

Relatório Econômico

Novo ou velho normal?

Porto Asset
Management



Fevereiro - 2024

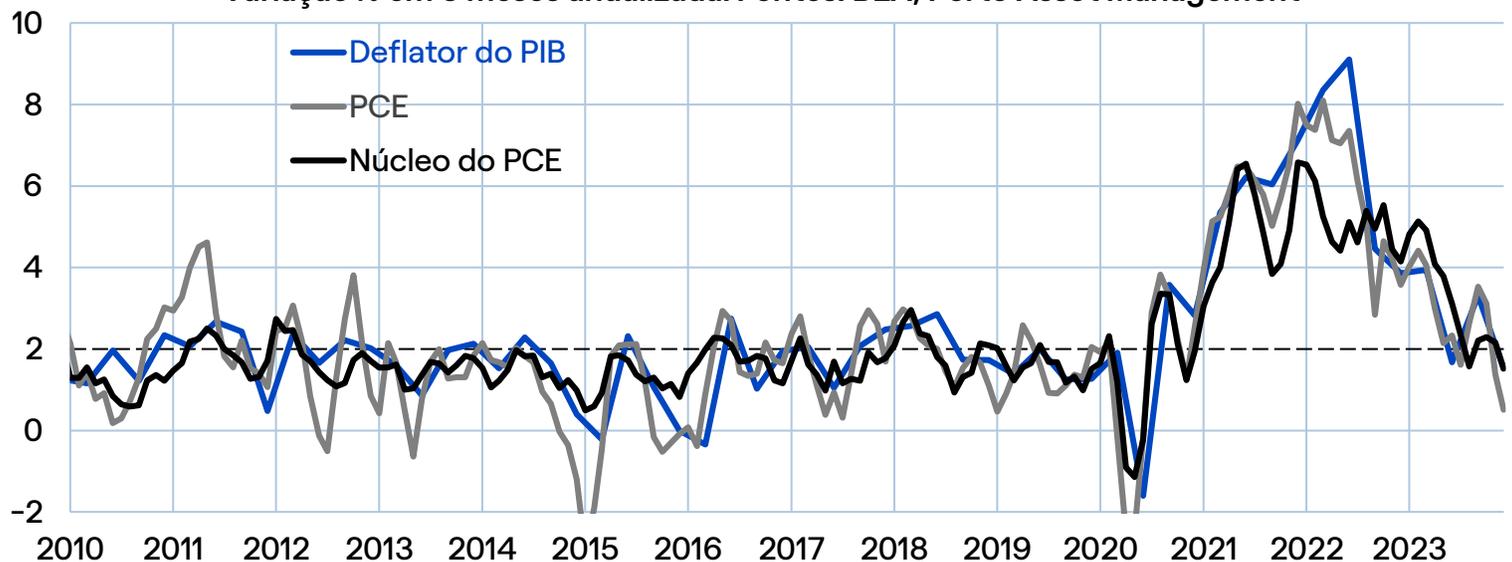
O tema central do último trimestre de 2023, e deste início de 2024, foi a rápida reprecificação das expectativas de política monetária nos EUA. A título de ilustração, o mercado futuro em outubro apontava para a taxa de juros básica nos EUA migrando dos atuais 5,33% para 4,70% no final de 2024. Passados quatro meses, os mesmos juros futuros indicam uma taxa de 3,96% no encerramento do ano, uma diferença relevante para mercados e preços de ativos.

A principal justificativa para a redução nesta expectativa de juros é a forte desaceleração da inflação observada durante o segundo semestre do ano. A principal métrica observada pelo FED é o deflator dos gastos das famílias (PCE, na sigla em inglês). Embora sua variação em 12 meses ainda se encontre distante da meta de 2% do Banco Central americano, as variações em 3 ou 6 meses já se situam ao redor desta – sugerindo que a métrica de 12 meses logo convergirá para esse valor. O núcleo do PCE, que exclui alimentos e combustíveis da cesta de consumo (porque têm preços mais voláteis), também se encontra em patamar consistente com a meta.

Em um sentido mais amplo, podemos ainda observar o deflator do PIB – que abarca todos os preços da economia, não só aqueles sentidos pelos consumidores finais. Este indicador variou 1,52% (t/t anualizado) no quatro trimestre, a menor leitura desde o segundo trimestre de 2020, tendo absorvido todos os impactos iniciais da pandemia.

Inflação nos EUA - medidas de alta frequência

Varição % em 3 meses anualizada. Fontes: BEA, Porto Asset Management



Dada também a queda nas expectativas de inflação, medidas em uma variedade de pesquisas, o FED tem plenas condições de se mostrar satisfeito com o ambiente inflacionário e, conseqüentemente, iniciar o processo de normalização da taxa de juros. Entretanto, como a atividade econômica nos EUA ainda se mostra resiliente, sobretudo no mercado de trabalho, a sinalização mais recente do FED é de que preferem aguardar mais confirmações de que a inflação de fato não é mais um problema, e, portanto, atrasar o início do ciclo de cortes.

Porém, essa cautela não vem sem custos. Com a expectativa de inflação já em patamar baixo, manter o juro nominal elevado produz uma taxa de juro real ex-ante elevada, o que pode levar a uma rápida deterioração da demanda agregada.

O dilema do FED agora é (i) iniciar o ciclo de cortes muito antecipadamente, sob o risco de estimular a economia e reacender a chama da inflação, ou (ii) aguardar tempo demais e empurrar os EUA em uma recessão. Diante dessa difícil escolha, o início do processo de ajuste será informado pela evolução dos próximos dados de inflação¹ e atividade.

Além da definição iminente de quando será o início do ciclo, cabe também perguntar qual será sua magnitude total. Estamos defronte a um mero ajuste da taxa de juros, a exemplo do que ocorreu em 2019, quando o FED cortou os juros em 75 pontos base ao longo de três reuniões? Ou estamos às margens de um ciclo extenso que, caso a economia não seja impactada por algum choque, levará o FED a baixar os juros em direção a sua taxa neutra ou, eventualmente, abaixo dela?

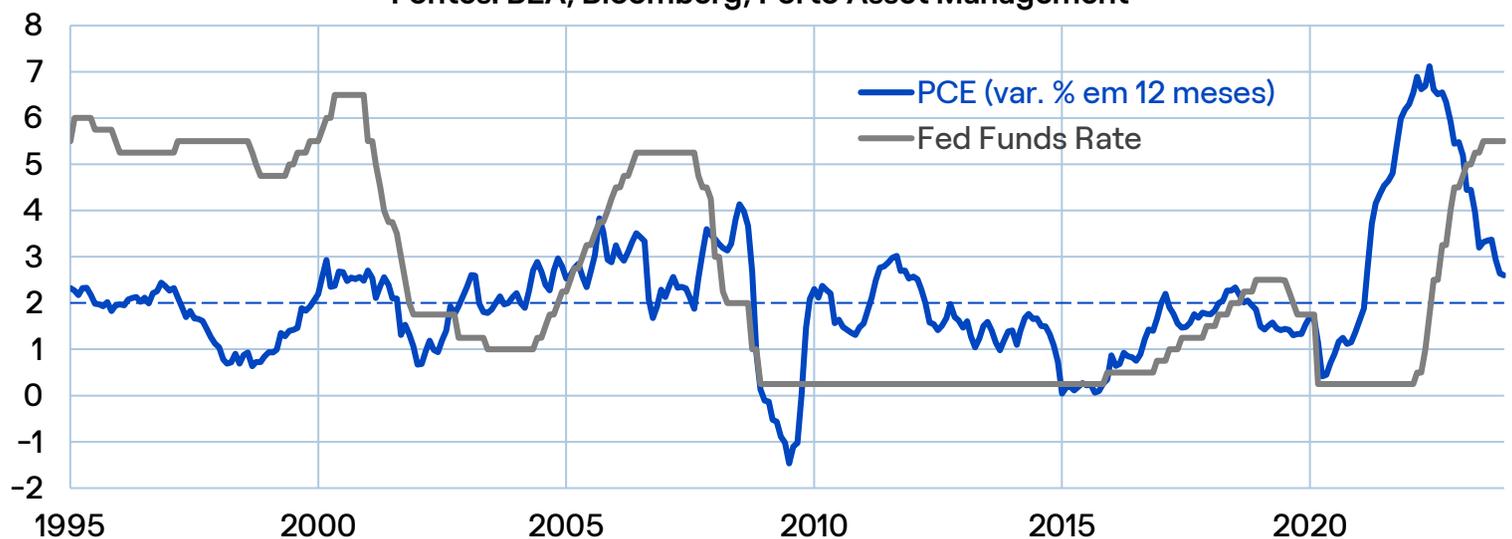
No primeiro cenário estaríamos contemplando algo próximo a 100 pontos base de corte. Já no segundo, o ciclo poderia chegar próximo à casa de 250 pontos base. Na ausência de choques (por exemplo um novo choque de oferta que eleve a inflação, ou então uma abrupta contração da demanda), fatores estruturais serão os principais determinantes do juro terminal.

Surge, neste sentido, um questionamento fundamental sobre o cenário de longo-prazo. O mundo que prevalecerá após a normalização dos choques dos últimos quatro anos será mais parecido com o que vigorou até a Grande Crise Financeira (2008) ou mais parecido com o observado na sequência dela e até a Crise da Covid (2020)?

O primeiro período (até 2008) foi caracterizado por uma convicção do FED em torno de uma taxa de juro real neutra próxima a 2%, o que somado a uma meta de inflação (implícita naquele momento) de também 2%, deixava o juro nominal neutro em torno de 4%. Assim, a média da taxa de juro de curto prazo implementada pelo FED entre 2000 até 2008 (inclusive) foi de 3,27%.

Inflação e juros nos EUA

Fontes: BEA, Bloomberg, Porto Asset Management



Outra característica marcante do período anterior à crise de 2008 foi o rendimento médio do título do tesouro americano de dez anos em 4,57% e o tamanho reduzido do balanço do FED, que era próximo a 6% do PIB.

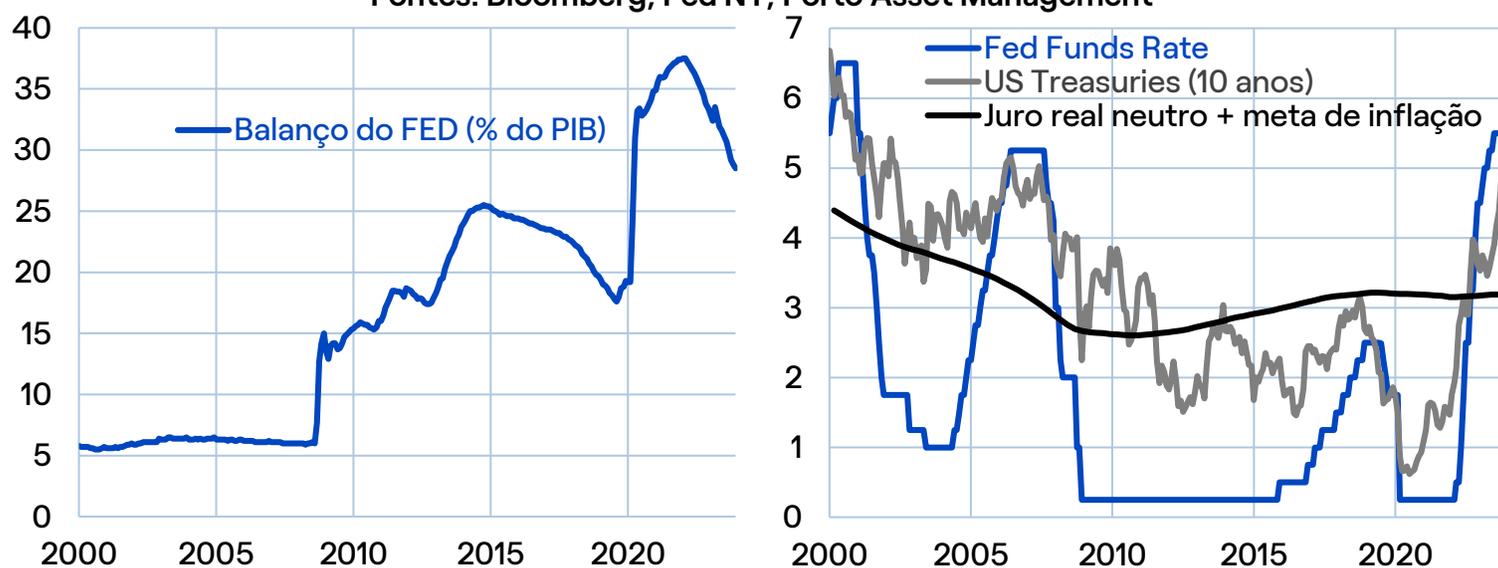
¹ Cabe destacar que no dia 9 de fevereiro será divulgada uma atualização dos fatores sazonais do índice de preços ao consumidor (CPI, na sigla em inglês), que será um marco relevante para informar a real situação da inflação.

Em contrapartida, o período entre 2010 e 2019 levou os integrantes do FED a uma contínua revisão da taxa de juros real neutra para os EUA. O modelo de Laubach-Williams, um parâmetro relevante na mensuração desta taxa não observável, indica que o juro neutro real esteve abaixo de 1% pela maior parte do período e o próprio FED estimava que esta taxa estivesse próxima a zero.

Combinado a uma inflação que se recuperou muito lentamente da Grande Crise Financeira, o juro nominal de curto prazo teve média de 0,61% entre 2010 e 2019. Por sua vez, o Balanço do FED variou entre 15 e 25% do PIB na década. Ato contínuo, a taxa de juros de dez anos apresentou média de 2,39% no período.

Condições financeiras nos EUA

Fontes: Bloomberg, Fed NY, Porto Asset Management



Os motivos para esta diferença são variados. Por exemplo, fatores demográficos, notadamente o envelhecimento médio das populações nas economias desenvolvidas, aumentam a necessidade de poupança e, portanto, a demanda por ativos de baixo risco.

Outro elemento relevante é a atuação de grandes bancos centrais através dos seus respectivos balanços. Até a crise 2008 os exemplos de aplicação na história monetária contemporânea eram praticamente inexistentes. Depois disso, este tipo de atuação tornou-se parte do arcabouço de política monetária das economias desenvolvidas.

Esta tendência foi reforçada durante a crise da Covid e, dado o movimento recentemente anunciado pelo FED de concluir a redução do balanço, a perspectiva é que efetivamente os Bancos Centrais das economias desenvolvidas retenham uma quantidade muito maior de títulos em carteira do que ocorria antes de 2008.

Apesar de riscos consideráveis à estabilidade financeira, que se exacerbam em períodos de inflação elevada, o tamanho do balanço das autoridades monetárias nas economias desenvolvidas contribui como vetor baixista para as taxas de juros de longo prazo.

Estes fatores prevalecem também no período posterior à Covid e contribuem para a redução da taxa neutra de juros. No entanto, vemos também elementos relevantes de diferença: a partir da segunda metade da década passada, um número crescente de políticas comerciais protecionistas foram implementadas nas grandes economias.

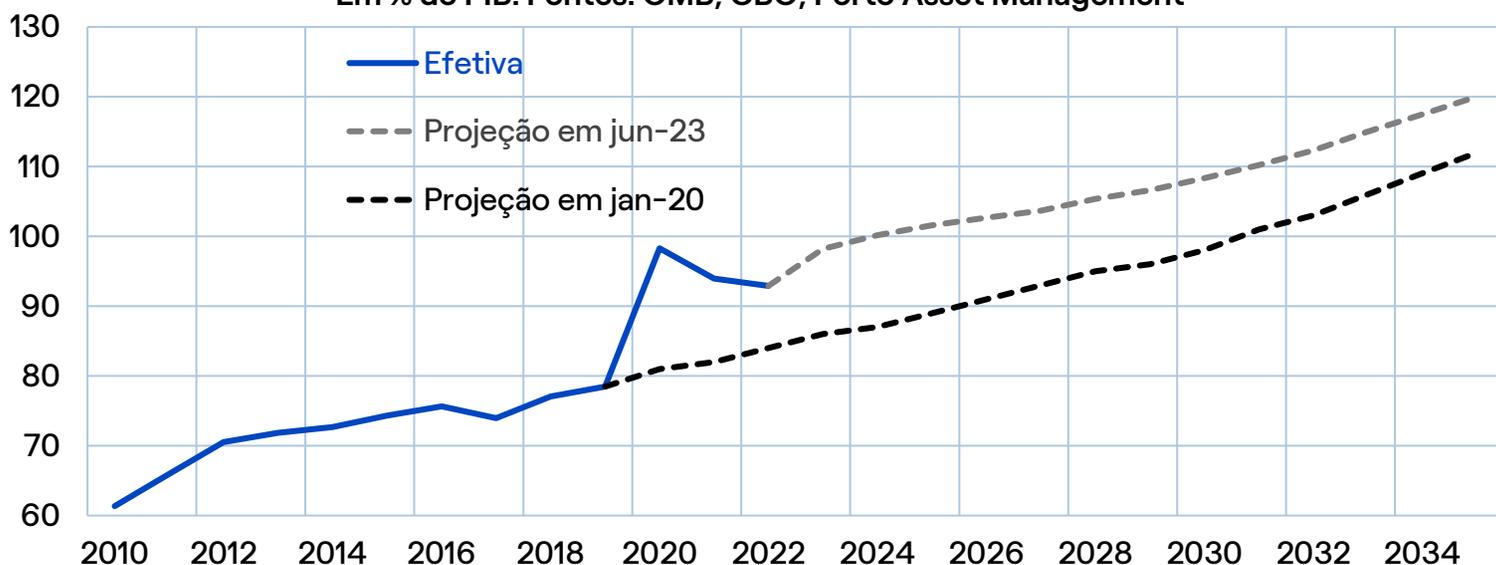
Como exemplos marcantes, porém definitivamente não únicos, podemos citar o *Brexit* e as tarifas impostas pelo governo dos EUA a importações chinesas. Ambos tendem a reduzir a eficiência alocativa de recursos, forçando uma reorientação de fluxo de bens e serviços que não explora vantagens competitivas de forma eficiente. Neste quesito insere-se também os agora já conhecidos termos de "*friendshoring*" e "*nearshoring*", movimentos que buscam reduzir a dependência das grandes empresas de cadeias produtivas e logísticas excessivamente extensas.

Como consequência disso, a teoria econômica aponta em direção a um aumento das pressões inflacionárias.

Outro elemento diferente do cenário pós-pandemia para o que prevaleceu previamente é uma notada deterioração na posição fiscal das grandes economias. Como já discutimos anteriormente, para suavizar o forte impacto das políticas de isolamento social, a resposta de governos ao redor do globo foi promover uma forte expansão fiscal. Em casos como os EUA, esta expansão perdurou por um período consideravelmente maior do que o impacto efetivo da crise de saúde pública, levando a um aumento significativo do déficit, da dívida em relação ao PIB, da pressão inflacionária e, como consequência dos três fatores, do prêmio cobrado em toda a estrutura a termo².

Dívida em poder do público - EUA

Em % do PIB. Fontes: OMB, CBO, Porto Asset Management



A consequência direta de maior protecionismo econômico (seja através de barreiras comerciais ou outros mecanismos) e desequilíbrio fiscal é um aumento da taxa neutra de juros, e mais inflação. Tudo mais constante, isto argumentaria por taxas de política monetária mais elevadas se comparado ao que prevaleceu antes da pandemia.

Como se resolve este dilema entre dois cenários de longo prazo antagônicos aos olhos da política monetária? Devemos lembrar aqui que a política monetária não influencia em fatores estruturais da economia, mas sim reage a flutuações conjunturais (choques de demanda, oferta, etc.) de forma a suavizar a evolução do ciclo econômico.

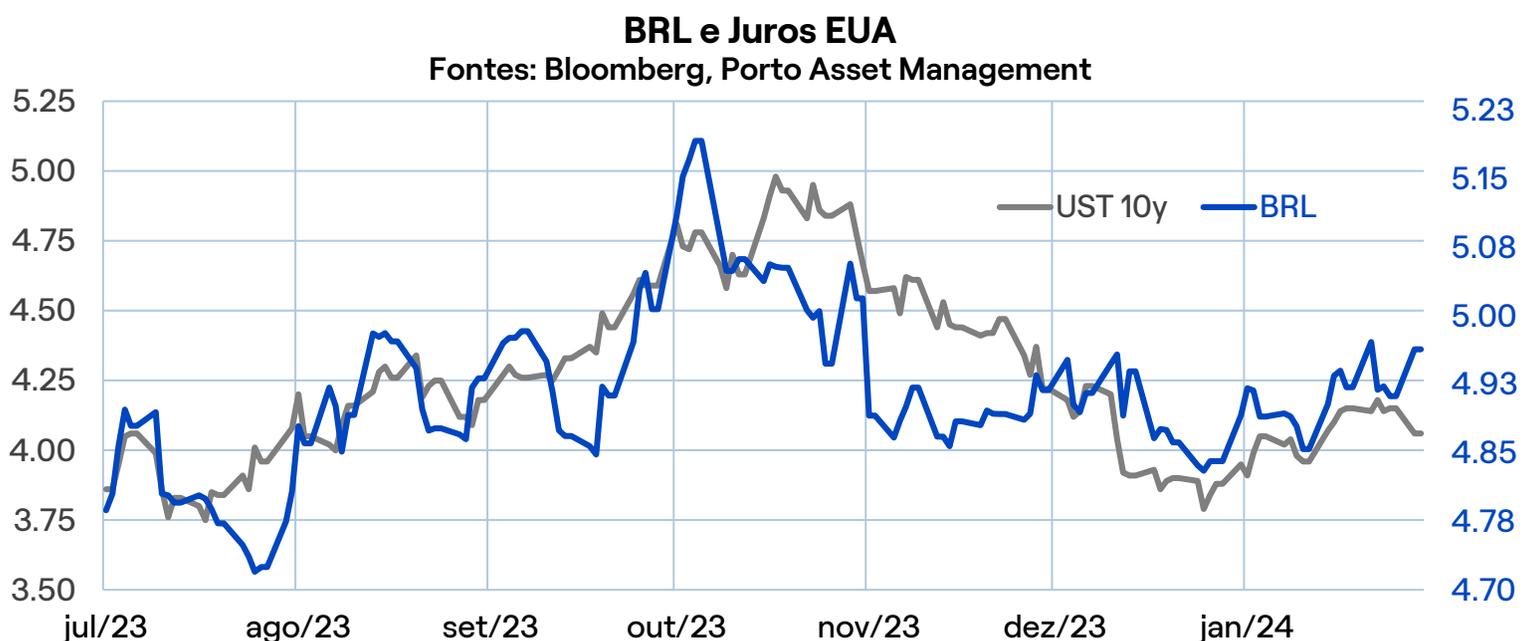
²Na margem o impulso fiscal parece ser praticamente zero na economia dos EUA no momento, apesar do déficit nominal e primário permanecer elevado. Na ausência de novos choques que levem a mais uma rodada de deterioração, a atenção recai, naturalmente, sobre como o próximo governo (que tomará posse no dia 20/01/2025) endereçará a falta de sustentabilidade das contas públicas.

Em termos teóricos, em um regime de metas de inflação, a maior contribuição dos Bancos Centrais para o crescimento saudável da economia é entregar a inflação na meta com estabilidade das expectativas de inflação, independente da taxa de juros nominal que será necessária para este objetivo.

Portanto, enquanto o ambiente estrutural não for evidente, o mais provável é que as autoridades monetárias atuem de forma cautelosa, e de acordo com a evolução dos dados.

No momento, o FED aparenta ter espaço para um ajuste em sua taxa de juros por conta da queda da taxa de inflação. Ele não precisa se comprometer agora com a magnitude do ciclo nem com sua celeridade, podendo reduzir o ritmo de cortes sem grandes custos em termos de credibilidade ou aperto das condições financeiras.

Para o Brasil, o principal canal de transmissão do cenário global para o doméstico continua sendo o comportamento do câmbio. Dados os riscos domésticos no campo fiscal e de atividade (ambos apontando em direção a maiores pressões inflacionárias nos últimos desenvolvimentos), um alívio mais intenso da política monetária nas grandes economias, principalmente os EUA, permite maior apreciação do real contra o dólar e, conseqüentemente, ajuda a manter a inflação controlada. Ou seja, contribui para o Copom seguir em seu ciclo de cortes.



Com o comunicado da última reunião do Copom, divulgado na quarta-feira 31/01/2024, a indicação da autoridade monetária é inequívoca: apesar da discussão em torno de possíveis cortes nas economias desenvolvidas, o ambiente segue desafiador para economias emergentes. Isto, por si, já justifica uma postura cautelosa do Banco Central, principalmente se considerarmos o elevado grau de previsibilidade que a autarquia conseguiu implementar durante este ciclo de corte. Nosso cenário central de cortes de 50 pontos base até a reunião do Copom de julho, levando a uma taxa terminal de 9,25%, permanece inalterado.

		2021	2022	2023 (p)	2024 (p)	2025 (p)
PIB	var. acum. %	5,0	2,9	3,0 (3,0)	1,5 (1,5)	1,5 (1,5)
IPCA	var. acum. %	10,1	5,8	4,6	3,3 (3,3)	3,3 (3,3)
BRL	R\$/US\$, dez.	5,58	5,22	4,84	4,90 (4,90)	5,00 (5,00)
Selic	%, dez.	9,25	13,75	11,75	9,25 (9,25)	9,25 (9,25)

(p): atual (anterior)