Wealth High Governance

WHG Insights

Normalização

Ainda em seu começo

23 de setembro de 2022

Sumário Executivo

- Desde início do ano, temos nos referido a 2022 como o ano da normalização da economia. Após o choque da pandemia em 2020 e o avanço da vacinação em 2021, chegamos ao momento de ajustar os inúmeros desequilíbrios surgidos durante esses dois anos.

- A forte aceleração da inflação em todo o mundo é a variável que talvez melhor represente tal conjunto de desequilíbrios, choques e má condução da política econômica durante esse período.

- Apesar de tardio, estamos vivenciando o mais amplo aperto de política monetária deste século, com 23 bancos centrais atuando na mesma direção ao mesmo tempo.

- Por mais que a percepção geral seja a de que tenha havido uma alta considerável das taxas de juros em vários países até agora, o cenário inflacionário vigente mostra que a distância para o ponto final do processo ainda é grande e que a jornada vai demorar mais tempo do que poderia se prever inicialmente.

- O Banco Central do Brasil (BCB) foi um dos primeiros a reagir de maneira decisiva à alta da inflação que surgiu em 2021. Se as expectativas de inflação continuarem recuando ao longo dos próximos meses, algum espaço será aberto para que o Copom corte a taxa Selic em 2023.

- Nos EUA, nossos modelos apontam para a necessidade de uma taxa de juros ao redor de 4,5% (pelo menos). Se a trajetória apontada pelo modelo se mostrar correta, o FED poderia executar um pequeno corte (ao redor de 50 pontos base) nos juros entre o 3T23 e 4T23.

- Em linhas gerais, muitas variáveis econômicas ainda estão demasiadamente distantes de seu equilíbrio, fazendo com que a jornada rumo à normalização ainda seja longa, podendo se estender inclusive para além de 2023.

Normalização – Ainda em seu começo

Desde o início do ano, temos nos referido a 2022 como o ano da normalização da economia. Após o choque da pandemia em 2020 e o avanço da vacinação em 2021, chegamos ao momento de ajustar os inúmeros desequilíbrios surgidos durante esses dois anos: os gargalos de oferta no mercado de bens, a ampla reorganização do mercado de trabalho global e o expressivo montante de estímulos fiscais e monetários, que que se mostrou excessivo. Uma forma de observar tal exagero é por meio do índice de condições financeiras dos EUA (FCI), calculado pela Goldman Sachs, que em dezembro de 2021 alcançou seu menor patamar histórico[1].

EUA - Índice de Condições Financeiras

Fonte: Goldman Sachs

Apesar dessa ampla liquidez disponível no sistema, o mercado não antevia no início de 2022 um movimento grande de reversão da política monetária nos meses à frente, como é possível notar pela tabela a seguir. A segunda coluna apresenta, para um conjunto de países, a taxa básica de juros em dezembro de 2021; a terceira e a quarta colunas mostram as expectativas em dez/21 e em set/22, respectivamente, para a taxa básica de juros em dez/22.

Mundo – Expectativas de Mercado para os Juros

	Taxa Básica em dez/21	Taxa Básica para dez/22 (em dez/21)	Taxa Básica para dez/22 (em set/22)	Reprecificação
Suíça	-0,75	-0,30	1,80	2,10
Zona do Euro	0,00	-0,08	1,95	2,03
Japão	0,10	0,03	-0,09	-0,11
Suécia	0,00	0,52	2,44	1,92
Reino Unido	0,25	0,82	3,20	2,38
EUA	0,25	1,38	4,16	2,78
Australia	0,10	1,50	3,22	1,72
Canada	0,25	1,94	3,96	2,02
Noruega	0,50	1,94	3,57	1,63
Nova Zelândia	0,75	2,61	4,60	1,99
Ásia Emergente	1,75	2,70	2,50	-0,20
América Latina	4,85	7,80	9,50	1,70
África do Sul	3,75	6,10	8,40	2,30
Leste Europeu	3,30	5,80	6,20	0,40

Fonte: Bloomberg

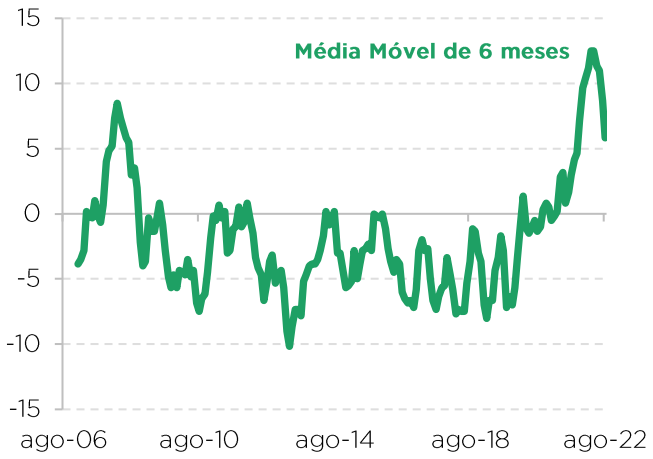
Como exemplo, é possível notar que, no início do ano, o mercado antecipava para os EUA pouco mais de 4 altas de 0,25 pontos percentuais nos juros. No entanto, atualmente, a expectativa precificada pelo mercado indica que terminaremos o ano com 2,8 pontos a mais nos juros do que o estimado pelo mercado no início do ano. Esse foi o padrão para diversas geografias, inclusive em termos de magnitude da reprecificação.

O fim da tese de transitoriedade da pressão inflacionária americana, a forma mais enraizada e disseminada da alta dos preços no mundo, a guerra entre Ucrânia e Rússia, a reabertura econômica proveniente do sucesso da vacinação contra o Covid-19 e os efeitos diretos das políticas de estímulo adotadas[2] geraram a maior e mais ampla surpresa de inflação da história recente, como mostra o nosso indicador proprietário, no gráfico a seguir (que, por sinal, continua em patamar elevado).

[1] O Índice de Condições financeiras é uma composição de 5 indicadores (S&P500, Treasury de 10y, Fed Fund Rates, Spread de Crédito e taxa de câmbio multilateral) que busca medir o grau de liquidez do mercado. Quanto mais baixo o indicador, maior a liquidez existente no sistema.
[2] John Cochrane afirma que a inflação alta nos EUA é resultado da política fiscal ultra expansionista adotada. Ricardo Reis diz que os bancos centrais falharam em evitar a inflação de 2021-2022 por má interpretação dos eventos econômicos.

Nº. de Países com Surpresa Altista de Inflação

Amostra dos 28 principais países Emergentes e Desenvolvidos

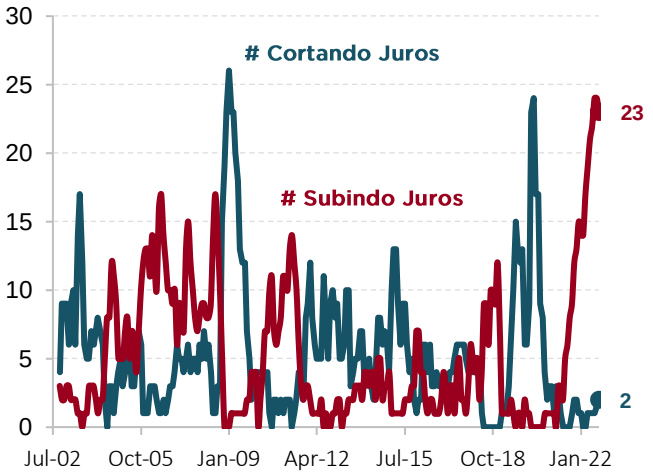


Fonte: Haver Analytics e WHG

A despeito da reação mais lenta dos Bancos Centrais (exceção feita a alguns países emergentes, inclusive o Brasil), acabamos por ver o mais amplo aperto de política monetária deste século, com 23 bancos centrais atuando na mesma direção ao mesmo tempo. Tal movimento faz todo o sentido, dada a magnitude da surpresa inflacionária que o mundo testemunha.

Nº. de Bancos Centrais Subindo / Cortando a Taxa de Juros

Amostra dos 32 principais países emergentes e desenvolvidos



Fonte: Bloomberg e WHG

Apenas algumas geografias não acompanharam essa tendência de aperto monetário. Na Rússia, por exemplo, o banco central tem reagido em função dos efeitos da guerra e do isolamento do país do sistema financeiro global. Já na China não se vê pressão inflacionária como no Ocidente, dado o sistema de controle de preços de alimentos e energia que adotam, a reação mais contida da política monetária e fiscal em 2020/2021 e a política atual de Covid Zero, que limita uma reabertura plena da economia. Por fim, temos também nesta lista o Japão, que tem testado os limites de sua política de *Yield Curve Control* (YCC), na qual o Banco Central do Japão (BoJ) intervém para manter o rendimento dos títulos de 10 anos do governo perto de zero. Até quando o YCC permanecerá é uma incógnita. Uma possibilidade seria em abr/23, com a saída do atual presidente do BoJ, Haruhiko Kuroda. O que se sabe é que a manutenção de uma política monetária muito acomodatícia no Japão tem exercido repercussões severas sobre a taxa de câmbio do país, que alcançou os mais baixos níveis desde os anos 70.

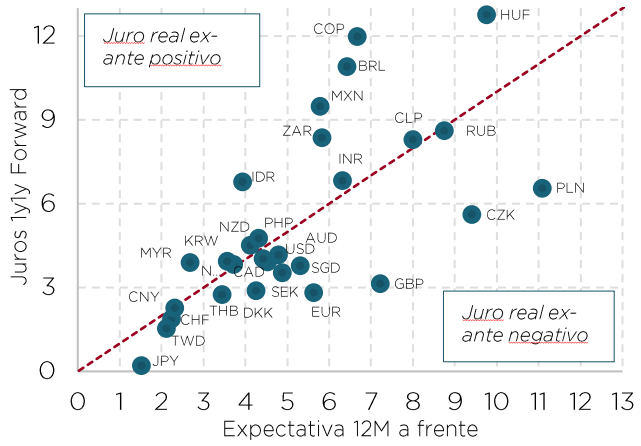
O estágio da normalização ao redor do globo

Nesse contexto, a pergunta que surge é: dada toda a reação tardia, porém intempestiva dos bancos centrais, o ajuste de política monetária já foi completado?

Há duas formas de respondermos a essa pergunta. Primeiramente, olhamos para o nível do juro real ex-ante[3] em diversos países. No gráfico a seguir, todos os países que estão acima da linha de 45º (tracejada em vermelho) possuem taxas de juros reais positivas, enquanto todos aqueles abaixo da linha tracejada possuem taxas de juros reais negativas. Como se vê, a maioria dos países ainda possui taxas de juros reais ex-ante negativas. Isso se dá porque o ponto de partida do ajuste se deu a partir de taxas de juros muito abaixo do normal. Basta ver o exemplo brasileiro, cuja taxa Selic era de 2,0% quando o Copom começou a apertar a política monetária.

[3] Define-se por juro real ex-ante a diferença entre os juros futuros de 1 ano daqui a 1 ano (1y1y Forward) e a expectativa de inflação 12 meses à frente.

Expectativa de Inflação 12 meses à Frente vs. Juros 1y1y Forward

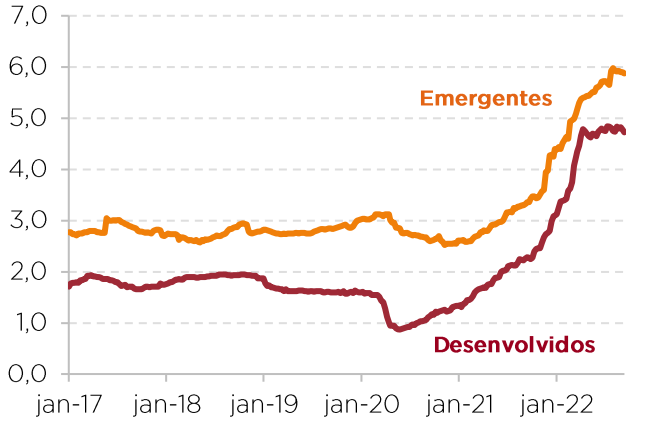


Fonte: Bloomberg e WHG

Dessa forma, por mais que a percepção geral seja a de que tenha havido uma alta considerável das taxas de juros em vários países até agora, o cenário inflacionário vigente mostra que a distância para o ponto final do processo ainda é grande e que a jornada vai demorar mais tempo do que poderia se prever inicialmente.

Nesse contexto, nota-se que as expectativas de inflação 12 meses à frente estiveram em constante revisão altista durante esse ano, com alguma estabilização somente a partir de junho. Logo, durante boa parte de 2022, a alta nos juros promovida pelos bancos centrais apenas "enxugou gelo" e não conseguiu deixá-los "à frente da curva" no combate à inflação.

Expectativas de inflação 12 meses à frente



Fonte: Bloomberg e WHG

Outra forma de avaliar em que ponto estamos no atual ciclo de aperto da política monetária é através da tradicional Regra de Taylor[4]. Para um conjunto de 19 países, calculamos qual a taxa de juros adequada, baseado nos respectivos níveis da inflação e da taxa de desemprego. O resultado desse exercício, resumido na tabela abaixo, traz uma conclusão muito similar à abordagem do juro real ex-ante. A maioria dos países continua com taxas de juros nominais abaixo do que deveria. Pelos resultados da Regra de Taylor, tanto a Europa quanto a Ásia aparecem como bastante atrasadas no processo de normalização, com diversos países de ambas as regiões apresentando juros inferiores ao patamar adequado. Por outro lado, os países da América Latina parecem se encontrar mais próximos do final do ciclo de aperto. Além disso, após a elevação dos juros em 75 pontos em sua última reunião, o banco central americano (FED) finalmente conseguiu se aproximar de um nível mais adequado para sua taxa básica, nesse momento[5].

[4] Elaborada no início da década de 90 por John Taylor, a Regra de Taylor indica qual seria o nível adequado para a taxa de juros, com base nos desvios da inflação em relação à meta e da taxa de desemprego em relação à sua taxa natural.
[5] Extrapolando as variáveis até 2024, a Regra de Taylor parar os EUA aponta a necessidade de levar a taxa básica de juros para algo perto de 4,50%. O que a regra nos diz é que, hoje, o FED não está mais atrasado no processo de ajuste, mas isso não significa que ele está encerrado.

Regra de Taylor

País	Taxa Básica de Juros	Regra de Taylor	Dif.
República Tcheca	7.00	10.62	-3.62
Polônia	6.75	9.57	-2.82
Tailândia	0.75	2.81	-2.06
Reino Unido	2.25	3.85	-1.60
Zona do Euro	0.75	2.13	-1.38
África do Sul	5.50	6.58	-1.08
China	1.46	2.46	-1.00
Coréia do Sul	2.50	3.25	-0.75
Chile	10.75	11.46	-0.71
Malásia	2.50	2.96	-0.46
México	8.50	8.93	-0.43
Brasil	13.75	14.10	-0.35
Suíça	0.50	0.69	-0.19
Austrália	2.35	2.49	-0.14
Canadá	3.25	3.30	-0.05
EUA	3.25	3.29	-0.04
Filipinas	4.25	4.28	-0.03
Colômbia	9.00	8.24	0.76
Hungria	11.75	10.97	0.78

Fonte: Bloomberg e WHG

Tais resultados sinalizam que os bancos centrais seguem atrasados no processo de normalização e que, portanto, fica difícil pensar em cortes de juros tão cedo. Naturalmente, as expectativas de inflação vão parar de subir em função da queda dos preços das commodities, da progressiva normalização das cadeias de produção e do próprio aperto de política monetária. Mas trazer os juros reais para patamares positivos implica subir a taxa nominal de juros ainda mais e, posteriormente, mantê-la em níveis elevados por algum tempo, a fim de que os juros reais gradualmente retornem para patamares mais elevados, à medida que as expectativas de inflação recuem em direção às metas.

Como sempre, há algumas exceções, como é o caso do Brasil. Como já mencionamos anteriormente, o Banco Central do Brasil (BCB) foi um dos primeiros a reagir de maneira decisiva à alta da inflação que surgiu em 2021. Isso fez com que o juro real ex-ante fosse "recomposto" e permitiu ao BCB ser uma das primeiras autoridades monetárias a sinalizar que se encontrava próxima do final do ciclo de aperto. Com isso, se as expectativas de inflação continuarem recuando ao longo dos próximos meses, algum espaço será aberto para que o Copom corte a taxa Selic em 2023. No entanto, não acreditamos que o BCB conseguirá entregar todos os cortes precificados atualmente na curva (2.50 pontos percentuais, em 21/set) e julgamos que o mais provável seja um corte de 1.25 a 1.50 pontos percentuais a partir de meados do ano que vem.

E os EUA?

O Fed é um exemplo clássico de banco central que, influenciado por pressões políticas e por um erro de diagnóstico, desmereceu o processo inflacionário iniciado em 2021 e, por isso, ficou atrasado na normalização da política monetária. Por isso, mesmo quando a alta dos preços já se encontrava bastante enraizada, o Fed ainda injetava liquidez na economia, comprando títulos públicos em suas operações de *Quantitative Easing*, que se encerraram apenas em março deste ano.

Antes tarde do que nunca, o Fed acelerou o ritmo de aperto e sinalizou que levará a taxa básica de juros do país para cima de 4% até o final do ano (algo inimaginado pelo mercado no início deste ano).

Dito isso, em que ponto do processo de normalização se encontra a política monetária americana?

Hoje, o grande desafio do Fed é controlar a inflação de serviços nos EUA. Por um lado, o banco central americano se depara com uma inflação de bens cadente (embora talvez num ritmo mais lento do que previsto) e a maioria dos indicadores antecedentes aponta para um arrefecimento desses preços daqui para frente.

Dentre os principais contribuidores para essa dinâmica temos: (i) a baixa recente nos preços das commodities; (ii) a melhora dos indicadores de pressão de preços nas sondagens do setor industrial do país; (iii) a diminuição dos gargalos de oferta medidos pelos indicadores que avaliam o momento das cadeias de produção; e (iv) o menor risco de desancoragem das expectativas de inflação para os próximos 12 meses. Consideramos isso em nossos cálculos e projetamos uma inflação de bens nos EUA próxima a zero no final de 2023.

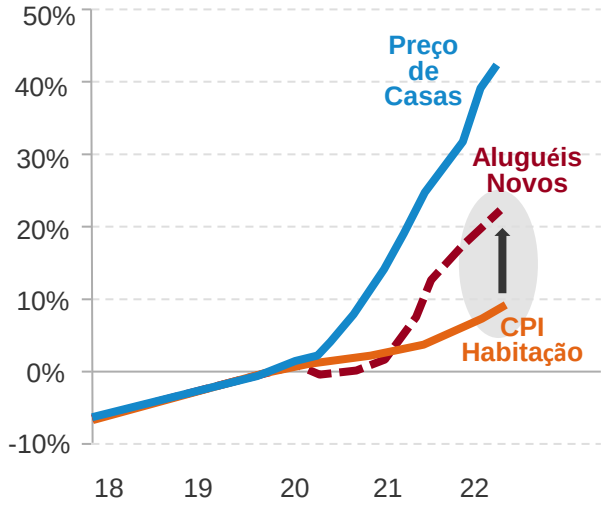
Por outro lado, a inflação de serviços se mostra disseminada e enraizada. Independentemente do recorte que se faça nos preços de serviços, encontra-se uma taxa de inflação ao redor de 6% a 7%. Esse nível da inflação de serviços é muito semelhante à alta nos salários computada pelo Fed de Atlanta, por exemplo, o que gera uma suspeita de que o espiral inflação-salários já esteja em ação na economia americana.

Isso se dá porque o mercado de trabalho nos EUA continua muito forte. Apesar de um modesto arrefecimento visto nas contratações recentemente, o nível atual (389 mil vagas/mês na média dos últimos 6 meses) ainda é duas vezes maior do que o ritmo de geração de vagas visto no pré-pandemia (190 mil/mês). Ademais, não há sinais de alta nas demissões e o número de pedidos de seguro-desemprego se encontra no menor patamar desde 2010. Com a taxa de desemprego em 3,7%, sabemos que o processo de normalização do mercado de trabalho será longo, dado o tamanho do desequilíbrio[6].

No mercado imobiliário, o preço dos novos aluguéis segue subindo perto de 1% ao mês, o que implica que as métricas oficiais de inflação de habitação seguirão pressionadas por alguns trimestres. O gráfico seguinte mostra a evolução do preço das casas, dos aluguéis novos e da inflação oficial do aluguel desde a pandemia. Claramente, a sinalização dos indicadores antecedentes do setor imobiliário é que a inflação de aluguel ainda precisa passar por um ajuste relevante para ser compatível com os demais preços do setor. A boa notícia para o processo de normalização do setor é que a taxa de juros das hipotecas alcançou 6%. O esfriamento do mercado imobiliário, com redução das vendas e dos preços dos imóveis, é condição imprescindível para que a inflação do setor modere e passe a evoluir mais em linha com a meta de inflação do Fed. Portanto, assim como no mercado de trabalho, o processo de ajuste no mercado imobiliário também deverá ser longo, devido ao tamanho do atual desequilíbrio.

Preço de Casas e Aluguel

Variação em relação ao final de 2019



Fonte: Bridgewater, Haver Analytics e WHG

Dito isso, o Fed tem gradativamente atuado de maneira mais incisiva desde maio de 2022, quando aumentou o ritmo da alta de juros para 50 pontos base por reunião, posteriormente acelerando a alta para 75 pontos. Nos atuais 3,25%, a perspectiva é que o Fed leve a taxa básica de juros até 4,60%, segundo a mediana das projeções dos membros do Fed, divulgada após a reunião de 21/set.

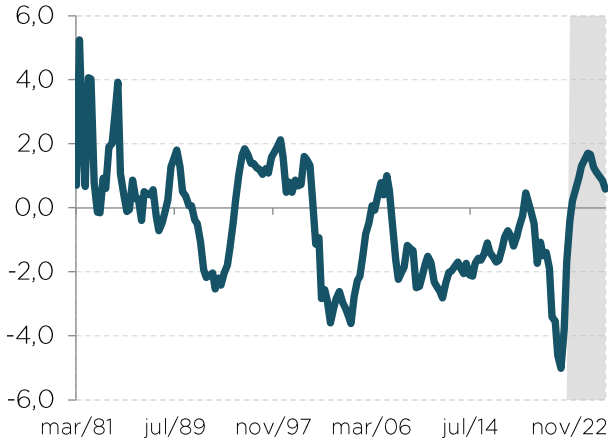
Esse nível, é suficiente para trazer de volta a inflação para a meta?

Primeiro, sabemos que o nível de 4,60% é compatível com uma taxa de juros em território restritivo. De acordo com nossa métrica de hiato da política monetária, o juro real ex-ante ficará 1 ponto percentual acima da taxa real neutra de juros. Deve se reconhecer, no entanto, que esse não é um patamar que representa um aperto grande das condições de liquidez. Esse nível já foi visto em 2006 e está abaixo da média registrada na segunda metade da década de 90, por exemplo. Portanto, o aperto de juros planejado pelo Fed no atual ciclo não é nada algo fora do comum, pelo contrário.

[6] Um cenário mais positivo levantado é que o ajuste do mercado de trabalho se dará com a redução no número de vagas em aberto da economia, sem que isso afete o número de desempregados. Logo, a taxa de desemprego ficaria relativamente estável, mas a pressão de demanda por trabalhadores recuaria com a desaceleração econômica. Embora isso faça sentido intuitivo, tal movimento nunca foi registrado no passado e pode ser considerado o *bull case* do processo de ajuste do mercado de trabalho.

Hiato do Juro Real

Juro Real Ex-Ante - Juro Real Neutro (r*))



Fonte: Bloomberg e WHG

Outra forma de olhar para essa questão é através do nosso modelo de pequeno porte para a economia dos EUA, que utiliza o índice de condições financeiras como variável exógena e calcula seu impacto sobre o PIB, o mercado de trabalho, o custo unitário do trabalho e a inflação americana. Com isso, conseguimos traçar qual o nível aproximado para a taxa de juros nos EUA que gera um aperto nas condições financeiras capaz de trazer a inflação de volta para a meta.

O resultado do modelo aponta para a necessidade de uma taxa de juros ao redor de 4,5% para que o núcleo da inflação (medido pelo CPI Core) recue para a meta de 2,0% em 2024. Se a trajetória apontada pelo modelo se mostrar correta, o FED poderia executar um pequeno corte (ao redor de 50 pontos base) nos juros entre o 3T23 e 4T23.

Sendo assim, o caso americano não foge muito do observado pela maioria das economias do globo e nos mostra que o processo de normalização da economia apenas começou em 2022.

Alguns países se encontram em um estágio mais adiantado (como o Brasil), enquanto outros ainda estão bastante "atrás da curva" no ajuste em curso (como o Reino Unido e a Zona do Euro). Entretanto, em linhas gerais, muitas variáveis econômicas ainda estão demasiadamente distantes de seu equilíbrio, fazendo com que a jornada rumo à normalização ainda seja longa, podendo se estender inclusive para além de 2023.

Este material de divulgação é meramente informativo e foi elaborado para os clientes da Wealth High Governance ("WHG"), e não considera objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Este material foi elaborado pela equipe de gestão de fundos de investimento ("time de gestão") da Wealth High Governance Capital Ltda. ("WHG Capital"), empresa responsável pela gestão de fundos de investimento. Os parâmetros aqui descritos são meramente referenciais e exemplificativos, podendo ser alterados pela WHG Capital a seu exclusivo critério, a qualquer momento, sem prévio aviso. O material foi preparado com base em informações públicas, dados desenvolvidos internamente e outras fontes externas e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, consultoria de investimentos, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento ou sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Recomendamos uma consulta a profissionais especializados para uma análise específica e personalizada antes da sua decisão sobre produtos, serviços e investimentos. Este material pode apresentar conclusões e opiniões feitas sob determinadas premissas. Ainda que o time de gestão da WHG acredite que essas premissas sejam razoáveis e factíveis, não pode assegurar que sejam precisas ou válidas em condições de mercado no futuro ou, ainda, que todos os fatores relevantes tenham sido considerados na determinação dessas conclusões, opiniões, sugestões, projeções e hipóteses. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização da WHG.

Autorregulação ANBIMA

Gestão de Recursos

Wealth High Governance

Andrew Reider
Chief Investment Officer (CIO)
andrew.reider@whg.com.br

Fernando Fenolio
Economista-chefe
fernando.fenolio@whg.com.br

Tony Volpon
Estrategista-chefe
tony.volpon@whg.com.br

Bruno Diniz
Head de Produtos
bruno.diniz@whg.com.br

Instagram @wealth_high_governance

LinkedIn /wealth-high-governance

Telegram wealth_high_governance

Twitter @wealth_high_gov