

Breve retrospectiva

No início de 2023 a expectativa de boa parte dos agentes econômicos era de que as principais economias desenvolvidas, como as dos Estados Unidos e da Zona do Euro, enfrentassem uma forte desaceleração ou até uma recessão. Essa expectativa estava calcada em uma inflação muito elevada e em um mercado de trabalho apertado que gerava preocupações com a sua consequente pressão sobre reajustes salariais e, assim, demandava que o aperto monetário forte e rápido por parte dos bancos centrais, que havia começado em 2022, seguisse para níveis ainda mais altos e restritivos.

Avaliando o ano que passou, observamos que tanto o banco central americano (FED) como o europeu (ECB) e quase todos seus colegas no mundo desenvolvido elevaram fortemente a taxa básica de juros para combater as pressões inflacionárias, com altas que chegaram a mais de 500 pontos, como no caso americano. Além disso, durante o ano de 2023 vimos uma recuperação econômica bem aquém do esperado na China com a reabertura do país após o relaxamento das medidas de contenção do COVID-19. Entretanto, apesar de a atividade manufatureira no mundo desenvolvido ter enfraquecido, e setores mais cíclicos terem sofrido, as expectativas de desaceleração mais forte da atividade econômica não se confirmaram, e no caso americano ainda vimos o PIB crescer ao redor de 3% no ano, a se confirmar com o resultado do último trimestre em mais algumas poucas semanas.

Este surpreendente resultado pode ser atribuído a diversos fatores, mas em especial à resiliência do consumidor americano reforçada por uma continuação da forte abertura de vagas de trabalho, e por uma diminuição da poupança das famílias mais lenta do que o esperado. Também é importante notar que estímulos fiscais em ambos os lados do Atlântico contribuíram para esse resultado positivo, afinal, em 2023 vimos o déficit fiscal americano chegar a incríveis 8% do PIB, em performance inédita para períodos de paz. Outro ponto que certamente contribuiu para o crescimento econômico, mesmo com taxas de juros que não se viam desde antes da crise de 2008, foi o fato de que grande parte das empresas se aproveitaram das taxas de juros negativas ou zeradas durante o tempo da pandemia para se refinarçar para prazos o mais dilatados possíveis. Esse fato postergou o aumento do custo

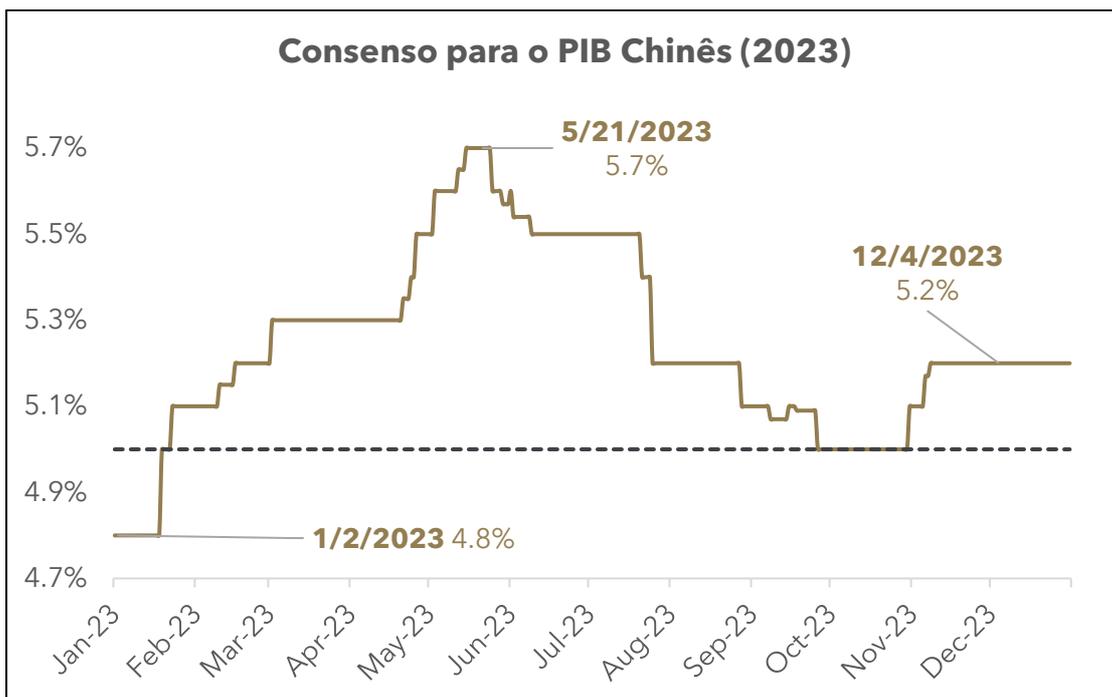
de captação das empresas e assim contribuiu para alongar o tempo em que a política monetária afeta a atividade econômica.

Outros fatores podem ser mencionados como tendo contribuído para o resultado positivo do crescimento econômico, entre eles a normalização das cadeias produtivas e a queda dos preços de várias commodities, principalmente o preço petróleo e do gás. Sem dúvida a rápida atuação do FED durante a crise de corrida bancária nos EUA durante o mês de março também ajudou a amenizar parte dos riscos de desaceleração pronunciada ao limitar os problemas que poderiam ocorrer com um aperto das condições de crédito. Nesse aspecto, a intervenção do governo suíço estimulando a aquisição do Credit Suisse pelo UBS também evitou uma possível contaminação da confiança no sistema bancário global. E, assim, o cenário de desaceleração econômica forte não se concretizou.

Quando olhamos para o Brasil, as expectativas para 2023 também não eram positivas, afinal os discursos iniciais do novo governo, seja por parte do presidente Lula, seja por parte de ministros ou membros do Partido do Trabalhadores, não inspiravam confiança em uma economia pujante e que buscasse reduzir a sua relação dívida/PIB para patamares mais compatíveis com nossos pares do mundo emergente. Dessa forma, o crescimento do PIB ao redor de 2,8% em 2023, que deve se confirmar nas próximas divulgações, também surpreendeu a maior parte dos agentes econômicos. Em grande medida, isso se deveu à enorme contribuição do setor agropecuário, que teve uma performance espetacular nos primeiros dois trimestres do ano e ajudou a contrabalançar a fraca performance da produção industrial. Adicionalmente, as vitórias do governo na aprovação do novo arcabouço fiscal e em medidas que aumentassem a arrecadação retiraram o risco de um crescimento explosivo da dívida brasileira, e isso permitiu que o Banco Central pudesse, logo no início do segundo semestre, começar a cortar a taxa básica de juros a medida que a inflação foi também surpreendendo para baixo.

A China, por sua vez, perdeu um pouco de espaço na discussão sobre crescimento econômico. Desde 2021 com problemas sérios relativos ao setor imobiliário, o mercado começou o ano muito pessimista com o crescimento chinês e foi se ajustando ao longo do ano para taxas de crescimento mais

expressivas. De qualquer forma, o crescimento de PIB que devemos ter para a China esse ano está longe de ser o padrão pré-pandemia e o mercado digeriu ao longo de 2023 a ideia do país crescendo a taxas mais moderadas, com estímulos comedidos do governo chinês, combinado com menores preocupações imediatas sobre a estabilidade financeira ou uma crise imobiliária devastadora.



Fontes: Bloomberg e Kairós Capital

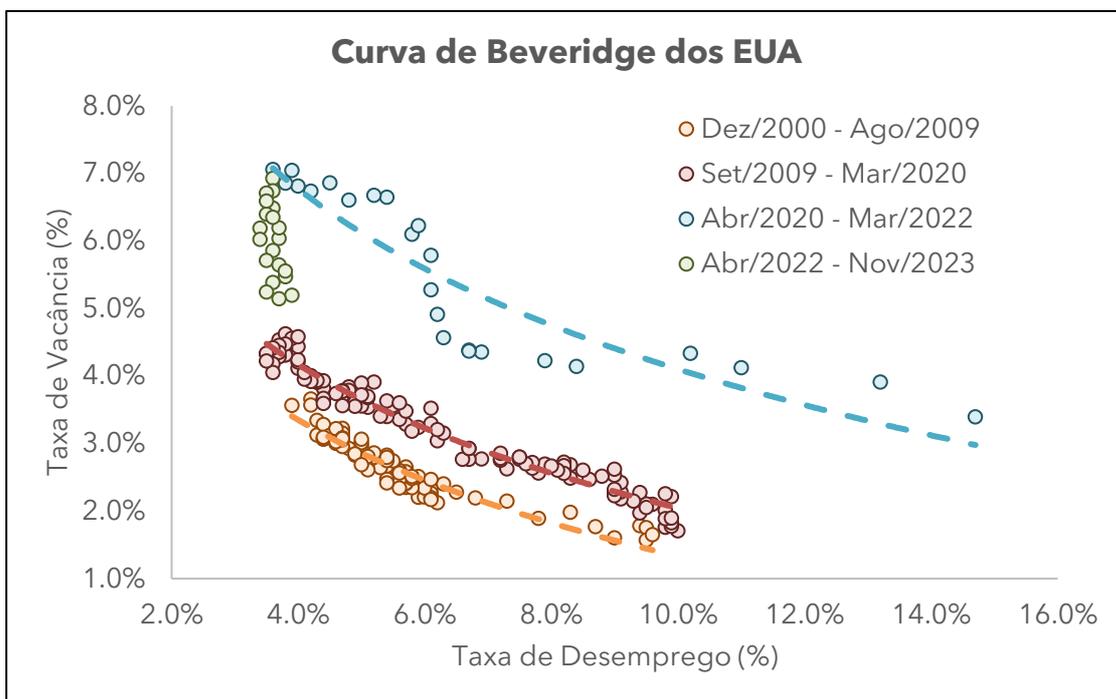
E 2024, como será?

Neste início de 2024, o cenário mais comum esperado pelos agentes econômicos é de um pouso suave das economias americana e da zona do euro, no qual os bancos centrais devem começar a cortar a taxa básica de juros à medida que ganharem confiança de que a inflação está mesmo em trajetória que permita-lhes alcançar as metas perseguidas até 2025. Assim sendo, as curvas de juros e os preços dos ativos de risco globais já precificam com enorme probabilidade esse cenário benigno.

Entretanto, quando observamos as recuperações salariais incompatíveis com as metas de inflação tanto nos EUA como na Zona do Euro, nos parece um pouco prematuro esperar tantos cortes na taxa básica de juros por parte desses bancos centrais como precificado hoje nas curvas de juros. Assim, a

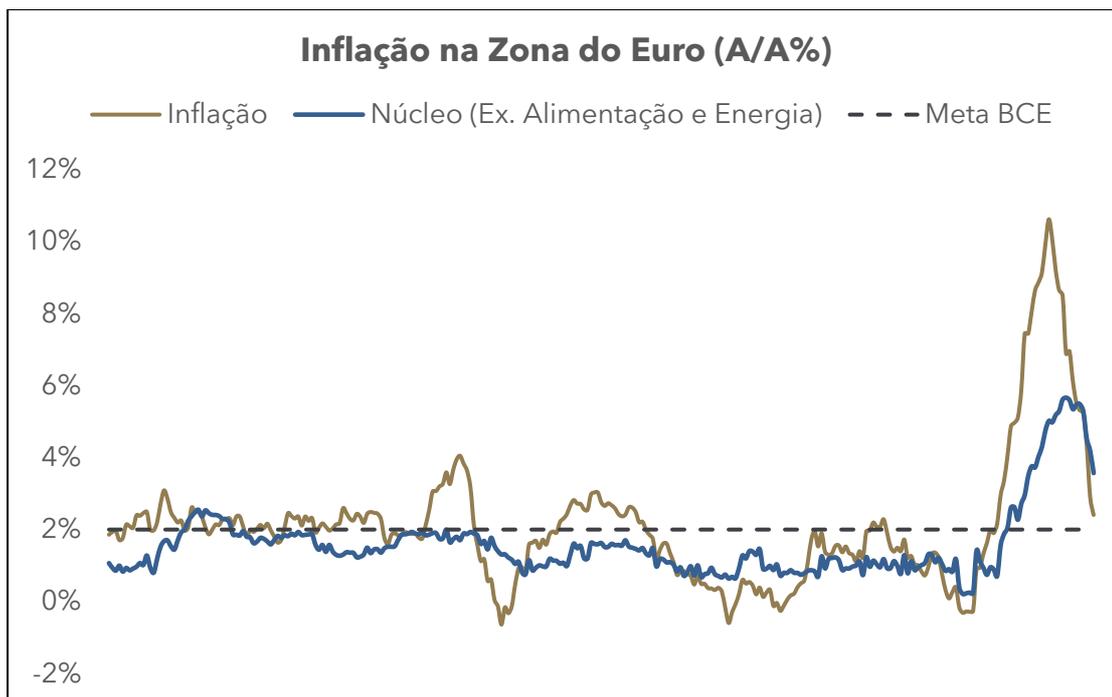
permanência de taxas de juros restritivas por mais tempo nessas economias, aliada a menores estímulos fiscais em 2024, pode facilmente gerar uma desaceleração mais forte da atividade econômica, ainda mais levando em consideração que a atuação da política monetária ocorre com defasagem no tempo e que sua potência máxima em ambas as regiões deve ser atingida ao longo do ano de 2024. Adicionalmente, muitas empresas que se beneficiaram por não precisarem rolar suas dívidas no ano passado começarão a ter boa parte delas vencendo em 2024, o que forçará uma alta no seu custo de captação e portanto tenderá a dificultar seu crescimento.

Outro ponto que chama a atenção é que o rebalanceamento do mercado de trabalho, em especial o americano, parece ter seguido o seu curso sem que fosse necessária uma desaceleração da atividade para o número de vagas em aberto se aproximar mais do número de desempregados. Assim, daqui em diante os riscos são maiores de que uma desaceleração da atividade seja acompanhada por um aumento no desemprego e, conseqüentemente, de uma deterioração das finanças do consumidor americano. Como exemplo disso mostramos abaixo um gráfico da curva de Beveridge em diferentes períodos, indicando onde estávamos no período antes da pandemia, durante a pandemia e os últimos dados de 2023, em que fica claro os pontos que mencionamos acima sobre o rebalanceamento do mercado de trabalho americano sem que tivesse ocorrido um aumento no desemprego até o momento.



Fontes: Bureau of Labor Statistics e Kairós Capital

Um ponto importante sobre a inflação é que em boa medida os ganhos com a queda na inflação de bens tanto nos EUA como na Zona do Euro, parecem ter já se manifestado fortemente. Mas quando avaliamos os componentes da inflação, notamos que também a composição é favorável, indicando que realmente parece que estamos começando a sentir os efeitos da política monetária apertada, mesmo que com as recomposições salariais defasadas no tempo, ainda possamos ter uma inflação ainda resiliente acima do alvo do BCE durante o ano de 2024. De todo modo, é importante notar que com a surpresa baixista recente, o mercado já começou a esperar o primeiro corte de juros por parte do BCE ainda no primeiro semestre de 2024, porém não espera uma deterioração adicional da atividade econômica.



Fontes: Eurostat e Kairós Capital

Importante observar também que a boa notícia da desinflação, em especial no setor de serviços, levanta um alerta para o crescimento econômico. Isso se dá porque a inflação de serviços em geral é mais ligada à atividade econômica e ao mercado de trabalho, o que pode indicar que ainda teremos mais dor em termos econômicos nos próximos meses juntamente com a queda da inflação.

No Brasil, também devemos observar uma desaceleração da atividade econômica tanto ainda pelos efeitos defasados da política monetária restritiva, como também pela menor contribuição do setor agropecuário para o crescimento em 2024 quando comparada com 2023. Além disso, a situação fiscal do país deverá gerar menos impulso na margem para sustentar o crescimento econômico do que no ano passado. Por outro lado, esses mesmos fatores e mais a desaceleração econômica no mundo desenvolvido que esperamos para 2024, devem ajudar a controlar a inflação, trazendo-a mais para perto da meta perseguida pelo Banco Central do Brasil (BCB), e permitindo que a autoridade monetária siga em sua trajetória de corte da taxa básica de juros ao longo do ano. E caso uma deterioração maior da atividade econômica no mundo desenvolvido force o FED e o ECB a cortarem mais rapidamente suas taxas de juros, o BCB ganhará graus de liberdade para cortar mais a nossa taxa SELIC.

Na China, não esperamos grandes diferenças em relação ao que temos visto nos últimos trimestres. O ambiente externo, segundo nossas expectativas, não deve trazer grandes alívios para a economia chinesa e a dinâmica doméstica de estímulos fiscais e monetários moderados devem continuar fazendo com que a China cresça entre 4,5% - 5% como tem sido a norma.

O que esperamos.

Diante dos desafios apontados acima, nos parece muito difícil acreditar que o ano de 2024 trará surpresas positivas em termos de crescimento econômico para os EUA, para a zona do Euro e para o Brasil, como as que ocorreram em 2023, e que o consenso de mercado de um pouso suave dessas economias acabe sendo revisado com a deterioração da atividade global que esperamos. Desde lags de política monetária que devem seguir fazendo seu efeito ao longo do ano, passando por limitações a estímulos fiscais adicionais, esperamos mais volatilidade nos preços dos ativos, em especial dos ativos de risco, à medida que as economias forem desacelerando.