separadas, abrindo espaço para a vitória do DPP, partido a favor da manutenção da independência da ilha, incumbentes no poder e líderes das pesquisas. Uma vitória do KMT, atual segundo lugar nas pesquisas de opinião, abriria espaço para a possibilidade de uma reunificação pacífica no futuro sem a possibilidade de intervenções da comunidade internacional, o que julgamos que seria o cenário menos danoso em termos de preços de ativos. Entretanto, trabalhamos com o cenário mais provável de uma vitória do DPP e continuidade das tensões entre os dois países e os EUA.

Zona do Euro

O começo de dezembro foi marcado pelo conjunto de dados confirmando uma atividade ainda enfraquecida na Zona do Euro.

Os dados do PIB da Zona do Euro confirmaram a queda de -0,1% q/q no terceiro trimestre, com o investimento estagnado e consumo das famílias enfraquecido. Parte da explicação vem dos efeitos defasados do aperto monetário realizado pelo ECB, o que explica, principalmente, a deterioração do investimento na região. Nesse sentido, nossa perspectiva para 2024 continua a mesma: a atividade na Zona do Euro deve continuar registrando um crescimento econômico em patamares baixos, o que facilitaria a autoridade monetária em seu ciclo de corte de juros.

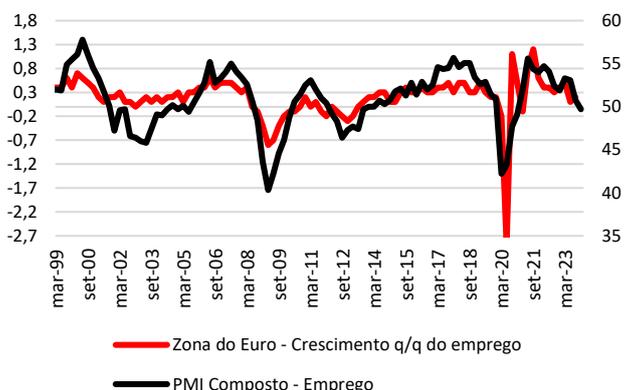
Somado a esse fato, o conjunto de *soft data* — como produção industrial, vendas no varejo, e PMIs — seguiram a tendência de desaceleração em dezembro. Destaca-se aqui, novamente, a queda de -0,4% na produção industrial da Alemanha no mês de outubro, marcando o começo dos dados do quarto trimestre no negativo. Como apontado no nosso outlook de China, a perspectiva ainda é de um setor imobiliário enfraquecido, o que deve contribuir ao longo do ano para um setor industrial abaixo do potencial na Alemanha, país este que possui uma participação do setor industrial mais significativa que os outros países desenvolvidos. Além disso, as vendas no varejo na Zona do Euro permaneceram estáveis no mês, enquanto que o PMI de serviços seguiu recuando para 48,1, sinalizando para a contração do setor pelo quinto mês consecutivo. Um ponto importante dentro do PMI vem sendo a desaceleração da abertura de emprego, o que nos indica um menor aperto no mercado de trabalho e consequentemente pode facilitar o trabalho do ECB ao aliviar as pressões na inflação de serviços (Ver Figura 5).

O ECB decidiu pela manutenção da sua taxa de depósitos em 4%, em linha com as expectativas do mercado, e manteve seu *forward guidance* no comunicado de dezembro, afirmando que a autoridade manterá a taxa de juros em níveis já restritivos por um período suficientemente longo para garantir a convergência da inflação. O comitê também divulgou suas projeções para a inflação para os horizontes relevantes, esperando agora uma inflação core de 2,7% em 2024 e 2,3% em 2025. Ambas as projeções vieram acima do esperado pelo mercado, o que deu um tom mais *hawk* para as projeções na reunião de dezembro. Somado a esse fato, a presidente Lagarde apresentou um tom *hawkish* no press-conference, dando ênfase para os dados de negociações salariais que devem continuar elevados no primeiro trimestre de 2024.

Havia alguma expectativa de um discurso mais suave após o comunicado *dovish* do Fed. Lagarde também afirmou que o comitê não discutiu em nenhum momento sobre cortes de juros, e que ainda há trabalho a ser feito na política monetária para garantir a queda da inflação para a meta.

Apesar do tom *hawkish* das projeções e do press-conference, os dados continuam fortalecendo nosso cenário base: atividade fraca com convergência da inflação. Ainda esperamos, portanto, que o ECB começará seu ciclo de cortes na reunião de abril desse ano.

Figura 5 – Crescimento do emprego na Zona do Euro vs PMI Composto Emprego



Brasil

A economia brasileira seguiu apresentando uma tendência segura de desinflação nas divulgações do IPCA mais recentes. Nesse sentido, o IPCA-15 de dezembro corroborou como tendência de convergência à meta apesar de ter surpreendido para cima em itens isolados, como passagens aéreas e alimentos. As médias de 3 e 6 meses da média dos 5 núcleos considerados pelo Bacen já estão em patamares condizentes com a meta de inflação de 3% (Figura 6), e componentes relevantes para observar a dinâmica de inflação, como serviços, continuaram apresentando uma taxa de inflação também compatível com a meta.

Assim, a tendência de inflação já alcançou a meta, abrindo a possibilidade para mais cortes de juros. Nossa expectativa é de cortes até 8%, dado que, com a inflação na meta, isso implicaria em juros reais de 5%, valor acima do juro neutro do Banco Central, e, assim, ainda em terreno conservador. Vale destacar que em todos os outros ciclos de corte o Banco Central cortou a patamares bem abaixo do neutro. No último ciclo, quando o Bacen era comandado pelo presidente Ilan Goldfajn, os cortes foram até cerca de 2,5 p.p. abaixo do neutro. Logo, nossa projeção de 8% é conservadora, apesar de ainda estar bem abaixo do precificado pelo mercado.

Mas, **porque acreditamos que a inflação se manterá em um patamar consistentemente baixo em 2024 se a taxa de desemprego está tão baixa?** Isso não pressionaria os salários, e, logo a inflação de serviços? Essa questão faz sentido à medida que historicamente há uma relação clara entre desemprego e inflação, a curva de Phillips, que se mostrou válida para a economia brasileira em episódios passados. Porém, no caso atual vemos mudanças estruturais significativas que reduziram a taxa de desemprego natural (NAIRU), que é a taxa de desemprego que não exerce pressão sobre a inflação.

Duas mudanças estruturais foram relevantes, a nosso ver: 1) As reformas trabalhista e do FGTS reduziram a taxa de desemprego de equilíbrio em 0,5 a 1,00 p.p, uma vez que elevaram significativamente o tempo de permanência dos trabalhadores no emprego formal, ao reduzirem os incentivos de *moral hazard* para forçar uma possível demissão; 2) O aumento substancial dos valores de auxílios sociais reduziu a oferta de trabalho de trabalhadores que tinham menor probabilidade de conseguir um emprego, ao aumentar o custo de oportunidade.

Uma forma simplificada de mensurar esse segundo efeito é calcular qual seria a taxa de desemprego caso a taxa de participação permanecesse a mesma que a da média de 2019, que consideramos como a taxa de equilíbrio pré-pandemia. O resultado é que hoje teríamos uma diferença de cerca de 2,5 p.p. a mais na taxa de desemprego (Figura 7). Assim, ao incorporar tais mudanças estruturais, chegamos à conclusão que os movimentos da taxa de desemprego foram muito mais estruturais que de excesso de demanda, não levando à uma provável pressão na inflação de salários para 2024.

Figura 6 - Medidas de Inflação - IPCA15 Média dos 5 Núcleos

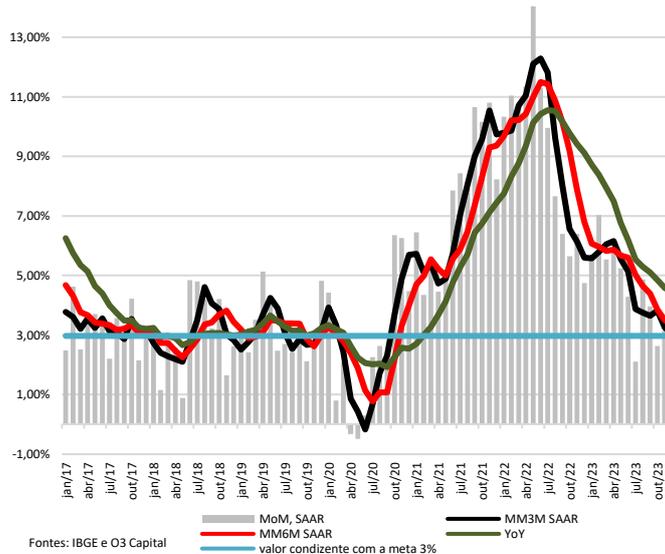
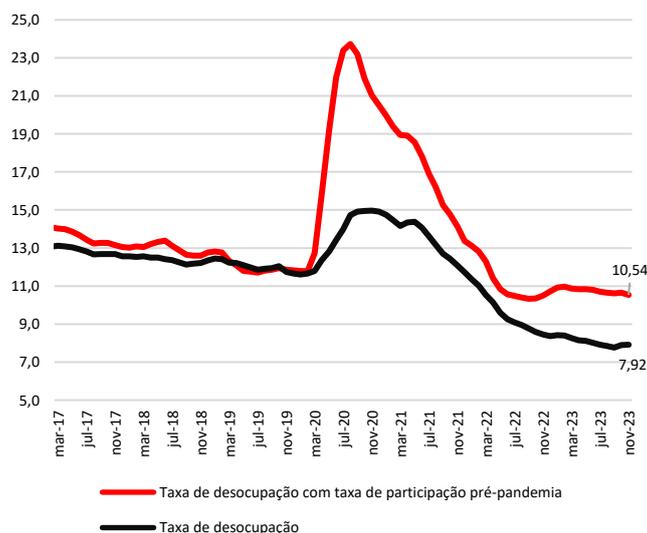


Figura 7 - Taxa de Desemprego SA (%) com Taxa de Participação pré-Pandemia



Ainda assim, mesmo com a redução de risco externo, e queda acentuada dos núcleos da inflação, o Banco Central manteve em sua comunicação a intenção de manter o ritmo de cortes de juros nas próximas duas reuniões. Se, por um lado isso mantém a perspectiva de postura *hawk* do Banco Central, permite que o orçamento total de cortes seja maior, pois mantém a política monetária em terreno contracionista por mais tempo, o que corrobora com nossa projeção.

Ao mesmo tempo, à medida que outros Bancos Centrais estão se movendo rapidamente para uma postura mais *dove*, com sinalização de inícios de cortes de juros para o primeiro semestre, como nos EUA e na Europa, vemos uma janela se abrindo para a possibilidade do Bacen rever sua posição e acelerar o ritmo de cortes mais cedo do que o previsto em seu cenário base.



Dialogue conosco!



www.o3capital.com.br



[@o3.capital](https://www.instagram.com/o3.capital)



[O3 Capital \(Asset Management\)](https://www.linkedin.com/company/o3-capital)



contato@o3capital.com.br