



Cenário Macroeconômico

Janeiro 2024

Estados Unidos

A economia americana seguiu uma trajetória compatível com um *soft-landing*, com desinflação em trajetória compatível com a meta, mas sem sinais de recessão. Nossa perspectiva é que esse é um cenário que caracteriza um amplo reequilíbrio da economia, após o choque da crise do Covid, permitindo a normalização dos preços sem que haja um custo relevante em termos de atividade.

Ao avaliar as diversas medidas de inflação fica claro que a inflação medida pelo PCE, principal medida observada pelo Fed, confirmou as expectativas do núcleo de inflação terminar 2023 abaixo da barreira dos 3% no YoY. Mais que isso, na médias dos últimos 3 meses todos os principais núcleos de inflação ("core ex-food and energy"; "supercore services ex-housing", componente cíclico, e componente de demanda), estão rodando em patamares compatíveis com a meta de 2% (Figura 1) caindo em uma velocidade maior do que o antecipado pelo Fed e pelo mercado há poucos meses.

A desinflação de bens segue liderando esse movimento à medida que os preços relativos de bens continuam convergindo para padrões de equilíbrio. Esse movimento ainda deve continuar uma vez que os preços relativos de bens continuam bem acima do pré-pandemia. A inflação de *housing* (que inclui aluguéis e aluguel imputado da casa própria) é muito mais rígida, devendo cair mais lentamente.

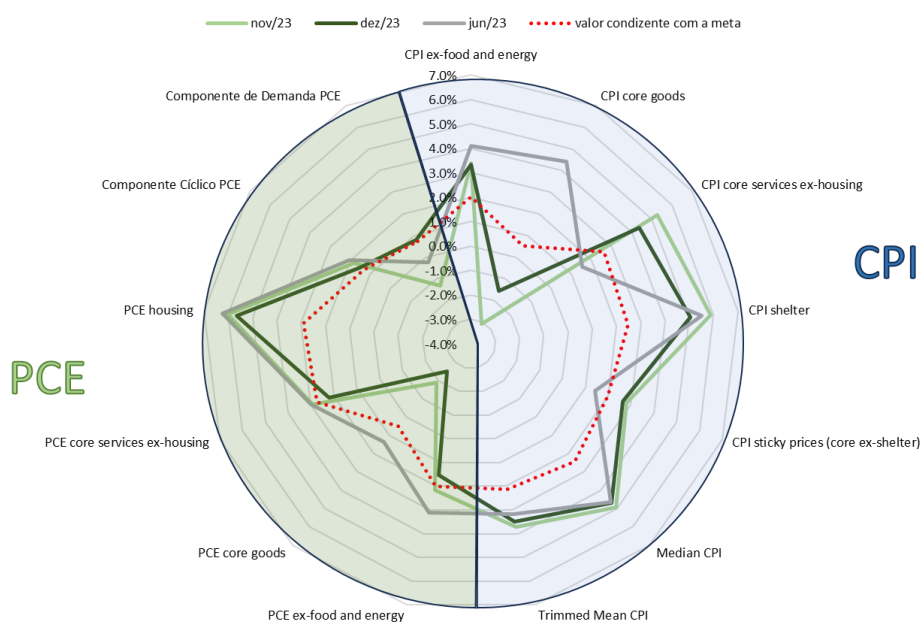
Projetamos que o núcleo de inflação irá convergir para patamares muito próximos à meta de 2% em abril ou maio. Com inflação na meta, o Fed poderá então iniciar o ciclo de cortes, e alcançar uma taxa terminal mais baixa que o projetado na sua última projeção.

No lado da atividade, o PIB surpreendeu positivamente, com crescimento anualizado do 4º trimestre de 3,3% QoQ SAAR (enquanto a mediana das expectativas de mercado estava em 2,0%), consolidando o crescimento do ano em 2,5%. O ponto mais relevante é que o consumo continuou crescendo basicamente no mesmo ritmo do trimestre anterior (2,8% vs 3,1%), confirmando nossas expectativas de que o balanço das famílias manteria a demanda aquecida. A surpresa que levou o número a um patamar mais alto veio principalmente na variação de estoques e nas exportações líquidas, que não determinam a demanda interna privada, e logo, não representam um risco maior para a política monetária. Porém, a atividade aquecida permite ao Fed uma perspectiva paciente ao determinar o ritmo de cortes de juros ao longo de 2024.

Ainda assim, na decisão do último FOMC no final de janeiro, ficou claro que a atividade forte não será uma restrição para os cortes de juros. O presidente Powell destacou que será muito improvável um corte já na próxima reunião, em março, e que seguirão uma estratégia *data dependent* para determinar o início e o ritmo dos cortes.

Ao conciliar essa fala com nossas projeções nós **mantivemos nossa projeção de início do ciclo de cortes em maio**. O início dos cortes em março não está totalmente fora da mesa, diante da possibilidade de uma inflação mais benigna que o esperado, mas se tornou mais improvável diante das falas do presidente Powell, de forma que o mercado também convergiu para maio.

Figura 1 - Spider Chart de Inflação - EUA (MM3M)



Fonte: BLS, BEA, Fed, O3 Capital

China

País fechou o ano de 2023 crescendo 5,2%, batendo a meta oficial do governo de crescimento “perto de 5%”. Consumo foi o grande responsável por carregar a economia, contribuindo com mais de 4p.p. de PIB, enquanto investimento manteve crescimento tímido e o setor externo foi detrator de atividade. Crescimento chinês se estabilizou em uma tendência muito abaixo da pré-pandemia (Figura 2), evidenciando as dificuldades estruturais que o país enfrentou desde então. Além disso, o deflator do PIB registrou a primeira deflação desde a crise de 2008, evidenciando o tamanho do hiato presente na economia.

O começo do ano continua sem mostrar um ponto de virada. Os PMIs de janeiro já mostraram cenário de estagnação na indústria e em serviços e as vendas de casas começaram 2024 caindo perto de 10% em relação a janeiro de 2023. Seguimos acreditando que o modelo antigo de crescimento (baseado em alavancagem excessiva e no crescimento do investimento/setor externo/setor imobiliário) quebrou e que os problemas estruturais que já estavam presentes a muito tempo, vieram à tona de maneira mais pronunciada. Esperamos crescimento entre 4,5% e 5% em 2024. Já tivemos a divulgação das metas de crescimento de algumas províncias, indicando que o governo deve manter a meta em “perto de 5%” no NPC de março.

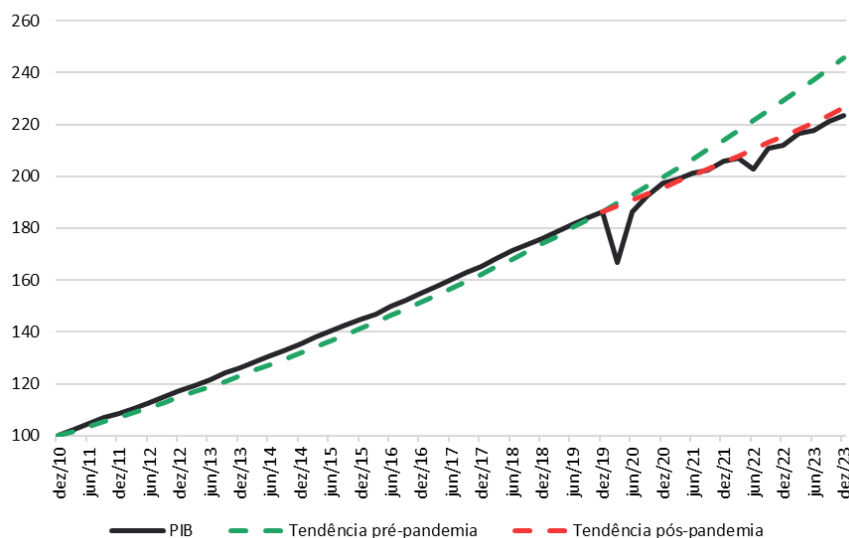
Janeiro também foi marcado por uma forte correção do mercado acionário chinês. Notícias envolvendo orientações do governo para que províncias endividadas interrompam projetos de infraestrutura e falta de novos estímulos (especialmente no meio do mês, quando o PBoC teve oportunidade para novos cortes de juros) foram responsáveis por uma nova crise de confiança dos investidores. Acreditamos que a falta de ações mais decisivas do governo vem do fato de que o enfrentamento dos problemas estruturais envolve inevitavelmente sacrifício do crescimento de curto prazo, algo que Beijing não deseja.

Uma reestruturação da dívida dos LGFVs, por exemplo, envolveria custos relevantes para os bancos, prejudicando toda dinâmica de crédito. Além disso, acreditamos que a China não repetirá os excessivos níveis de estímulos usados em 2008/2009 e 2015/2016, pois muitos dos problemas de hoje foram agravados por essas próprias medidas. Toda política virá de forma reativa aos movimentos econômicos e de preços de ativos.

Nesse sentido, notícias envolvendo um possível “fundo de estabilização” para compra de ações locais utilizando fundos das empresas estatais e o corte de 0,5% no compulsório bancário (RRR) foram as respostas dos *policymakers*. Novamente, somos céticos em relação à efetividade dessas duas medidas. O “fundo de estabilização” foi utilizado entre 2014-2016 e, apesar do movimento inicial de melhora, o mercado acionário só engatou uma recuperação depois que Beijing anunciou o “Shantytown Redevelopment” e outros (grandes) estímulos para o setor imobiliário. Em relação ao RRR, o compulsório bancário na China já é muito baixo para padrões internacionais e históricos (em 2013, era de 21%; hoje é de 10%) e o movimento já era esperado pela necessidade da injeção de liquidez no sistema para cobrir as emissões de títulos de dívida esse ano e para cobrir a alta demanda antes do Ano Novo Lunar. Além disso, o problema, na nossa avaliação, não está na oferta de crédito por parte dos bancos e sim na demanda quase que inexistente vinda das famílias.

Seguimos acreditando que será mais um ano difícil para a economia chinesa. Não trabalhamos com hipótese de grandes estímulos (pelos motivos citados acima) e acreditamos que o melhor cenário para o setor de construção é uma estabilização em relação aos níveis ainda muito baixos do ano passado. Consumo deve perder força sem o impulso da reabertura após a COVID-19 e o investimento deve seguir deprimido por causa da correção no setor imobiliário.

Figura 2- PIB da China - 4º tri/2010 = 100



Zona do Euro

Os números de inflação marcaram o começo do mês ao continuarem demonstrando trajetória de convergência para a meta de 2%.

O índice cheio da inflação, já considerando o ajuste sazonal, continuou rodando ao redor da meta na inflação preliminar de dezembro (Ver Figura 3), configurando terceiro mês consecutivo de aberturas mais benignas devido aos preços de energia mais favoráveis no final do ano. O núcleo de inflação também continuou sua trajetória de convergência apesar do número um pouco mais elevado em dezembro. Isso ocorreu, principalmente, por uma devolução parcial dos componentes voláteis de serviços.

Nosso cenário para a inflação continua sendo o mesmo: o núcleo deve atingir a meta de 2% no segundo semestre do ano, enquanto que o headline deve arrefecer mais rapidamente devido aos preços de energia no curto prazo. Percebe-se, dessa forma, que a economia da Zona do Euro segue dando continuidade para o processo de desaceleração dos preços de forma mais rápida que a esperada pelo ECB.

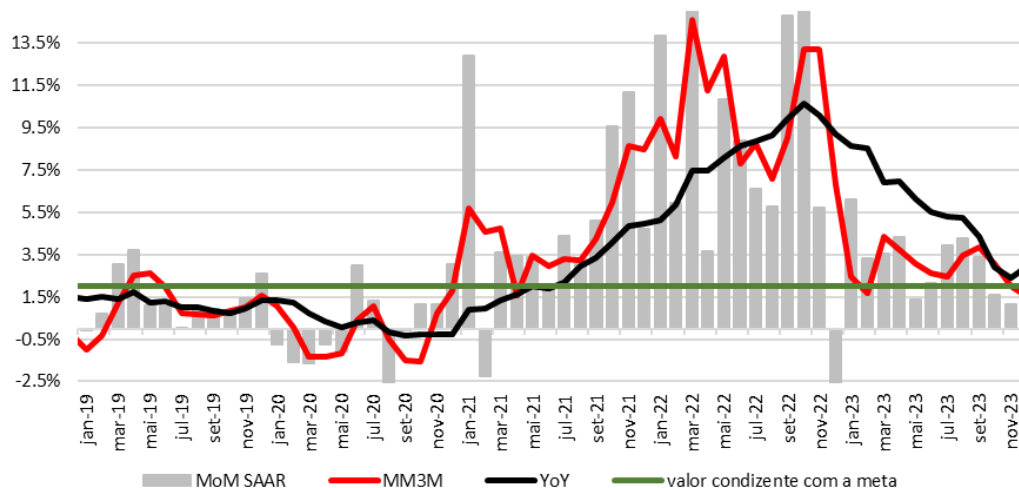
A ata da reunião de dezembro do ECB, junto aos speeches recentes, indicava que a reunião de janeiro seria marcada por um discurso com tom mais *hawk*. No entanto, não foi isso que ocorreu no último *press conference*.

Um ponto importante de destaque da ata da reunião de dezembro, que foi divulgada no dia 18 de janeiro, foi a afirmação de diversos membros do comitê que a precificação de cortes de juros realizada pelo mercado poderia representar um fator de risco para a convergência da inflação. Foi argumentado que a precificação da época poderia gerar relaxamento nas condições financeiras da Zona do Euro, e, consequentemente, diminuir a potência da política monetária.

A ata, portanto, apresentou tom mais *hawk* que o esperado. A própria presidente do ECB, Christine Lagarde, realizou um discurso em Davos com tom mais conservador em relação ao relaxamento da política monetária, reforçando o que foi descrito na ata do ECB. Com os fatos postos a mesa, esperávamos que Lagarde apresentaria, novamente, um tom *hawk* no *press conference*, o que, na prática, não ocorreu. Lagarde deixou a porta aberta — ao ser questionada sobre a possibilidade de a autoridade iniciar o ciclo de cortes em março ou abril — quando afirmou que o comitê tomaria a decisão dependendo dos dados. A presidente também minimizou os dados de negociações salariais do primeiro trimestre, algo que tinha sido ressaltado como fundamental nos discursos dos membros antes da reunião do ECB de janeiro.

O tom mais suave do último *press conference*, nesse sentido, reforçou nosso cenário base: continuamos acreditando que o ECB iniciará seu ciclo de cortes na reunião de abril. Isso porque a inflação deve continuar convergindo mais rapidamente que o esperado pelo Banco Central. Não só isso, mas, ao contrário da economia americana — que registrou crescimento robusto de 3,3% no quarto trimestre — os principais players da Zona do Euro enfrentam enfraquecimento do nível de atividade. Destaca-se aqui, novamente, a Alemanha, que vem sendo influenciada pela desaceleração da economia chinesa.

Figura 3 – Inflação HICP Zona do Euro



Brasil

Os dados divulgados ao longo do mês para a inflação foram marcados por surpresas de itens voláteis, como de passagens aéreas e alimentos, mas com dinâmica dos núcleos de inflação dos preços mais rígidos em patamar condizente com a meta de inflação. Nesse sentido, no IPCA-15 de janeiro a média dos últimos 3 meses anualizada traz a média dos 5 principais núcleos do Bacen exatamente em 3%, o valor da meta, e o núcleo EX-3, que é o mais cíclico, ou seja, o mais correlacionado com o hiato do produto, em apenas 2,3%. Logo, podemos concluir que **o comportamento corrente da inflação segue um patamar compatível com a meta.**

Pelo lado da atividade, o mês não trouxe grandes surpresas. As pesquisas mensais de atividade (PMC, PMS, PIM), vieram bem em linha com as expectativas, que corrobora com as perspectivas de queda de investimento, diante da continuidade dos resultados ruins apresentados na produção de bens de capital na PIM, refletindo os juros elevados, e as incertezas com relação aos custos tributários.

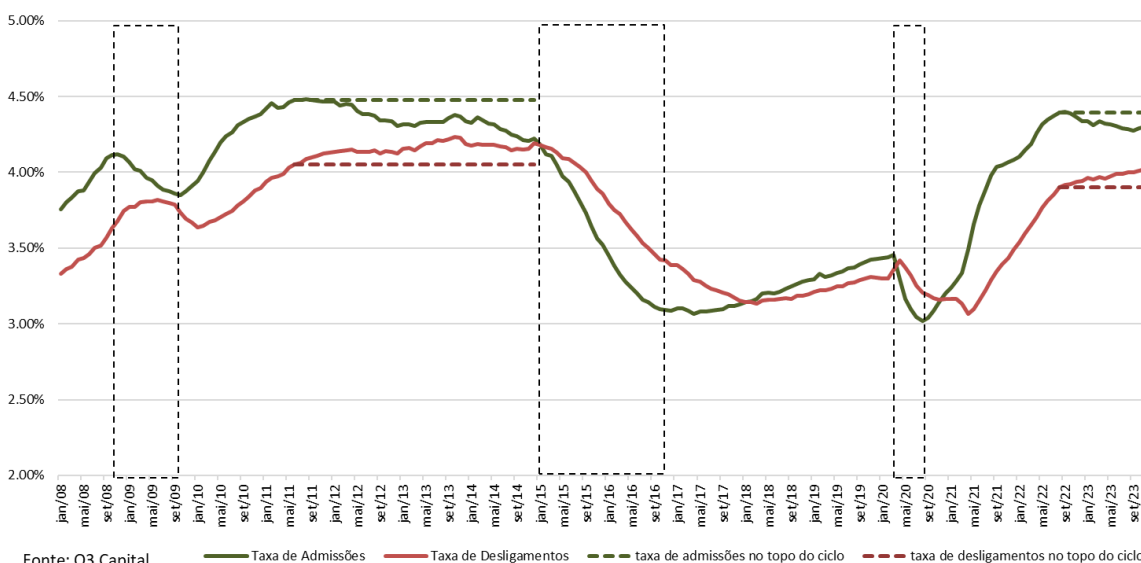
O consumo deve se manter em patamar firme, diante de um mercado de trabalho resiliente. Nesse sentido, podemos representar os movimentos do mercado de trabalho em três movimentos ao longo dos ciclos (Figura 4). A variável que lidera os movimentos é a taxa de admissões, uma vez que as empresas em geral tendem a parar de admitir novos trabalhadores antes de partir para demissões em recessões, por exemplo. Assim, nas recessões (áreas nos quadros pontilhados), as admissões apresentam comportamento de queda acentuada, sendo posteriormente seguidas pelas demissões.

Os finais de recessões são marcados pelo início de crescimento nas taxas de admissão de novos trabalhadores, que caracterizam a recuperação da economia. Quando as admissões atingem o seu pico, e voltam a cair, o fazem inicialmente de forma lenta, em um movimento de acomodação no mercado de trabalho, à medida que a taxa de demissão aumenta. Esse processo pode demorar anos antes do início de uma nova recessão, como ocorreu entre 2011 e 2014, por exemplo. Nós estamos nessa fase do ciclo, com **mercado de trabalho em momento de reequilíbrio, apresentando queda lenta das contratações líquidas, mas sem sinal de início de uma recessão.**

Assim, nossa perspectiva é de atividade rodando em torno do potencial ao longo do ano, com um possível movimento de impulso diante da liberação de quase 1% do PIB em precatórios nos últimos dias de 2023. Outro fator positivo é a balança comercial, com saldo superior a US\$ 100 bilhões nos últimos 12 meses, e com perspectivas de aumento nos próximos anos, diante do aumento esperado da produção de petróleo.

A reunião do COPOM no final de janeiro confirmou nossas expectativas de manutenção do ritmo de cortes de juros em 50bps, e da sinalização de continuidade desse ritmo para “as próximas reuniões”. As condições de contorno atuais para inflação corrente, cenário externo e atividade são compatíveis com aceleração do ritmo de cortes, porém, o Bacen tem sido consistentemente cauteloso diante das expectativas de inflação para horizontes mais longos que permanecem desancoradas.

Figura 4 - Admissões vs Desligamentos durante o Ciclo Econômico (setor formal)





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