

### **POUSO SUAVE OU FIO DE NAVALHA?**

*A economia mundial deverá crescer, segundo dados do FMI, 3,0% em 2023. Ou seja, 0,5 p.p. abaixo do registrado em 2022, e 2,9% em 2024.*

Diferentemente do registrado no ano passado, o período de ressaca parece ter ficado para trás. Os picos inflacionários registrados na maioria das economias do globo no ano de 2022, resultado do período de estímulos monetários e fiscais empreendido quando do advento da pandemia do covid-19, parecem ter virado mais um capítulo no livro da história econômica recente. Em seu lugar ficaram os efeitos colaterais do combate à inflação, a manhã após o período de ressaca. Antes que se avance para esses efeitos colaterais, é importante que se diferencie a inflação observado como função de dois tipos diferentes. Enquanto o primeiro está mais relacionada ao lado real da economia, choques de oferta e de demanda, o segundo decorre mais das expectativas, formada pelos agentes de mercado quanto ao futuro desenvolvimento do sistema econômico.

A disrupção nas cadeias de suprimentos – que atingiram o lado da oferta – e o período de quarentena – que reprimiu o lado da demanda – viraram passado. Assim como os choques negativos, resultado do conflito russo-ucraniano, nas *commodities* energéticas. O tipo de inflação que preocupa as autoridades monetárias, no momento, é de difícil controle, as expectativas dos agentes de mercado mostram-se *parcialmente* ancoradas, mas não totalmente sob controle. O mercado encontra-se em um fio de navalha, compreende que as taxas de juros dos Estados Unidos estão em patamar restritivo, mas não sabe o quão restritiva, e por quanto tempo, devem ficar nesse nível para que se evite um descontrole de preços, por um lado, e uma recessão, por outro. O termo da vez é o *soft landing (pouso suave) da economia*, isto é, finalizar o período de ajuste sem que o sistema entre em uma recessão. Usando-se conhecimento *à priori* não podemos negar que seja factível tal *pouso*, afinal de contas ele já conteceu no meio dos anos 90. O *Federal Reserve Bank* (Banco central dos Estados Unidos – FED), à época, era comanda por Alan Greenspan. Em entrevistas recentes, o próprio Greenspan admite que o FED demorou para iniciar o aperto monetário, tornando a perspectiva de um *soft landing* difícil.

A tese do *pouso*, ainda que esteja mais para um *fio de navalha*, é a mais desejada/aceita pelos analistas de mercado. O comportamento dos ativos financeiros, em particular, tem oscilado conforme as informações de uma inflação mais estável aparecem e os índices de atividade apresentam piora moderada. Esse comportamento sendo justificado pela expectativa de que, com a inflação mais sob controle, e a atividade sofrendo de maneira moderada, o FED se mostre mais reticente em levar a política monetária para patamares mais restritivos. O que, em suma, é benéfico aos preços dos ativos de risco de maneira geral, e das taxas de câmbio dos países em desenvolvimento, leia-se Brasil, de maneira particular.

Quanto ao leste asiático, destaca-se a falta de estímulos fortes ao mercado de construção civil chinês. A população chinesa, em particular, foca seus aportes em empreendimentos imobiliários como principal investimento. Pois bem, o segmento de construção é um dos que apresenta maiores interligações de cadeia na economia. Isto é, utiliza uma gama de diversos insumos diferentes e mão de obra bastante heterogênea, empregando pessoas tanto de baixa qualificação, principalmente a população jovem, quanto alta qualificação. Com a queda dos preços das residências, o estímulo a se investir nesse segmento desaparece. Na maior parte do ano os preços médios das novas residências têm apresentado trajetória de queda. Os mercados,

principalmente àqueles que são exportadores de minério de ferro e insumos para a construção, têm reagido sempre que notícias relacionadas aos estímulos de Pequim aparecem. Esses *empurrões*, no entanto, têm se mostrado pífios, o governo chinês tem focado em uma abordagem mais indireta para lidar com o problema. O objetivo de Xi é claro, ele quer desinflar o mercado chinês. Quanto tempo levará para que ele seja bem sucedido, ou fracasse, não está nos relatórios semanais.

Quanto à Europa, o inverno foi menos intenso do que havíamos previsto no ano passado, a pressão sobre insumos energéticos foi menor e os desenvolvimentos da guerra no Leste Europeu mostram-se menos disseminados agora do que no início do conflito. A busca europeia por novas fontes de energia – de contratos de compra de gás liquefeito à reativação de usinas de produção de energia – parecem ter suavizado, ainda que parcialmente, a restrição russa. Por outro lado, as sanções impostas ao Kremlin se mostraram de pouca utilidade, mesmo com as restrições às importações do petróleo, gás e demais mercadorias russas. Vale ainda destacar que, na esteira de sanções à Rússia, as exportações alemãs, para vizinhos próximos desse país, têm apresentado um *boom* bastante atípico, visto a falta de sinergias favoráveis para esse aumento sem precedentes de demanda.

Temos poucas pistas de como o próximo ano se desenvolverá. As estimativas mais otimistas apontam para um *soft landing* da economia americana e maiores estímulos de Pequim, o que poderia turbinar os preços do minério de ferro. Por outro lado, não há perspectiva para o fim da guerra na Europa e muito menos para o armistício total no Oriente Médio. Nossas perspectivas são de que as taxas de juros dos EUA só comecem a cair depois do meio do ano que vem, ainda que sejamos desejosos de maiores estímulos ao mercado de construção civil da China, não vemos o processo de desinflação imobiliária daquele país tão cedo. Nossas atenções, em particular, deverão se centrar, no decorrer do ano vindouro, nos desdobramentos da política econômica na Argentina, parceiro comercial histórico do Brasil e do RS.

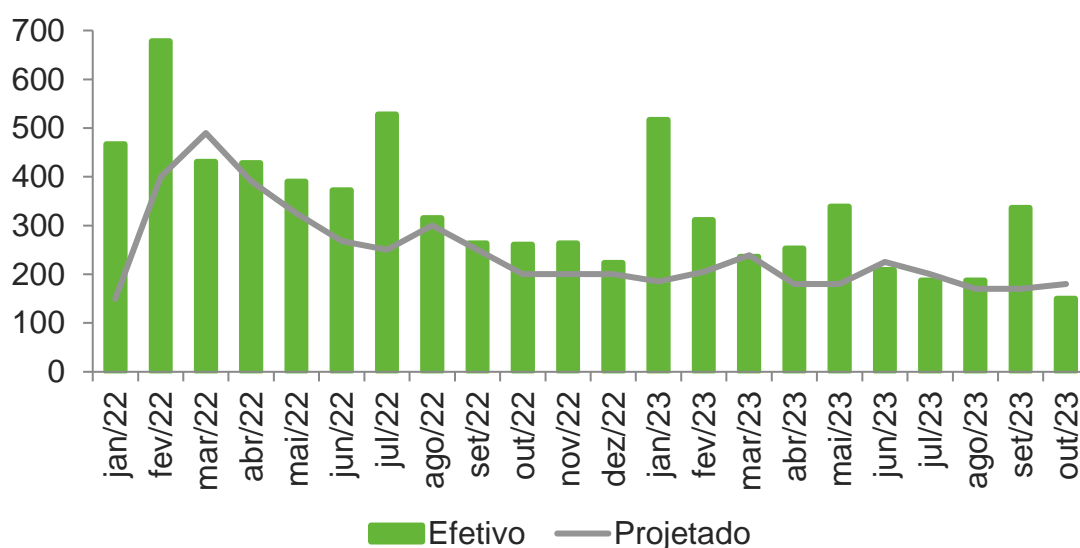
### ***A* atividade ainda resiliente ao redor do globo: os desafios dos EUA, da China e da Argentina**

Segundo o último relatório de outubro do FMI, a economia global deve finalizar o ano de 2023 com 3,0% de crescimento, 0,5 p.p. abaixo do observado em 2022. Quanto às principais economias do globo, destaca-se o crescimento para o ano de 2023 de 2,1% dos EUA, 5,0% da China e 0,7% da Zona do Euro. Com a inflação, finalmente, mostrando sinais de desaceleração, os agentes de mercado, de maneira bastante desejosa, têm favorecido a tese de um *pouso suave* do sistema econômico. Para realizar tal tarefa, seria necessário que os preços se estabilizassem, o que efetivamente está acontecendo, e a economia não reduzisse a atividade a ponto de entrarmos em uma recessão. De fato, a atividade tem se reduzido de maneira moderada e os preços mostram-se mais estáveis. No entanto, devemos destacar, há uma defasagem moderadamente elevada entre o início da política econômica e seus desdobramentos finais. A política monetária é um exemplo disso, leva de 6 a 18 meses para apresentar impacto na atividade econômica. O FMI, para o ano de 2024, projeta crescimento mundial de 2,9%, um pouco abaixo da previsão para o final do ano corrente, mas ainda bastante otimista dado que as taxas de juros devem permanecer em patamar elevado até, pelo menos, o meio do ano vindouro. Nossa atenção, a partir daqui, versará sobre os três principais parceiros comerciais do Brasil: Estados Unidos, China e Argentina.

Durante o desenvolvimento do ano, como se comentou, o mercado tem reagido aos principais indicadores econômicos em torno da tese de *pouso suave*. Conforme a inflação mostrava sinais de estabilização e a atividade apresentava-se suave, nem tão forte a ponto de o FED ter que aumentar a dose do remédio nem tão débil a ponto de se rejeitar a tese, os mercados mostravam mais apetite por ativos de risco. O mercado de trabalho dos EUA, em específico, mostrou-se uma das variáveis de interesse principal. Embora com alguns sustos no trajeto, com a geração de emprego efetivo maior do que o projetado, em linhas gerais o emprego mostra sinais de crescimento mais suave. As estimativas mais recentes, caso não ocorram choques adversos, apontam que o FED deverá iniciar seu ciclo de cortes próximo ao meio do ano de 2024. Nessa altura o apetite ao risco deverá se elevar, o que aumentará a demanda por toda uma classe de ativos financeiros.

**Gráfico 1.1. Mercado de trabalho – Estados Unidos**

(Em mil)

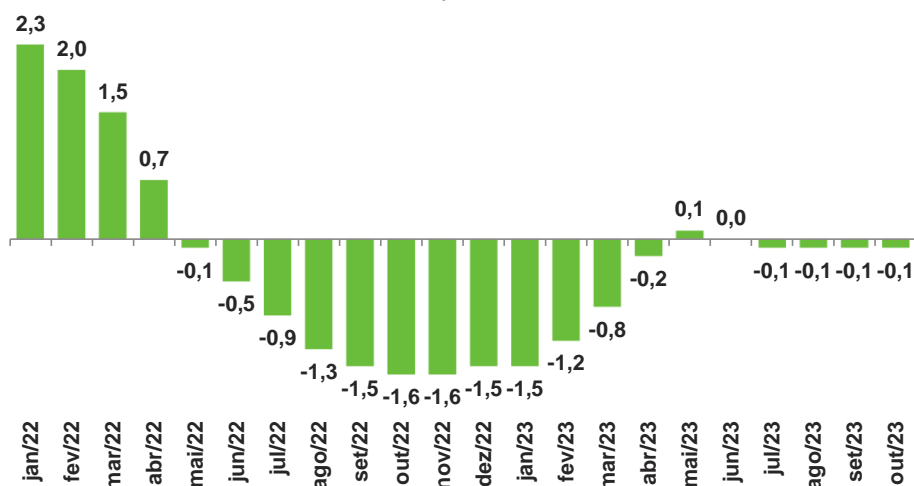


Fonte: National Bureau of Statistics of China. Elaboração: UEE/FIERGS.

O mercado de construção civil (*Real state*) é de particular importância para a economia chinesa visto aquela população ter, nesse mercado, a maior parte de seus investimentos; as justificativas para tanto foram discutidas no [Informe Econômico nº 22](#). Desse modo, conforme a renda das famílias aumenta na China maior é a quantidade de recursos utilizados para se adquirir imóveis, o que, por consequência, reaquece o mercado de construção civil. A Construção apresenta certas peculiaridades que a difere de outras Indústrias. Uma das principais é a utilização intensa de mão de obra com alta grau de heterogeneidade, com níveis de escolaridade bastante variados. Outra característica igualmente importante é com relação à capacidade que o setor tem de estimular a economia. Dado que os insumos utilizados são variados, um aumento da demanda por produtos da Construção eleva a demanda por toda a cadeia produtiva dos variados insumos do setor. Ora, somente haverá incentivo para se aumentar a construção de novas residências se os preços de venda forem compatíveis com uma remuneração adequada do capital empregado no processo produtivo. Disso depende-se que quedas sistemáticas nos preços finais de venda agem no sentido de desestimular o mercado de construção de maneira geral.

## Gráfico 1.2. Preços de casas recém construídas – China

(Var.% | Mês de referência com relação ao mesmo período do ano passado)



Fonte: National Bureau of Statistics of China. Elaboração: UEE/FIERGS.

No Gráfico 1.2 constam as variações interanuais dos preços das casas recém construídas na China. Pelo gráfico constata-se que os incrementos interanuais nos preços das novas moradias cresceram durante os primeiros meses do ano de 2022, ainda que o ímpeto do crescimento estivesse perdendo força. Durante um período de aproximadamente um ano, a partir de mai/22, a Construção recebeu estímulos fortes a diminuir a produção, com a maior queda interanual dos preços ocorrendo em out/22 (-1,6%). É importante destacar que, desde abril de 2022, somente um mês apresentou incremento interanual, os demais meses apresentando valores negativos ou nulo. Entre as maiores cidades chinesas, os preços continuaram a cair em *Shenzhen* (-2,8% em out/23 contra -3,0% em set/23) e *Guangzhou* (-2,0% em out/23 contra -1,7% em set/23). Quanto à capital, Pequim, houve incrementos módicos de 2,9% e 2,1%, em setembro e outubro, respectivamente.

O *vaivém* de rumores de incentivos fiscais para estimular o setor de Construção foi intenso durante o ano. O governo não parece estar disposto a intervir de maneira direta nesse mercado, o que é prejudicial aos preços do minério de ferro e, por consequência, às exportações brasileiras do segmento de Extração de minerais metálicos. Como comentado acima, a falta de estímulos ao setor de Construção acaba por impactar em toda a cadeia de insumos utilizados por esse e àquelas mercadorias relacionados ao consumo dos trabalhadores.

Quanto à América do Sul, nossas atenções se voltam para os desdobramentos da eleição Argentina. O vencedor do pleito, Javier Milei, tem como uma de suas principais promessas de campanha a completa dolarização da moeda nacional. Não se pode afirmar que a ideia seja totalmente inviável, visto o Equador ter realizado esse objetivo nos anos 2000, nem que a Argentina tenha pouca afinidade com a ideia. Pois do período Menem (anos 90) até o ano de 2002 o país esteve sob um regime de câmbio fixo. Não obstante, embora o regime de câmbio fixo utilizasse o Dólar para funcionar, ele ainda mantinha a divisa nacional sob controle do Estado argentino. A proposta de Milei relega o controle da moeda a forças externas ao mercado nacional. Para atrair mais dólares, a Argentina, que é historicamente dependente de suas importações, não poderá apresentar déficits na balança comercial. Mais do que isso, o país terá seu desenvolvimento mais sensível aos desdobramentos do mercado internacional, o processo de suavização dos choques externos por meio da política monetária será nulo. Por outro lado, o país portenho não tem reservas suficientes para realizar essa conversão sem que o meio circulante encolha de maneira dramática, deprimindo preços e atividade no curto prazo. Não podendo mais

depende da emissão monetária o governo dependerá de tributos e dívida para aumentar gastos. Ambas as soluções são inviáveis, por um lado, pelo histórico de devedor do país e, por outro, pelos altos impostos praticados. A solução seria realizar privatizações e corte de gastos. Milei precisaria de mais do que o apoio da população argentina para realizar essa tarefa, precisaria do apoio da oposição peronista. Embora o novo presidente tenha distribuído críticas a países governados por partidos de esquerda, é pouco provável que isso rompa as linhas de comércio. Visto o déficit histórico da Balança Comercial argentina. Vale destacar ainda que uma postura mais pró mercado, por parte de Milei, pode ajudar as exportações do agronegócio argentino, o que pode diminuir o poder de barganha das exportações brasileiras nos ramos de exportação onde a concorrência apresentou incremento.

**Gráfico 1.3. Exportações líquidas – Argentina**

(Em bilhões de US\$)



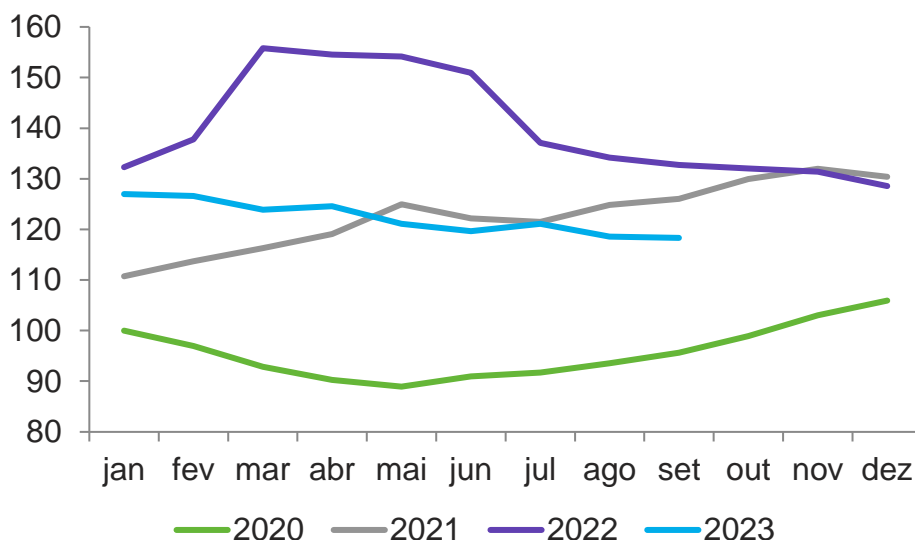
Fonte: INDEC. Elaboração: UEE/FIERGS.

Com excessão dos meses de fevereiro e abril, durante todo o ano de 2023 a balança comercial da Argentina mostrou-se deficitária. O que implica dizer que aquele país está tendo que usar outras fontes de renda para pagar por essas importações. Efetivamente o país tem dependido da emissão monetária, o que pressiona sobremaneira os preços internos e o câmbio, e empréstimos (ajuda chinesa). É claro, portanto, a dependência que a Argentina tem do comércio internacional. Embora o pragmatismo comercial continue a imperar – visto que a Argentina tem como parceiros comerciais principais a China e o Brasil –, o roteiro escolhido pelo novo governo poderá impactar suas importações. A Argentina precisa passar por um período de ajuste, isso é inegável, a dose e a prescrição, no entanto, são de difícil determinação.

### **Preços internacionais: taxas de inflação ao consumidor em queda**

Após o choque desfavorável do conflito no Leste Europeu ocorrido em fev/22, e da iniciativa do Mar Negro em jul/22, os preços dos alimentos parecem estar se estabilizando, vide gráfico abaixo. No presente ano, o Índice de preços dos alimentos da FAO apresenta uma trajetória de queda, revertendo a trajetória ascendente dos últimos anos. A queda de 24,5% no índice de alimentos do órgão é explicada pelo desenvolvimento dos preços de Óleos (-52,3%) e Cereais (-26,5%) principalmente.

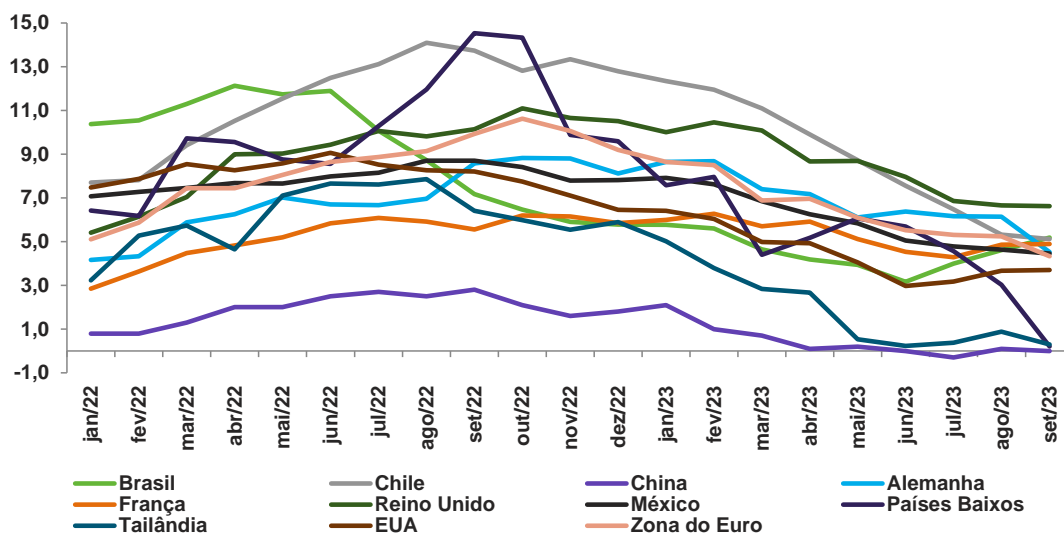
**Gráfico 1.4. Índice de preços dos alimentos – FAO**  
(Índice de base fixa jan/20 = 100)



Fonte: FAO. Elaboração: UEE/FIERGS.

As taxas de inflação ao consumidor apresentaram arrefecimento na maioria das economias durante o desenvolvimento do ano. As exceções mais marcantes aconteceram na Argentina e na Turquia, ambos apresentaram inflação ao consumidor acumulada em 12 meses crescente durante todo o ano. Desse modo, depreende-se que o aperto monetário empreendido tem conseguido diminuir o ímpeto da inflação naqueles países que efetivamente empreenderam uma política monetária mais restritiva. Um ponto de atenção importante é quanto ao índice de inflação chinês, esse tem apresentado valores muito baixos, às vezes negativos, durante o ano. O que sinaliza que aquela economia se encontra menos aquecida do que normalmente se esperaria. A economia chinesa, nesse caso, dá sinais de estar rodando abaixo de seus níveis potenciais, corroborando a estagnação do mercado de Construção Civil.

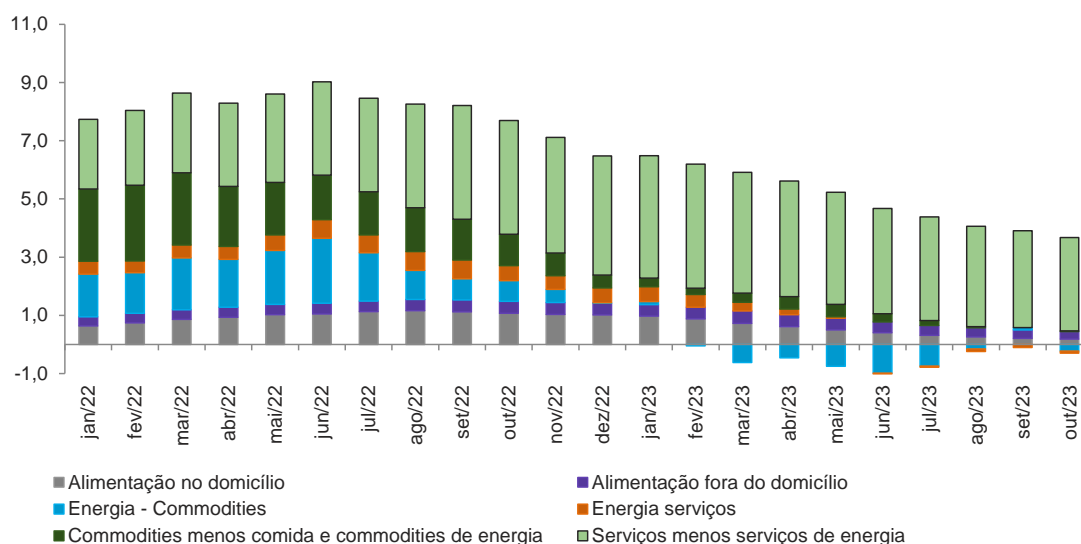
**Gráfico 1.5. Índice de preços ao consumidor**  
(Em % | Acumulado em 12 meses)



Fonte: BIS. Elaboração: UEE/FIERGS.

Quanto à inflação ao consumidor dos Estados Unidos, em específico, houve clara desaceleração dos preços. Puxados principalmente por *Commodities de Energia*, *Serviços de Energia* e *Commodities menos comida e commodities de energia*. A inflação relacionada a *Serviços menos serviços de energia elétrica* é a que tem se mostrado a mais resiliente, sinalizando que a taxa de juros americana deverá permanecer em patamar mais elevado até que essa parcela tenha se estabilizado.

**Gráfico 1.6. Índice de preços ao consumidor**  
(Em % | Acumulado em 12 meses)

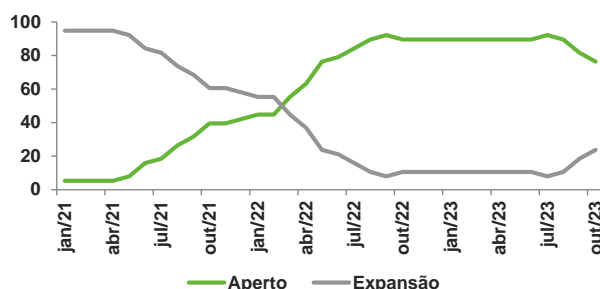


Fonte: US Bureau of labor statistics. Elaboração: UEE/FIERGS.

Quanto ao aperto monetário, após um período de aumento sistemático o processo de restrição parece ter chegado a um platô. Com alguns países, inclusive, já tendo iniciado o processo de flexibilização. No gráfico 1.7 consta a quantidade, em termos percentuais, de países que apresentaram incremento na comparação interanual de suas taxas de referência. O ponto máximo, em que a maioria dos países apresentou uma taxa de juros de referência maior do que a registrada no mesmo período do ano imediatamente anterior, foi de jul/22 até jul/23. Exatamente um ano ininterrupto de aperto monetário ao redor do globo. Embora o processo de descompressão tenha se iniciado, ainda que de maneira bastante incipiente, os desdobramentos da política monetária levam tempo para atingirem o lado real da economia. E, além disso, é importante frisar, o alívio nas taxas ainda não é generalizado e, muitos menos, não é a regra nas economias desenvolvidas, Zona do Euro e Estados Unidos.

**Gráfico 1.7. Taxas de juro de referência agrupadas**

(Em % | Mês de referência com relação ao mesmo período do ano passado)



Fonte: B/S. Elaboração: UEE/FIERGS.

De fato, os agentes de mercado já passam a enxergar, ainda que de maneira bastante parcial, o fim do processo de aperto monetário para os Estados Unidos antes do meio do ano de 2024. Nesse ponto, é difícil se diferenciar wishful thinking de viés. Caso o período de aperto tenha chegado a um fim, isso iria catapultar os preços dos ativos de risco gerando um aumento perceptivo de riqueza ao redor do globo. De maneira geral, não vemos o fim do aperto monetário nos Estados Unidos e na Europa chegando a um fim antes da metade do ano de 2024. A inflação de expectativas e a resiliência da inflação de serviços ainda se mostram um empecilho forte à queda das taxas de juros. Um pouso mais suave do sistema é factível ainda que delicado, visto as defasagens não observáveis e inconstante da política econômica.

**Tabela 1.1. Projeções para o PIB e Inflação da economia mundial, regiões e países**

	<i>PIB real (% a.a.)</i>			<i>Inflação (% a.a.)</i>		
	2022	2023*	2024*	2022	2023*	2024*
<b>MUNDO</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>8,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,1</b>
<b>AVANÇADOS</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>7,2</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>
Estados Unidos	2,1	2,1	1,5	6,4	3,0	2,6
Zona do Euro	3,3	0,7	1,2	9,2	3,3	2,7
Alemanha	1,8	-0,5	0,9	9,8	4,1	2,8
França	2,5	1,0	1,3	7,0	4,0	1,9
Itália	3,7	0,7	0,7	12,3	1,1	3,0
Espanha	5,8	2,5	1,7	5,5	4,0	3,4
Japão	1,0	2,0	1,0	3,9	2,7	2,6
Reino Unido	4,1	0,5	0,6	10,5	5,2	2,4
Canadá	3,4	1,3	1,6	6,6	2,7	2,1
<b>EMERGENTES</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>10,1</b>	<b>8,6</b>	<b>6,8</b>
Ásia Emergente	4,5	5,2	4,8	3,8	2,6	2,7
China	3,0	5,0	4,2	1,8	0,9	1,9
Índia	7,2	6,3	6,3	6,2	4,9	4,4
Europa Emergentes	0,8	2,4	2,2	27,9	18,9	19,9
Rússia	-2,1	2,2	1,1	12,2	5,7	5,0
América Iaina e Caribe	4,1	2,3	2,3	14,0	13,8	10,7
Brasil**	2,9	2,8	1,5	5,8	4,6	4,1
México	3,9	3,2	2,1	7,8	4,5	3,2
Argentina	5,0	-2,5	2,8	94,8	135,7	69,5
Colômbia	7,3	1,4	2,0	13,1	8,8	4,5
Chile	2,4	-0,5	1,6	12,8	4,5	3,0
Peru	2,7	1,1	2,7	8,5	4,2	2,2
Equador	2,9	1,4	1,8	3,7	2,4	1,5
Bolívia	3,5	1,8	1,8	3,1	3,6	3,8
Paraguai	0,1	4,5	3,8	8,1	4,1	4,0
Uruguai	4,9	1,0	3,2	8,3	5,4	5,7
Oriente Médio e Norte da África	5,6	2,0	3,4	14,0	8,0	15,2
África Subsaariana	4,0	3,3	4,0	16,2	16,2	10,5
África do Sul	1,9	0,9	1,8	7,4	5,2	4,5

Fonte: FMI. \* Projeções FMI. \*\* Previsão UEE – FIERGS.