



Q3 CAPITAL

Cenário Macroeconômico

Maio 2022

Após sofrer um enorme choque de oferta em padrões globais com a crise do Covid-19, que implicou na paralisação da produção e do comércio de forma generalizada e não-coordenada, o mundo tem passado por um período caracterizado por perspectivas de baixo crescimento, com escalada da inflação.

Nesse sentido, boa parte do crescimento da recuperação pós crise já foi entregue, de forma que os países passarão a conviver com um crescimento habitualmente menor. Além disso, outros fatores passaram a contribuir para um crescimento mais fraco neste ano. As quebras de cadeias globais mostraram-se mais persistentes que o esperado, e outros choques negativos de oferta emergiram, como a guerra entre Rússia e Ucrânia, que elevou preços de commodities, e a sequência de novos *lockdowns* na China. As sanções contra a Rússia também promoveram uma piora das condições financeiras globais, agindo como fator limitador ao crescimento.

Além disso, cabe destacar o aumento do endividamento global (público e privado) diante da crise do Covid-19. Tanto as empresas tiveram que elevar o seu endividamento diante da necessidade de cumprirem seus compromissos durante tal período, como o Governo para implementar políticas de proteção à economia e aos mais vulneráveis. Tal elevação tenderá a reduzir o crescimento estrutural das economias.

O aumento do endividamento privado implica em uma redução do patrimônio líquido das empresas, e, logo do seu colateral para a obtenção de mais empréstimos futuros, limitando o seu capital de giro e sua capacidade de investimentos. Ao mesmo tempo o aumento da razão dívida pública/PIB tende a reduzir o crescimento econômico por diversos canais. Um aumento da dívida pública implica em um aumento da carga tributária futura, o que reduz o retorno esperado dos investimentos privados. Assim, haveria uma redução na formação de capital e, portanto, crescimento. Além disso, parte da poupança da economia passa a ser utilizada para rolar a dívida ao invés de investimento produtivo.

Além da redução global de crescimento, a inflação passou a fazer parte das preocupações da maioria dos países. A crise do Covid-19 foi combatida com políticas fiscais e monetárias (choques de demanda) expansionistas, ao mesmo tempo que foi necessária a adoção de diversas paralisações que representaram choques de oferta negativos. Tal combinação promoveu um gigantesco excesso de demanda que se transmitiu à inflação. Os Bancos Centrais demoraram a reagir acreditando que os choques iriam se dissipar naturalmente. Porém, essa conduta fez com que a inflação contaminasse as expectativas, demandando uma postura mais rigorosa agora para conter a inflação.

Os Bancos Centrais, apesar de sua resistência de elevar juros fortemente diante de um ambiente de recessão, estão tendo que enfrentar a dura realidade que quanto mais postergarem, mais difícil será controlar a inflação. Assim, é muito provável que tenham de iniciar um ciclo de subida de juros generalizado de forma veemente. O controle sobre a inflação não será imediato, e os efeitos das altas de juros tenderão a reforçar a recessão. Diante disso será necessária uma postura resiliente dos Bancos Centrais em manter a política monetária austera, e das autoridades fiscais em manter uma postura de rigor com as contas públicas para trazer o mundo para um ambiente de inflação controlada no futuro. Não será fácil.

Estados Unidos

Os números de atividade e inflação para os EUA apresentaram um cenário preocupante nesse início de ano. O PIB do primeiro trimestre teve um resultado de retração em 1,4% (anualizado), bem abaixo do esperado pela mediana de mercado, que era de crescimento de 1%.

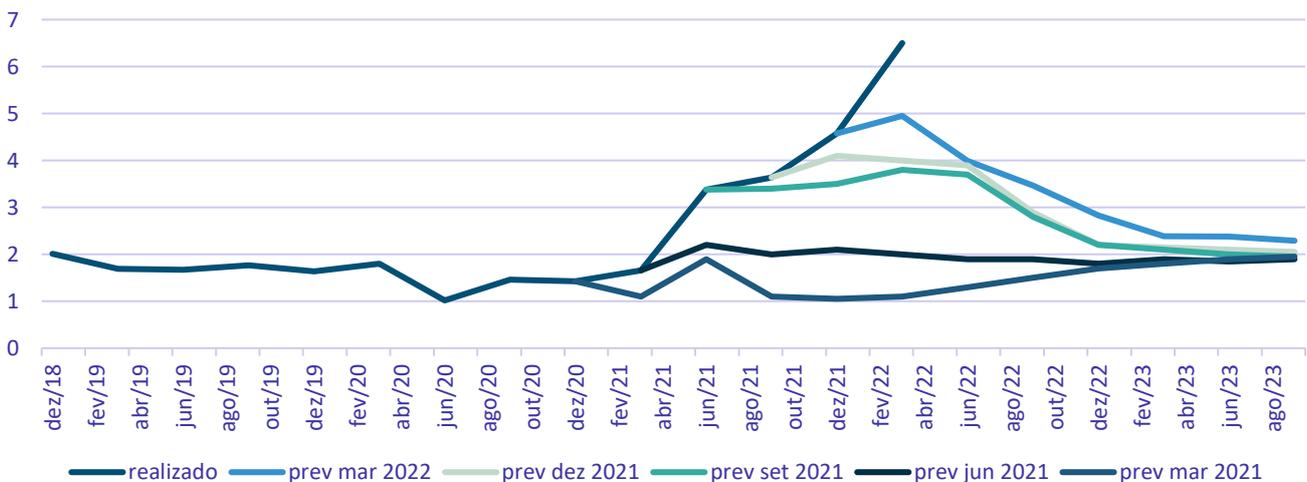
O principal componente dessa queda foi a redução de estoques, o que corrobora com os demais indicadores que os problemas de quebra de cadeia ainda permanecem significativos. Ao mesmo tempo, o consumo apresentou crescimento robusto, indicando que a demanda permanece aquecida.

Diante do quadro de quebra de cadeias produtivas e choques de oferta negativos a inflação continua apresentando tendência de aceleração, continuamente apresentando resultados acima do previsto pelos modelos do FED. Nesse sentido, a figura abaixo apresenta as trajetórias previstas pelo modelo DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*) do FED a cada trimestre, em contrapartida à trajetória observada da inflação "core", que exclui preços mais flexíveis e voláteis.

A sequência de surpresas inflacionárias tem indicado que a esperança que os choques simplesmente se dissipariam por serem transitórios, trazendo a inflação de volta a uma trajetória compatível com a meta, não se concretizou, impelindo o FED a agir com uma postura mais austera de elevação da taxa básica de juros e de um movimento de *Quantitative Tightening*. Na prática os choques inflacionários foram incorporados nas expectativas de inflação, conforme observamos na inflação implícita, que só podem ser controladas por política monetária.

A sucessão esperada de aumentos dos juros em 50 bps nas próximas reuniões é uma tentativa inicial de controle da inflação onde o FED está experimentando se será suficiente, mas pode ser que um aperto maior seja ainda necessário.

Core CPI Inflation (four-quarter percentage change)



Fonte: FED. Elaboração: O3 Capital

Inflação Implícita (5 anos) - EUA

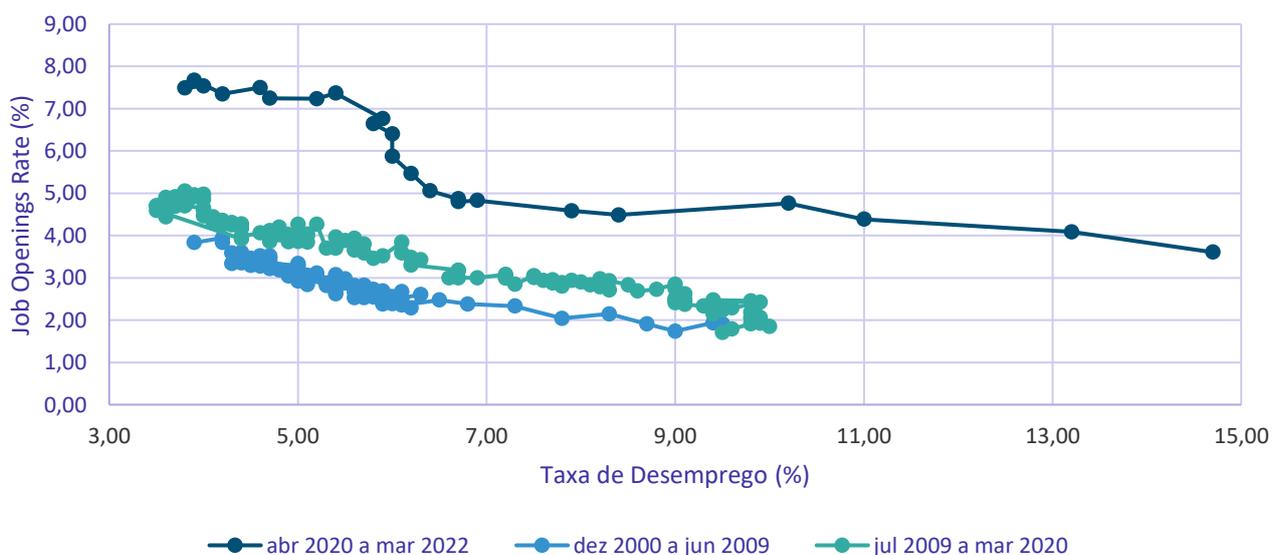


Fonte: FED.

Um componente central na pressão inflacionária nos EUA é o comportamento do mercado de trabalho pós Covid-19. A figura abaixo apresenta a curva de Beveridge, que relaciona a taxa de abertura de vagas de emprego em proporção ao número total de trabalhadores empregados, com a taxa de desemprego. Em geral tal relação indica um comportamento negativamente correlacionado, e bastante estável no tempo.

Porém, após o Covid-19, tal relação apresentou um comportamento errático e claramente distinto do habitual, com um número de vagas de emprego muito acima do normalmente compatível com a taxa de desemprego. Em outras palavras, o mercado de trabalho americano está apertado não apenas por apresentar uma taxa de desemprego baixa, mas também por apresentar uma demanda por trabalho extremamente elevada para os padrões históricos. Como resultado há uma pressão sobre salários que tende a estimular a inflação.

Curva de Beveridge - EUA



Fonte: U.S. Bureau of Labor Statistics. Elaboração: O3 Capital

Déficit estimado de mão de obra para os empregadores em abril 2022 (em relação a fevereiro de 2020)



Fontes: US Bureau of Labor Statistics, Household Pulse Survey (COVID-19), Goldman Sachs.
Elaboração: O3 Capital.

A principal causa desse comportamento estranho no mercado de trabalho é o enorme déficit de cerca de 7,3 milhões de trabalhadores que se formou durante a pandemia. Ao decompor as causas desse déficit, notamos que parte delas deve se dissipar em um prazo mais curto, como as próprias preocupações de pegar Covid-19 (cerca de 1,8 milhões de trabalhadores) ou da obrigatoriedade em se vacinar (300 mil). Houve também uma quebra significativa de aumento de pedidos de aposentadorias, antecipando esse movimento durante a pandemia, e reduzindo o número de trabalhadores na sequência. Porém, como boa parte desses certamente iriam se aposentar nos próximos um ou dois anos, também espera-se que implique em uma redução na taxa de aposentadorias nesse período, eliminando esse hiato.

Por outro lado outros componentes tendem a ser mais permanentes, como a própria redução de incentivos a trabalhar, com aumentos dos programas assistencialistas do governo (exemplo: aumento em cerca de 50% do Child Tax Credit) que são permanentes, que estima-se ter reduzido a força de trabalho em cerca de 1 milhão de trabalhadores; a restrição à imigração durante o período de pandemia, que, pela diferença de número de vistos expedidos, estimamos em uma redução de 1,4 milhões de trabalhadores; e pelo próprio envelhecimento da população, que retirou cerca de 1,3 milhões de trabalhadores da força de trabalho.

Em resumo, as condições do mercado de trabalho nunca foram tão apertadas nos EUA, e passam a ser um componente que deve pressionar a inflação ao longo do ano.

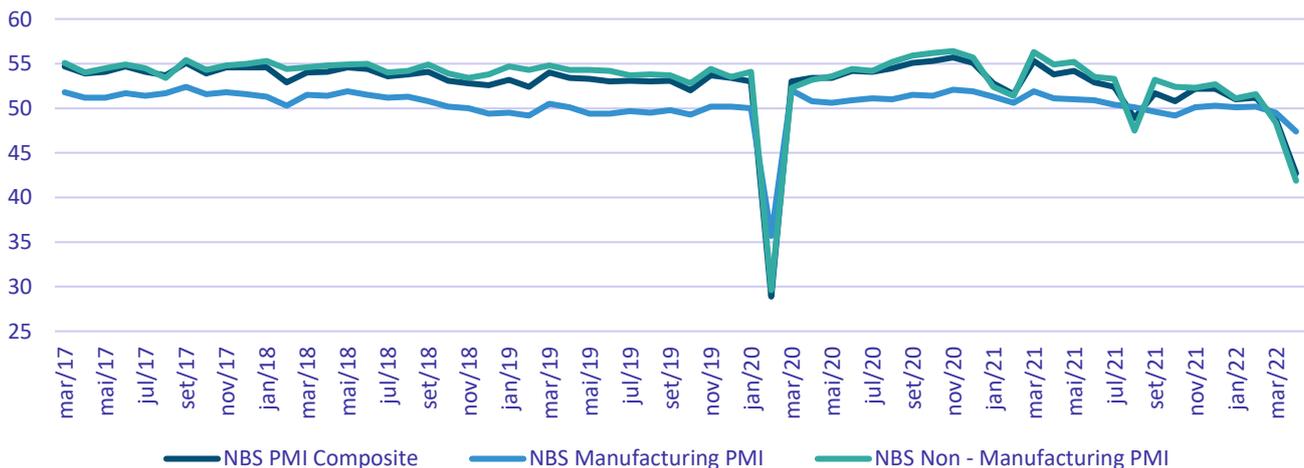
China

A China apresenta um comportamento preocupante na sua atividade econômica. A crise no setor de construção não apresenta indícios de melhora, e é um entrave substancial ao crescimento da economia, não apenas por ser um setor com tamanho relevante na economia por si só, como também por ter um impacto substancial no setor financeiro.

Nesse sentido na estratégia de crescimento da China o setor de construção assumia um papel central, como uma força motriz, onde o governo adotou a política, desde os anos 90, de prover garantias ao crédito para o setor. Assim, os empréstimos ao setor eram livres de risco, permitindo investimentos em larga escala e grande alavancagem. Diante disso, a crise no setor teve um impacto de abalar fortemente a política de garantias governamentais a empréstimos à construção, e, logo o próprio modelo de crescimento chinês. Além disso, o próprio sistema financeiro como um todo passou a ser conduzido com mais restrições, restringindo o investimento a outros setores.

Além dos desafios lançados ao modelo chinês de expansão setorial via garantias de crédito, a economia teve de enfrentar uma sequencia de novos *lockdowns* a cidades importantes para a economia em uma tentativa de frear a disseminação do Covid-19, causando uma deterioração da atividade no trimestre.

Purchasing Managers Indices (PMIs, NBS) - China

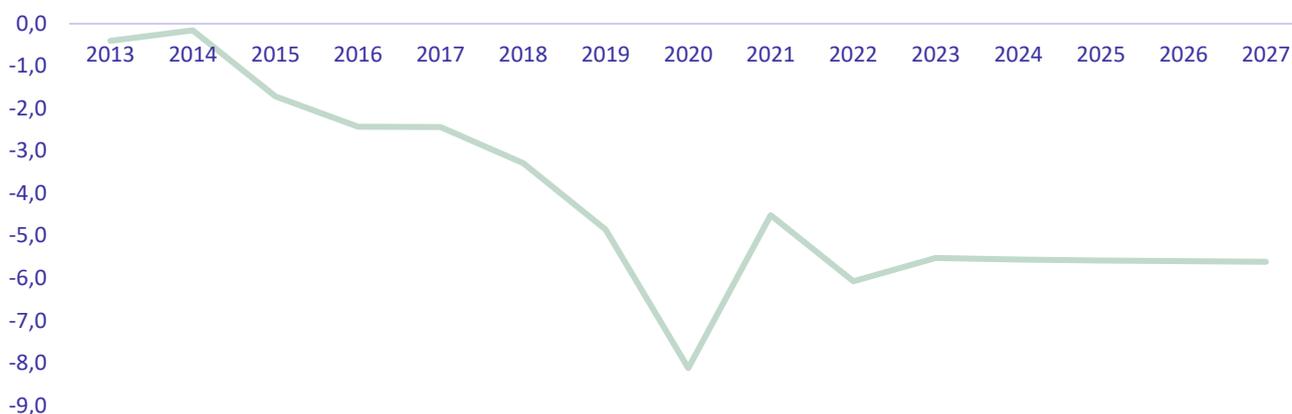


Fonte: NBS. Elaboração: O3 Capital.

Ao mesmo tempo que o governo chinês terá de promover medidas para estimular o crescimento nesse ano para tentar alcançar a sua meta estipulada, enfrenta restrições para estímulos monetários, diante de alguns indícios de inflação nos alimentos, e ir na contramão da onda de juros no mundo e restrições a estímulos fiscais, dado que a crise do Covid antecipou um déficit estrutural, que viria com as pressões da mudança demográfica sobre o sistema previdenciário.

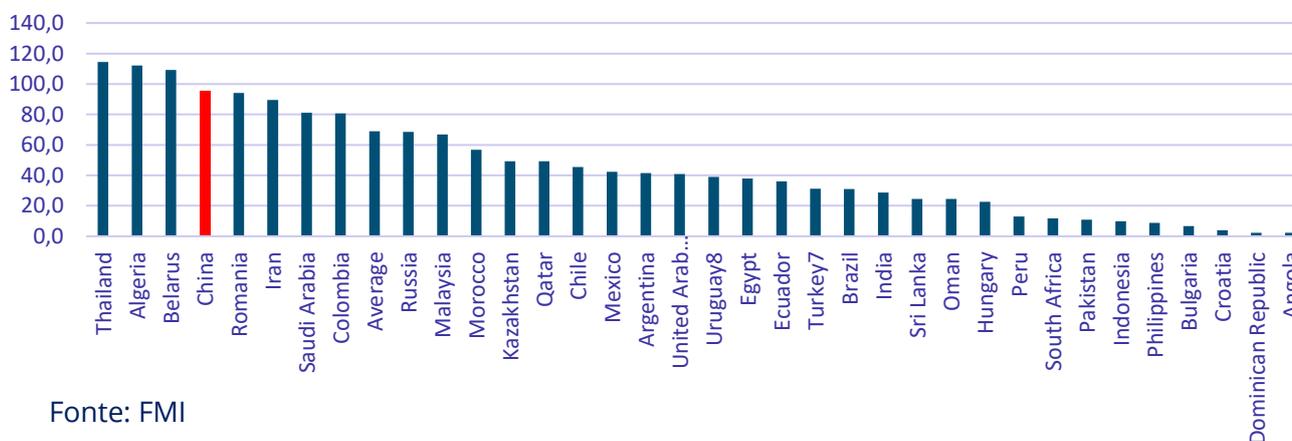
Como a política de crédito era alicerçada em bases fiscais, torna-se mais difícil reeditá-la em um ambiente com piora estrutural das contas públicas. Logo, a própria política de crédito também encontra barreiras na situação fiscal.

Resultado Primário Estrutural (% PIB) - China



Fonte: FMI. De 2022 em diante projeção oficial do FMI.

Valor presente líquido esperado dos gastos com aposentadorias até 2050 (% do PIB)



Fonte: FMI

Europa

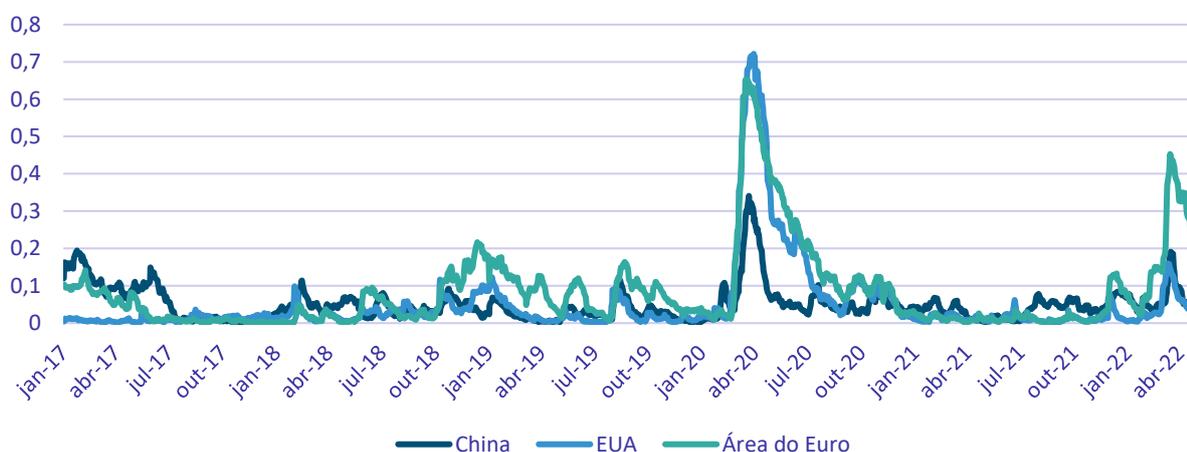
A economia europeia é a mais vulnerável aos efeitos da guerra entre Rússia e Ucrânia, não apenas pela proximidade geográfica, mas pela exposição a choques do setor de energia e pelos rompimentos de relações econômicas.

Tal exposição fica clara ao se observar o Indicador Composto de Estresse Sistêmico (*Composite Indicator of Systemic Stress - CISS*), na figura abaixo, que agrega cinco subíndices específicos: dos mercados de câmbio, ações, monetário, de títulos e os intermediários financeiros. Assim, captura a ideia de que o estresse financeiro é mais sistêmico e, portanto, mais perigoso para a economia como um todo se a instabilidade financeira se espalhar mais amplamente por todo o sistema financeiro.

Observamos um aumento acentuado no índice da área do euro logo após a invasão russa da Ucrânia em 24 de fevereiro. Em meados de março de 2022 o índice atingiu um valor próximo de 0,45, antes de recuar nos dias seguintes. No entanto, o valor do stress financeiro mantém-se abaixo do observado no início da crise do Covid-19 em 2020 e, de qualquer forma, longe do observado durante a Crise Global ou a crise da dívida soberana da zona euro. Felizmente, o BCE fornece a medida de CISS para os EUA e para a China, permitindo-nos comparar as três economias na mesma metodologia. É digno de nota que os EUA e a China não parecem ter sido tão fortemente afetados pelo estresse financeiro quanto a Europa, mesmo apresentando um aperto nas condições financeiras e no aumento da volatilidade.

A piora nas condições financeiras, o risco de falta de abastecimento de energia, o aumento da incerteza e os choques de oferta negativos resultantes da guerra têm levado a uma redução das projeções de crescimento na Europa. Além disso, essa pressão das condições financeiras implica em um desafio ainda maior para a área do Euro para conter a inflação, uma vez que um aperto da política monetária pode representar uma piora nas condições de estresse.

Composite Indicator of Systemic Stress (CISS)

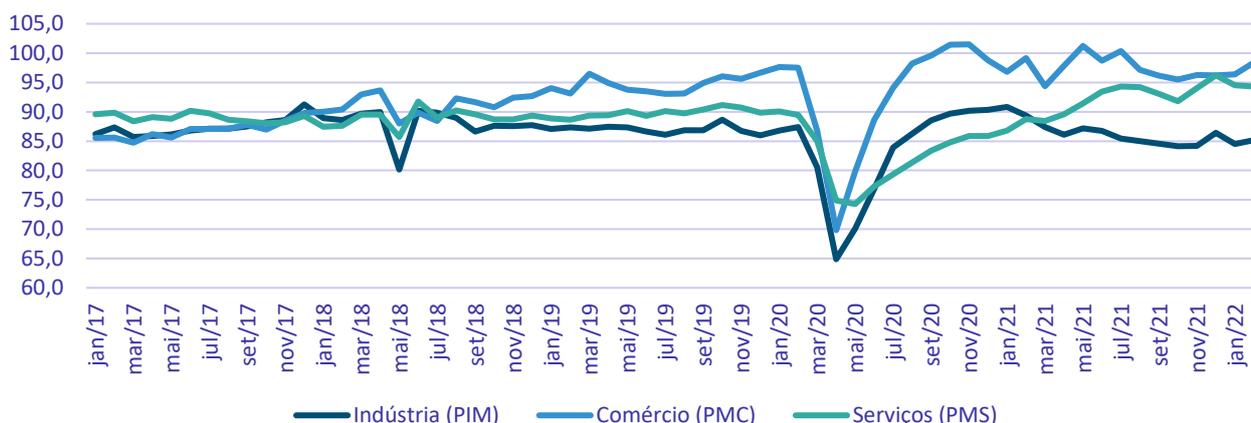


Fonte: ECB. Elaboração: O3 Capital.

Brasil

Os indicadores de atividade e de mercado de trabalho indicam um panorama mais otimista para a economia brasileira em comparação com o que se esperava no final de 2021, especialmente do setor de serviços, que apresenta um ritmo de crescimento mais robusto. Com as diversas medidas de estímulo realizadas pelo governo espera-se que os próximos meses indiquem um maior aquecimento da atividade, com as liberações do FGTS estimulando o consumo a partir de abril, e as diversas reduções de tributos reduzindo o custo marginal de produção de diversos setores.

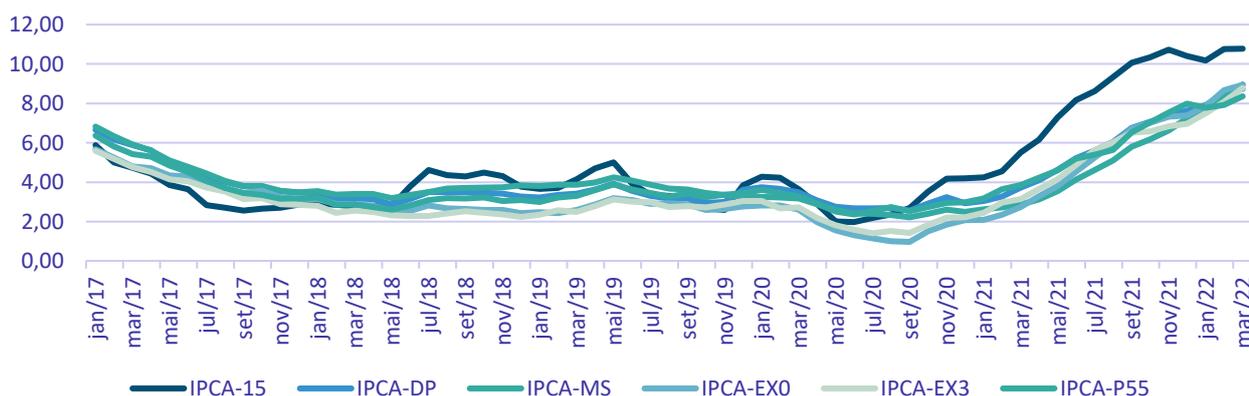
Indicadores de Atividade - Brasil (2014 = 100)



Fonte: IBGE. Elaboração: O3 Capital.

A inflação continua apresentando um padrão de aceleração, especialmente se observarmos as medidas de núcleo, que excluem os preços mais flexíveis. No último dado do IPCA-15, percebe-se uma redução na velocidade de aceleração da inflação de produtos industrializados, devido ao efeito da redução do IPI. O governo determinou uma redução ainda maior da alíquota após a já praticada, assim com as demais reduções de impostos sobre bens intermediários importados, e sobre crédito para empresas. Porém tais reduções são pontuais, e não alteram a trajetória da inflação que deve ser endereçada com política monetária. Diante disso, espera-se que o Banco Central reaja a esse comportamento acelerado da inflação para tentar conter seus avanços persistentes.

Inflação IPCA-15 + Núcleos (YoY %)



Fontes: IBGE e Bacen. Elaboração: O3 Capital.

Um ponto de destaque positivo sobre a economia brasileira é o bom desempenho fiscal, que apresenta uma recuperação significativa. Nesse aspecto o resultado primário apresentou superávits nos últimos meses diante de recordes de arrecadação, o que não ocorria desde 2014, tanto em seus valores consolidados, quanto nos ajustados após se excluir receitas e despesas extraordinárias. Espera-se que haja alguma redução do primário ao longo do ano diante dos estímulos fiscais que estão sendo implementados, porém estão dentro da meta da regra de resultado primário com certa folga. A manutenção de uma boa perspectiva fiscal será fundamental para o controle da inflação e de uma melhor trajetória de longo prazo em termos de atividade econômica.

Resultado Primário - Brasil (Acum 12m em % do PIB)



Fonte: Banco Central

AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL TÊM O CARÁTER MERAMENTE INFORMATIVO E NÃO DEVEM SER CONSIDERADAS COMO OFERTA DE VENDA, NEM TAMPOUCO UMA RECOMENDAÇÃO DE INVESTIMENTOS DOS REFERIDOS FUNDOS DE INVESTIMENTO. É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROPECTO E REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO PELO INVESTIDOR AO APLICAR SEUS RECURSOS. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A AUTORIZAÇÃO PARA FUNCIONAMENTO E/OU VENDA DAS COTAS DESTES FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO IMPLICA, POR PARTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS OU DA ANBIMA, GARANTIA DE VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS. OS INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO DE QUE TRATAM ESTE PROPECTO APRESENTAM RISCOS PARA O INVESTIDOR. AINDA QUE O GESTOR DA CARTEIRA MANTENHA SISTEMA DE GERENCIAMENTO DE RISCOS, NÃO HÁ GARANTIA DE COMPLETA ELIMINAÇÃO DA POSSIBILIDADE DE PERDAS PARA O FUNDO DE INVESTIMENTO E PARA O INVESTIDOR, QUE NÃO CONTA COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO PODEM UTILIZAR ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO, AS QUAIS PODEM RESULTAR EM PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS. A RENTABILIDADE INFORMADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS.



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