

consenso macro econômico

 RIO BRAVO

Outubro **2024**



riobravo.com.br



A woman with brown hair tied back, wearing a white t-shirt and a tan apron, is focused on using a black power drill on a wooden surface. The background is a workshop with various tools and materials.

Dest ta ques

Cenário externo

- Uma pergunta permanece: o que está acontecendo com mercado de trabalho dos Estados Unidos?
- A leitura macroeconômica tradicional tem tido dificuldade em apresentar um diagnóstico apropriado para o mercado de trabalho no pós-pandemia
- Na China, os desafios são ainda maiores no âmbito estrutural

Cenário doméstico

- No Brasil, a empolgação oriunda do início do ciclo de cortes nos EUA foi rapidamente contida
- A inflação de salários é um ponto de atenção do Banco Central
- E há, também, o desafio das questões climáticas no contexto inflacionário

EUA

O último mês trouxe novos desafios frente a um cenário que parecia convergir lentamente em direção à normalidade. Observamos um intenso debate sobre o prognóstico do mercado de trabalho norte-americano, segmentado em diferentes fases. No primeiro semestre, um nível de emprego muito forte, surpreendendo as projeções de maneira constante. Em agosto, uma inflexão inesperada, com redução rápida no volume de ingressantes na força de trabalho acompanhada de revisão baixista do Bureau of Labor Statistics, que apontou que o acréscimo observado na folha de pagamento entre março de 2023 e abril de 2024 havia sido superestimado em mais de 800 mil vagas. Ou seja, criou-se a visão de que o mercado de trabalho talvez não estivesse tão forte assim e que poderíamos estar próximos a uma recessão. Na maior parte de setembro, o mercado assumiu que os dados pareciam ter retornado a patamares saudáveis, fortalecendo o discurso de pouso suave na economia. Não durou muito, já que o relatório divulgado na última semana do mês mostrou dados de emprego impressionantes, em nível muito elevado para final de ciclo. A pergunta, portanto, permanece: o que está acontecendo com mercado de trabalho dos Estados Unidos?

Observamos o último indicador revelar acréscimo de 254 mil empregos, 104 mil acima da projeção original. O número de vagas abertas saltou de 7,67 para 8 milhões, com ambas as taxas de contratação e demissão bastante baixas. O que se observa, apesar da força do resultado, é que as pessoas estão menos confiantes em sua habilidade de encontrar novos empregos do que estavam há um ano. A taxa de desocupação, por sua vez, caiu de 4,2% para 4,1%, nível de emprego compatível com os interesses do FED. Além disso, há surpresas em relação aos dados de pedidos de seguro-desemprego, amplamente afetados pelo furacão Helene que atingiu os estados do Sudeste nos EUA. Era esperado que a

demanda voltasse subir, uma vez que os impactos se mitigassem, mas não foi o que aconteceu. O resultado se mostrou inferior às projeções (241k versus 259k), e a expectativa é de que essa volatilidade permaneça nas próximas divulgações. Referente ao outro lado do mandato dual do FED, os dados de inflação de setembro corroboram a visão de uma convergência em direção à meta, apesar da persistência no componente de serviços de habitação. Entretanto, os membros do comitê parecem estar confiantes na tese de que os preços dos aluguéis devem começar a ceder nos próximos meses, refletindo diretamente na categoria de aluguéis imputados, que tem pressionado o índice.

O resultado dessas sinalizações mistas do mercado de trabalho é o reforço da postura “data-dependent” adotada pelo FED, uma vez que os dados têm levado a interpretações diferentes a cada divulgação. A realidade é que a própria leitura macroeconômica tradicional tem tido dificuldade em proporcionar um diagnóstico apropriado para o mercado de trabalho no pós-pandemia. O comportamento é, de fato, anômalo. Evidentemente, esse descompasso tem se materializado em maior cautela nas próximas decisões de política monetária, dado que as premissas divulgadas na última ata do FOMC não parecem assertivas diante dos novos dados de emprego disponíveis desde então.

A adoção de uma “postura mais neutra” em relação à condução da política monetária deve ganhar força caso o emprego continue próximo aos níveis atuais e a inflação siga convergindo para a meta de 2%. Membros do próprio FOMC, como Waller, já se pronunciaram a favor de uma postura mais “cautelosa” por parte da autoridade monetária, isto é, sem pressa a respeito do ritmo de cortes a ser adotado.

China

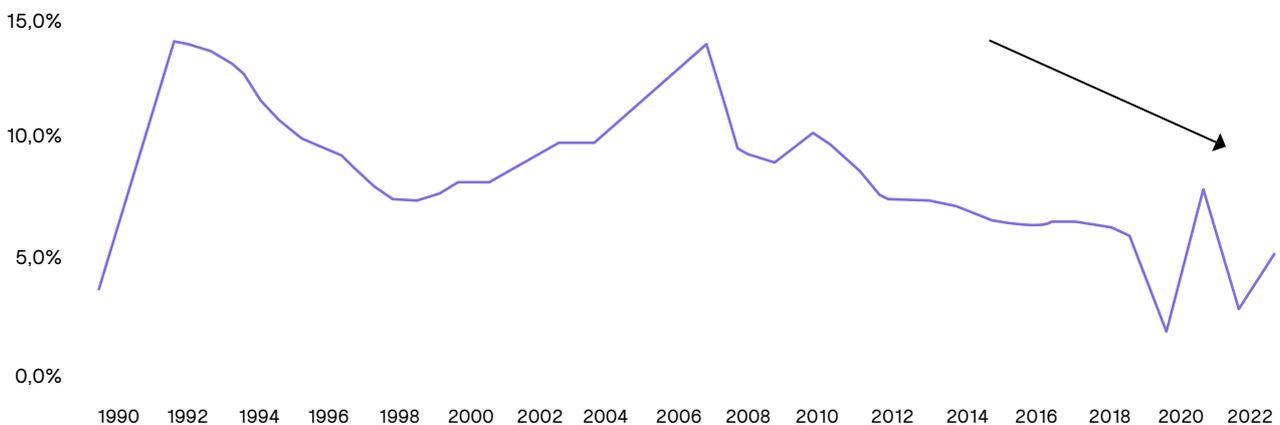
Enfrentando uma crise imobiliária e enfraquecimento contínuo da demanda doméstica, o People's Bank of China (PBoC) fez raro comunicado no final de setembro, dando continuidade “pacote” fatiado de estímulo à economia. As medidas monetárias contarão com cortes nas taxas de financiamento para tomadores individuais, e redução nas despesas anuais com juros, disse Pan Gongsheng, governador da instituição. O movimento precedeu a injeção de mais de US\$100 bilhões no mercado de ações chinesas por parte do PBoC, a redução das taxas de juros de curto-prazo, corte da alíquota do compulsório em 0,5p. p, e a cobertura de 100% dos empréstimos locais que comprem imóveis não vendidos. Os investidores reagiram positivamente às notícias, e observamos alta generalizada nas *commodities* e nos mercados de ação emergentes.

Entretanto, apesar da empolgação inicial, foi-se criando certo ceticismo a respeito da eficiência dessas medidas, e se elas seriam suficientes para recuperar a trajetória

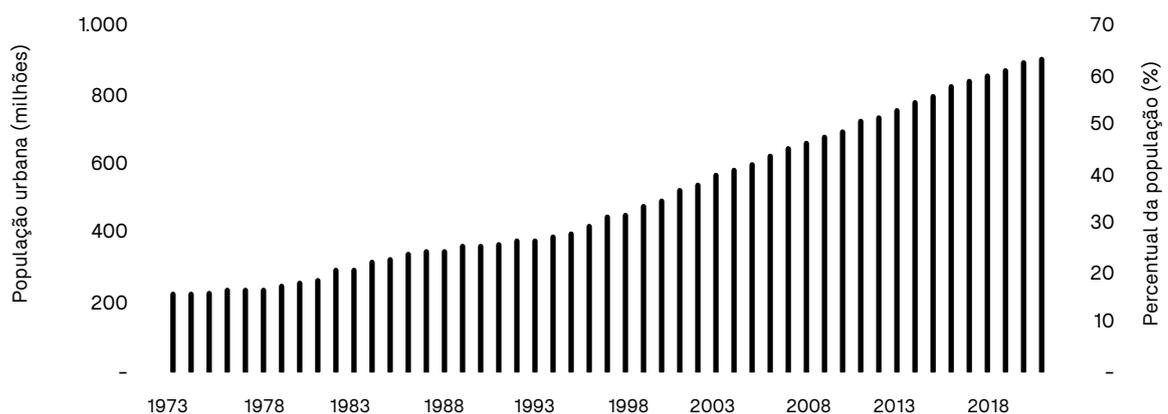
de crescimento da economia chinesa. Pouco tempo depois, tivemos o anúncio de um novo estímulo fiscal direcionado ao setor imobiliário direcionado ao setor imobiliário, dobrando o crédito para um seletivo grupo de projetos habitacionais. Ainda assim, o mercado pareceu apático, e não dá sinais de que deposita muita confiança nas medidas mais recentes.

Os desafios da China são ainda maiores no âmbito estrutural. A economia que desfrutou de uma baixíssima razão capital-produto (isto é, a variação do produto em relação à variação do investimento) no início da década, devido à urbanização e o bônus demográfico, agora observa seus investimentos em infraestrutura estagnados, com retorno marginal quase nulo. O obstáculo não reside apenas em reaquecer a economia e estabilizar a crise imobiliária, mas em realizar uma transição sustentável de seu modelo de produção, cujo sucesso baseou-se em investimentos em infraestrutura e exportação. Qual seria o próximo passo da economia chinesa?

Crescimento do PIB (%)



Urbanização



Brasil

No Brasil, a empolgação trazida pelo início do ciclo de cortes nos EUA foi rapidamente contida, ao passo que nossos problemas domésticos se mostram superiores a qualquer boa maré do exterior. O primeiro ponto é o descompasso de nossa política monetária em relação ao resto do mundo. A maioria dos países iniciou, ou deve iniciar, a flexibilização dos juros, enquanto nós iniciamos um novo ciclo de aperto, mesmo com a inflação dentro do limite superior da meta estabelecida.

Por quê?

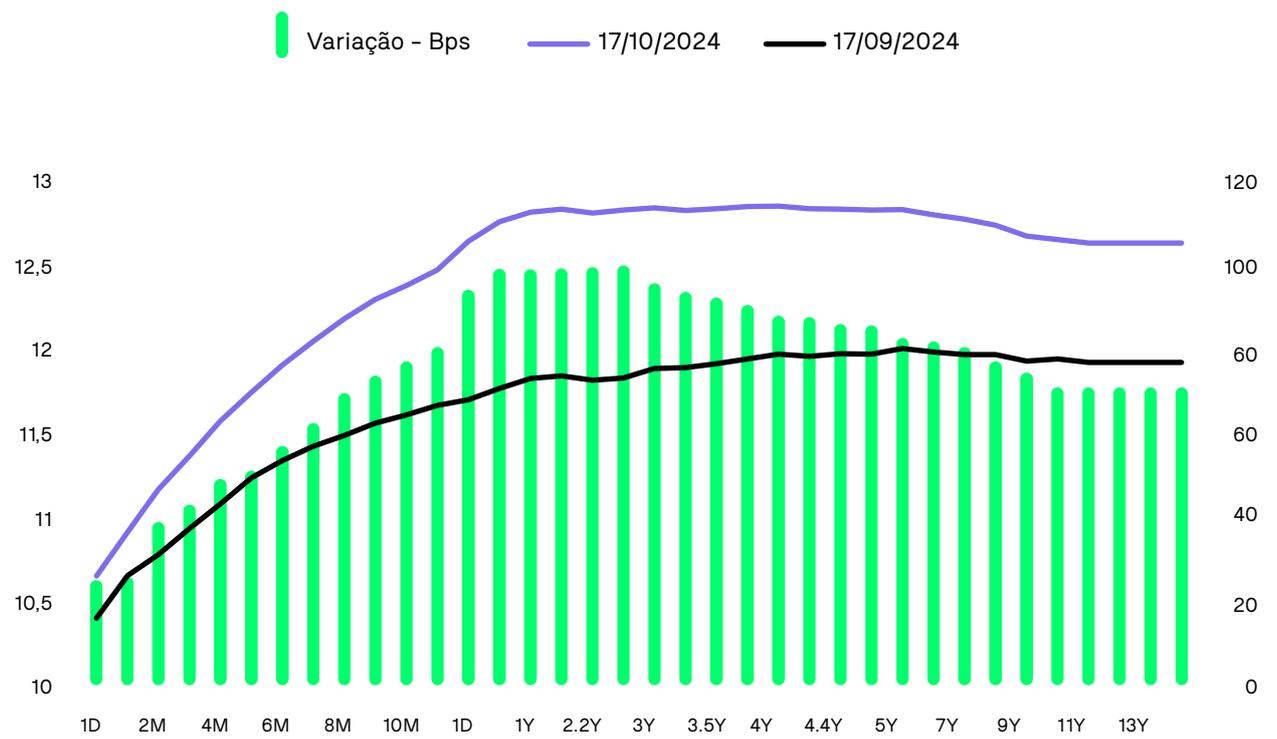
Observamos, mais uma vez, a taxa de desemprego medida pela PNAD contínua cair em relação ao mês anterior, com a desocupação atingindo 6,6%, o menor nível da série histórica. Ademais, o rendimento real em relação à jornada de trabalho também tem mostrado crescimento. Os trabalhadores estariam mais produtivos no contexto pós-pandemia? A resposta é não. A jornada de trabalho tem caído, observamos os trabalhadores receberem mais, por menos tempo dispendido, acompanhado de uma queda assustadora da produtividade em um horizonte de quatro trimestres. Portanto, o que temos é um descompasso entre salário e produto, potencializado por um contexto de emprego muito elevado, que causa migração de trabalhadores para setores mais bem remunerados devido ao seu maior poder de barganha. Paralelamente, os trabalhadores agora demandam maior salário para aceitar determinado trabalho, dado o valor dos benefícios de programas sociais. Ou seja, a inflação de salários é um ponto de atenção do Banco Central.

Ao mesmo tempo, acompanhamos um cenário de contínua desancoragem das expectativas de inflação por

parte dos agentes econômicos. Os investidores parecem mais céticos a respeito do controle da inflação, e esse descompasso revela alguma fragilidade no poder de comunicação do Banco Central, que é a sua principal arma para a formação de expectativas. Relacionamos essa desancoragem a um fator crítico para a condução da política monetária: a política fiscal.

Existem algumas questões preocupantes referentes ao controle da dívida pública. Discutimos a PLDO 2025, que superestima receitas, subestima despesas, e procura sanar o problema das despesas recorrentes com receitas não recorrentes. Há, no mesmo quadro, a preocupação com o crescimento crônico dessas despesas obrigatórias, sem perspectiva (crível) de ajuste fiscal no curto-prazo. Mais: o retorno das preocupações com o “parafiscal”, que se refere a gastos do governo que não são enquadrados dentro do orçamento monetário – e não contabilizam como despesa primária. O debate surgiu com a tentativa do governo de tirar o Auxílio-Gás do orçamento, e foi amplamente criticado, mas outras questões têm trazido preocupações aos investidores, como o crescente volume de aportes do Tesouro no BNDES, e uma inflexão no desembolso total da instituição como % do PIB, que voltou a crescer justamente em 2023. A “malícia” aqui reside na contabilidade criativa, já que a colocação de títulos públicos nessas entidades não é contabilizada como despesa, e mostra-se como um braço adicional do governo para estimular a economia, sem lidar com o ônus da austeridade fiscal. Ou seja, desconfiança dos investidores sobre a credibilidade do governo, e mais estímulos fiscais, cujo resultado é mais consumo, e mais inflação. O resultado disso foi uma abertura enorme da curva de juros entre setembro e outubro:

Curva de Juros - Pré X DI



Por fim, há também o desafio das questões climáticas no contexto inflacionário. O IPCA de setembro registrou inflação de 0,44%, atingindo 4,42% em 12 meses e voltando a encostar no limite superior da meta. Observamos uma retomada nos preços de Alimentação e Bebidas, especialmente no tocante a cereais, leguminosas e oleaginosas, e carne bovina, cujo preço foi amplamente afetado pela menor oferta de gado no segundo semestre, acompanhada do componente

de Habitação, puxado por energia elétrica residencial, devido à ativação da bandeira tarifária vermelha 1 no mês. A seca, a anomalia de temperaturas máximas e a consequente escassez hídrica também contribuíram para aumentar o preço de produção dos alimentos, repassado ao preço final. Simultaneamente, os planos de recuperação econômica da China tiveram impacto direto nas *commodities* agrícolas, devido à sua participação na importação desses produtos.

Commodities Agrícola

