



CAPITAL

Cenário Macroeconômico

Novembro 2023

*As Perspectivas para
a Economia Global em 2024*

Estados Unidos

É possível alcançar o *soft landing*? Essa era a pergunta mais frequente nas mentes dos analistas de mercado e de política monetária americana no início do ano. A resposta geral era que isso seria extremamente improvável e que o Fed teria de subir os juros e derrubar a atividade, certamente passando por uma recessão, para que os EUA conseguissem vencer o processo inflacionário e produzir uma convergência crível à meta.

Com a quebra de bancos menores no primeiro semestre, e o início da guerra na Ucrânia, os temores aumentaram, mas, ainda assim a economia americana provou-se extremamente resiliente, com o consumo puxando o crescimento econômico (Figura 1) à medida que a inflação começou a ceder ainda assim.

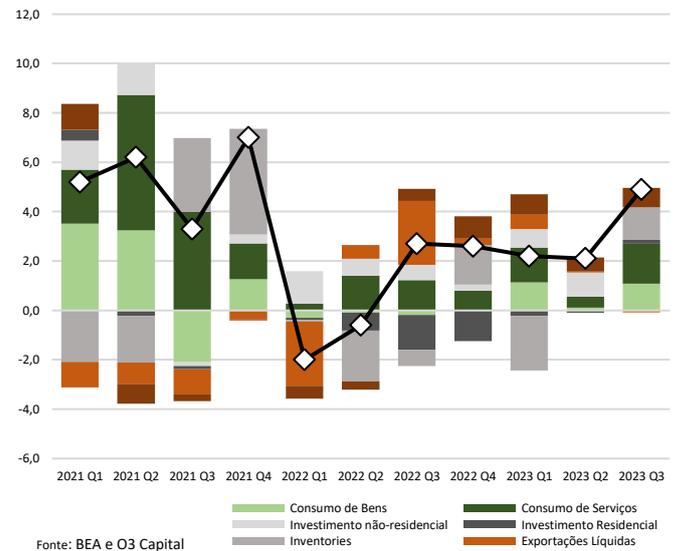
Como isso foi possível? Para a atividade, um dos fatores cruciais para a resiliência foi o momento de convergência da economia de retorno ao equilíbrio natural da economia. A atividade, e em especial o emprego, que se encontrava em níveis abaixo dos do *steady-state* tinha muito espaço ainda no processo de convergência. Aliado à isso, os estímulos do governo foram substanciais, fornecendo um colchão de excesso de recursos às famílias e empresas, que mantiveram a capacidade de consumo intacta.

Nesse cenário, com atividade aquecida, e demanda sustentada, os canais de política monetária encontravam-se parcialmente "entupidos". As famílias e as empresas haviam se refinanciado a taxas de juros muito baixas nos anos anteriores, de forma que o aumento de juros não teve um forte efeito nas demandas de bens e de emprego, por exemplo.

Mas, se os canais usuais de crédito e demanda estavam interrompidos, como a inflação cedeu? O Fed teve duas vantagens no processo: 1) A dissolução das quebras de cadeias globais, que levou à queda dos preços de bens; 2) O Fed foi rigoroso o suficiente para coordenar as expectativas dos agentes, contendo o avanço potencial da inflação, enquanto a desinflação de bens cumpriu o seu papel.

Nesse ambiente **a nossa perspectiva para o ano de 2024 é de um *soft-landing***, com desaceleração da atividade, mas ainda sem recessão, e convergência contínua da inflação para a meta ao longo do ano. A atividade deve desacelerar diante de dois canais principais:

Figura 1 - PIB dos EUA, Contribuições (QoQ% SAAR)



1) **Reequilíbrio gradual do mercado de trabalho.** A crise do Covid-19 provocou um profundo desequilíbrio no mercado de trabalho à medida que a oferta de mão de obra caiu drasticamente por diversos motivos como receio de contaminação, políticas públicas de transferências de recursos às famílias como aumento do seguro desemprego, e interrupção da chegada de imigrantes. Quando os *lockdowns* acabaram, e a vida das pessoas foi voltando à normalidade, a demanda por trabalho retornou mais rapidamente do que a oferta, afinal, quando o *lockdown* terminou, as empresas voltaram a funcionar quase que imediatamente, mas as razões que restringiram a oferta de mão de obra ainda estavam presentes. Assim, a taxa de desemprego caiu fortemente. Mais relevante, porém, é que o número de vagas abertas por trabalhadores disponíveis (*job openings rate*) atingiu valores muito elevados, e a taxa de pedidos de demissão (*quits rate*) também aumentou, caracterizando um mercado de trabalho muito aquecido.

Para acompanhar esse movimento nós construímos uma medida de *firm side unemployment rate* (FSUR), que é a previsão da taxa de desemprego pelos movimentos de suas defasagens e das taxas de vagas de trabalho e de pedidos de demissão passadas. Essa relação historicamente bem estabelecida foi quebrada pela pandemia, como vemos na Figura 2, com o FSUR atingindo valores bem abaixo da taxa de desemprego.

Figura 2 - Firm Side Unemployment Rate (FSUR) vs Inflação de Salários (WGT) - EUA

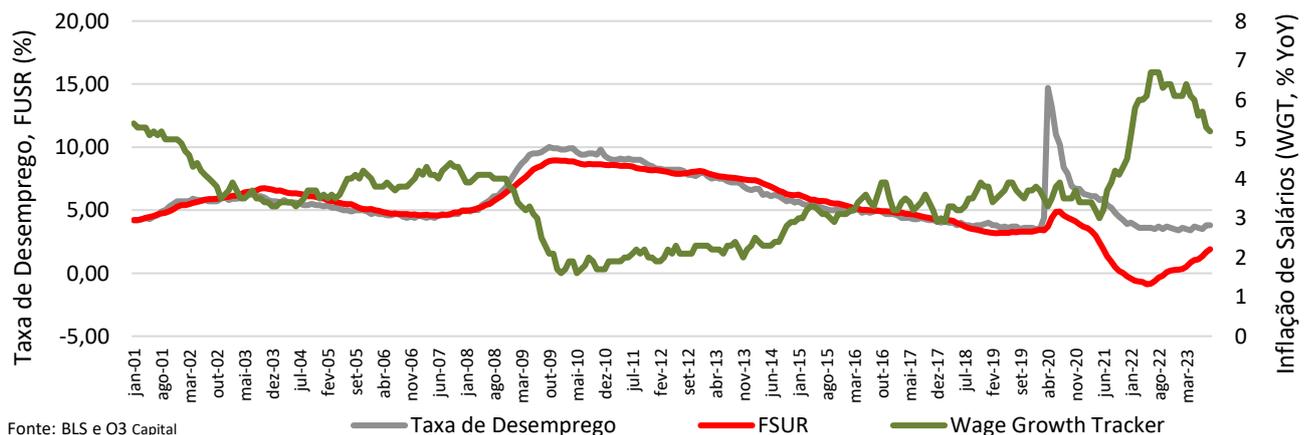
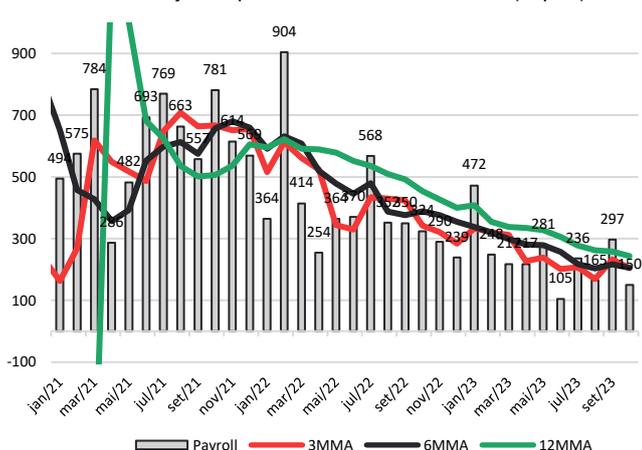


Figura 3
Contratações Líquidas no Mercado de Trabalho (Payroll)



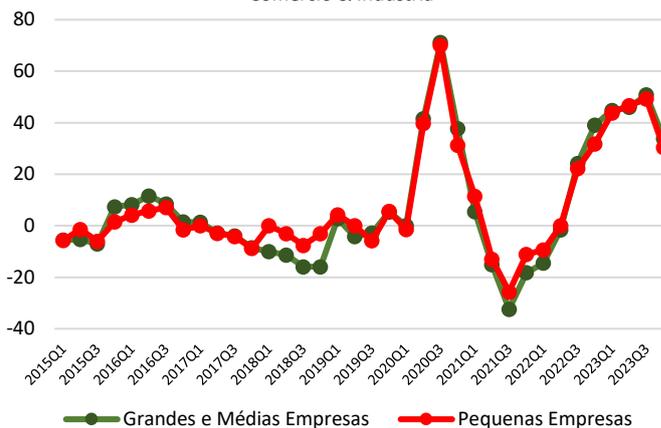
Fonte: BLS e O3 Capital

O FSUR é uma medida mais abrangente para avaliar o mercado de trabalho que a taxa de desemprego, à medida que incorpora os movimentos do *job openings rate* e do *quits rate*. Além disso, a diferença entre taxa de desemprego e a FSUR nos fornece uma medida de quão longe do equilíbrio o mercado de trabalho está. Nesse sentido, observamos que estamos em um movimento de reequilíbrio no mercado de trabalho, de forma que a escassez de oferta está diminuindo, o que tende a reduzir a pressão sobre os salários, reduzindo a inflação de salários. Não é coincidência, portanto, que a FSUR apresenta um poder de explicação da inflação de salários bem superior que a taxa de desemprego.

Conforme a oferta e a demanda de mercado de trabalho foram se reequilibrando, a taxa de contratação líquida de trabalhadores foi reduzindo ao longo dos últimos anos (Figura 3). Esperamos que, em 2024, a economia continue seguindo essa trajetória natural, com **desaquecimento no mercado de trabalho**, o que tende a esfriar a economia para um crescimento mais baixo do que tivemos em 2023.

2) Aperto nas Condições Financeiras. O aumento das taxas de juros e o *quantitative tightening*, promovidos pelo Fed, têm implicado em uma piora relevante dos padrões de concessão de crédito, à medida que drenam a liquidez do sistema financeiro. Nesse sentido, a pesquisa de opinião de oficiais de crédito sênior sobre práticas de empréstimos bancários (SLOOS) feita pelo Fed com os 80 maiores bancos, indica que os bancos estão apertando as condições de oferta de crédito desde 2022, trimestre após trimestre. Um impacto provável será a redução do investimento em 2024. Em geral, tal efeito já deveria ter ocorrido, porém, conforme já mencionamos, as empresas se refinanciaram largamente a juros mais baixos anteriormente, e estão com um fluxo de caixa muito saudável, diante da demanda aquecida, que tem permitido que uma parcela pequena de crédito tenha sido contaminada pelos juros mais altos, o que irá aumentar ao longo de 2024, fazendo com que a economia experimente um crescimento abaixo do potencial

Figura 4 - Porcentagem líquida de bancos domésticos que elevaram os requisitos de crédito para empresas de Comércio & Indústria



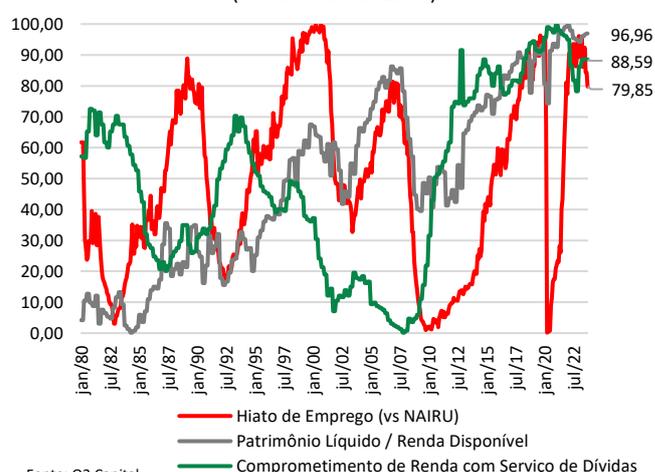
Fonte: FED. O3 Capital

Porque não acreditamos em uma recessão?

A economia americana está funcionando como uma engrenagem onde as famílias, com excesso de recursos financeiros recebidos durante a pandemia e pelo mercado de trabalho aquecido, mantêm um ritmo de consumo forte, que, por sua vez abastece as firmas com recursos que têm mantido seu volume de caixa em condições para não impor uma necessidade de financiamento elevada, e, ao mesmo tempo, manter a demanda por trabalho aquecida, que retroalimenta o balanço das famílias.

A nossa percepção é que é possível que os balanços saudáveis das famílias e das firmas sustentem a economia sem uma ruptura em 2024 apesar da desaceleração no mercado de trabalho e do crédito mais caro. Essa engrenagem, em algum momento tenderia a ser quebrada, caso os juros permaneçam elevados por muito tempo. Porém, acreditamos que a desinflação em curso permitirá que o Fed possa iniciar o ciclo de cortes de juros antes que isso ocorra, evitando uma recessão.

Figura 5 - Saúde Financeira das Famílias - EUA (Percentil desde 1980)



Fonte: O3 Capital

Para termos uma medida do tamanho do “colchão” que é o balanço das famílias, analisamos quão saudável é esse balanço sob três aspectos: i) emprego; ii) riqueza; e iii) endividamento. Na figura 5 comparamos o quão saudável as famílias estão hoje em termos históricos. A relação patrimônio líquido/renda disponível, que é uma boa medida de riqueza, está melhor que em 96,9% dos demais meses desde 1980. Destaca-se que essa é uma medida superior às medidas de excesso de poupança usualmente estimadas pois o excesso de poupança é uma fração bem pequena do total de riqueza, e é muito mais difícil de medir de forma precisa.

Ao mesmo tempo, o comprometimento de renda com serviços de dívida é menor que em 88,6% dos demais períodos da série, indicando que os juros elevados estão afetando pouco as famílias. Uma das razões disso é que as famílias refinanciaram suas dívidas mais longas, como de financiamento imobiliário durante a pandemia, à juros pré-fixados. Assim, mesmo com juros de *mortgage* muito mais elevados hoje, o impacto sobre as famílias esteja sendo pequeno.

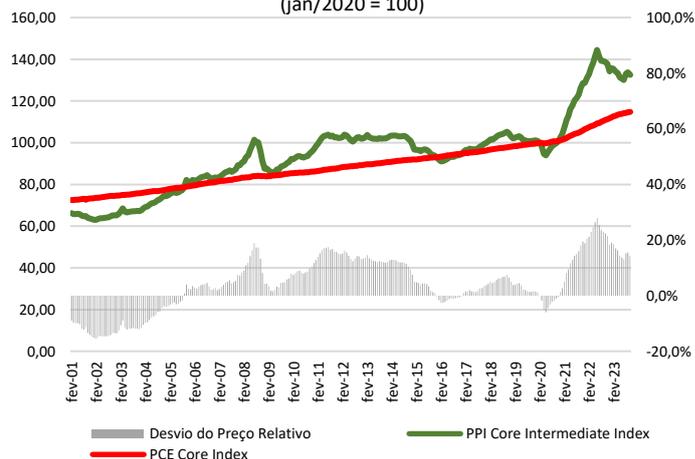
Por fim, o mercado de trabalho está no início do desaquecimento, mas a taxa de desemprego ainda está mais baixa que em 79,8% dos meses desde 1980. Conforme já comentamos, nós esperamos que a taxa de desemprego suba ao longo do ano de 2024, e que esse esfriamento no mercado de trabalho seja um dos principais fatores da desaceleração do crescimento. Mas, ainda assim, vemos que o balanço saudável das famílias, bem como das firmas, seja a razão de o porquê dessa vez será diferente, e o ciclo de aumentos de juros não causará uma recessão.

Como a inflação irá cair?

O núcleo da inflação nos EUA pode ser decomposto em três componentes: Inflação de Bens, Inflação de Habitação e Inflação de Serviços Ex-Habitação. Além da política monetária cada um dos três componentes é afetado por aspectos específicos.

A inflação de bens tem sido fortemente afetada pela dissolução das quebras de cadeias globais. À medida que as cadeias globais foram normalizando após o fim da pandemia, os preços relativos de bens intermediários começaram a cair, conforme vemos na dinâmica do núcleo de bens intermediários do índice de preços ao produtor (PPI), na Figura 6, que tem liderado uma deflação de bens. Esse processo deve continuar durante o ano de 2024, sendo um dos condutores da desinflação de bens.

Figura 6 - Preços Relativos dos Bens Intermediários (jan/2020 = 100)



Fonte: O3 Capital

A inflação de habitação é medida de forma muito específica nos EUA, onde a inflação atual reflete contratos firmados há mais de um ano atrás, por exemplo. Nesse sentido, ao analisar a inflação de habitação em modelos que incorporam preços de imóveis e aluguéis passados, com muitas defasagens, podemos estimar o quanto de desinflação de habitação já está contratada. As últimas mudanças de metodologia no *Owners Equivalent Rent*, que compõe a medida de inflação de habitação pode causar algum ruído à estimação, mas a tendência é bem clara de desinflação.

Por fim, temos a inflação dos serviços ex-habitação, que depende especialmente das expectativas de inflação, e da inflação de salários. Os serviços são os itens com preços mais rígidos, de forma que as expectativas são a base da determinação desses preços, ao mesmo tempo que o trabalho é o principal insumo do setor, de forma que a inflação de salários é um componente da inflação de serviços. Nesse sentido, o rigor da política monetária, que manteve as expectativas ancoradas, e a dinâmica de reequilíbrio do mercado de trabalho, já destacada, tendem a colaborar para a desinflação de serviços.

Assim, acreditamos que teremos um Fed mantendo um discurso *Hawk*, necessário para manter as expectativas ancoradas, mas com um processo desinflacionário em curso. Naturalmente, será um caminho acidentado, com dados por vezes fortes de mercado de trabalho, ou de sobressaltos em itens da inflação, mas com uma tendência de *soft-landing*, com crescimento abaixo do potencial e convergência da inflação.

Tabela 1. Projeções para a Economia Americana

Atividade	previsto											
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
PIB Q/Q SAAR	2.2%	2.1%	5.2%	1.2%	0.2%	0.0%	0.6%	1.2%	1.5%	1.8%	2.0%	2.0%
PIB Y/Y	1.5%	1.6%	1.9%	2.4%	2.5%	2.3%	1.7%	1.2%	0.9%	0.8%	1.1%	1.4%
Taxa de Desemprego	3.5%	3.6%	3.8%	3.9%	3.9%	4.0%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
Inflação												
PCE Core YoY%	4.8%	4.3%	3.7%	3.3%	2.7%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
PCE Core Goods YoY%	2.5%	1.7%	0.2%	0.6%	-0.1%	-0.2%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%
PCE core services ex-housing YoY%	4.8%	4.4%	4.3%	3.8%	3.1%	3.1%	3.0%	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%
PCE housing YoY%	8.2%	7.9%	7.2%	6.2%	5.4%	4.8%	4.3%	3.9%	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%
Juros												
Fed Funds Effective Rate	4.7%	5.1%	5.3%	5.3%	5.3%	5.1%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%

Fonte: O3 Capital

China

A palavra para descrever a China em 2023 foi decepção: investidores se decepcionaram com o crescimento após o fim da política de COVID-Zero e a reabertura da economia em novembro de 2022; depois com a inicial recusa e atraso do governo e formuladores de políticas econômicas em prover estímulos para uma economia claramente fragilizada; decepção com a efetividade dessas medidas e, por fim, com o desempenho dos ativos chineses.

Para 2024, esperamos que os problemas estruturais e a falência do modelo tradicional de crescimento continuem pesando sobre a economia chinesa.

Governo deve impor novamente uma meta de crescimento "próxima à 5%" (a ser revelada oficialmente em março do ano que vem) depois de terem (muito provavelmente) alcançado em 2023. Apesar disso, acreditamos que o crescimento deve se estabilizar próximo dos níveis baixos atuais. Na realidade, muito da dinâmica do que vimos esse ano deve se repetir no ano que vem.

Muito do crescimento de 2023 veio do componente de consumo das famílias. Este por sua vez foi ajudado pelo 1º trimestre do ano, onde o impulso da saída imediata das restrições de COVID-19 levou, especialmente os setores de serviços, a taxas impressionantes de crescimento. Porém, não apenas esse impulso durou pouco, como ele não deve existir para 2024. Dessa maneira, consumo continuará crescendo, porém à taxas menores do que o ano passado. Além disso, muito dos fatores que limitaram uma recuperação mais pujante desse componente no ano passado, persistem: (i) mercado de trabalho ainda fragilizado especialmente para o segmento mais jovem da população; (ii) efeitos de segunda ordem advindos da situação do mercado imobiliário – efeito riqueza (~60% dos ativos das famílias são na forma de casas e preços têm caído consistentemente) e efeitos sobre emprego, renda e confiança - e (iii) a falta de estímulos direcionados às famílias, como aconteceu nos países ocidentais (não aconteceram em 2023 e trabalhamos com uma chance praticamente nula de ocorrerem em 2024).

Do lado positivo, as famílias ainda possuem uma quantidade considerável de excesso de poupança. Entretanto, ele não foi gasto em 2023 e não vemos muitos vetores que possam levar as famílias a uma postura mais gastadora em 2024. O setor imobiliário segue sendo o principal problema e, enquanto as famílias não tiverem confiança de uma melhora no setor e na economia como um todo, é difícil acreditar que estarão mais propensas ao consumo dessa poupança, que até agora se provou quase que exclusivamente precaucionária.

Dessa maneira, a chave ainda cai sobre o setor imobiliário. Não esperamos para 2024 quedas de mesma magnitude desse ano para construção, vendas de casas e de terrenos, mas é difícil imaginar uma aceleração. O governo fez muito pelo setor em 2023 e mesmo assim não tivemos progresso relevante nos dados: o fim dos "Three Red Lines" liberou financiamento até para as construtoras mais endividadas, mas isso não aconteceu na prática, à medida que os bancos mantiveram uma alta aversão ao risco no setor e as construtoras tiveram que recorrer a formas mais caras de financiamento (*shadow banking*); a remoção de restrição de compras de casas não teve efeito relevante sobre o nível de vendas e mostrou que esse não era o cerne do problema. No final, as construtoras continuam endividadas e dando calote em muitos dos seus títulos de dívida e sem acesso a financiamento e a demanda no mercado primário que continua deprimida.

Por outro lado, segundo notícia da Bloomberg (14/11/2023), o governo estaria trabalhando em um novo programa de modernização de *urban villages*. Esse programa foi responsável por reviver o mercado imobiliário entre 2015-2018 e foi muito efetivo em todas as frentes na época. Apesar de reconhecermos sua importância, pontuamos alguns aspectos que na nossa visão diminuem sua efetividade: (i) escala menor: menos cidades participando do potencial programa e cerca de 1/3 do valor do programa anterior (1 tri de yuans vs 3,6 tri em 2015-2018) e (ii) impacto deve ser maior na construção de casas do que nas vendas, já que o programa veiculado na notícia não incluiria uma compensação para as famílias como foi o anterior. Além disso, o buraco no setor imobiliário é muito maior em 2023 do que era em 2014-2015.

Dessa maneira, esperamos uma recuperação em "L" em 2024, ou seja, uma estabilização nos (baixos) níveis atuais. O setor não deve ser um detrator tão grande de crescimento como em 2023, mas está muito longe de contribuir positivamente como no passado. Além dos motivos acima, esperamos uma estabilização no setor porque as vendas de casas estão muito próximas das estimativas do mercado de demanda de longo prazo por casas no país (entre 600 e 900 milhões de m²/ano).

Sendo assim, o setor imobiliário deve continuar a ser um detrator do crescimento de investimento, à medida que vendas de terrenos continuam deprimidas com a situação das construtoras e as vendas de casas não apresentam crescimento relevante em relação aos níveis atuais. Investimento em infraestrutura deve ser o lado bom, pelo menos no primeiro semestre do ano - à medida que os estímulos fiscais direcionados ao setor no 4º tri de 2023 e 1º tri de 2024 comecem a fazer efeito.

Entretanto, para o 2º semestre do ano, ressaltamos que, ausente novas expansões fiscais dos governos locais, o impulso fiscal se torna negativo novamente. Além disso, em 2021 e 2022, tivemos bons números para infraestrutura e mesmo assim o crescimento total da economia decepcionou, porque as províncias não encontram projetos com taxas de retorno atrativo (já que boa parte da infra pesada já foi feita) e porque, sem o setor imobiliário, o multiplicador fiscal desses investimentos para o resto da economia cai significativamente. Investimento em manufatura, que tem sido o lado positivo de 2023, deve se manter crescendo à medida que o crédito bancário tem sido redirecionado do setor imobiliário para esse e que o governo mantém incentivos ao seu desenvolvimento. No geral, esperamos maior crescimento do componente para 2024 basicamente por uma devolução da fraqueza do setor imobiliário.

Para o setor externo, também esperamos continuidade da dinâmica de 2023. Por um lado, crescimento global deve desacelerar mesmo com as grandes economias escapando de uma recessão à medida que efeitos prolongados das políticas monetárias contracionistas fazem efeito. Por outro lado, fomos surpreendidos pelos números do setor em 2023 por dois motivos: (i) a recuperação da demanda interna foi muito menor do que o esperado, de modo que importações ficaram contidas e (ii) novos produtos de exportação da China (especialmente veículos elétricos, placas de painéis de energia solar e baterias elétricas) contribuíram significativamente para surpresas positivas. Acreditamos que ambos os fatores continuarão para 2024.

Por fim, a política econômica pode ser o fator decisivo para mudarmos nosso cenário em uma direção mais otimista. Em relação à política monetária, não enxergamos motivos que levem a um descontrole da inflação com o consumo ainda no caminho de alcançar sua tendência pré-pandemia. Acreditamos também em melhora da inflação no resto do mundo, de modo que o risco de a China importar inflação externa é pequeno. Dessa maneira, o PBoC deve continuar com a postura estimulativa em 2024, com mais cortes de juros para aquecer uma economia ainda patinando e, principalmente, com maiores injeções de liquidez para garantir a execução da política fiscal do governo sem prejudicar o sistema bancário. Na nossa visão, juros na China estão entrando em um fase de “mais baixos por mais tempo” à medida que os problemas estruturais e de endividamento excessivo da economia ficam mais alarmantes e o crescimento potencial cai.

Do lado da política fiscal, o cenário é mais complicado. A situação das LGFVs e do setor imobiliário seguem impedindo os governos locais de promoverem mais estímulos fiscais. Não existe solução fácil para o problema que não envolva *trade-offs* econômicos importantes, como risco moral. A abordagem do governo tem sido direcionada muito mais à renegociação das dívidas do que à reestruturação, pedindo especialmente para que bancos estendam prazos das dívidas de LGFVs nos próximos 12 meses a taxas mais baixas, além de programas de swaps de dívida com o mesmo intuito. Se por um lado isso desafoga os veículos locais, o custo econômico é colocado sobre os bancos, os grandes motores de crédito da economia, de modo que o impacto líquido sobre crescimento pode até ser negativo. Quem possui espaço efetivo para uma política mais efetiva é o governo central e, apesar de reconhecermos que a expansão do déficit em 1 tri de yuans (~0,8% do PIB) anunciada no final desse ano é um importante sinal, julgamos ser insuficiente para reacelerar a economia.

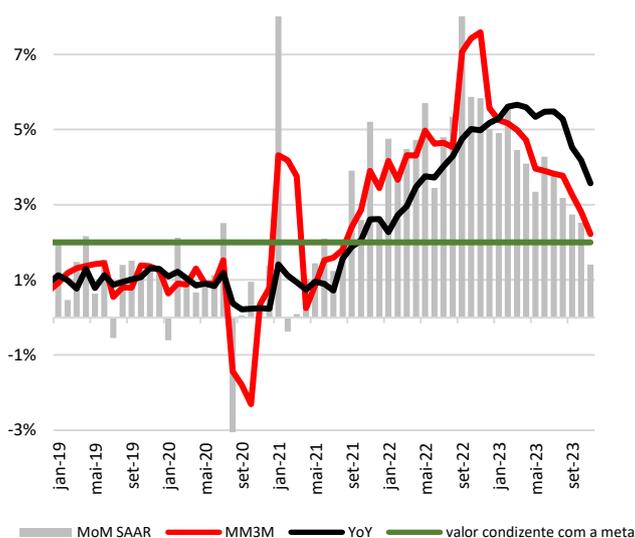
Zona do Euro

A economia da Zona do Euro, ao longo do ano de 2023, foi marcada por sequências consecutivas de surpresas negativas sobre o nível de atividade. A desaceleração mais nítida, em nossa visão, veio do mercado de crédito, e desde o começo do ano é possível observar a queda no ritmo de crescimento dos empréstimos para famílias e firmas. A explicação para esse movimento nos parece clara: o aperto da política monetária realizada pelo ECB, que aumentou sua taxa básica de depósitos para 4% em 2023. Essa hipótese também é refletida nos dados do Bank Lending Survey, principal pesquisa de crédito do ECB.

Além do canal de crédito, que ainda deve sofrer efeitos defasados dos juros elevados, o externo seguiu contribuindo como fator adicional para a queda da atividade. A economia chinesa continuou decepcionando ao longo do ano (como apontado no nosso outlook de China), e consequentemente os dados da indústria da Alemanha — setor este que tende a ter um peso mais significativo em relação à outras economias desenvolvidas — apresentaram quedas expressivas. Somado a esse fato, o setor de serviços também apresentou desaceleração clara no terceiro trimestre do ano, principalmente com a surpresa dos 3 pontos negativos no PMI de agosto. Nesse sentido, o crescimento da Zona do Euro deve continuar estabilizado em patamares baixos em 2024: China deve continuar contribuindo negativamente dado que é difícil observar alguma possibilidade de aceleração do setor imobiliário; as taxas de juros elevadas ainda devem bater de forma defasada sobre o crédito e consequentemente sobre a atividade; e o mercado de trabalho — dentro de alguns indicadores como os PMIs — mostram alguns sinais de desaceleração.

A notícia positiva de 2023, em termos de estabilização econômica, veio dos dados de inflação a partir do segundo semestre. O núcleo de inflação — que exclui energia e alimentação — vinha caindo de maneira lenta ao longo do ano, mas o número de novembro parece ter consolidado uma trajetória mais sólida sobre a desaceleração dos preços (ver figura 7). Não só isso, mas o número de novembro registrou o segundo mês consecutivo de variações benignas na abertura de serviços, componente este que vem sendo o principal ponto de foco dos principais bancos centrais do mundo (seja dos emergentes ou dos desenvolvidos). As evidências, até o momento, nos trazem mais confiança que a inflação e seus respectivos núcleos continuarão a desacelerar em 2024. Acreditamos, portanto, que o ECB começará seu ciclo de corte de juros no segundo trimestre de 2024, principalmente porque os dados de inflação, como já mencionados, vem mostrando melhora significativa. Não só isso, mas a perspectiva de recuperação ainda deteriorada em 2024 somada ao cenário de atividade ainda fraca na China reforçam a decisão de cortes de juros pelo ECB.

Figura 7 – Núcleo de Inflação Ex Alimentação e Energia (Zona do Euro)



As distinções entre Estados Unidos e Zona do Euro também reforçam a ideia que o ECB cortará seu juros de forma adiantada. Enquanto ambos apresentam diversas similaridades em termos de cenário, como mercado de trabalho apertado e aberturas de inflação mais benignas nos últimos meses, a Zona do Euro se destaca pela atividade mais fraca. Consequentemente, um hiato do produto mais baixo acaba facilitando o trabalho da política monetária do ECB.

Essa mudança de cenário, que teve uma virada mais otimista com a inflação, passou também a ser refletida no discurso dos membros do comitê. Os destaques mais claros vieram recentemente das falas de Isabel Schnabel e François Villeroy. Schnabel, que tem um perfil mais hawk em relação aos outros membros do ECB, reconheceu que os dados de inflação de novembro fazem com que seja muito improvável que novos aumentos de juros sejam realizados (algo que ela não descartava em seus discursos anteriores), destacando que os dados aumentaram sua confiança na trajetória de desinflação. Dessa forma, os fatores citados, seja no discurso dos membros do comitê ou nos principais dados, favorecem o cenário de cortes de juros antecipados.

Por fim, os fatores de risco para esse cenário em 2024 se encontram principalmente nos preços de energia e no mercado de trabalho na Zona do Euro. O crescimento de salários, mensurado pelo tracker da Indeed, ainda se encontram em patamares elevados (mas mostram alguma desaceleração nos últimos meses), enquanto que a taxa de desemprego também segue em patamares historicamente baixos. Esse conjunto de variáveis pode gerar alguma persistência adicional sobre a inflação de serviços e consequentemente sobre os principais núcleos do ECB. Apesar disso, alguns indicadores, como as aberturas de emprego dos PMIs, apresentam uma tendência de desaceleração para mercado de trabalho.

Brasil

A economia brasileira apresentou uma retomada muito robusta de atividade no pós-crise do Covid-19. Historicamente, quando o país atravessou crises, em especial as mais severas, não conseguiu retornar à tendência de crescimento do pré-crise (Figura 8). Essa piora estrutural da economia nas crises não é exclusiva do Brasil, tendo ocorrido na maioria das economias no mundo (conforme amplamente documentado em Cerra e Saxena (2008) "Growth dynamics: the myth of economic recovery." *American Economic Review*).

A recuperação da economia brasileira nessa crise se deve a vários fatores possíveis. Uma explicação é pelo sucesso das políticas adotadas de combate aos efeitos econômicos durante a crise, como a proteção às empresas por políticas de garantias de crédito, evitando-se uma crise financeira e falência em massa, ou pelas políticas de proteção ao emprego, como o incentivo dado à manutenção do emprego às firmas pelo Benefício Emergencial, que abrangeu 11 milhões de postos de trabalho. Outra explicação possível é dos efeitos de reformas estruturais, como das reformas trabalhista, da previdência, e do FGTS.

Em todo caso, o que se observou foi um aumento do produto potencial além do esperado, que ajudou a economia a manter, ao mesmo tempo, um ritmo de crescimento forte ao longo do ano de 2023 e uma trajetória de convergência da inflação. Além disso, o ano de 2023 foi favorecido por choques muito positivos de safras de soja e milho, que impulsionaram o PIB no primeiro trimestre, além do choque positivo também da indústria extrativista mineral, no 2º trimestre.

Como consequência desses choques, o crescimento no primeiro semestre foi acima do potencial, mesmo se considerarmos o potencial mais alto. Como consequência tivemos uma taxa de crescimento econômico mais baixa no 3º trimestre com a normalização da atividade com a dissipação desses choques (Figura 9). Dessa forma, esse número de crescimento mais baixo não representa uma desaceleração da economia ou o prenúncio de uma recessão, no nosso entender, mas apenas o resultado de uma dissipação dos choques positivos do 1º semestre.

Figura 8 - PIB do Brasil nas Recessões e Retomadas

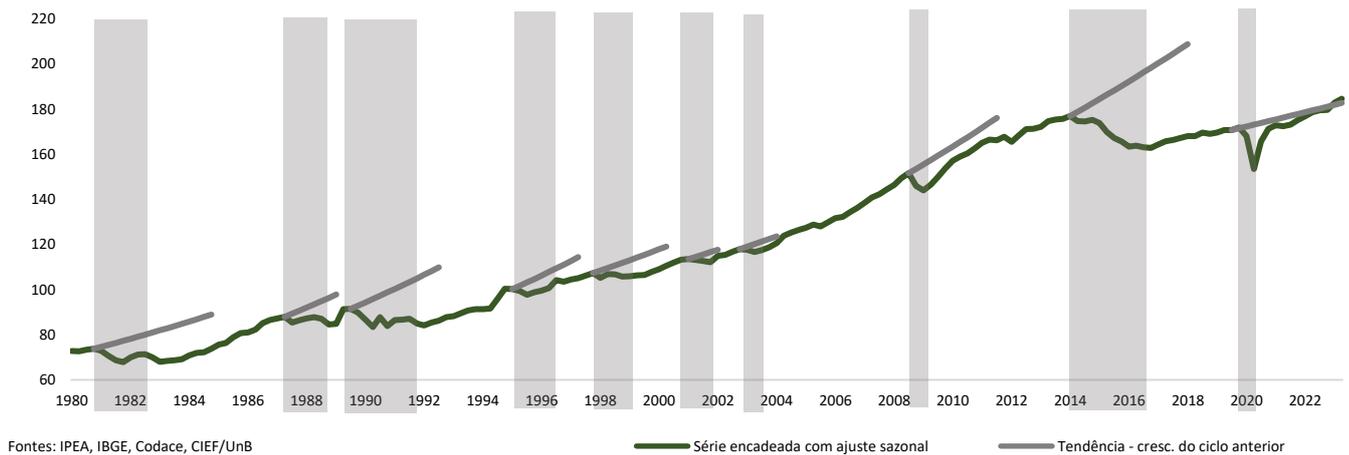
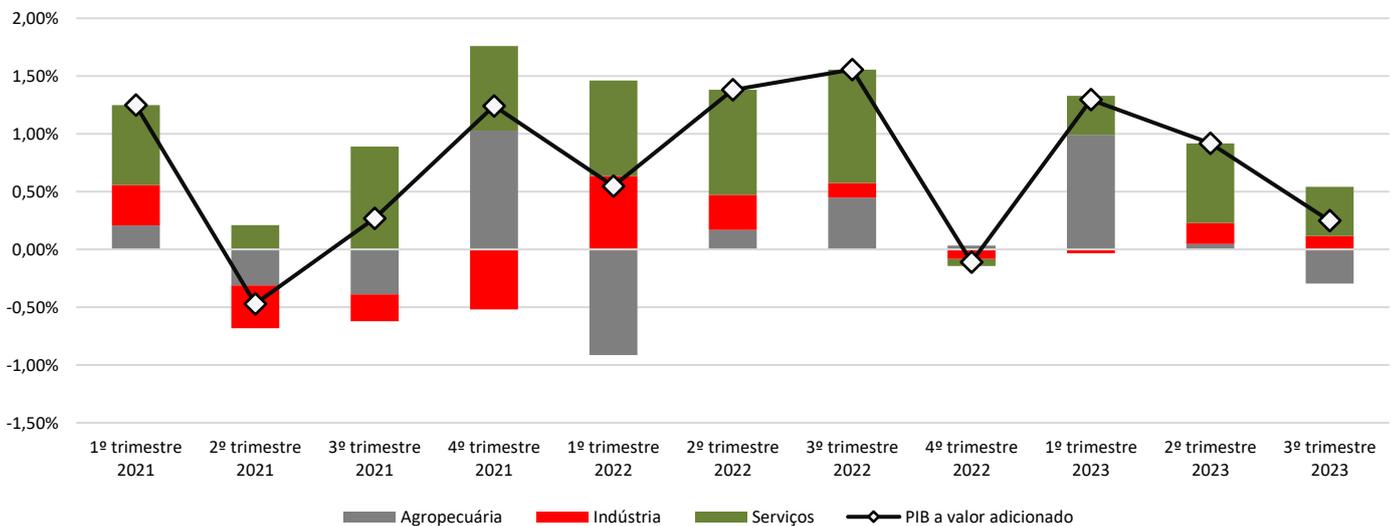


Figura 9 - Contribuição ao Crescimento do Valor Adicionado por Setor



Um aspecto adicional que reduziu o PIB nesse trimestre, em parte, foi o aperto monetário adotado para o combate à inflação que continua tendo repercussões defasadas sobre a economia, mesmo com o ciclo de cortes de juros em curso. Nesse sentido, nossas estimativas indicam que o investimento tende a ser mais impactado pelos juros que o consumo no Brasil. De fato, enquanto os juros ao consumidor têm pouca sensibilidade à Selic, os juros ao Capital de Giro, por exemplo, têm uma correlação superior a 0,9.

Nossos modelos indicam um impacto ainda relevante sobre o investimento nos próximos trimestres, de forma que o **crescimento esperado para 2024 tende a ser abaixo do potencial**, o que deve colaborar para a consolidação da convergência da inflação à meta.

Nesse sentido, a inflação tem surpreendido repetidamente as expectativas de mercado para baixo ao longo dos últimos 18 meses em um processo bem claro de rápida convergência da inflação à meta. O Brasil foi um dos primeiros países do mundo a reagir à inflação subindo a taxa de juros, de forma que o processo de desinflação de nossa economia tem sido mais rápido. Enquanto países como os EUA enfrentam uma desinflação em dois estágios, o primeiro mais "fácil", com a normalização das cadeias globais, e o segundo mais tortuoso com a desinflação de serviços mais resiliente, o Brasil se antecipou e, com isso, conseguiu derrubar a inflação em um único movimento mais rápido do que o esperado. Com isso, pôde começar a cortar juros antes dos demais de forma crível, a nosso ver.

Figura 10 - Taxa de Investimento (% do PIB a preços de mercado)

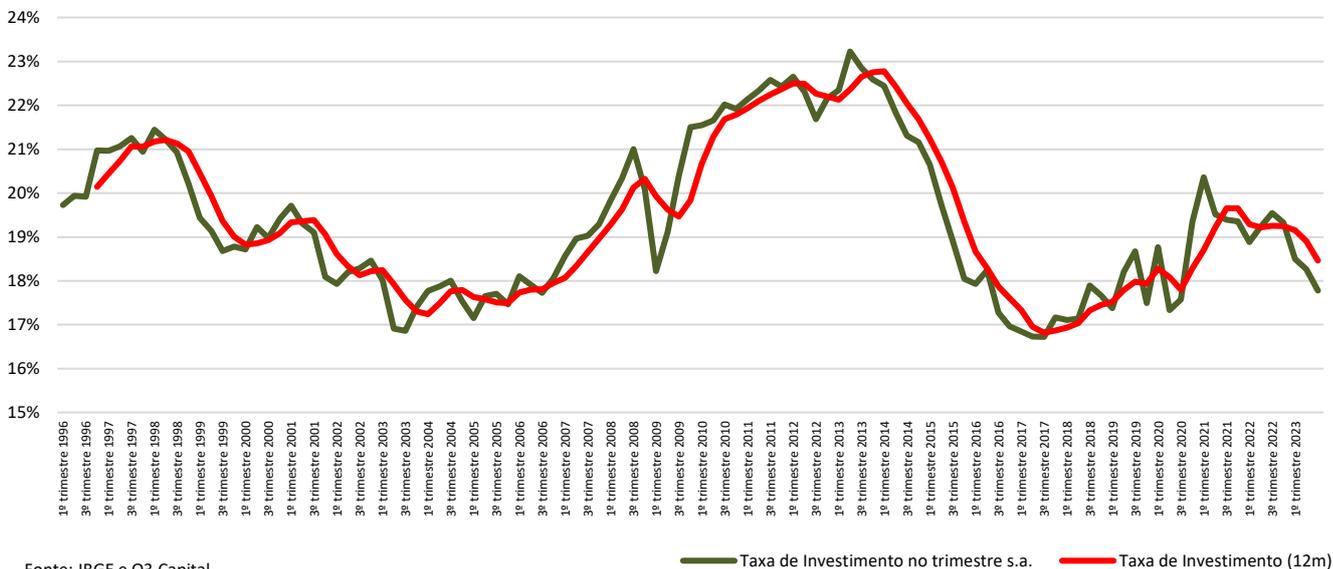
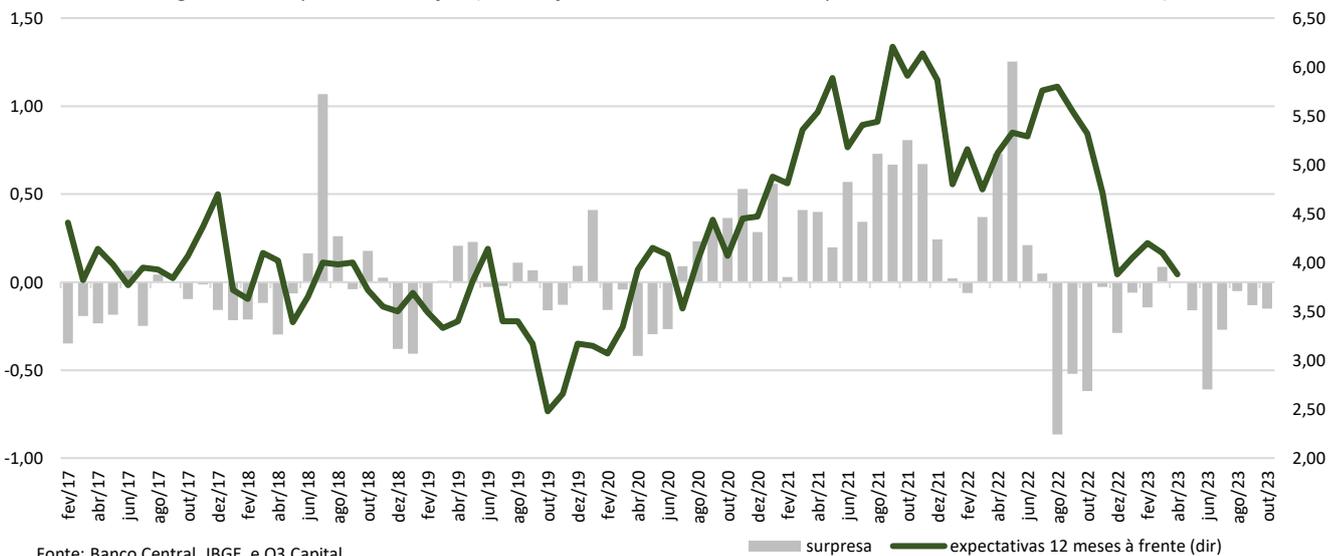


Figura 11 - Surpresa de Inflação (Diferença entre IPCA realizado e Expectativa no FOCUS 2 meses antes)



Uma forma clara de perceber a consistência da convergência da inflação é observar o núcleo de inflação EX3 do Banco Central (Figura 12), que é o núcleo mais cíclico da economia, ou seja, o que melhor reflete se há excesso de demanda, não sendo afetado por choques de preços mais voláteis e menos correlacionados com as condições econômicas.

Nesse indicador, a inflação não apenas apresentou trajetória descendente, como está rodando em patamares bem abaixo do valor condizente com a meta de 3% na ponta, o que ilustra o comportamento robusto de desinflação que nos leva ao **nosso cenário base de cortes de juros para além do precificado no mercado, chegando à uma taxa terminal de 8%**, ou possivelmente ainda mais baixa, diante da inflação extremamente bem comportada, e da atividade abaixo do potencial em 2024.

O cenário de risco para nossa projeção de juros é o de aprofundamento de risco fiscal. Os gastos primários do governo tiveram um aumento de 10% em termos reais no ano de 2023 colocando em cheque a estabilidade da dívida/PIB.

Utilizando um modelo de projeção de dívida do FMI, adaptado para as condições brasileira, realizamos simulações para nossa trajetória fiscal, conforme vemos na Tabela 2, onde fica claro que a estabilização da dívida/PIB depende de um superávit primário de cerca de 1% do PIB para patamares de crescimento perto de 2%.

Como teremos um déficit de cerca de 1,7% do PIB em 2023, teríamos de ver um ajuste fiscal de cerca de R\$ 270 bilhões para alcançarmos esse objetivo, o que parece muito improvável se conseguir apenas com aumento de arrecadação, e cortes de gastos parecem estar fora da perspectiva atual do governo.

Diante disso, vemos um cenário com dívida crescente, e com momentos de choques na curva de juros, repercutindo eventos políticos e fiscais que possam ser interpretados como aumento do risco de instabilidade. Ainda assim, diante do cenário claramente benigno em termos de inflação, desaceleração da atividade e com vários outros países iniciando seus ciclos de cortes de juros pelo mundo, como EUA e Europa, acreditamos que há ainda um bom espaço para cortes de juros no Brasil no atual ciclo de cortes.

Figura 12 - Medidas de Inflação - IPCA15 Núcleo EX3

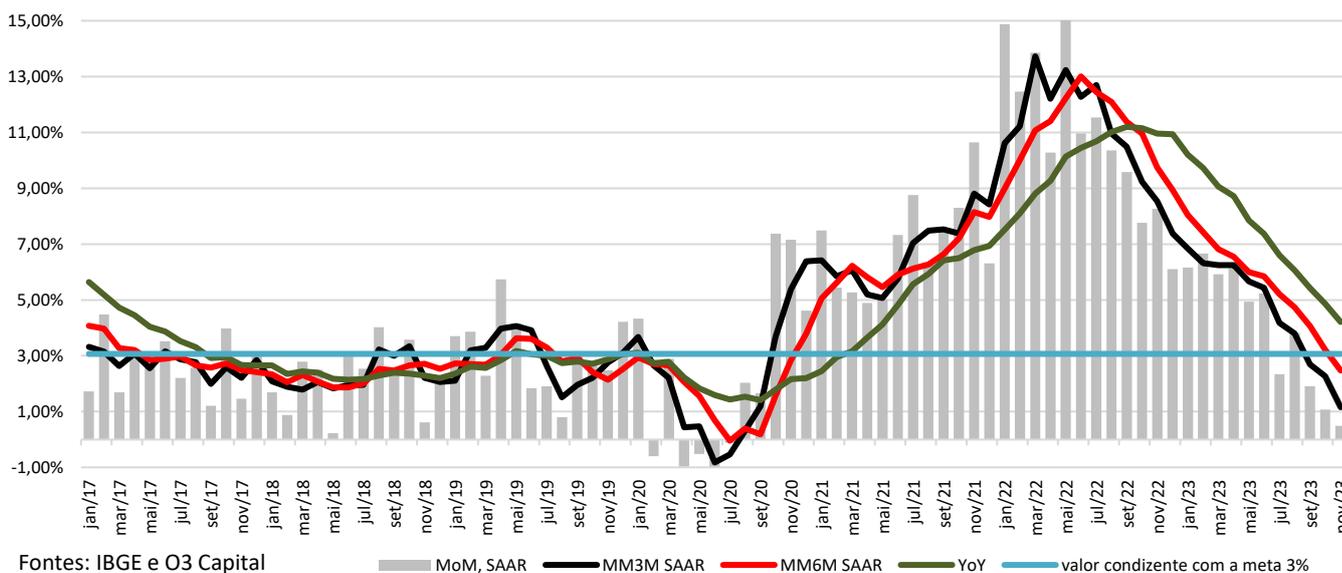


Tabela 2. Dívida/PIB projetada em 2033 considerando juros convergindo para 8% e a inflação para 3%

		Resultado Primário						
		-1.5	-1	-0.5	0	0.5	1	1.5
Crescimento Econômico	0.5	114.19	108.14	102.09	96.03	89.98	83.93	77.87
	1	108.97	103.03	97.14	91.23	85.32	79.41	73.49
	1.5	104.02	98.24	92.47	86.69	80.91	75.13	69.35
	2	99.33	93.68	88.03	82.39	76.74	71.09	65.44
	2.5	94.88	89.36	83.83	78.31	72.79	67.27	61.74

América Latina

No **México**, acreditamos que, apesar de uma leve desaceleração, o crescimento deve se manter sólido para 2024, principalmente porque: (i) não esperamos uma recessão nos EUA, de maneira que os impulsos para a economia mexicana (exportações de manufaturados e remessas, principalmente) devem segurar a renda real e o consumo na economia; (ii) atividade continua muito forte, impulsionada por um mercado de trabalho apertado com salários nominais crescendo acima da inflação e obras de infraestrutura do governo e (iii) de acordo com o FMI, México será o único país da América Latina a ter um impulso fiscal positivo em 2024 (cerca de 2,3% do PIB) em vista da expansão fiscal contida no último orçamento da administração AMLO, o que deve sustentar consumo das famílias no próximo ano (especialmente porque muito da expansão fiscal ano que vem virá na forma de transferências para as famílias).

Dessa maneira, apesar da virada na comunicação do Banco Central (Banxico) apontando para possíveis cortes já no 1º tri de 2024, acreditamos que a inflação será mais resiliente em vista da continuidade do crescimento forte e do fato dos EUA estarem escapando de uma recessão, e a autoridade monetária será forçada a atrasar seu ciclo para o 2º trimestre do ano. Ainda em 2024, teremos eleições presidenciais no meio do ano. A sucessora de AMLO, Claudia Scheinbaum, lidera as pesquisas com folga. A oposição não conseguiu se unir em uma chapa única, aumentando o favoritismo da candidata do MORENA. Em termos de política econômica, trabalhamos com a hipótese de continuidade nas políticas de seu sucessor. Mais importante do que a eleição presidencial, será a disputa pelo senado e câmara.

No **Chile**, Banco Central (BCCh) deve continuar seu ciclo de corte de juros. A economia deve escapar de uma recessão mais profunda em 2023 e atividade deve voltar a acelerar gradualmente ao longo do ano que vem. A inflação tem tido a melhor dinâmica (junto com o Brasil) das economias latino-americanas e até das emergentes em geral, com núcleos na ponta rodando inclusive abaixo das metas do Banco Central. O BCCh teve que diminuir o ritmo de cortes em função do cenário externo mais desafiador e da dinâmica da taxa de câmbio. Acreditamos que, para 2024, o cenário externo deve ser mais favorável (com o Fed iniciando um ciclo de corte) e a dinâmica do câmbio também (cortes de juros do Fed e desaceleração de atividade devem ser positivos para emergentes e o setor externo chileno tem se mostrado muito mais sólido do que nos primeiros anos pós-pandemia) de modo que o BCCh deve voltar a acelerar seu ritmo de cortes durante o ano.

Do lado político, o plebiscito para a aprovação da nova constituição está marcado para 17 de dezembro de 2023. O presidente Gabriel Boric e outros membros do Congresso já afirmaram que o processo constitucional acaba aqui, independente da aprovação ou não do texto. As pesquisas apontam novamente para rejeição, de modo que o framework institucional que transformou o Chile em um dos países emergentes mais promissores até os protestos de 2019 deve se manter, eliminando riscos de eventuais mudanças estruturais danosas à economia. A compressão de prêmio de risco também deve ajudar o Banco Central a manter seu ciclo de corte sem maiores problemas.

Por fim, na **Colômbia**, acreditamos que o Banco Central (BanRep) deve se juntar a Chile e Brasil e iniciar muito em breve seu ciclo de corte, mesmo com expectativas de inflação ainda desancoradas, com a dinâmica inflacionária ainda desafiadora e com um balanço de riscos assimétrico (Colômbia é o país mais afetado da região pelo El Niño, por exemplo). Mesmo assim, o BanRep deve embarcar em um ciclo de corte em vista da desaceleração de atividade, que tem se mostrado mais notável nos últimos meses, do peso maior que o Banco Central coloca na dinâmica da atividade econômica e pela pressão política crescendo, especialmente advinda do presidente Petro e do Ministro das Finanças.

Na seara política, o governo Petro vem perdendo força desde 2022, com a quebra da sua coalizão no congresso, uma reforma ministerial profunda e altos níveis de rejeição nas pesquisas de opinião. As propostas do governo que ainda tramitam no legislativo (reforma de saúde e do sistema de pensões) são muito negativas em termos fiscais na sua forma original, mas acreditamos que não devem ser aprovadas, a não ser em versões muito diluídas.



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