



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina **34**

15 DE DEZEMBRO DE 2023

Durante os séculos XIX e XX, uma das atividades econômicas mais importantes do Reino Unido foi a extração de carvão de mina. Nesse contexto, uma das principais causas de acidentes com mortes dos mineiros era decorrente do vazamento de monóxido de carbono, um gás inodoro (difícil de detectar sem equipamentos) que, em grandes quantidades, pode provocar explosões ou morte por intoxicação. Como o monóxido de carbono é um resultado natural da extração do carvão, problemas de ventilação nas minas poderiam gerar acidentes mortais.

Em uma era pré-detectores de gases, o jeito de os mineiros se protegerem era levar um canário dentro de uma gaiola para a mina. Por ser muito mais sensível ao monóxido de carbono do que os humanos, a agitação do pássaro servia de alerta para que os trabalhadores deixassem a mina antes que um acidente ocorresse.

Esse será o objetivo de **“O Canário da Mina”**, artigo semanal que a G5 Partners passará a divulgar toda sexta-feira: fugir do “lugar comum” e não se limitar a ser apenas um compêndio do que aconteceu ao longo dos dias anteriores ou do que acontecerá nos próximos; o intuito é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.



Algumas coisas são tradicionais no final do ano: festa da “firma”, discussões sobre se deve ter passa ou não no arroz, o Papai Noel, especial do Roberto Carlos, vestir branco no Réveillon e... as previsões econômicas para o próximo ano. Portanto, para não quebrar a tradição, vamos usar as duas últimas edições de 2023 de “O Canário da Mina” (OCM) para traçar os cenários para 2024. O OCM desta semana será dedicado ao cenário externo; já o da semana que vem, ao interno. Para seguir certa lógica e gerar certo suspense, vamos dividir o texto, e o mundo, em três partes: Zona do Euro, China e Estados Unidos. Além disso, a ordem acima será respeitada, indo do menos para o mais relevante no contexto da economia mundial em 2024.

Aparício Torelly, o autointitulado Barão de Itararé, em uma de suas tiradas imperdíveis, dizia que *“de onde menos se espera, daí que não sai nada mesmo”*. Esse podia ser o resumo do que esperamos para a Zona do Euro em 2024. A economia europeia já está em recessão — senão de fato, certamente de direito. Para ver isso, basta observar que os Índices de Gerentes de Compras (PMI, na sigla em inglês), tanto do setor industrial quanto do de serviços, estão “confortavelmente” abaixo de 50 pontos, o que indica desaceleração do setor. No caso da indústria, o cenário é ainda mais dramático, com o índice ao redor de 44 pontos, níveis que não eram vistos desde a pandemia. O que torna a situação mais complicada ainda é que a Alemanha, a locomotiva da região, está em uma situação ainda pior. O PMI industrial, por exemplo, encontra-se em 43,2 pontos. Basicamente a economia europeia não está em recessão técnica porque não saiu ainda o produto interno bruto (PIB) do quarto trimestre, pois o do terceiro apresentou contração de 0,1%. O resultado disso é que, após crescer 3,4% em 2022, a mediana das projeções para 2023, segundo a Bloomberg, é de alta de apenas 0,5% e, para 2024, de 0,6%. A consequência direta desse desempenho econômico ruim é que a inflação está em franca trajetória de desaceleração. O CPI (na sigla em inglês para Índice de Preços ao Consumidor) da Zona do Euro, que chegou a 10,66% em outubro de 2022, fechou novembro de 2023 (último dado disponível) em 2,4%, muito próximo da meta do Banco Central Europeu (BCE), de 2,0%. Portanto, com um cenário de atividade fraca e inflação convergindo para a meta, há poucos argumentos para que BC europeu mantenha os juros em 4,00% a.a.<sup>1</sup>, o maior nível da história da política monetária unificada que começou em dezembro de 1998. Talvez o único que ainda segure o início imediato dos cortes de juros seja o mercado de trabalho. Assim como na maior parte do mundo, a taxa de desemprego se mostra nos níveis mais baixos da série histórica iniciada em 1991, o que recomenda certa cautela com a política monetária. Entretanto, mesmo com esse “porém”, acreditamos que o BCE irá começar a cortar os juros na primeira ou na segunda reunião de 2024, perfazendo um total de, pelo menos, 1,00 p.p. ao longo do ano. Movimento que não será suficiente para “salvar” o 2024 europeu, mas vai ajudar nesse movimento mundial de afrouxamento monetário que esperamos para o ano que vem.

Se o que acontece na Europa é acompanhado mais por dever de ofício do que por interferir na “Hora do Brasil”, o mesmo não pode ser dito da China. O fato de ela ser a segunda maior economia do mundo (ou a primeira, se for considerada a Paridade de Poder de Compra) e o maior parceiro comercial do Brasil é motivo suficiente para nos preocuparmos com o que acontece por lá. Por isso, está em segundo lugar em nossa lista de preocupações econômicas.

<sup>1</sup>Aqui usamos o ECB Deposit Facility Rate, a menor de três taxas que o BCE usa para implementar sua política monetária. As outras duas são a ECB Main Refinancing Rate (4,50% a.a.) e a ECB Marginal Lending Facility (4,75% a.a.).

O crescimento da China decepcionou bastante em 2023. O provável crescimento de um pouco mais de 5,0% neste ano tem mais a ver com o fato de essa ser a meta do que com a percepção de que a economia está se recuperando. O que nos remete a Michael Pettis, que dizia “na China, o PIB é um indicador antecedente”. Na verdade, se não fosse “a” China, onde existe um “capitalismo de estado”, era bem provável que a colocássemos como primeiro lugar em nossa lista, uma vez que seu mercado imobiliário está virtualmente quebrado. Algo semelhante ao que está acontecendo agora no Império do Meio aconteceu nos EUA em 2008 e no Japão em 1991; a diferença é que, ao contrário dos americanos, e de forma muito parecida com os japoneses, os chineses não estão deixando o mercado se ajustar. Isso tem vários pontos positivos: evita uma crise financeira, reduz o impacto no PIB (20% do PIB chinês é direta ou indiretamente ligado ao setor imobiliário) e, mais importante, desarma uma crise social, dado que 70% da poupança do consumidor chinês estão em imóveis. Por outro lado, ao estatizar o problema, além de criar empresas “zumbis”, reduz o crédito disponível para alavancar o crescimento da economia. O resultado é que, se não termos um debacle como nos EUA em 2008, poderemos ter vários anos de crescimento abaixo do “normal” na China, assim como ocorreu no Japão na década de 1990. Não que a economia chinesa vá entrar em recessão; longe disso, mas teremos que nos “conformar” com níveis de crescimento mais próximos de 4,0% do que dos 6,00% ou 7,00% que vimos nos cinco anos anteriores à pandemia, ou mesmo dos 5,1% que esperamos para 2023. Já a alta da inflação — que, ao contrário dos países ocidentais, nunca foi um problema para China — agora causa preocupações pelo outro lado: está baixa demais. O dado do CPI de novembro mostrou uma deflação de 0,5% na comparação anual, o terceiro resultado negativo em cinco meses e o nível mais baixo desde novembro de 2020. Ou seja, assim como na Zona do Euro, na China também vemos a economia perdendo tração (para os padrões chineses) e a inflação baixa. Situação econômica semelhante, expectativa para a política monetária também. Só que na China a política monetária se faz predominantemente por meio da redução dos depósitos compulsórios exigidos dos bancos. Portanto, se a partir de janeiro você ler que a China diminuiu seus compulsórios bancários, já sabe que ela também está nesse movimento de aumentar a liquidez mundial.

Por fim chegamos ao principal risco externo em 2024: os EUA. E não porque estamos prevendo uma derrocada econômica ou um descontrole da inflação, muito menos porque o FED (o BC americano) vai ter que subir os juros novamente, mas porque 2024 é ano de eleição presidencial, e isso vai causar muitos problemas a partir do segundo semestre. Entretanto, vamos começar pela parte mais fácil: a economia.

Depois de muita volatilidade e várias incertezas a respeito da política monetária do FED (o BC americano), ao que parece o processo de alta dos juros chegou ao fim; a grande discussão daqui para a frente é quando eles começarão a ser reduzidos e, pelas indicações da última reunião, esse momento não vai demorar muito. O tom mais dovish do comunicado, do “gráfico das bolinhas” e, principalmente, da entrevista de Jerome Powell fez as apostas para que o primeiro corte seja em março (segunda reunião do ano) passarem de 41,3% para 76,1%. Pode parecer otimismo demais sair diretamente de uma discussão se ainda teríamos a necessidade de mais uma alta, para uma projeção de queda em duas reuniões, mas a declaração de Powell de que um corte nos juros foi discutido na reunião desta

semana e que estará na mesa das próximas dá combustível para esse otimismo. E, apesar de as projeções do FOMC (o Copom americano) indicarem que o primeiro corte estaria mais para junho do que para março, o início do afrouxamento monetário já apreço no horizonte, e os dados econômicos corroboram esse otimismo. A inflação nos EUA está em franca desaceleração. Por exemplo, o CPI americano passou de 7,1% em novembro de 2022 para 3,1% em novembro deste ano (o último dado disponível), ainda acima da meta de 2,0%, mas uma desaceleração notável em apenas 12 meses. Esse é um bom argumento para o FED pensar em reduzir os juros: se ele mantiver as taxas estáveis com a inflação em desaceleração, estaria apertando mais a política monetária pelo aumento dos juros reais. Mas será que isso é necessário, ou, pensando por esse prisma, seria melhor cair logo a FED Fund (a Selic americana)? Para responder a essa pergunta, temos que olhar para o crescimento da economia, em particular para o mercado de trabalho.

O PIB americano cresceu 5,2% em termos anualizados no terceiro trimestre, com o consumo das famílias subindo 3,6%. Esse é o maior crescimento desde o quarto trimestre de 2021 (7,0%), quando o FED ainda não havia iniciado o processo de elevação dos juros e a economia vinha se recuperando da pandemia. Talvez como reflexo desse desempenho ou mesmo sendo um de seus sustentáculos, o mercado de trabalho vem mostrando uma resiliência inesperada, com taxa de desemprego fechando novembro em 3,7%, não muito distante do mínimo recente (3,4%). O resultado dessa combinação é que, se o CPI “cheio” caiu mais de 55% em 12 meses, o chamado “supercore” (que seria nosso serviço subjacente) desacelerou pouco mais de 35% no mesmo período, passando de 6,2% para 3,9%. Pode parecer um tanto quanto incongruente ter tido uma elevação de juros tão forte com tão pouco impacto no nível de atividade, mas há um fator para o qual já chamamos a atenção anteriormente e que ajuda a “fechar a conta”: o excesso de poupança auferido durante a pandemia. Reflexo da transferência de quase 20% do PIB de recurso do governo para famílias e empresas, esse “anabolizante” tem sustentado o consumo e gerado um círculo virtuoso para a economia americana. Mas essa “ajudinha extra” tem prazo de validade. Segundo nossos cálculos, essa poupança extra acaba ao longo do segundo trimestre de 2024, o que parece coerente com uma projeção de que os juros nos EUA comecem a cair na reunião de maio ou de junho, tornando factível uma FED Fund entre 4,00% a.a. e 4,50% a.a.<sup>2</sup> no final do ano. Portanto, mais um país que, ao longo de 2024, aumentará a liquidez mundial.

Como dissemos na introdução da parte dos EUA deste OCM, a parte econômica seria a parte fácil; pode ter alguns percalços no caminho, mas está bem encaminhada. O problema real vindo das terras do “Tio Sam” serão as eleições presidenciais. Por várias razões. A primeira é que o sistema político nos EUA está disfuncional, não há ponto de intercessão entre os partidos Democrata e Republicano em praticamente nenhum assunto, tornando inviável qualquer consenso para tratar de temas importantes, como um ajuste fiscal, por exemplo. Mas o que já está ruim pode piorar com as eleições presidenciais de novembro. Temos de um lado o provável candidato Democrata, Joe Biden, com claros sinais de envelhecimento, normal para quem tem 81 anos, mas não para um presidente da maior potência mundial. Do outro, o provável candidato Republicano, Donald Trump, que também não é nenhuma “criança” (77 anos), mas não tem na idade seu principal problema. Atualmente ele responde a quatro processos que vão desde falsificações de documentos até conspiração, sendo que em todos há chance de condenação. Contudo,

<sup>2</sup> Na verdade, o FED não determina uma taxa única, mas um intervalo de 0,25 p.p., dentro do qual os juros de mercado podem flutuar. Portanto, quando dizemos que a FED Fund pode fechar o ano em 4,00% a.a., estamos nos referindo ao piso do intervalo que vai até 4,25% a.a. O mesmo ocorre com os 4,50% a.a. da projeção do texto.

o mais bizarro é que, como não existe uma “Lei da Ficha Limpa” por lá, ele pode não só ser candidato, como também ser eleito e tomar posse, mesmo se for condenado. No caso de condenação nos processos federais, a solução seria simples (ele se autoindutar), mas e nos estaduais? Como fazer? Boa pergunta, e até saber a resposta teremos muitas turbulências, uma vez que as chances de Trump ganhar as eleições não são nada desprezíveis.

A conclusão sobre o cenário mundial para 2024 é que podemos dividi-lo em duas partes temporais: um primeiro semestre positivo, com os principais BCs mundiais afrouxando a política monetária na direção de uma valorização dos ativos e um segundo semestre mais turbulento, com as eleições americanas e os julgamentos de Trump. Na seara econômica, devemos ficar de olho, principalmente, no fim do excesso de poupança nos EUA, que pode causar uma desaceleração brusca da economia americana, e no comportamento do mercado imobiliário chinês. E o cenário geopolítico? As relações entre China e EUA ficarão congeladas durante a campanha presidencial; a Rússia deverá retomar os territórios perdidos durante a contraofensiva ucraniana, após o Congresso americano não renovar o fundo para fornecer armas a Ucrânia, aumentando as chances de um cessar-fogo com termos favoráveis aos russos; e o conflito Israel-Hamas deverá entrar pelo primeiro semestre de 2024 sem uma solução no horizonte, com o grande risco sendo a interferência direta do Irã, que puxaria os EUA para o conflito e pressionaria o mercado de petróleo. E o Brasil nisso tudo? Bem, isso fica para o OCM da semana que vem.

## Frase da Semana

*“As famílias felizes se parecem entre si, mas cada família infeliz é infeliz ao seu modo.”*

Liev Tolstói

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,60	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,00
USDBRL	5,28	5,00	5,20
PIB (%)	2,90	3,00	2,10