

Cenário Macro

Outubro-23

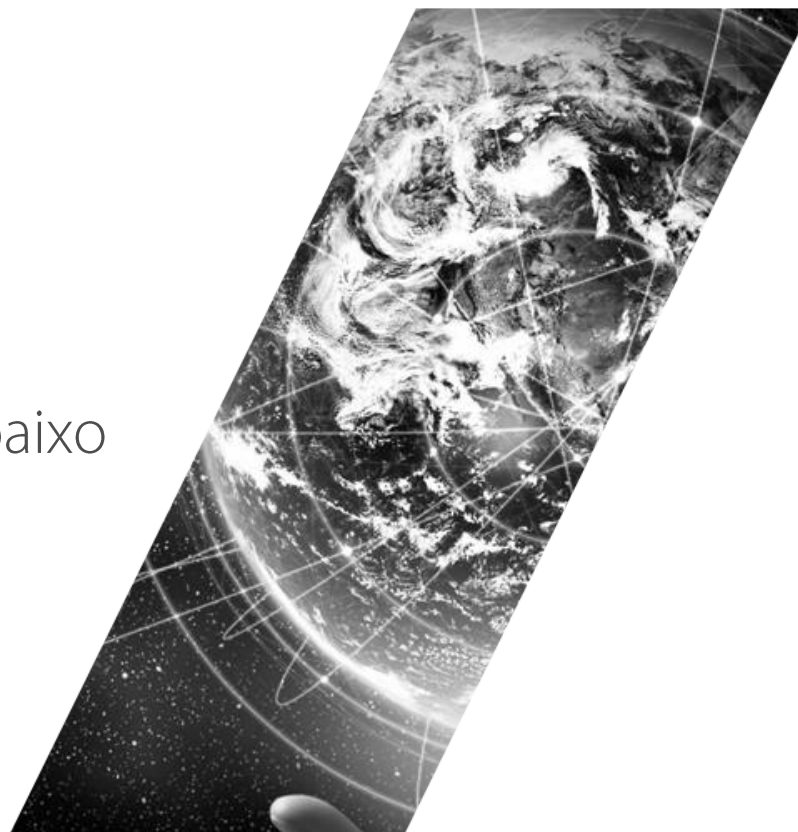
Desinflação sem dor?

Não!

Apenas pressão de custos para baixo

José Carlos Carvalho

VINCI
partners



PROCESSO INFLACIONÁRIO GLOBAL TEVE DOIS MOTORES: (i) CUSTOS PARA CIMA & (ii) DEMANDA FORTE. QUEDA NOS CUSTOS PRESSIONOU PARA BAIXO INFLAÇÃO EM 2023

Pressão de Custos para baixo?

- Preços no atacado sofreram uma queda significativa globalmente.
- Essa queda vem pressionando até mesmo os núcleos e a inflação de serviços: carros, passagens aéreas, serviço de transporte são exemplos de componentes do núcleo que vem observado uma inflação menor
- O núcleo de inflação americano ex-aluguéis já se encontra em 1.9% yoy. Aluguéis devem cair nos próximos meses

Pressão de Demanda ainda forte

- Apesar da pressão para baixo dos custos, o excesso de demanda ainda é forte na economia americana
- O desemprego ao redor de 3,8% vs uma taxa natural de desemprego acima de 4,4% é a maior evidência disso
- A queda na inflação de curto prazo poderá dar tempo para o Fed observar o efeito da política monetária sobre a demanda
- Mas se a demanda não enfraquecer, a pressão inflacionária voltará mais a frente

US

POR QUE A ECONOMIA SEGUE FORTE, APESAR DO APERTO MONETÁRIO?

1. Política Fiscal Expansionista
2. Condições financeiras não apertaram tanto quanto juros sugerem
3. Excesso de poupança do consumidor
4. Normalização de Estoques e Redução do déficit comercial

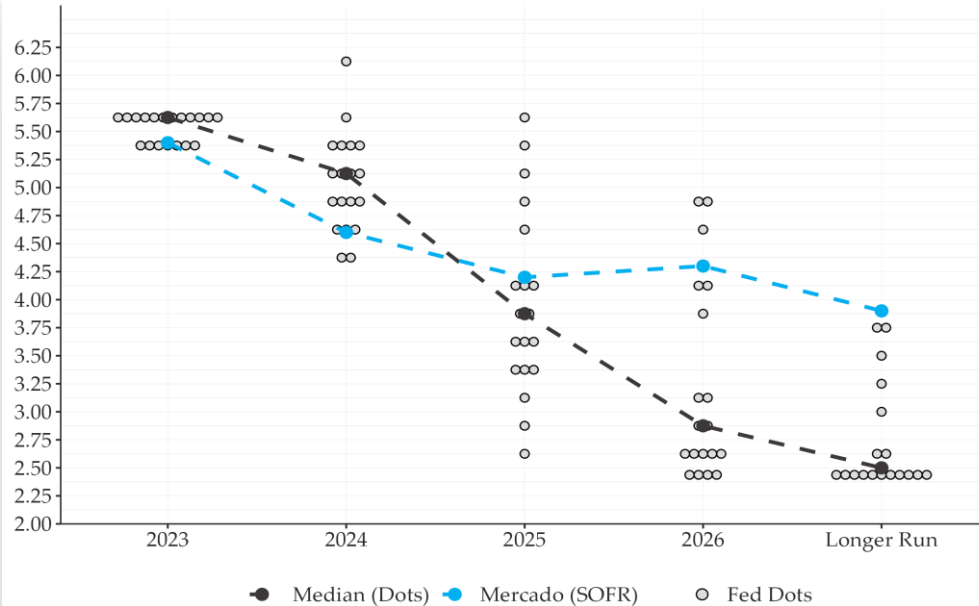
VINCI
partners



POR QUE O ATUAL CICLO DE APERTO MONETÁRIO É DIFERENTE DOS DE MAIS CICLOS PASSADOS?

EUA: Projeção de Juros Futuros

Última Atualização: 27-out-23

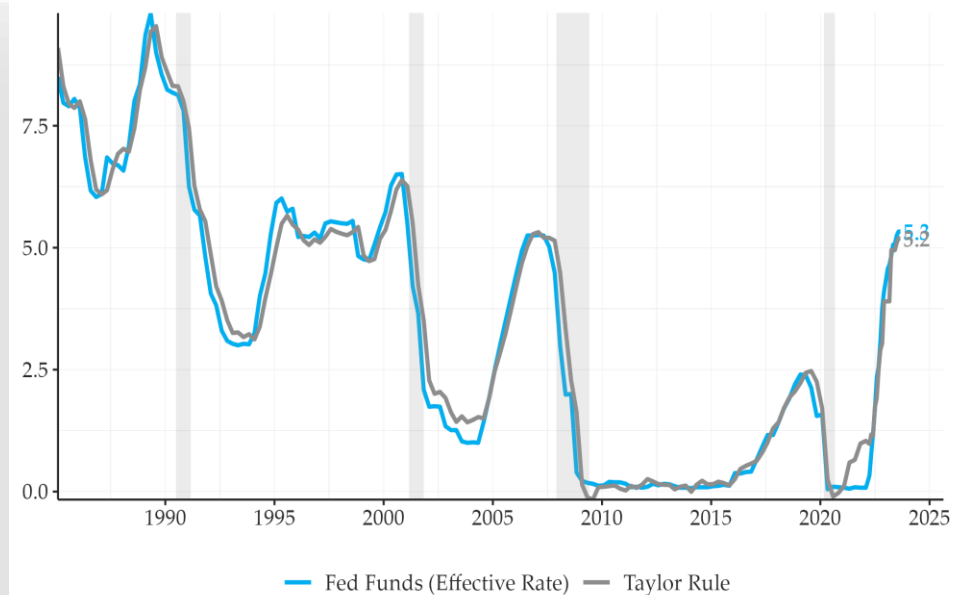


Fonte: Vinci Partners, FOMC, Bloomberg

Fed promete mais duas altas de 25bps em 2023.

Fed Funds Rate x Taylor Rule (ajustada pelo comportamento do Fed no passado)

Atualizado em: set 2023



Fonte: Vinci Partners, Atlanta Fed

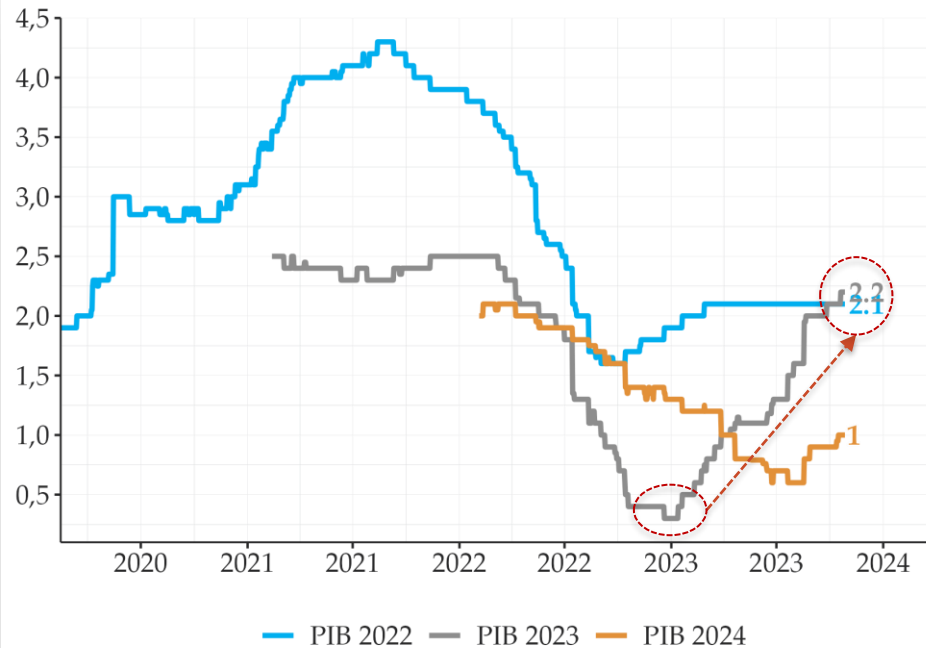
O Fed começou atrasado a alta de juros, usando como métrica a regra de Taylor calibrada para explicar a atuação do Fed no passado. O nível atual de juros é ligeiramente acima do que o Fed teria feito no passado

POR QUE A TAXA DE JUROS FOI DE ZERO PARA 5% E A EXPECTATIVA DE CRESCIMENTO DO PIB EM 2023 ACELEROU?

Crescimento do PIB americano pode desacelerar em 2024. Mas, apesar da alta rápida de cerca de 500 bps, não há nenhum sinal de recessão

EUA: Expectativas do PIB (Anual)

Atualizado em: out 2023



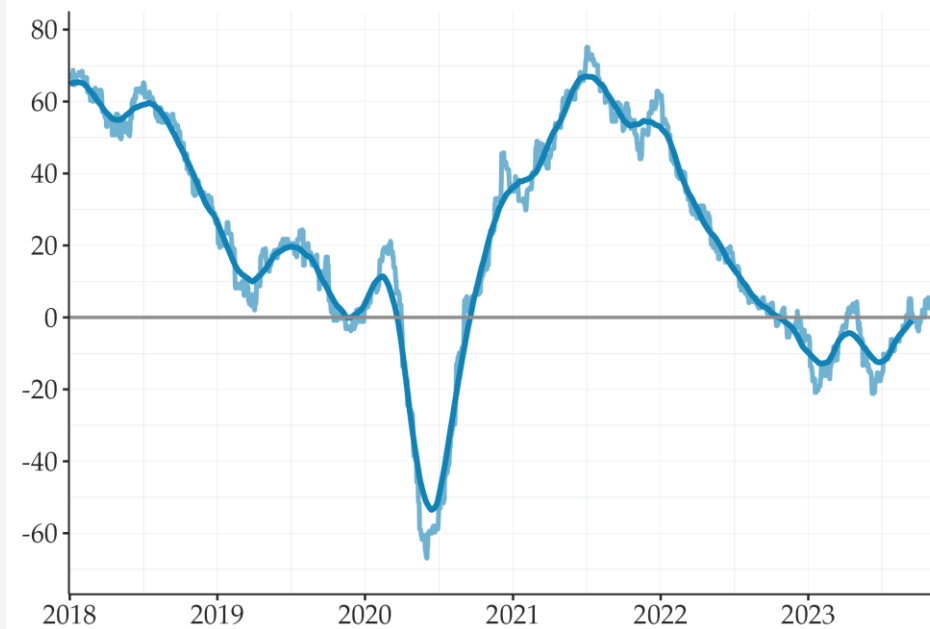
Fonte: Vinci Partners & Bloomberg

Nosso indicador antecedente para EUA parou de cair, mas não retomou uma tendência de alta consistente

EUA: Vinci Leading Indicator - Diário

Última Atualização: 27-out-23

Indicador Diário & Média Móvel de 90 Dias



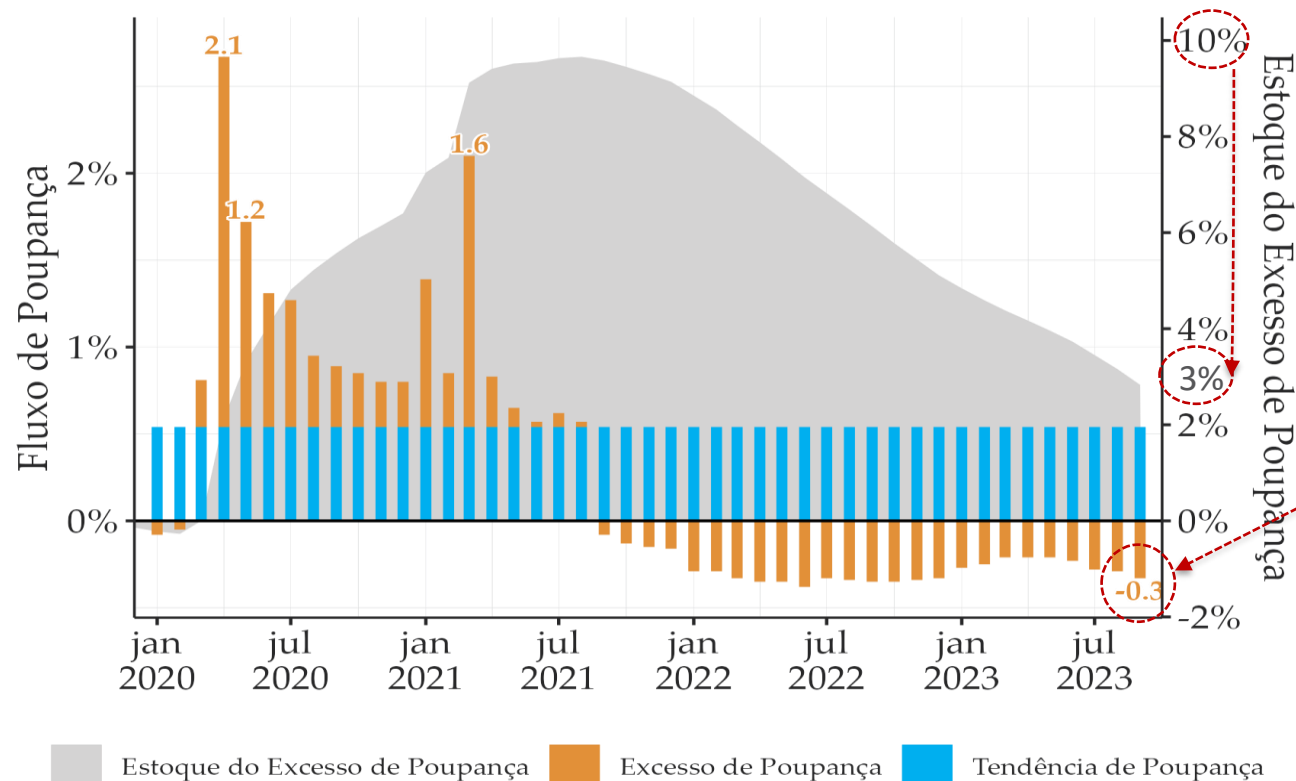
Fonte: Formulação Vinci Partners

QUAL É A PRINCIPAL DIFERENÇA DO ATUAL CICLO DE APERTO MONETÁRIO PARA TODOS OS CICLOS PASSADOS?

A crise da Covid fez com que houvesse um **excesso de transferência de renda** do governo americano para os consumidores em 2020 e 2021. Esse **excesso de poupança** chegou a **10% do PIB** americano. Desde então, já caiu para 3% do PIB. Isso **tornou o consumo menos sensível à alta na taxa de juros**

EUA: Excesso de Poupança - Fluxo e Tendência (% PIB)

Atualizado em: set 2023



O Consumo (65% do PIB) não caiu após a alta de juros por que o consumidor segue gastando o excesso de poupança que acumulou durante a pandemia

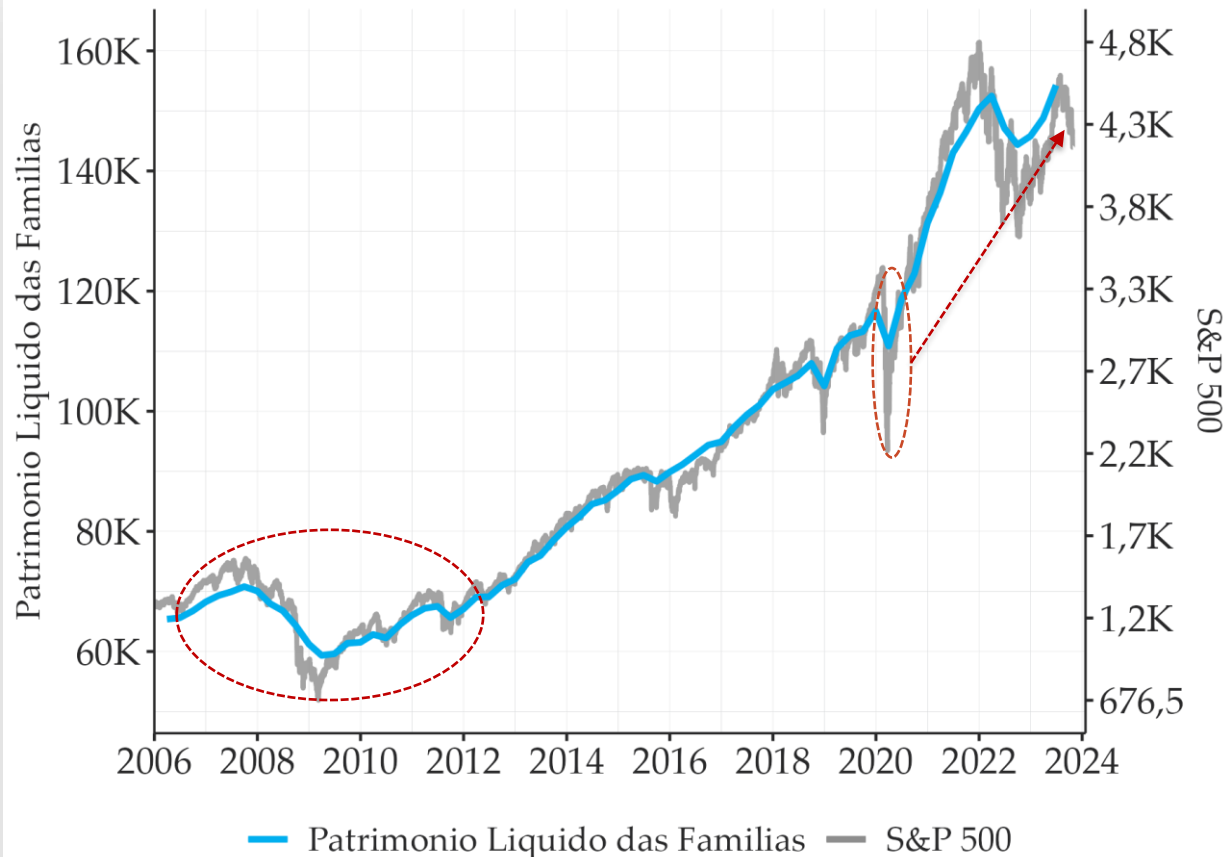
Fonte: Vinci Partners & US Census Bureau

SERÁ QUE COM A ALTA DE JUROS HOUE ALGUMA PERDA PARA OS CONSUMIDORES? NÃO! RIQUEZA DAS FAMÍLIAS SEGUE CRESCENDO

A medida oficial de riqueza das famílias inclui, **a preços de mercado**, os principais ativos detidos pelas famílias, como imóveis, dívidas para aquisições de imóveis, ações e títulos do governo.

EUA: Patrimônio Líquido das Famílias x S&P 500

Atualizado em: 30-jun-23 (Esq.), 27-out-23 (Dir.)



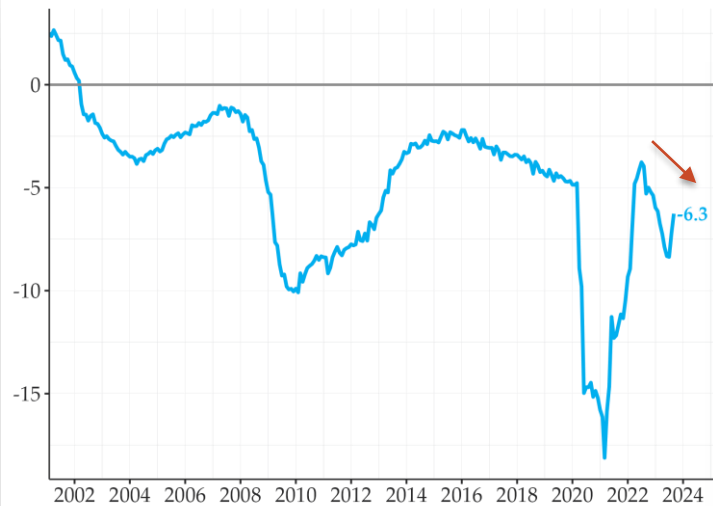
Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

POLÍTICA MONETÁRIA (ICF) VOLTOU A FREAR MARGINALMENTE A ECONOMIA. POLÍTICA FISCAL AINDA IMPULSIONA.

Déficit fiscal ainda segue impulsionando a economia. Perspectiva de guerra em diversas frentes pode aumentar ainda mais déficit fiscal

EUA: Déficit Fiscal (% PIB)

Atualizado em: set 2023

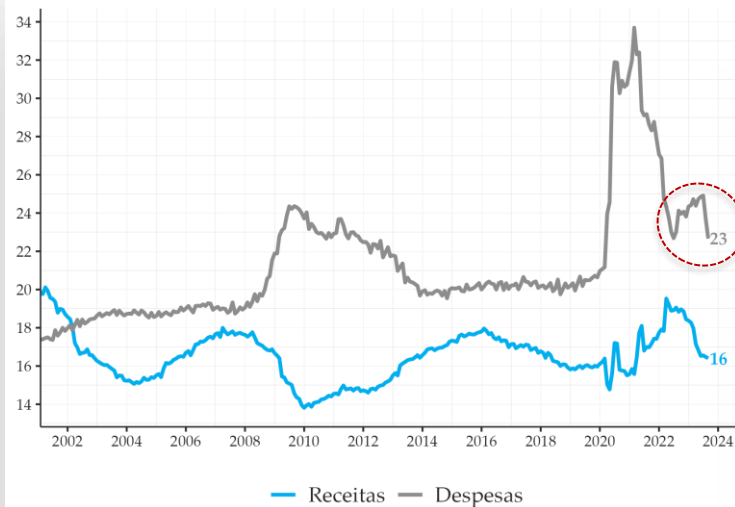


Fonte: Vinci Partners, US Treasury

Gastos do governo americano num nível sem precedentes para um período de normalidade e pleno emprego

EUA: Contas Fiscais (% PIB)

Atualizado em: set 2023

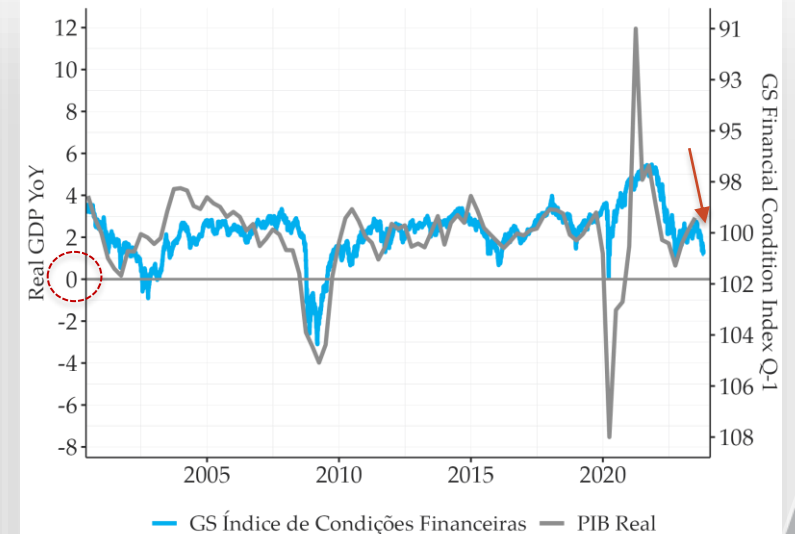


Fonte: Vinci Partners, US Treasury

Por que a pol. monetária parou de apertar? desvalorização do dólar, bolsa em alta, crédito para empresas mais barato (spreads)...

GS Índice de Condições Financeiras

Atualizado em: 30-set-2023 (Esq.), 27-out-2023 (Dir.)



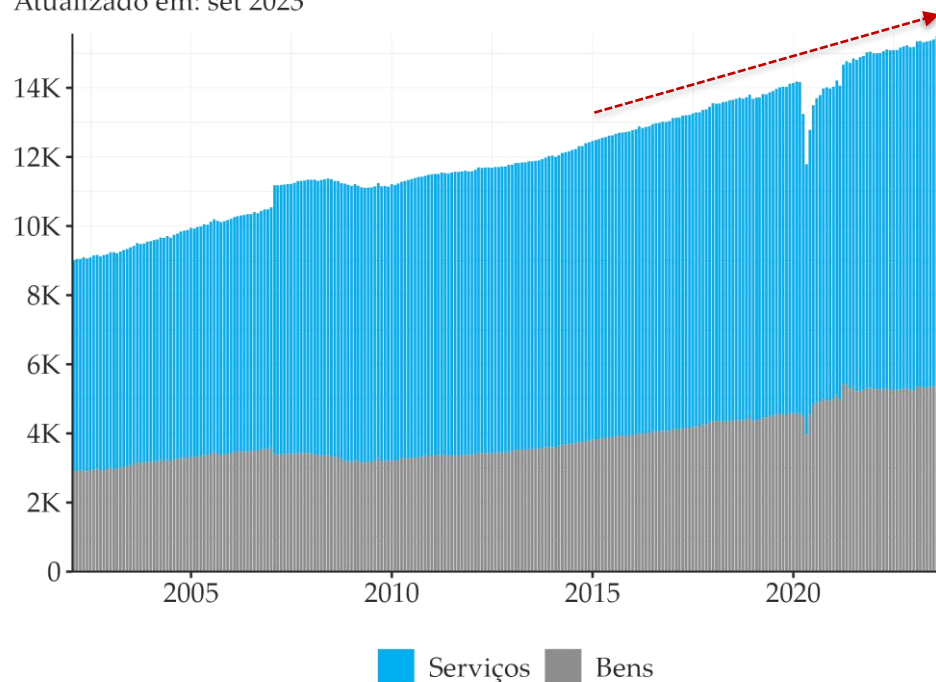
Fonte: Vinci Partners, Goldmand Sachs, Bloomberg

CONSUMIDOR É O DESTAQUE NO CRESCIMENTO DO PIB: EXCESSO DE POUPANÇA, EFEITO RIQUEZA E MERCADO DE TRABALHO FORTE

Gasto ao longo do tempo do excesso de poupança funciona como uma “política fiscal de efeito defasado”. Esse “dry powder” primeiro foi gasto em bens e agora em serviços

EUA: PCE - Serviços e Bens (USD bi) - Real

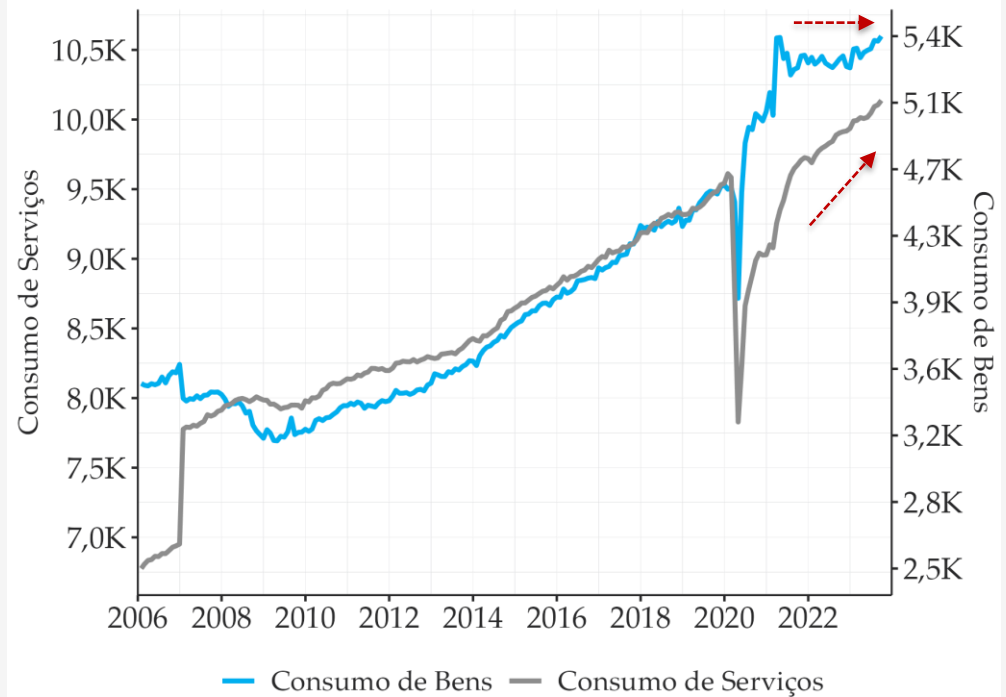
Atualizado em: set 2023



Fonte: Vinci Partners, BEA

EUA: PCE Bens e Serviços

Atualizado em: set 2023 (Esq.), set 2023 (Dir.)



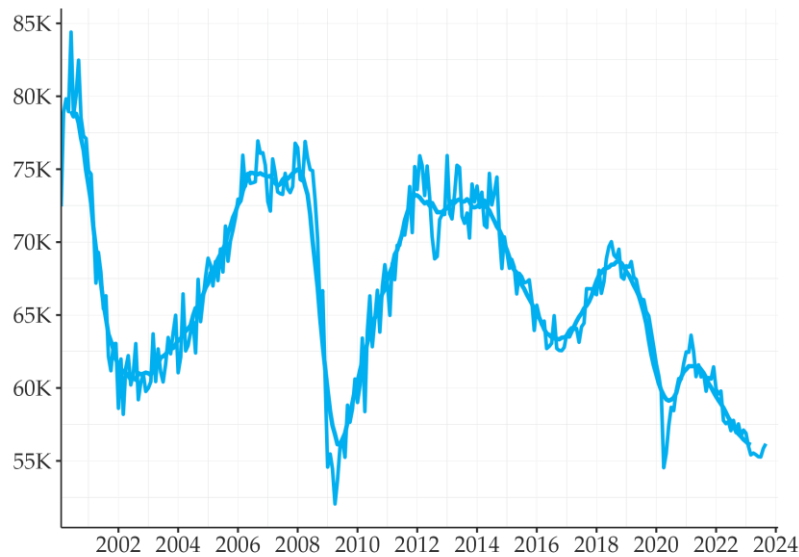
Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

INVESTIMENTO NÃO-RESIDENCIAL FOI UM DOS SETORES MAIS AFETADO PELA ALTA DE JUROS

Com menos demanda reprimida na parte de bens, a alta de juros fez com o componente do PIB de investimento venha mostrando desaceleração progressiva, embora ainda tenha crescimento positivo

Novas Ordens de Bens de Capital ex Defesa e Aviação (Real)

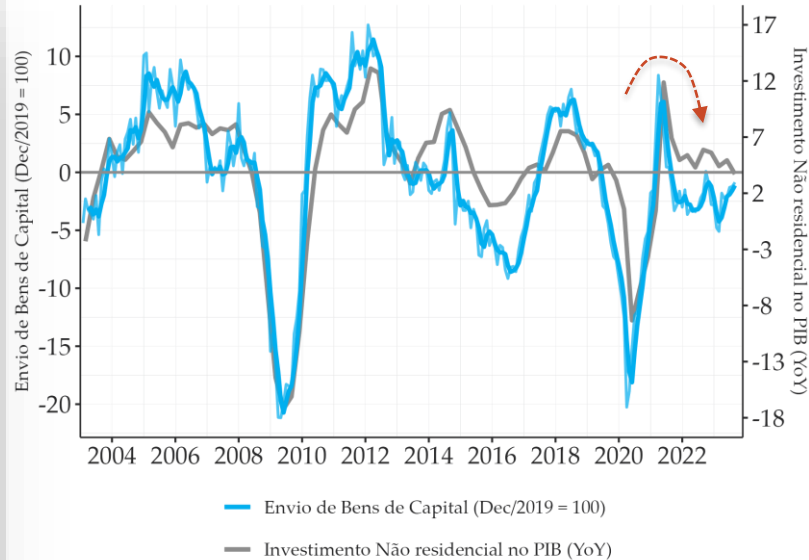
Last update: Sep 2023



Fonte: Vinci Partners & US Census Bureau

EUA: Envios de Bens de Capital (Real) x Investimento Fixo

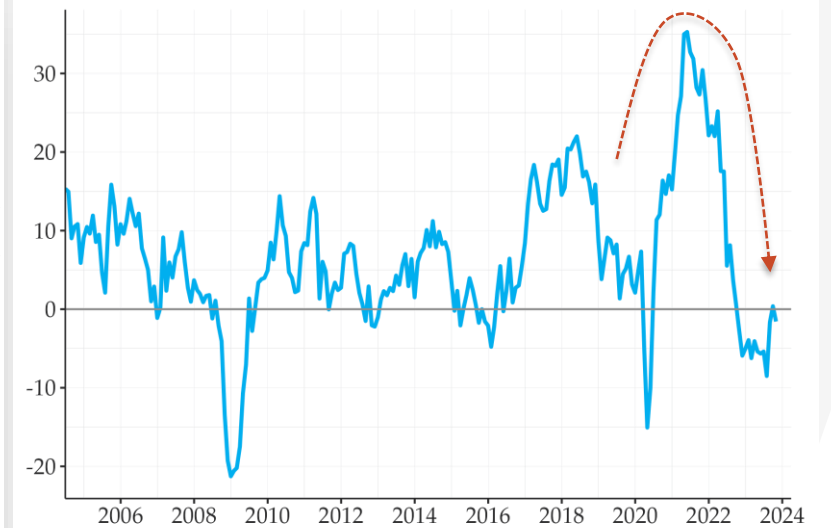
Atualizado em: set 2023 (Esq.), set 2023 (Dir.)



Fonte: Vinci Partners, FRED, US Census

PMIs: Pedidos Incompletos ou Tempo de Entrega

Média do ISM Manuf., Empire e das PMIs de Philly, Richmond, Dallas, KC Fed
Última Atualização: out-23



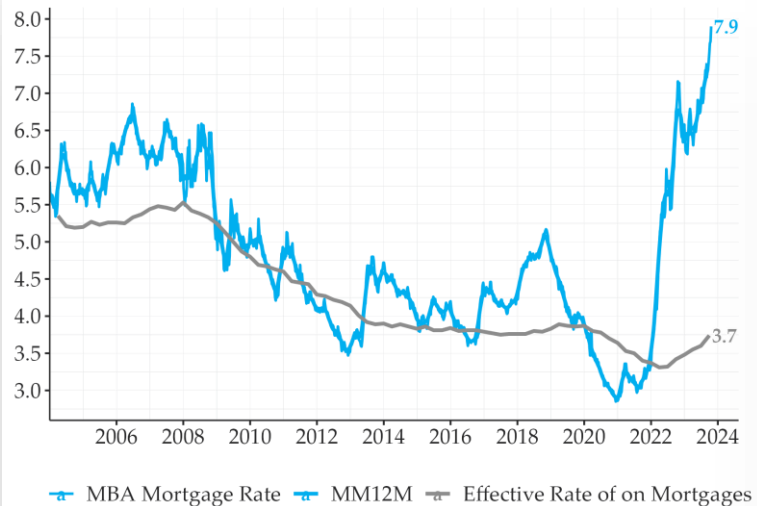
Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

A QUEDA NAS VENDAS DE CASAS AFETOU POUCO O INVESTIMENTO RESIDENCIAL. O QUE AFETA O PIB É A CONSTRUÇÃO DE CASAS E NÃO A VENDA DE CASAS ANTIGAS

Com a alta de juros a hipoteca típica de 30 anos saltou de 2,80% para níveis acima de 7% (novas hipotecas). Mas a taxa efetivamente paga (todas as hipotecas) ainda está em 3,6%

US: Mortgage Interest (MBA 30Yrs x Effective Rate)

Last update: 20-Oct-23

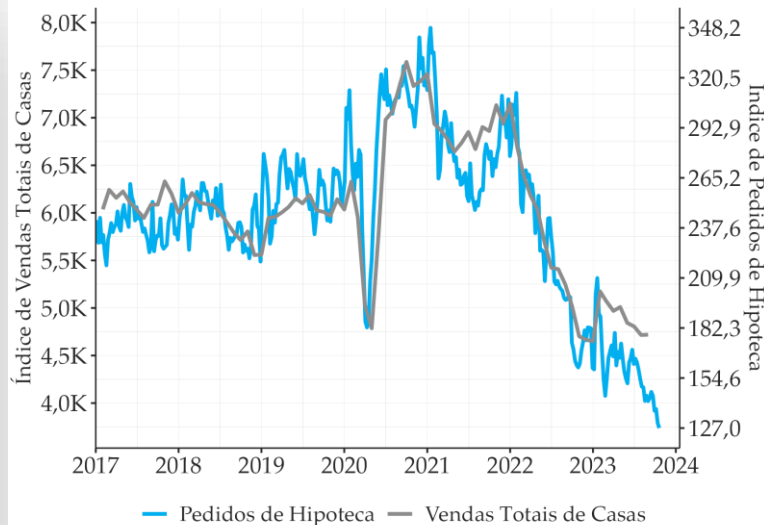


Source: Vinci Partners, Bloomberg

Com juros mais altos, a demanda por hipotecas caiu e portanto também a venda de casas. A maior parte das vendas são de casas "usadas", não impactam o PIB de maneira relevante

EUA: Vendas Totais de Casas x Pedidos de Hipoteca

Atualizado em: 01 set 23 (Esq.), 20 out 23 (Dir.)

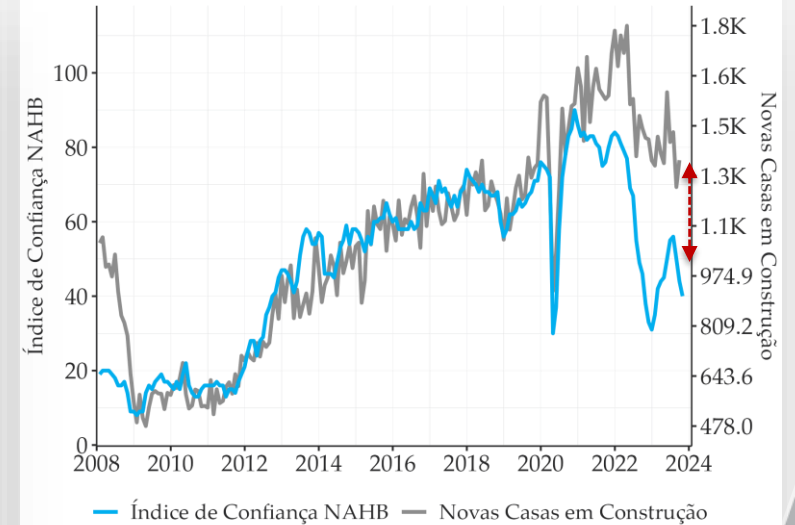


Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

Construção de casas (o que afeta o PIB) mostrou uma queda pequena. Apesar da queda nas vendas, os estoques de casas disponíveis para a venda seguem baixos

EUA: Índice de Confiança NAHB x Novas Casas em Construção

Última Atualização: out 2023



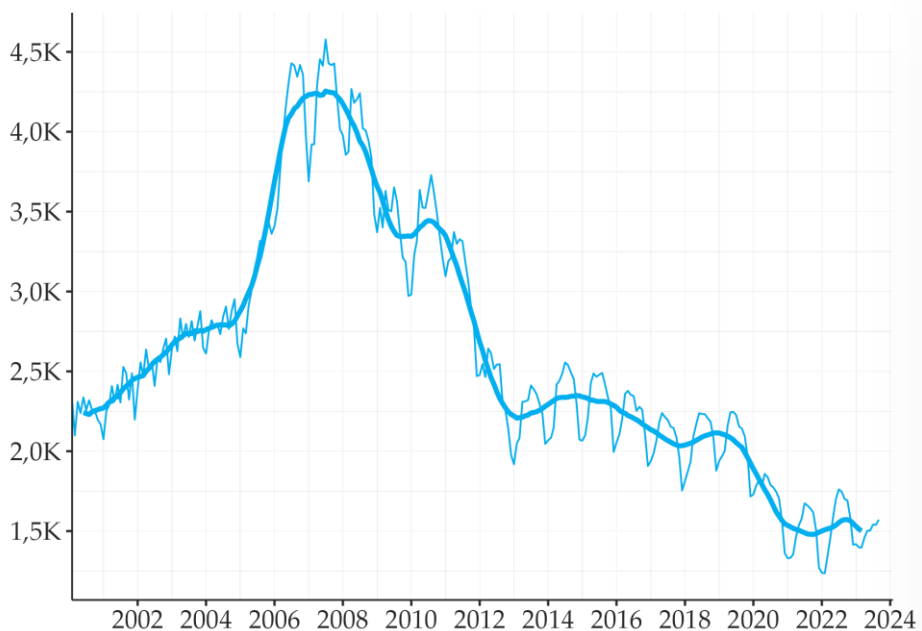
Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

O BAIXO ESTOQUE DE CASAS À VENDA EXPLICA POR QUE A CONSTRUÇÃO DE NOVAS CASAS SEGUE FIRME APESAR DA QUEDA NAS VENDAS

Estoque de casas a venda (new + existing) está num nível historicamente baixo.

EUA: Estoque Total de Casas (MM 12 meses)

Atualizado em: set 2023

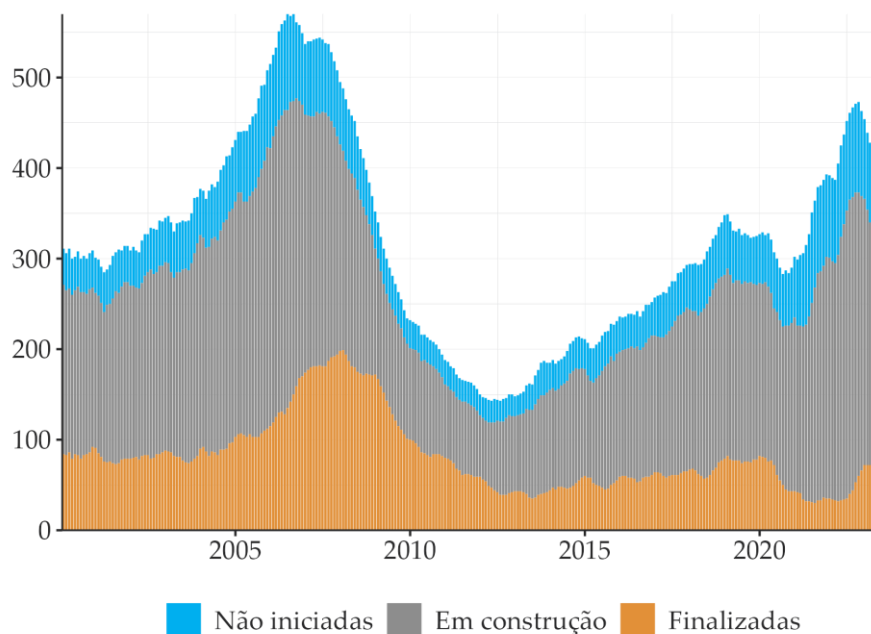


Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

Esse estoque de casas novas inclui casas que estão em construção e casas que ainda nem começaram a ser construídas

EUA: Estoques de Novas Casas - Por Estágio de Construção (milhares saar)

Última Atualização: set-23



Fonte: Vinci Partners, US Census

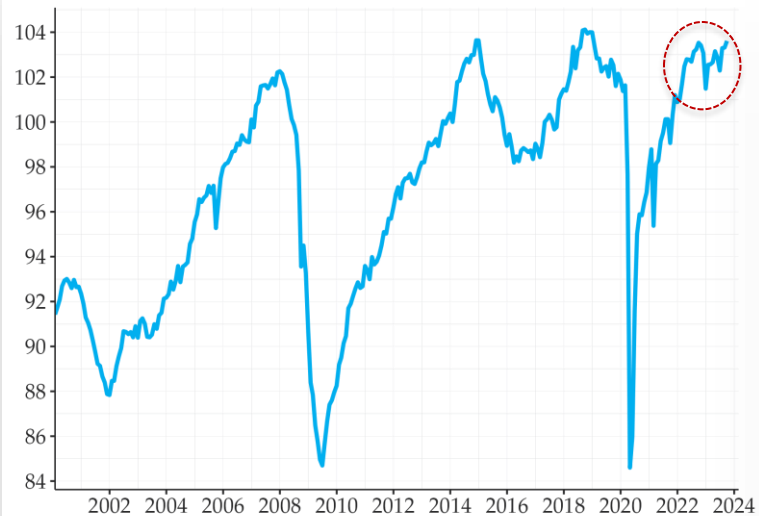
DEMANDA ESTÁVEL POR BENS EXPLICA A PRODUÇÃO INDUSTRIAL NUM PATAMAR ESTÁVEL

PMIs são uma pesquisa subjetiva que é muito influenciada pela performance do mercado de ações. Narrativa da reindustrialização aparece apenas na produção de semicondutores.

Nível da produção industrial segue perto das máximas históricas, mas ritmo de crescimento desacelerou

EUA: Produção Industrial

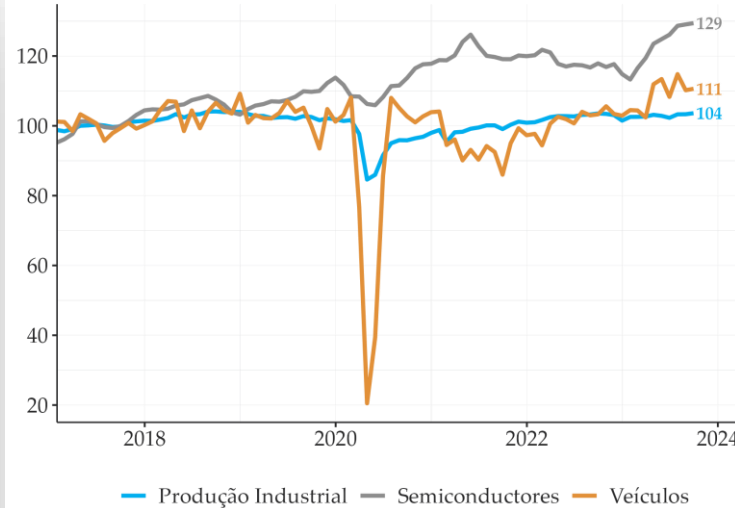
Atualizado em: set 2023



Produção de semicondutores é destaque de alta no período pós-pandemia. Carros mostrou um crescimento forte recente

EUA Produção Industrial: Total, Semicondutores e Veículos

Atualizado em: set 2023

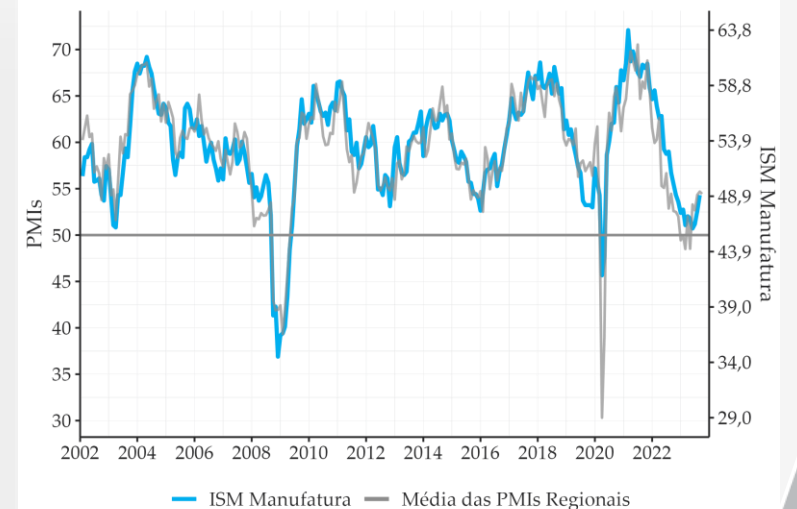


PMIs voltando consistentemente para acima de 50?

EUA: ISM Manufatura x PMIs regionais

Média de Philly Fed, Richmond Fed, Empire Manufacturing e Chicago PMI

Última Atualização: out-23

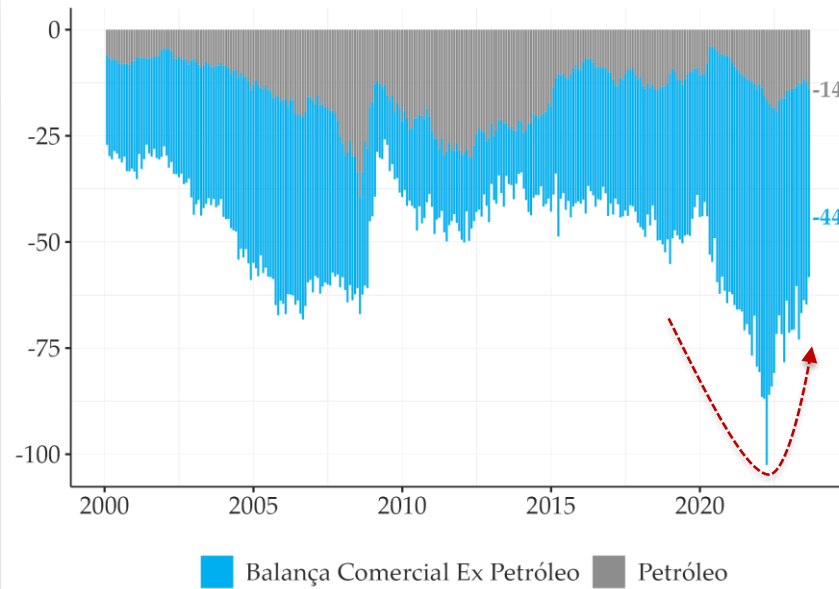


EQUILÍBRIO DO MERCADO DE BENS TAMBÉM APARECE NA MELHORA DA BALANÇA COMERCIAL E RECUPERAÇÃO DE ESTOQUES. (AUMENTO “MECÂNICO” NO PIB)

Com o excesso de demanda por bens depois da pandemia, balança comercial saltou rápido de -50b por mês pra cerca de USD 100b por mês. Mais recentemente o déficit comercial vem voltando para o valor normal

EUA: Balança Comercial - Composição

Last Update: ago-23

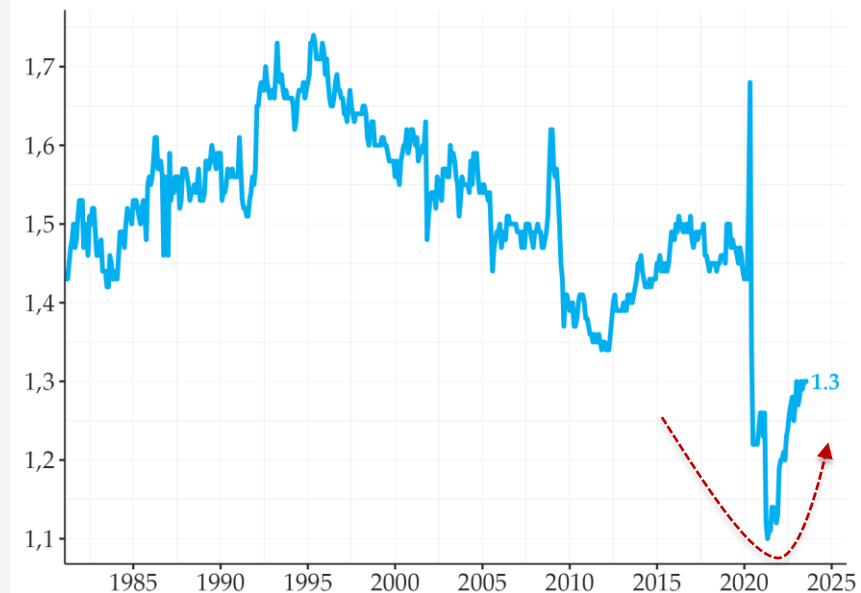


Fonte: Vinci Partners & US Census Bureau

Estoques começam a se recuperar, mas ainda longe do nível pré pandemia. O setor de consumo recuperou mais rápido, mas a parte relacionada a automóveis, que é grande, ainda está atrasada no processo

EUA: Estoque/ Vendas do Varejo

Atualizado em: ago 2023



Fonte: Vinci Partners & US Census Bureau

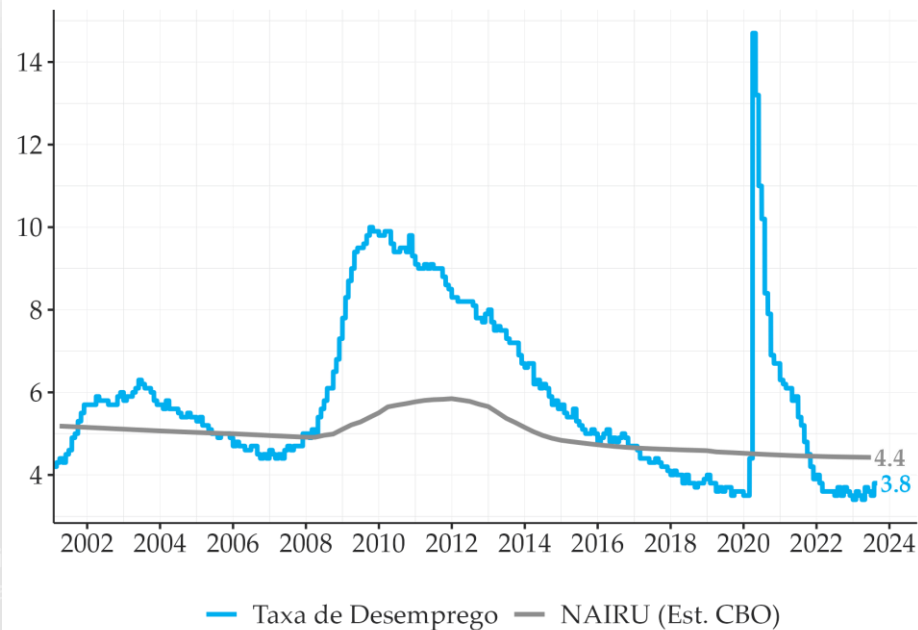
MERCADO DE TRABALHO É ONDE O EXCESSO DE DEMANDA É MAIS EVIDENTE. DESEMPREGO ABAIXO DA TAXA NATURAL!

Oferta e demanda de trabalho começaram a caminhar para um equilíbrio. Essa **convergência lenta** será suficiente para moderar a inflação de salários?

Para reduzir a inflação de salários, desemprego deverá subir para um valor acima de 4,4%, a taxa natural de desemprego

EUA: Taxa de Desemprego (%)

Atualizado em: set 2023

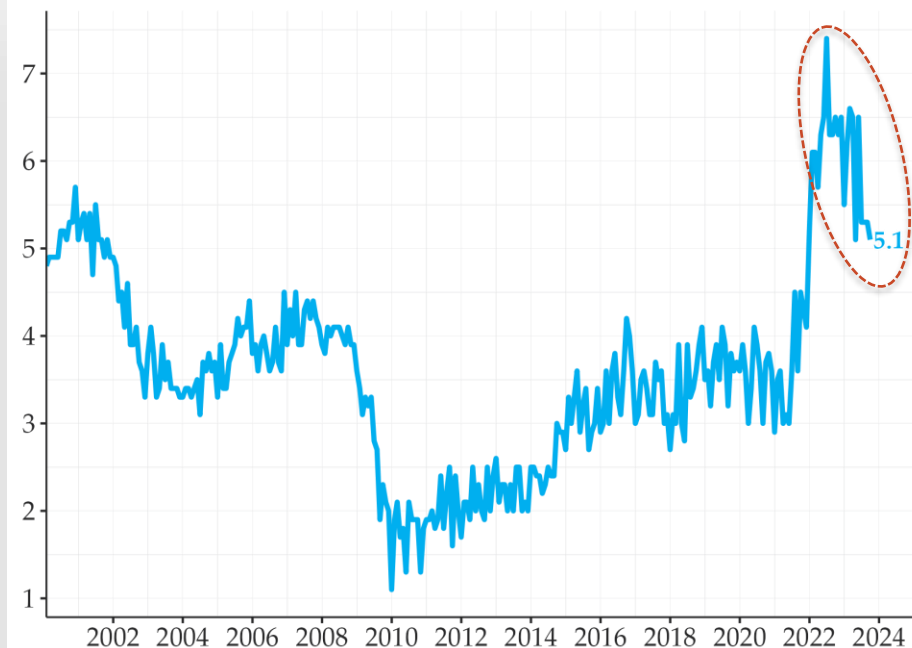


Fonte: Vinci Partners, BLS, CBO

Inflação de salários desacelerou, mas segue num nível alto que deve continuar pressionando a inflação de serviços

EUA: Atlanta Fed - Inflação de Salários (Var. Anual)

Atualizado em: set 2023



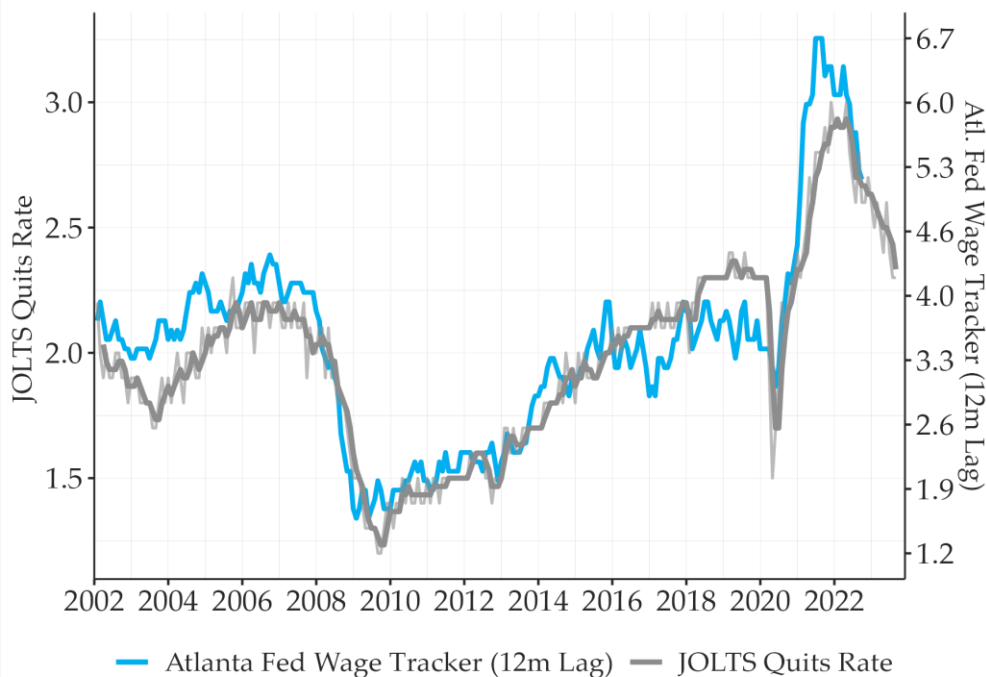
Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

REDUÇÃO NOS PEDIDOS DE DEMISSÃO SUGERE QUE INFLAÇÃO DE SALÁRIOS DEVE SEGUIR CAINDO NO PRÓXIMO ANO

Demissões voluntárias dos trabalhadores em queda, por que os "incentivos" para demissão (salários mais altos) estão se reduzindo

US: JOLTS Quits Rate x Atlanta Fed Wage Tracker

Last update: Aug 2023 (IHS), Sep 2022 (RHS)

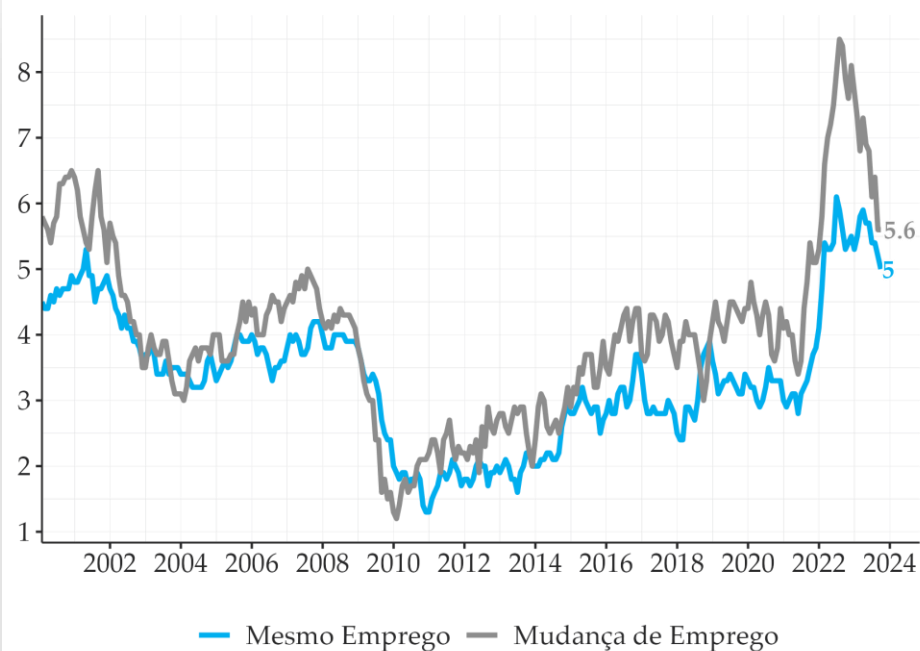


Source: Vinci Partners, Bloomberg

Trabalhadores que estão trocando de emprego ainda estão ganhando mais, mas gap está se reduzindo em relação àqueles que permanecem nos mesmos empregos

EUA: Atlanta Fed - Acompanhamento de Salário (Var. Anual)

Atualizado em: set 2023



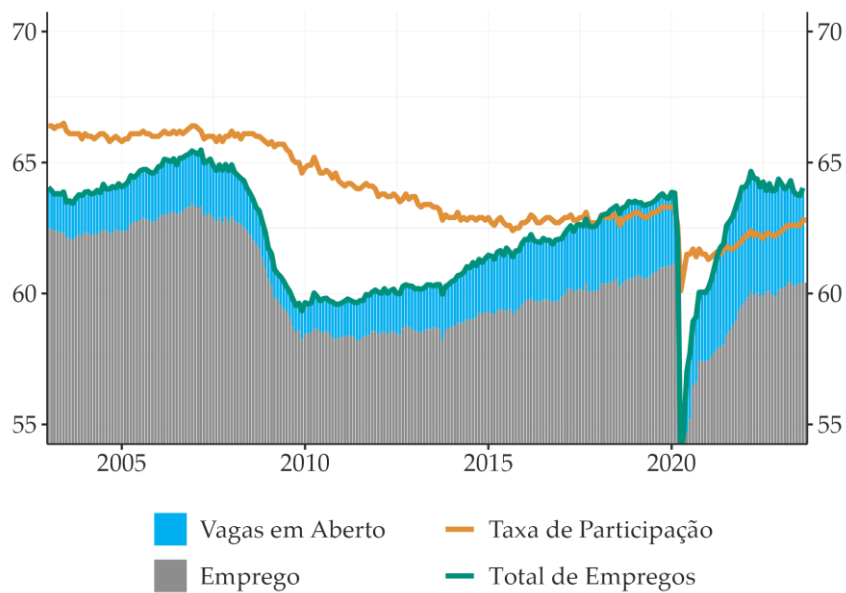
Fonte: Vinci Partners & Atlanta Fed

OFERTA E DEMANDA POR TRABALHO COMEÇAM A CONVERGIR, AINDA QUE LENTAMENTE

Demanda por trabalho (empregados + oferta de postos de trabalho) segue maior do que a oferta de trabalho (taxa de participação)

EUA: Hiato entre Vagas e Trabalhadores

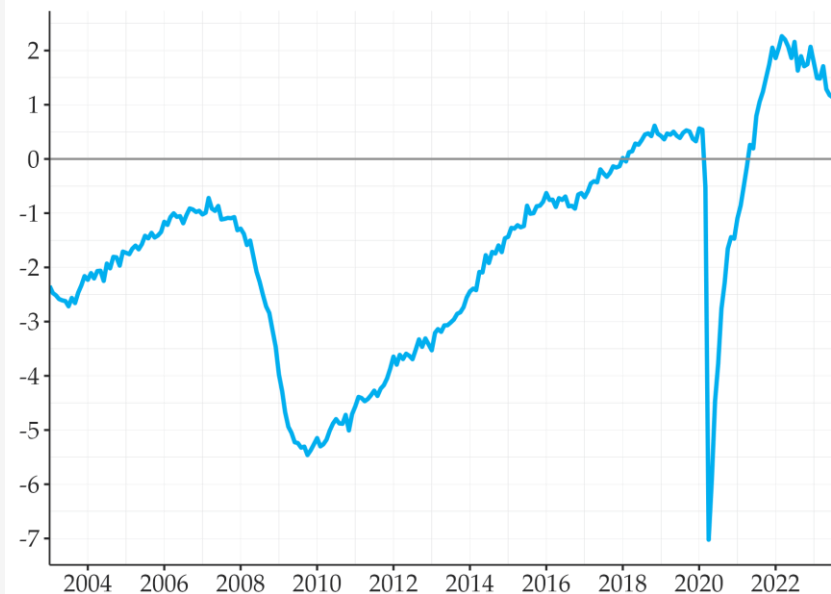
Última Atualização: set-23



Mas desequilíbrio entre oferta e demanda por trabalho começa a se reduzir, ainda que lentamente

EUA: Demanda de Trabalho - Oferta de Trabalho (%)

Last update: Aug 2023



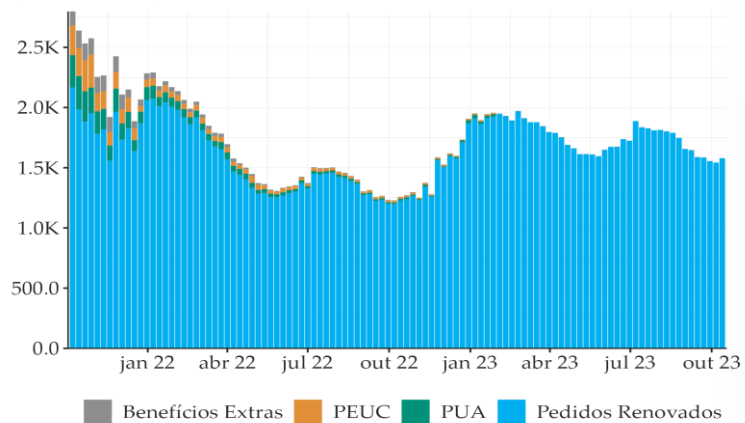
VAGAS EM ABERTO JÁ CAIRAM DE 12MM PARA 9MM. MAS AINDA ACIMA DOS 7MM PRÉ PANDEMIA

Há mais vagas de trabalho do que trabalhadores desempregados

Número de pessoas recebendo seguro desemprego voltou para o patamar anterior à pandemia e segue nesse nível

EUA: Seguro-Desemprego e Outros Benefícios

Última Atualização: 13-out-23
(Milhares NSA)

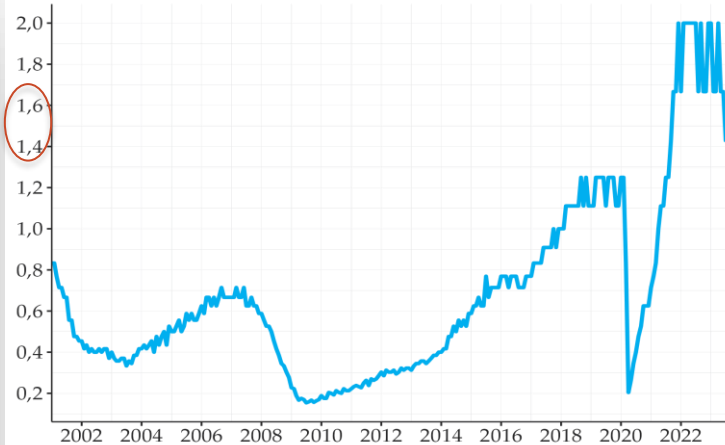


Fonte: Vinci Partners & US Dept. of Labor

Ainda existem mais vagas em aberto do que trabalhadores desempregados, mas esse número está normalizando

EUA: JOLTS - Vagas em Aberto por Trabalhador Desempregado

Atualizado em: ago 2023

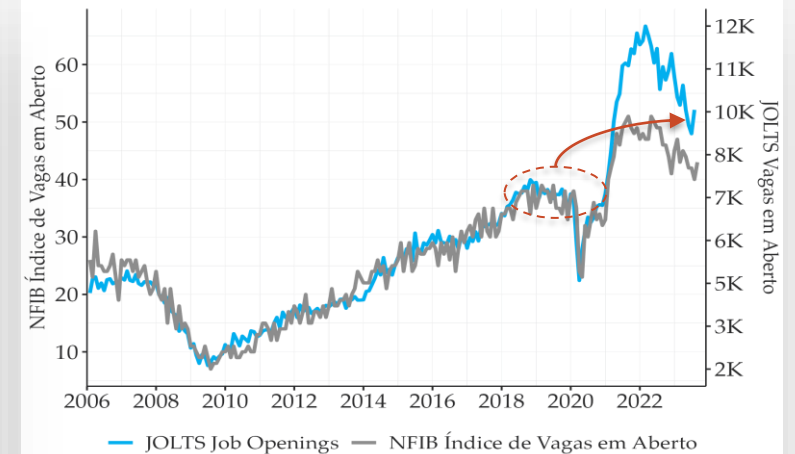


Fonte: BLS, Vinci Partners

Número de vagas em aberto vem caindo, mas ainda seguem num patamar acima dos níveis pré-pandemia.

EUA: Vagas em Aberto - NFIB x JOLTS

Atualizado em: set 2023 (Esq.), ago 2023 (Dir.)

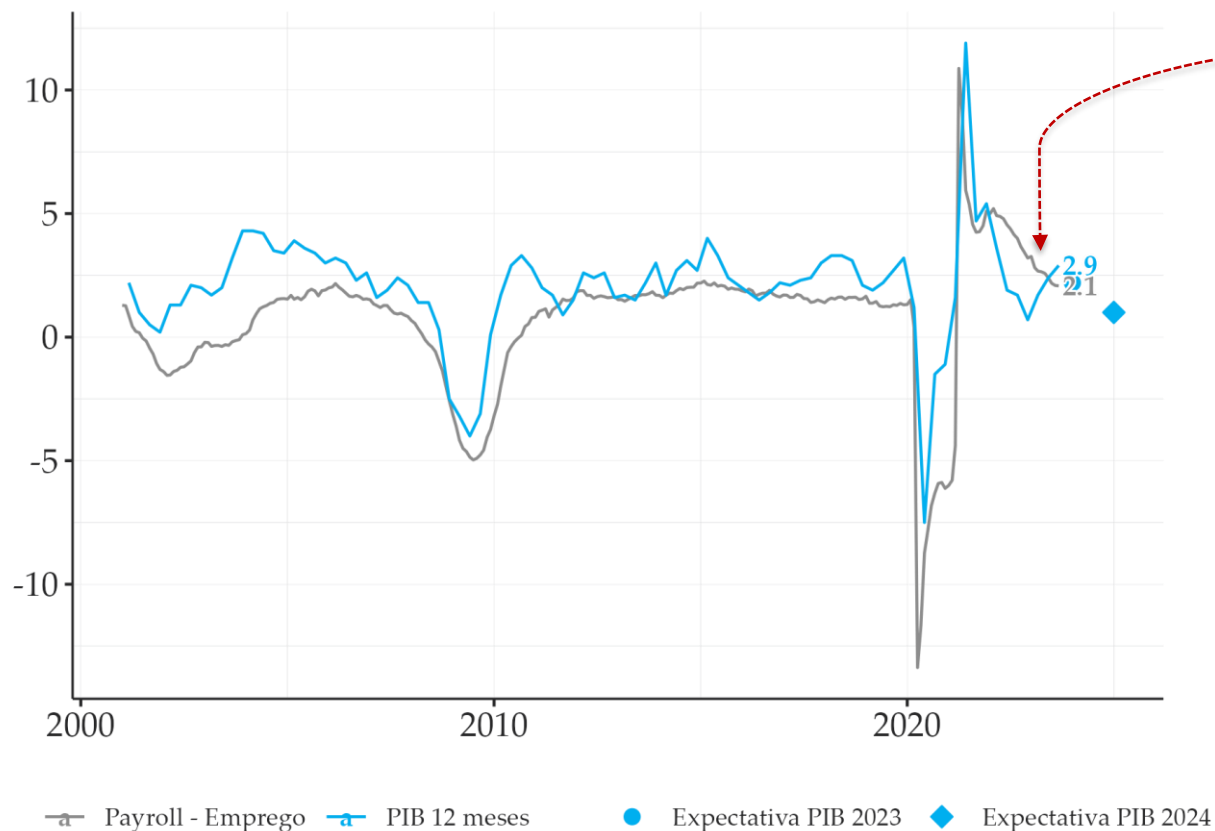


Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

O MERCADO DE TRABALHO ESTÁ DESACELERANDO, MAS DEVAGAR. SERÁ SUFICIENTE? "LEI DE OKUN"

EUA: Crescimento do PIB x Emprego no Payroll

Última Atualização: set-23



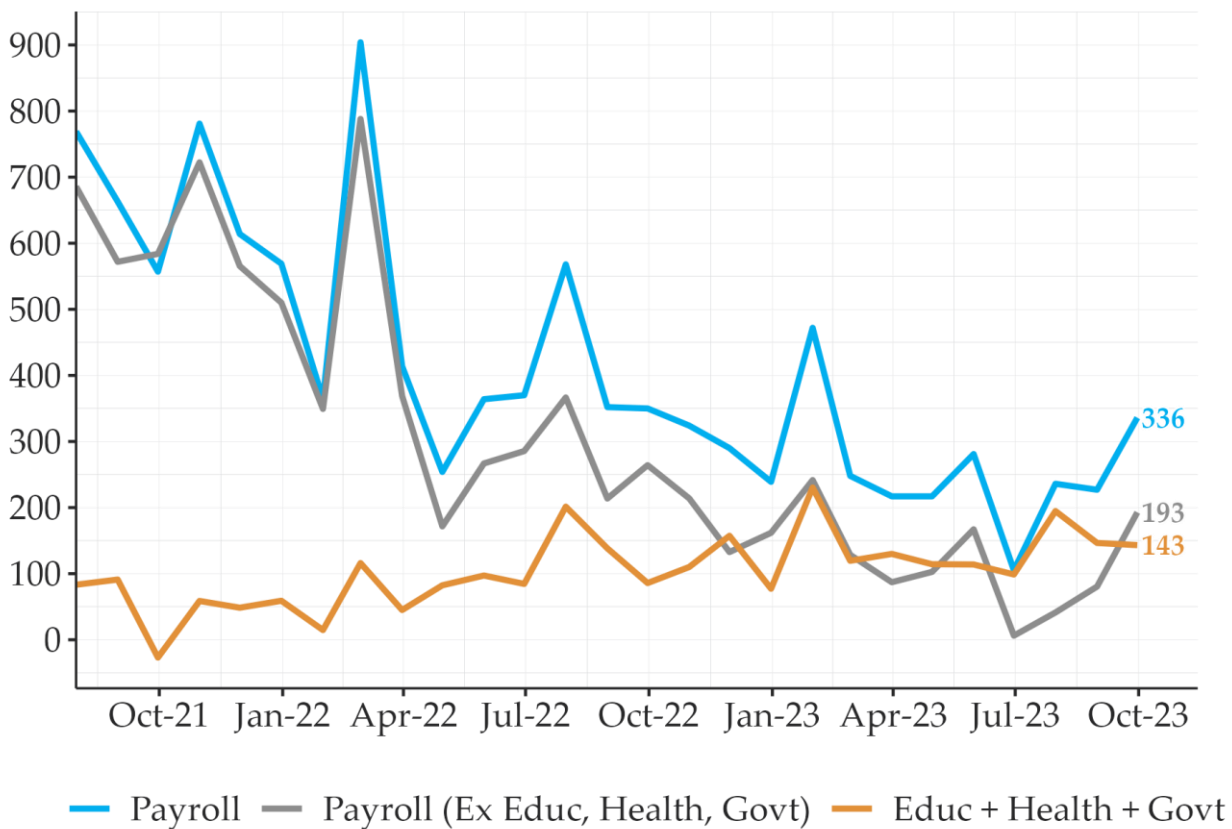
Emprego crescendo acima do PIB invalida a narrativa que AI e os ganhos de produtividade estão por trás da queda da inflação e crescimento da atividade

Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

EMPREGOS EM SETORES MAIS DIRETAMENTE LIGADOS À DEMANDA ESTÃO DESACELERANDO MAIS FORTE DO QUE A MÉDIA

US: Payroll Ex Educ., Health Care and Govt.

Last update: Sep 2023



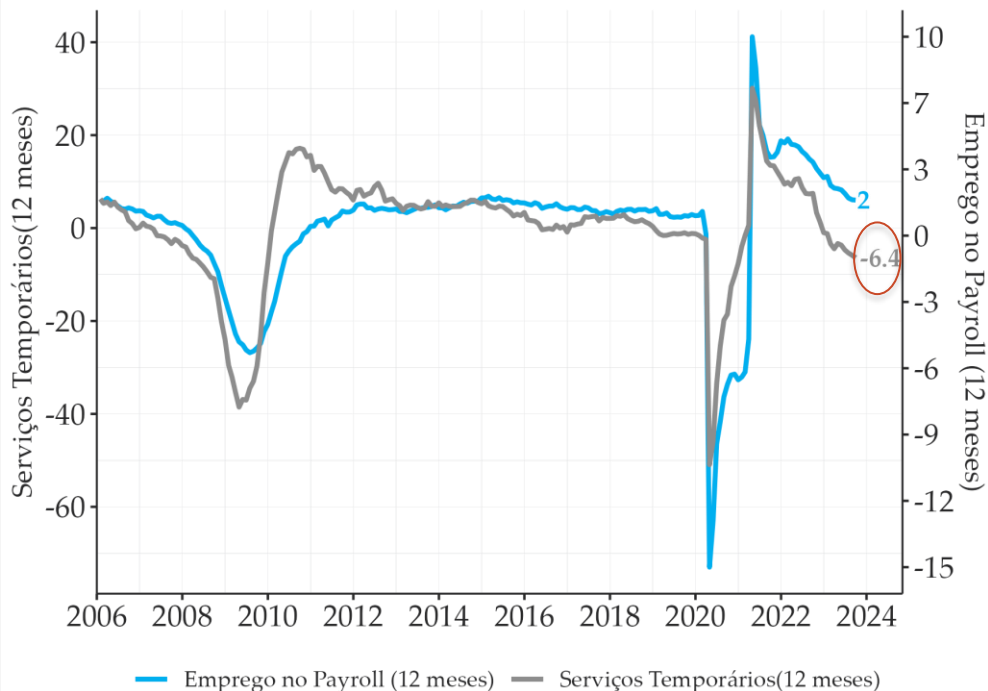
Source: Vinci Partners, Bloomberg

OUTROS SINAIS DE MODERAÇÃO NO MERCADO DE TRABALHO: DEMISSÃO DE TRABALHADORES TEMPORÁRIOS & MENOS HORAS EXTRAS

Trabalhadores temporários tendem a ser contratados e demitidos antes dos trabalhadores "permanentes"

EUA: Emprego no Payroll x Serviços Temporários

Atualizado em: set 2023 (Esq.), set 2023 (Dir.)

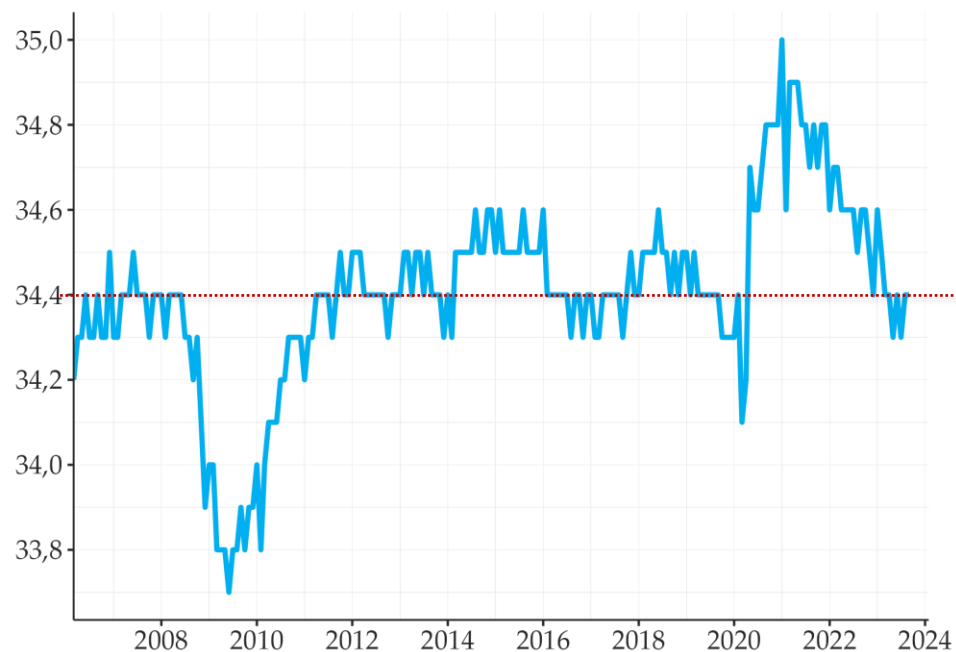


Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

Cada trabalhador empregado está trabalhando menos horas. Voltamos agora à média normal de 34,4 horas por semana

EUA: Média de Horas Trabalhadas (12 meses)

Atualizado em: set 2023



Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

US

POR QUE MESMO COM DEMANDA FORTE, A INFLAÇÃO CAIU?

1. Choque de oferta positivo
2. Fim das restrições de supply-chain
3. Pequena queda no preço das commodities
4. Nos próximos meses, queda em aluguéis

VINCI
partners



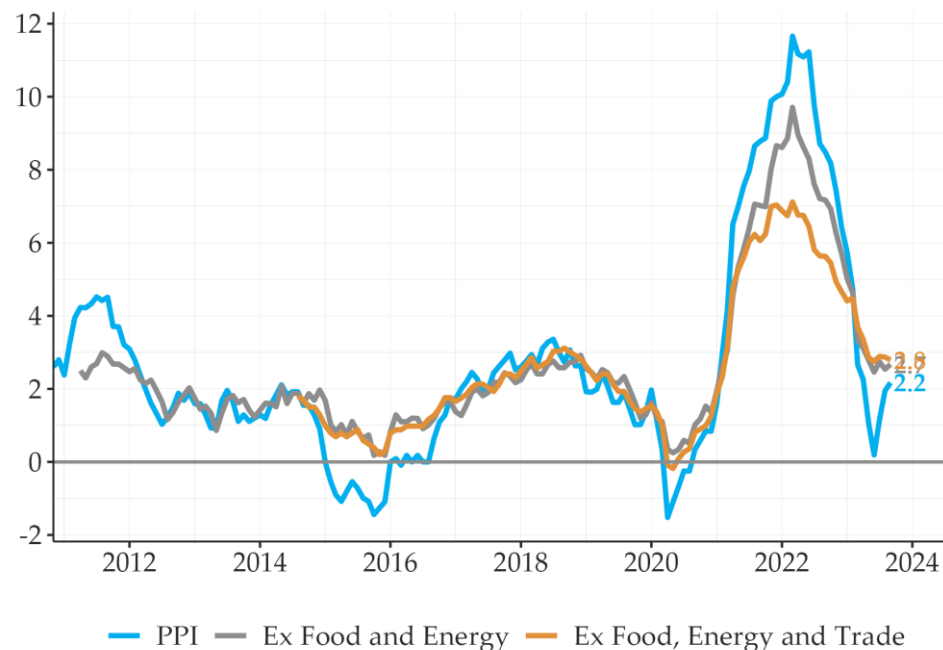
INFLAÇÃO NO ATACADO CAIU DE UM PATAMR DE DOIS DÍGITOS PARA PRÓXIMO DE ZERO OU DEFLAÇÃO, NO CASO DE BENS

Redução em problemas de supply-chain afetaram os núcleos de inflação também (carros, passagens aéreas...)

Forte queda na inflação no atacado, mesmo olhando o núcleo da inflação no atacado

EUA: PPI Cheio vs Núcleo (12 meses)

Atualizado em: set 2023

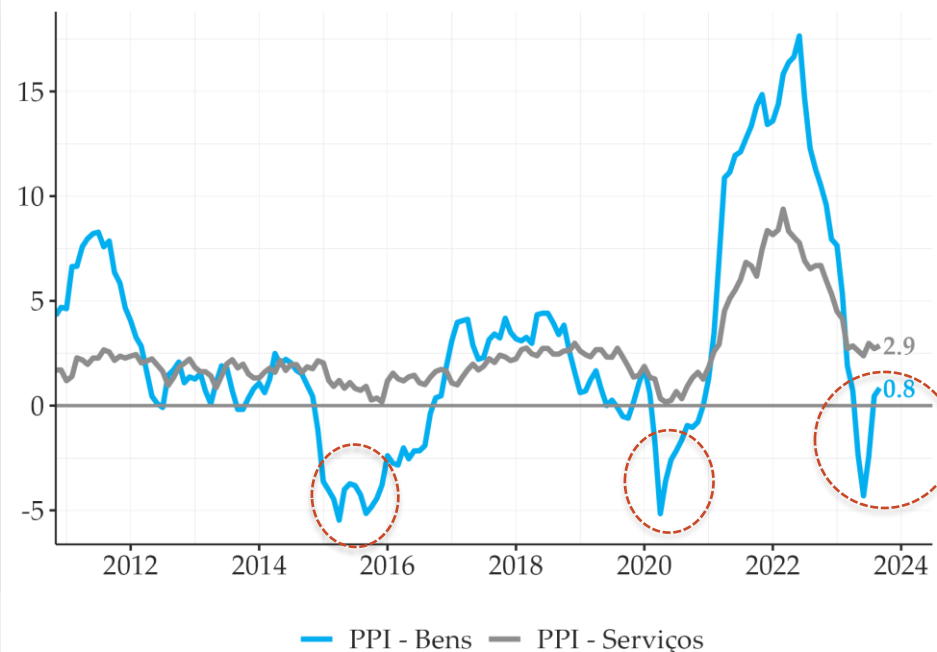


Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

Preços de bens no atacado já entraram em deflação. Essa deflação acaba afetando alguns itens do núcleo de inflação ao consumidor como passagens aéreas, serviços de transportes, carros...

EUA: PPI - Bens & Serviços (12 meses)

Atualizado em: set 2023



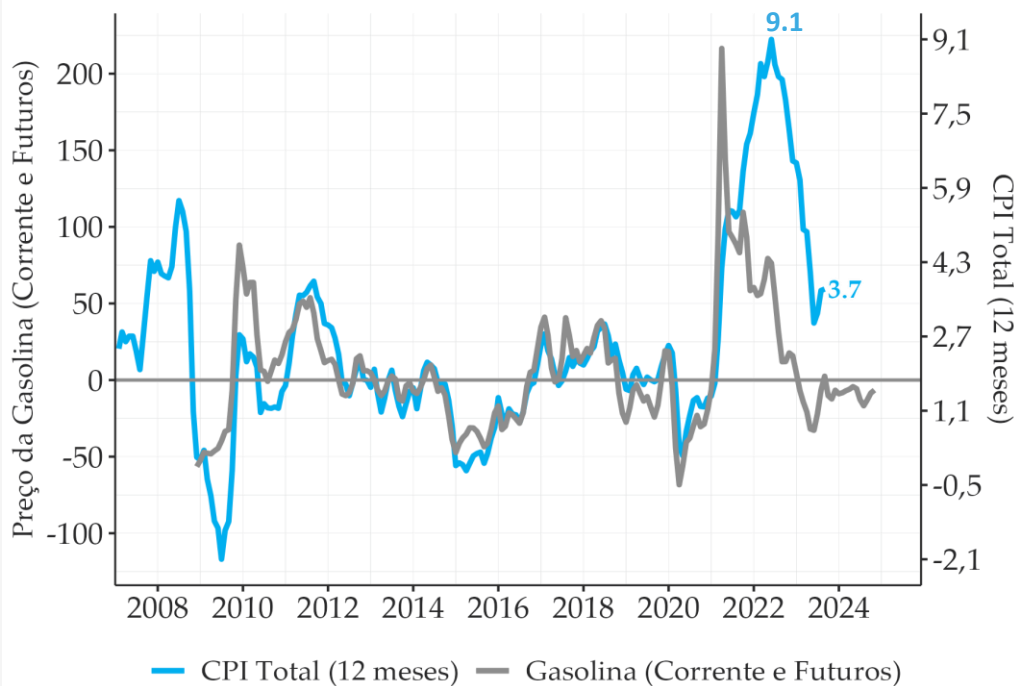
Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

QUEDA NO PREÇO DA GASOLINA PODE FAZER COM QUE A INFLAÇÃO TOTAL NOS EUA FIQUE EM TORNO DE 2%

Volatilidade do preço da gasolina é muito alta e domina a flutuação no CPI Total nos EUA. CPI Total deve seguir desacelerando

Preço Gasolina Corrente e Futuro x CPI Total

Atualizado em: nov 2024 (Esq.), set 2023 (Dir.)



Fonte: Vinci Partners, BLS, Bloomberg

Redução no "crack spread" fez com que a gasolina caísse mais do que o petróleo

EUA: Gasolina - Dólar/galão

Última Atualização: set-23
À vista & Futuro (Oct-23)



Fonte: Vinci Partners & Bloomberg

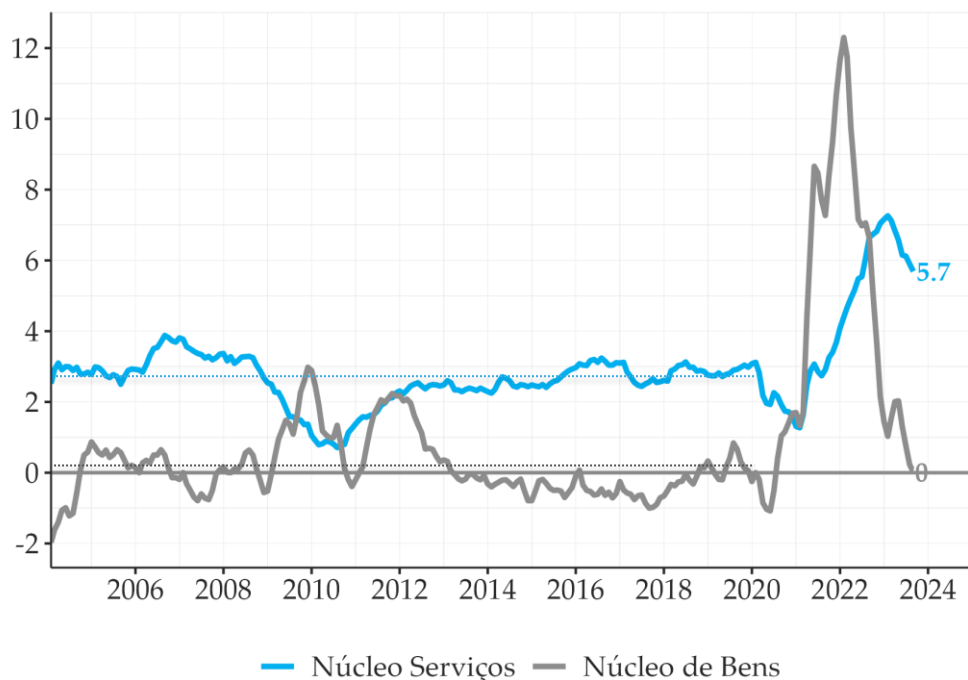
NÚCLEO DA INFLAÇÃO TAMBÉM VEM CAINDO FORTE, EXCETO A PARTE RELACIONADA A ALUGUEL

Shelter representa mais de 60% do núcleo de serviços...

A queda do núcleo foi mais concentrada em bens, mas agora o componente de aluguel começa a pressionar para baixo

Núcleos Bens vs Serviços (12 meses)

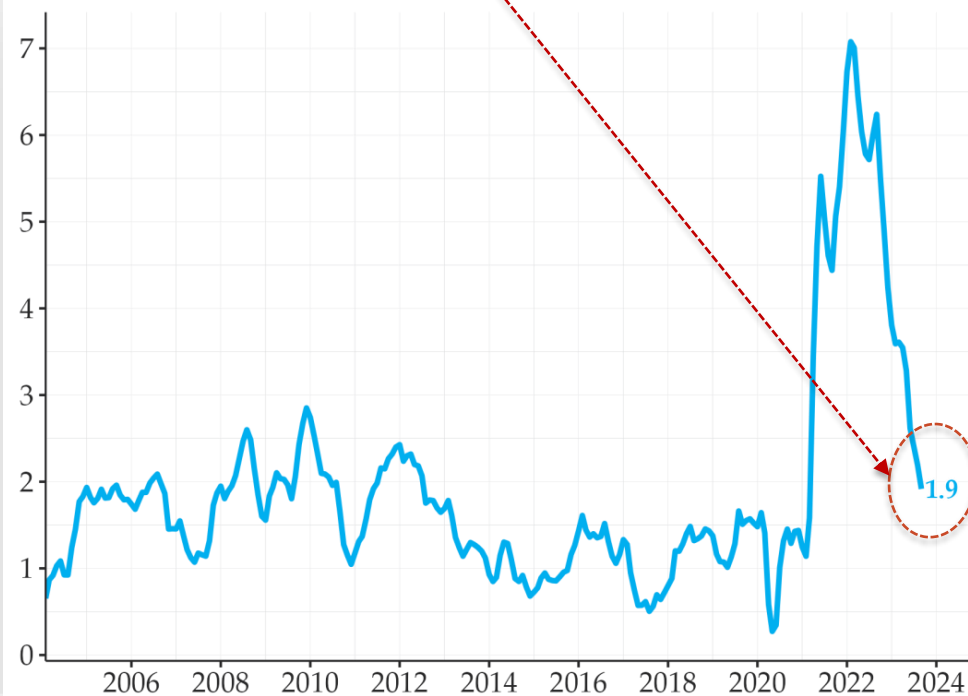
Atualizado em: set 2023



Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

EUA: CPI - Core Ex-Shelter (12 meses)

Atualizado em: set 2023



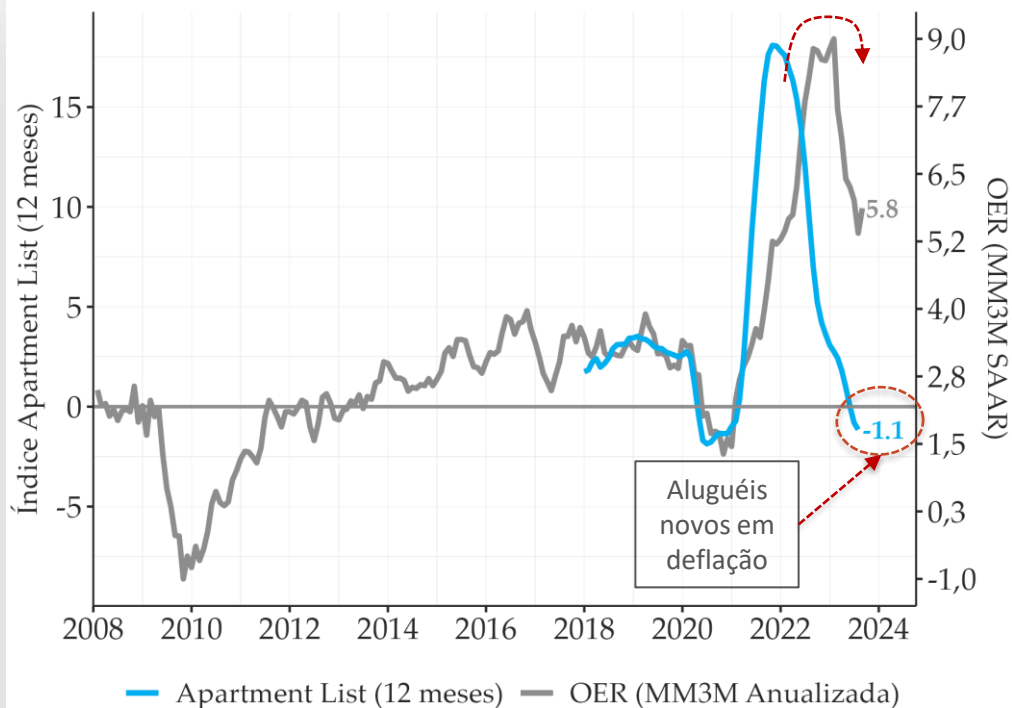
Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

INFLAÇÃO DE ALUGUEL DEVE CAIR FORTE NOS PRÓXIMOS SEIS MESES

Comportamento do aluguel no CPI (Owners Equivalent Rent) nos últimos três meses anualizado já mostra desaceleração forte de 9% para 5.8%

EUA: Índice Apartment List x Componente OER

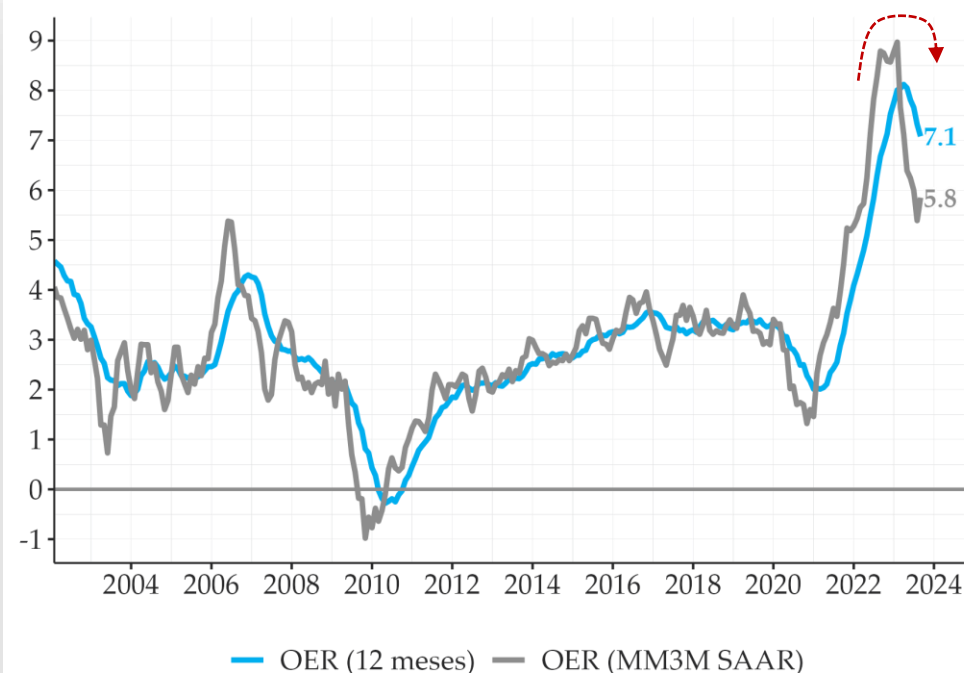
Atualizado em: ago 2023 (Esq.), set 2023 (Dir.)



Fonte: BLS, Apartment List

EUA: CPI Serviços - Owners Equivalent Rent

Atualizado em: set 2023

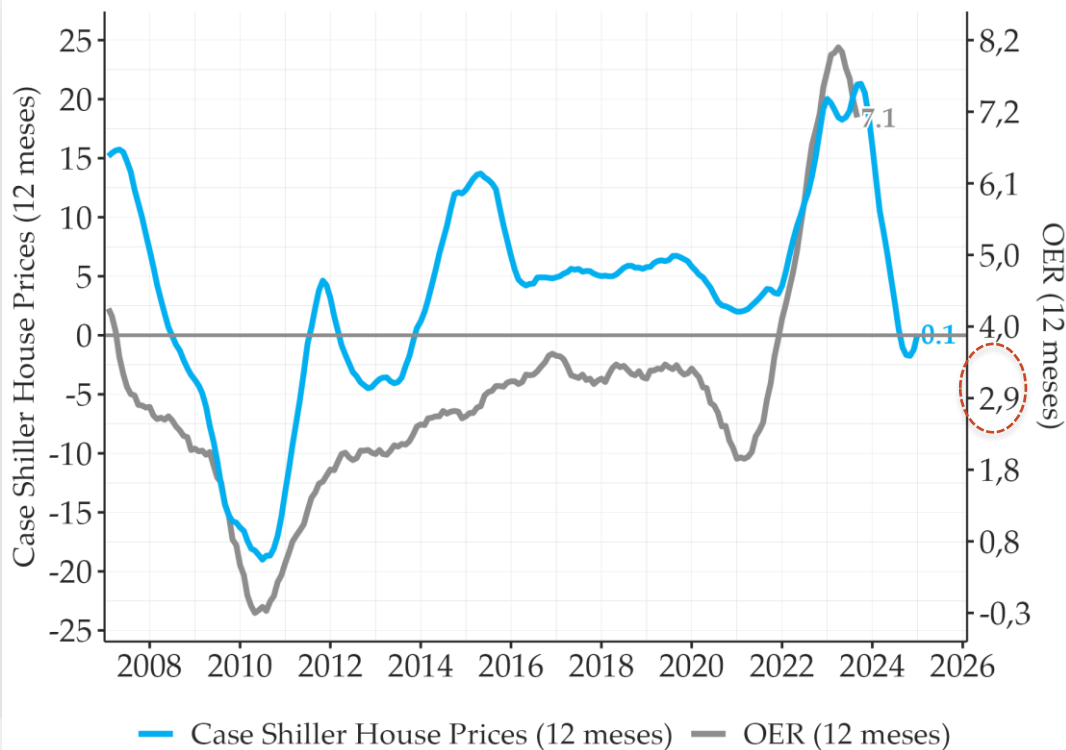


Fonte: Vinci Partners & BLS

PARA ONDE ESTÁ INDO O NÚCLEO DO CPI? EX-ALUGUEL (SHELTER) JÁ ESTÁ EM 1,9%... SHELTER (OER) ESTÁ CAMINHANDO PARA 3%...

EUA: Índice de Preço de Casas Case-Shiller x Inflação OER

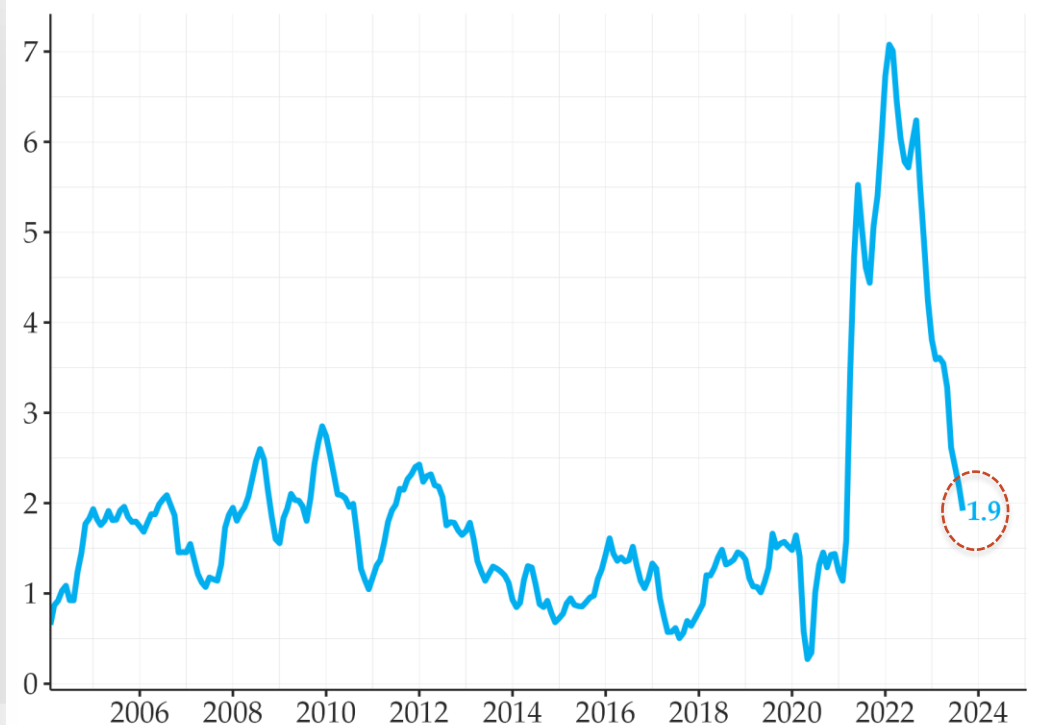
Atualizado em: jan 2025 (Esq.), set 2023 (Dir.)



Fonte: Vinci Partners, BLS, Bloomberg

EUA: CPI - Core Ex-Shelter (12 meses)

Atualizado em: set 2023



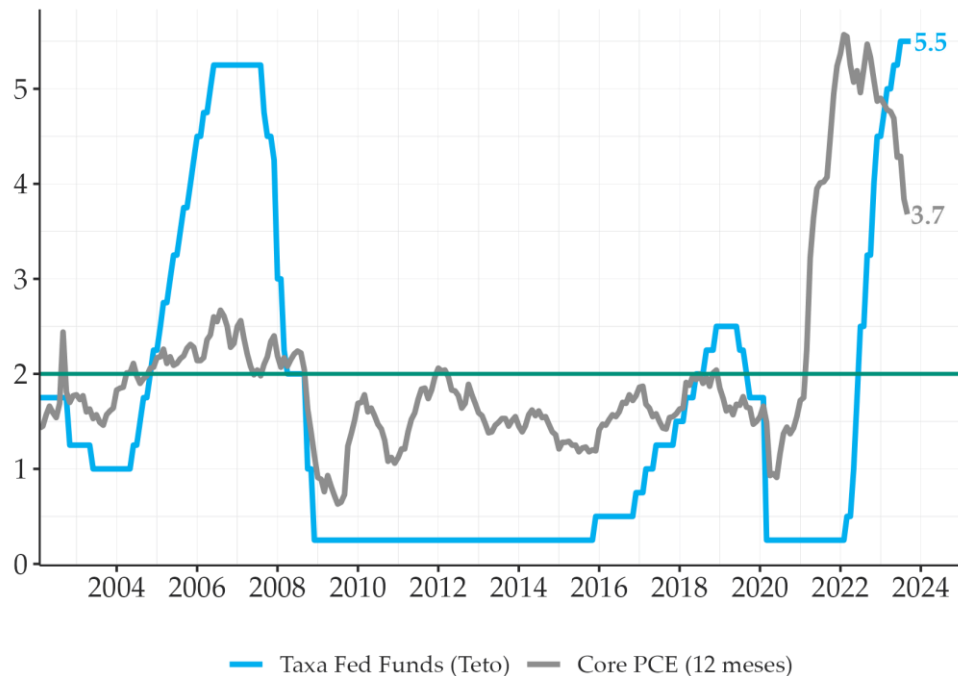
Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

META DO FED DE 2% É PARA O NÚCLEO DO PCE, QUE TAMBÉM ESTÁ EM QUEDA (DEFLATOR DO CONSUMO DO PIB).

Núcleo do PCE já se aproximou de 2% utilizando os dados dos últimos três meses dessazonalizado e anualizado

EUA: Núcleo PCE x Taxa Fed Funds

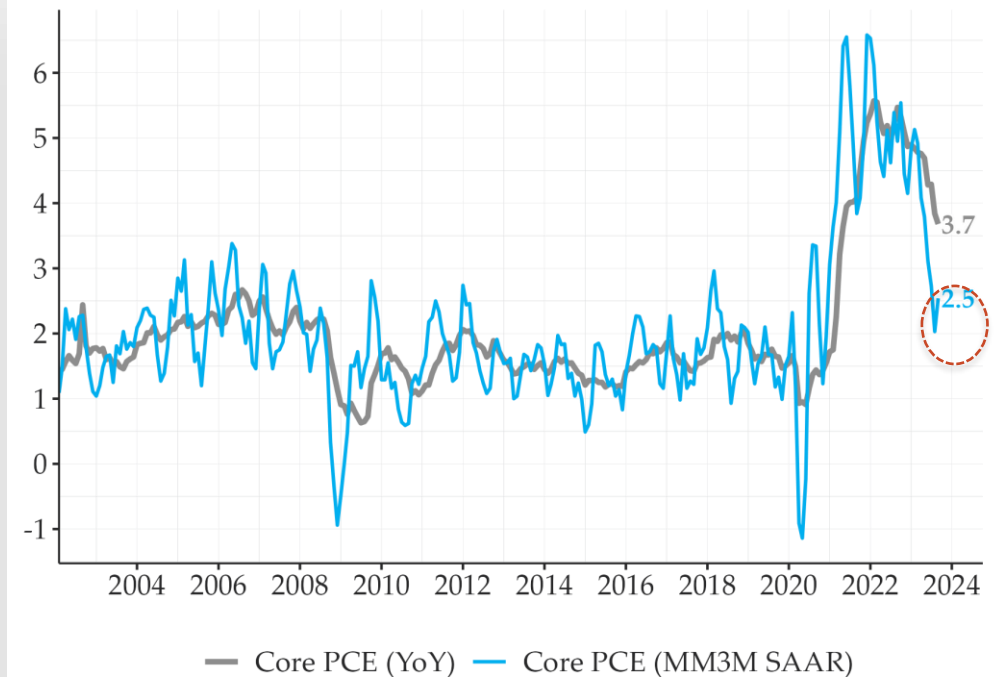
Atualizado em: out 2023



Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

EUA Nucleo PCE: 12 Meses vs MM3M SAAR

Atualizado em: set 2023



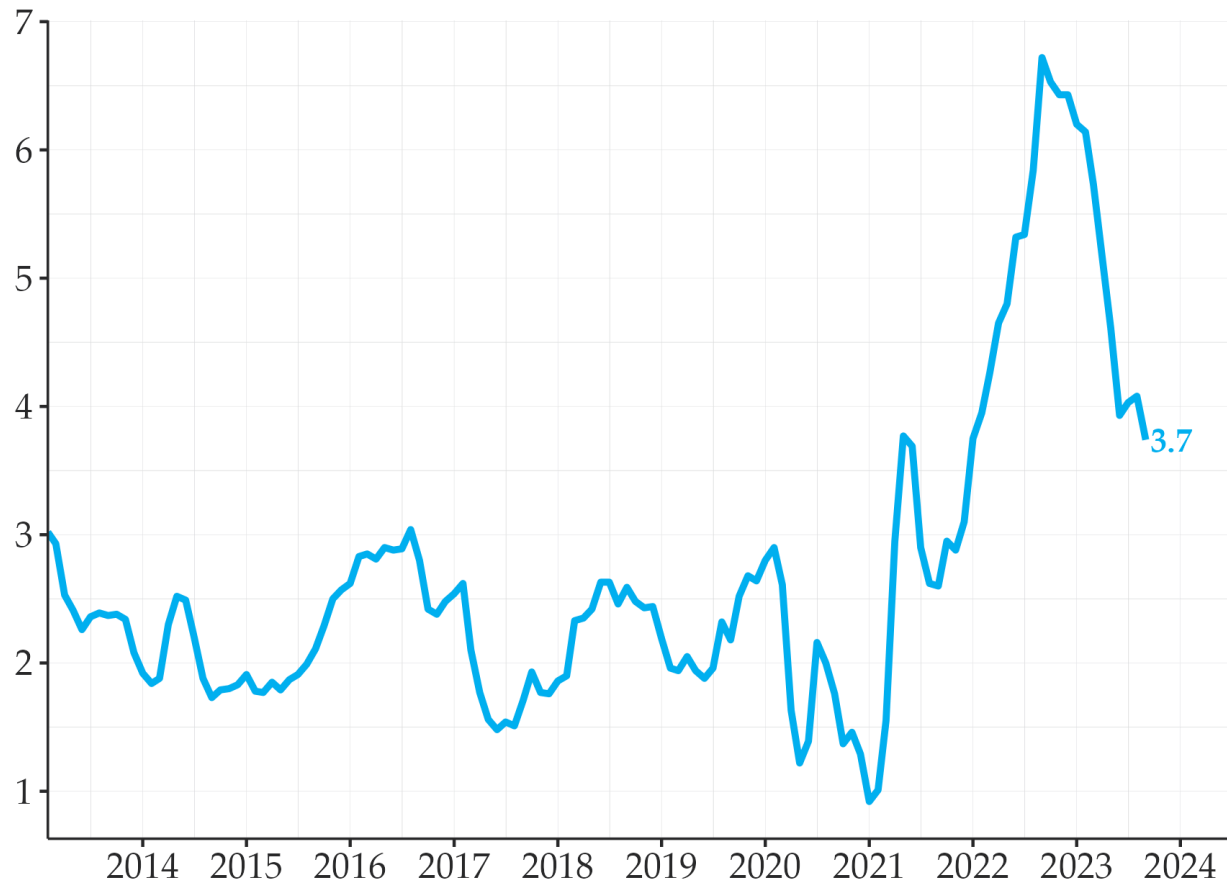
Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

SUPERCORE: NÚCLEO DO CPI DE SERVIÇOS EX-ALUGUEL

Número um pouco acima do esperado no último mês ainda não parece suficiente para decretar o fim da tendência de queda.

EUA: Núcleo de Serviços Ex Moradia

Atualizado em: set 2023



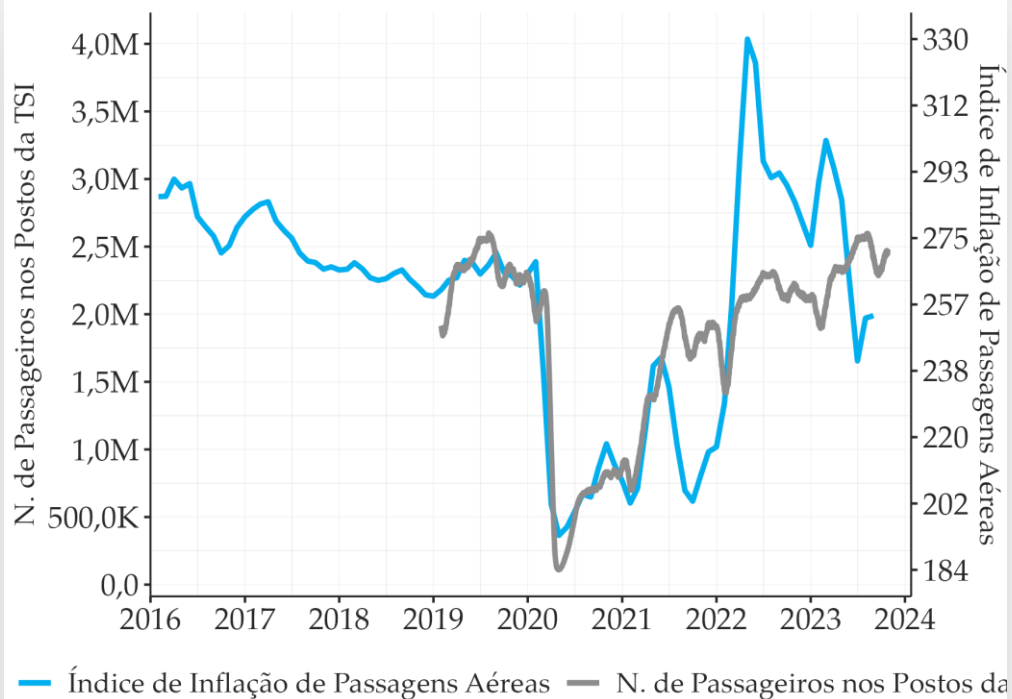
Fonte: Vinci Partners, BLS

DOIS EXEMPLOS DE COMO A DEFLAÇÃO CHEGOU AO NÚCLEO DE INFLAÇÃO: PASSAGENS AÉREAS E CARROS

Carros usados seguem em deflação; inflação de carros novos é zero nos últimos 4 meses. No caso de passagens aéreas, apesar da demanda forte (TSA) houve queda de 25% nos preços

Passageiros nos Postos da TSA x Índice de Inflação de Passagens Aéreas

Atualizado em: out 2023 (Esq.), set 2023 (Dir.)



Fonte: Vinci Partners, TSA

EUA: Índice do CPI - Carros Novos x Usados

Atualizado em: set 2023



Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

Juros US

Se a inflação vem caindo, por que os juros longos subiram nos últimos meses?

1. Aumento do “teto da dívida”
2. Economia ainda forte
3. Finalmente atenção ao “high for longer” do Fed? (em função do item 1?)

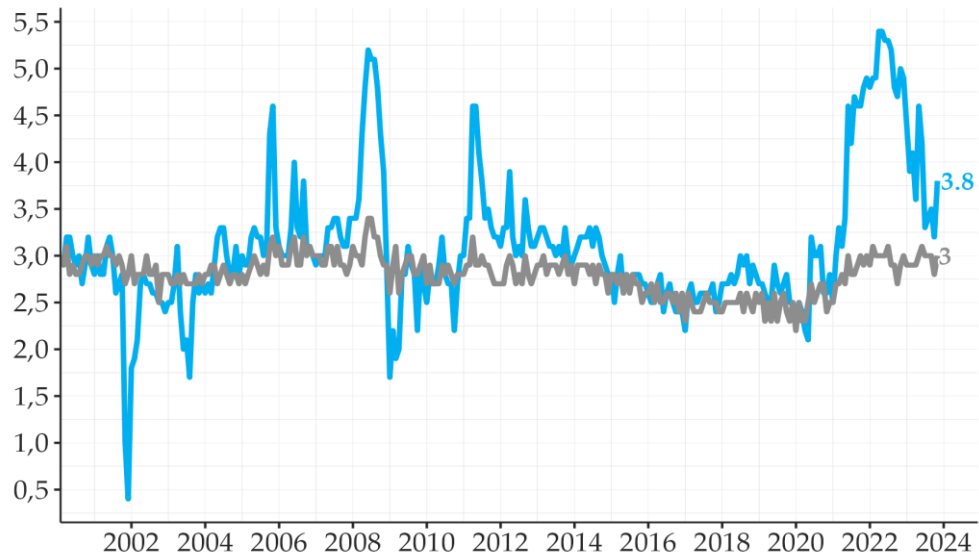


EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO IMPLÍCITA SEGUEM ANCORADAS OSCILANDO EM TORNO DE 2-2,5% PARA OS PRÓXIMOS 10 ANOS

Expectativa de inflação do consumidor não caiu tanto quanto a expectativa de mercado. Preço dos combustíveis tende a influenciar mais fortemente essa pesquisa

EUA: Michigan - Expectativa de Inflação do Consumidor

Atualizado em: out 2023



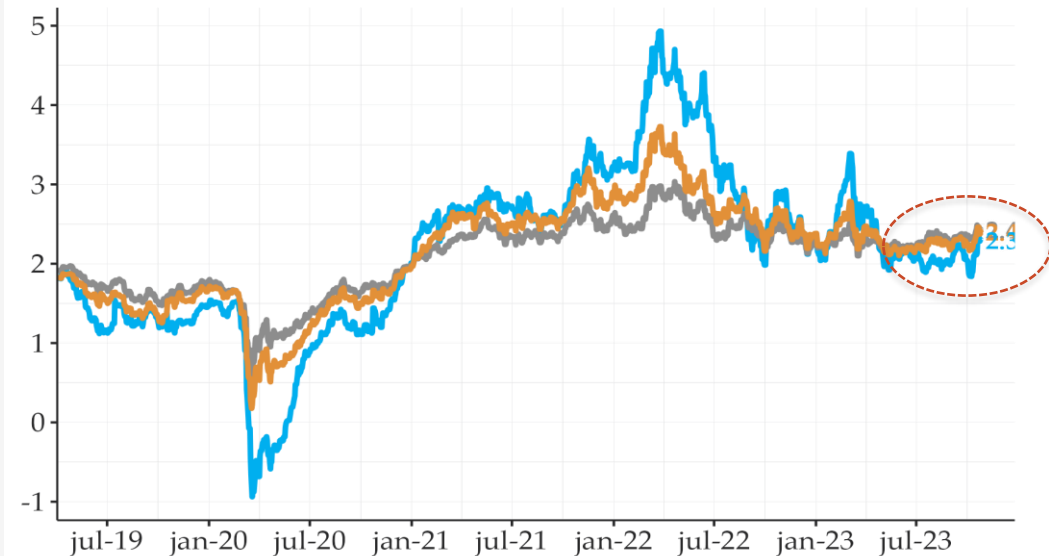
— Expectativa de Inflação 1 Ano — Expectativa de Inflação 5-10 Anos

Fonte: Vinci Partners & Michigan University

Inflações implícitas para os próximos 2,5 e 10 anos seguem na região de 2-2,5%

EUA: Inflação Implícita - 2, 5 e 10 Anos

Atualizado em: 27-out-23



— Implícita 2 Anos — Implícita 10 Anos — Implícita 5 Anos

Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

A ALTA NAS TAXAS DE JUROS DA CURVA FORAM ALTAS NO JURO REAL, NÃO NA EXPECTATIVA DE MAIS INFLAÇÃO NO FUTURO

Fed perto do final? Com implícitas em torno de 2-2,5% para os próximos anos essa taxa terminal do Fed Funds equivale a um juro real curto perto de 3%

EUA: Taxa de Juros Terminal Implícita

Atualizado em: 27-out-23



Fonte: Vinci Partners, Morgan Stanley

Taxa de juro real de 10 anos está no valor mais alto desde 2010. Essa alta pode potencializar os efeitos contracionistas da política monetária no futuro próximo

EUA: Taxa de Juros Real de 10 Anos

Atualizado em: 27-out-23

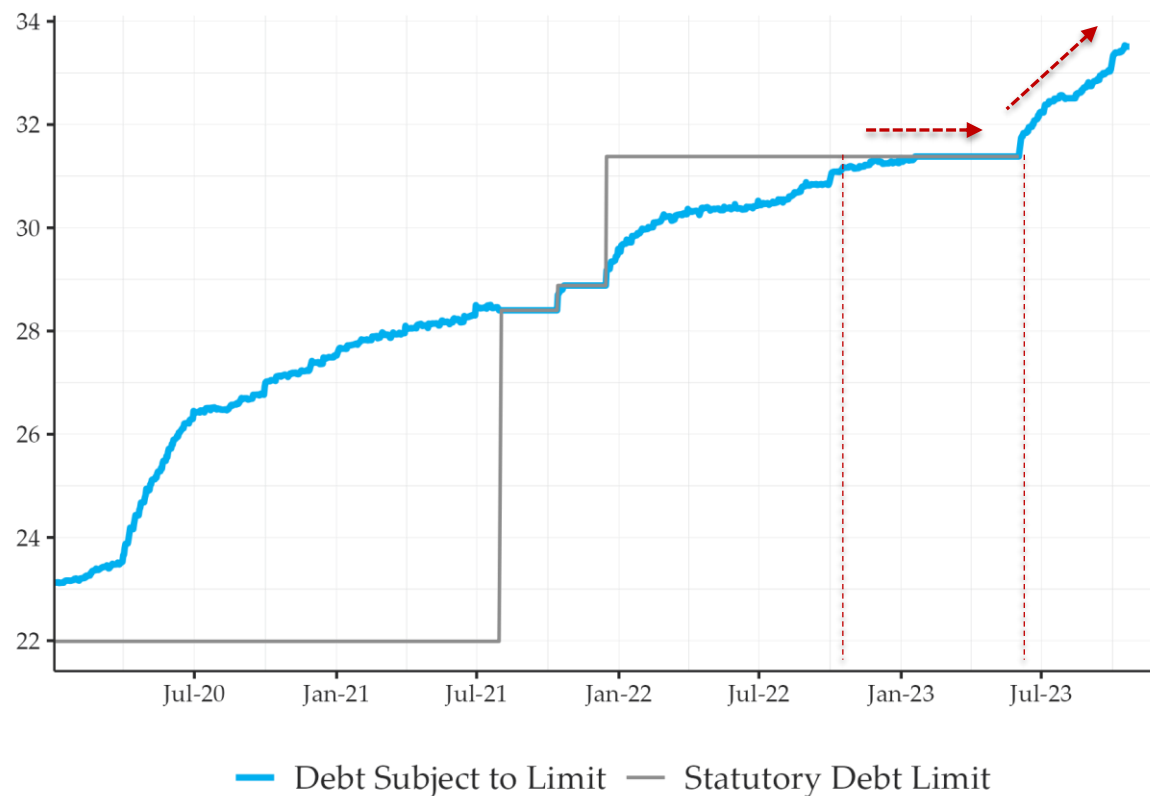


Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

POR QUE A ALTA DE JUROS? CRENÇA REPENTINA NO “HIGH FOR LONGER”? OU LEILÕES DE US TREASURIES MUITO GRANDES DEPOIS DO CONGRESSO AUMENTAR O TETO DA DÍVIDA?

US: Total Debt Outstanding and Debt Ceiling

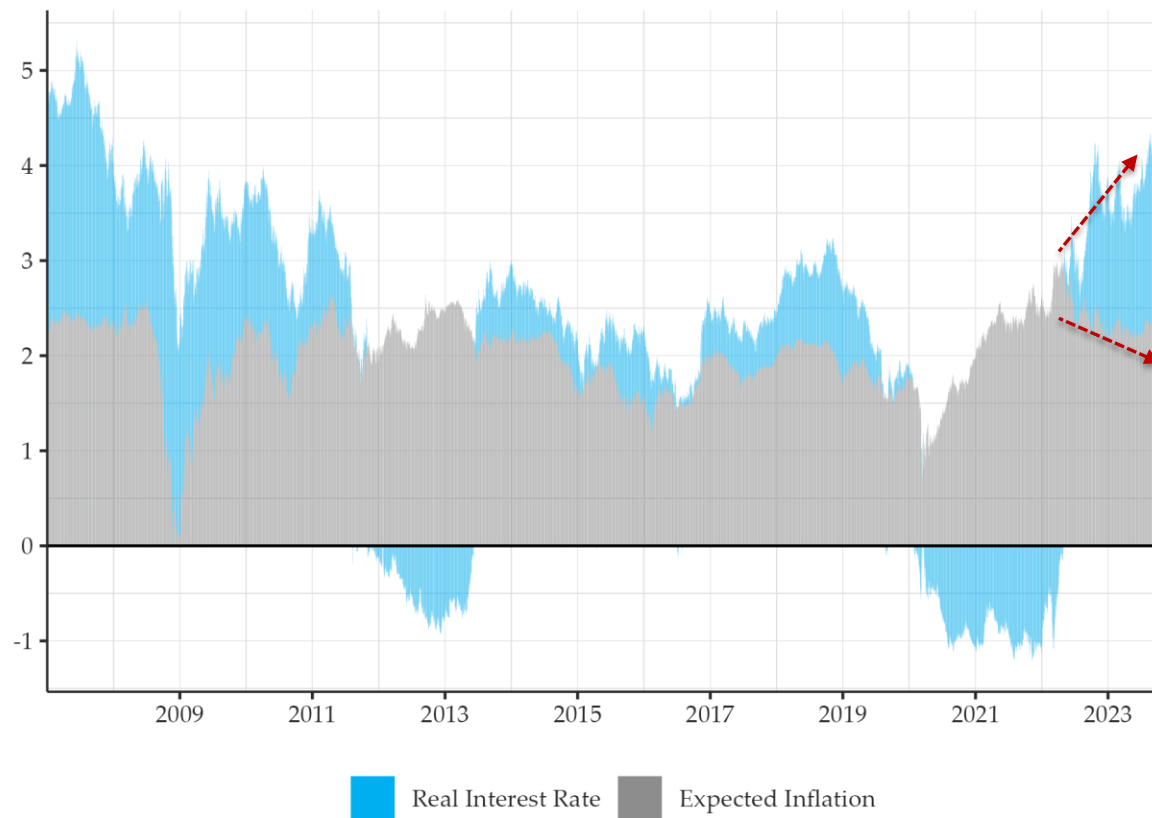
Last update: Oct 2023



Source: Vinci Partners, Bloomberg

US Treasury 10y: Juro Real + Exp Inflação

Last update: 27-Oct-23



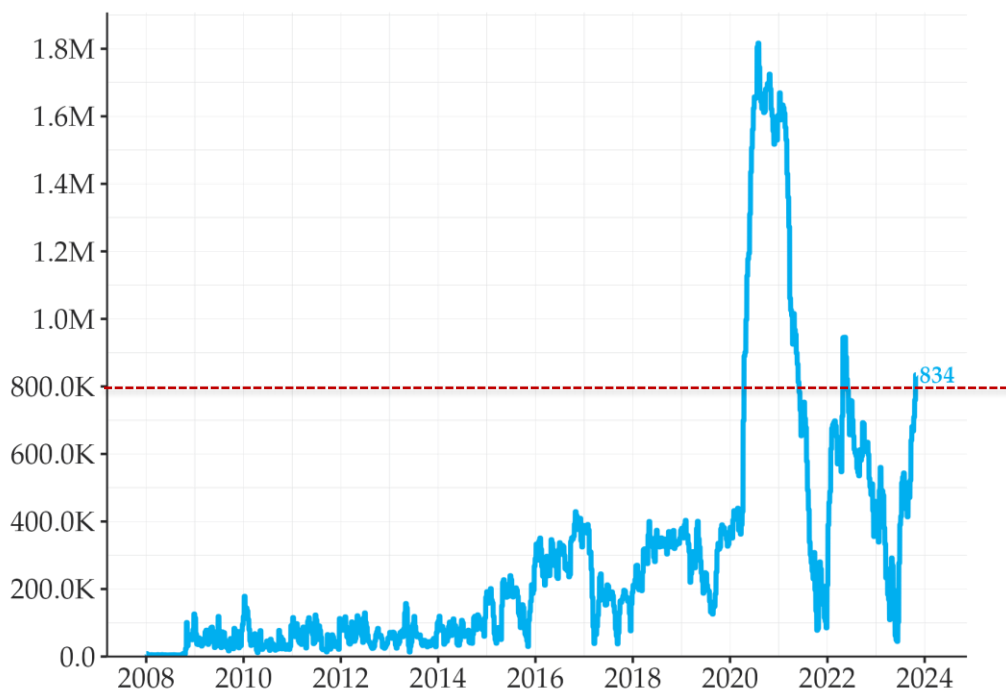
Source: Vinci Partners, Bloomberg

LEILÕES FORAM GRANDES POR CAUSA DO DÉFICIT ELEVADO E TAMBÉM PARA RECOMPOR O CAIXA DO TESOURO (3% DO PIB)

Caixa do Tesouro já foi de próximo de zero para mais de USD 700b. Yellen gosta de caixa em torno de USD 800b

EUA: Caixa do Tesouro - Milhões

Atualizado em: 27-out-23

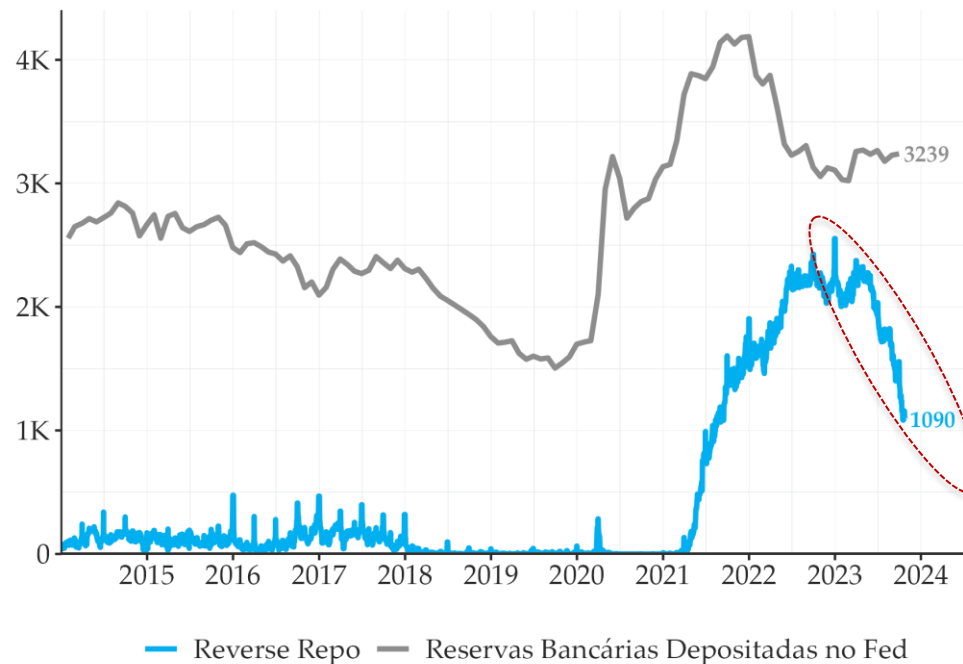


Fonte: Bloomberg, US Treasury

QT + aumento do caixa do Tesouro vêm fazendo com que o Reverse Repo depositado no Fed caia

EUA: Liquidez - Fed Reverse Repo e Reservas Bancárias no Fed (Bilhões)

Atualizado em: 27-out-23



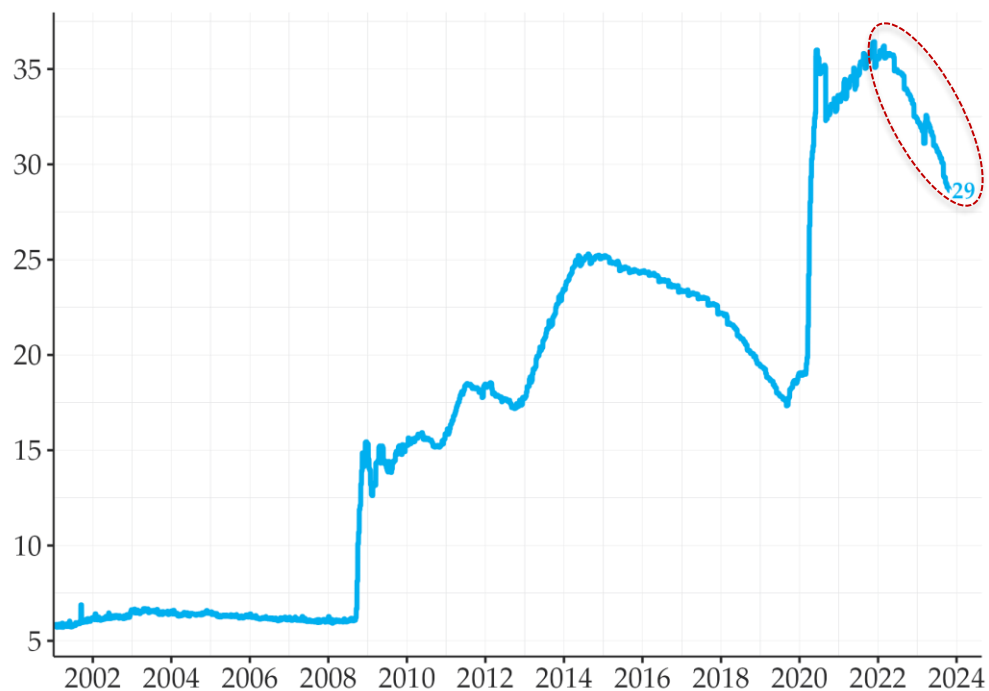
Fonte: Bloomberg, US Treasury, Fed

EXCESSO DE LIQUIDEZ VEM SENDO PROGRESSIVAMENTE ENXUGADO

Até onde vai o ajuste do balanço do Fed?

EUA: Balanço do Fed (% PIB)

Atualizado em: out 2023

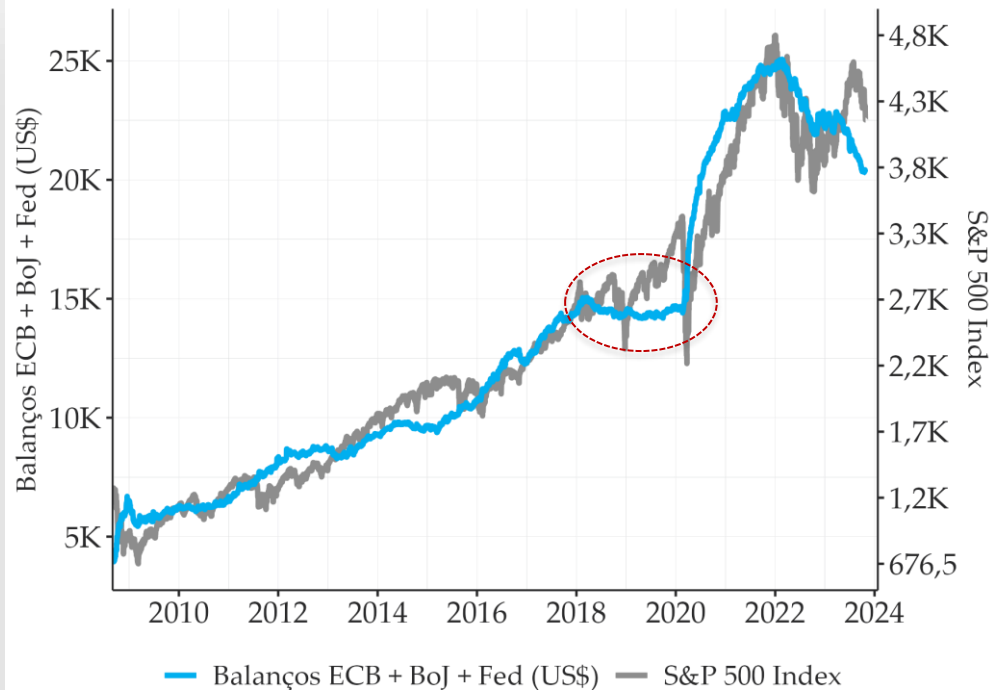


Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

Queda no estoque de moeda pode levar a uma queda no preço dos ativos?

Balanços: FED + ECB + BoJ

Atualizado em: out 2023 (Esq.), out 2023 (Dir.)

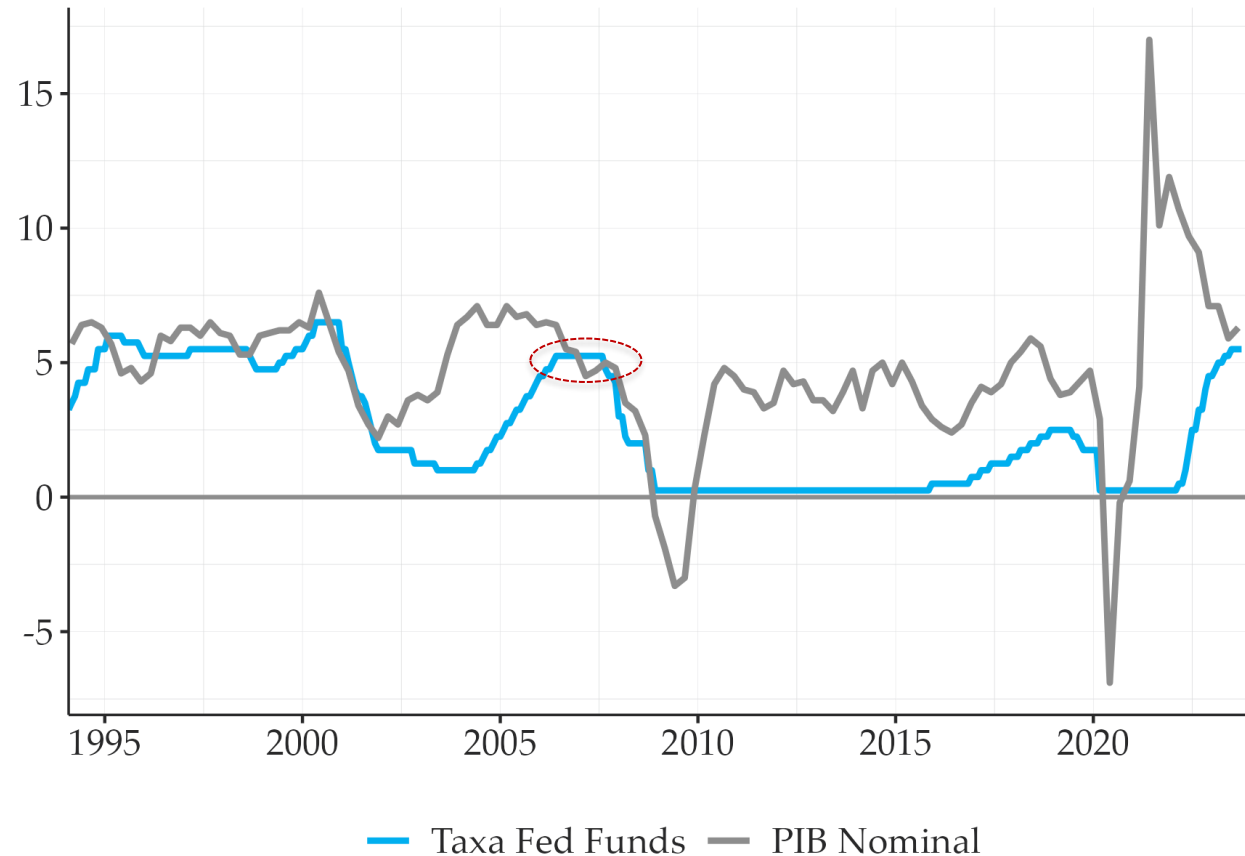


Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

ATÉ ONDE PODE IR A TAXA DE JUROS? QUANDO A TAXA DE JUROS FICA MAIOR DO QUE O PIB NOMINAL, É HORA DE ATENÇÃO.

EUA: PIB Nominal x Taxa Fed Funds

Atualizado em: out 2023



Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

Na média, o cashflow da economia cresce como o PIB nominal. Quando a taxa de juros está muito abaixo desse cashflow nominal, criam-se bolhas (o valor presente do cashflow esperado futuro sobe muito). Quando a taxa de juros nominal fica acima do crescimento nominal do PIB, há mais risco da “bolha” furar.

EUROPA & CHINA: ATIVIDADE EM 2023 VEM SENDO MELHOR DO QUE SE ESPERAVA NO INÍCIO DO ANO



Depois de um período de coordenação global, as diferentes regiões do mundo começam a se descorrelacionar, apesar da tendência global de desaceleração. Fim do Covid-Zero na China e estoques de gás cheios na Europa foram surpresas positivas para o crescimento em 2023



Mesmo com moderação no crescimento, o nível de preço das commodities deve se manter elevado. Mas a inflação de commodities poderá cair com a moderação no ritmo de crescimento.

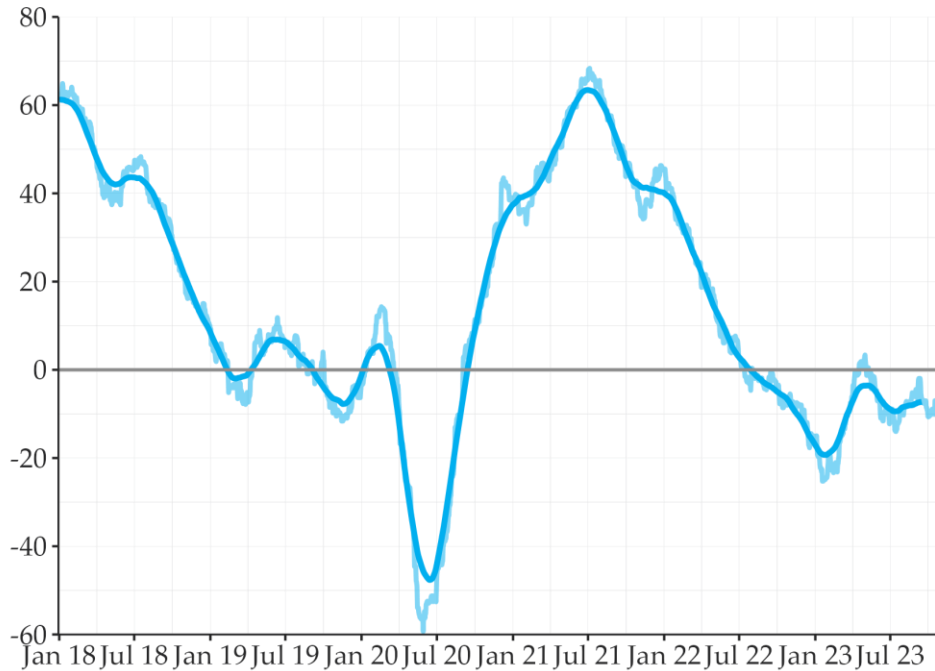
GLOBAL VINCI LEADING INDICATOR

Ciclo global coordenado ficou para atrás. Agora cada região do mundo tem uma dinâmica distinta.

Indicador antecedente global

Global: Vinci Leading Indicator - Diário

Indicador Diário & Média Móvel de 90 Dias

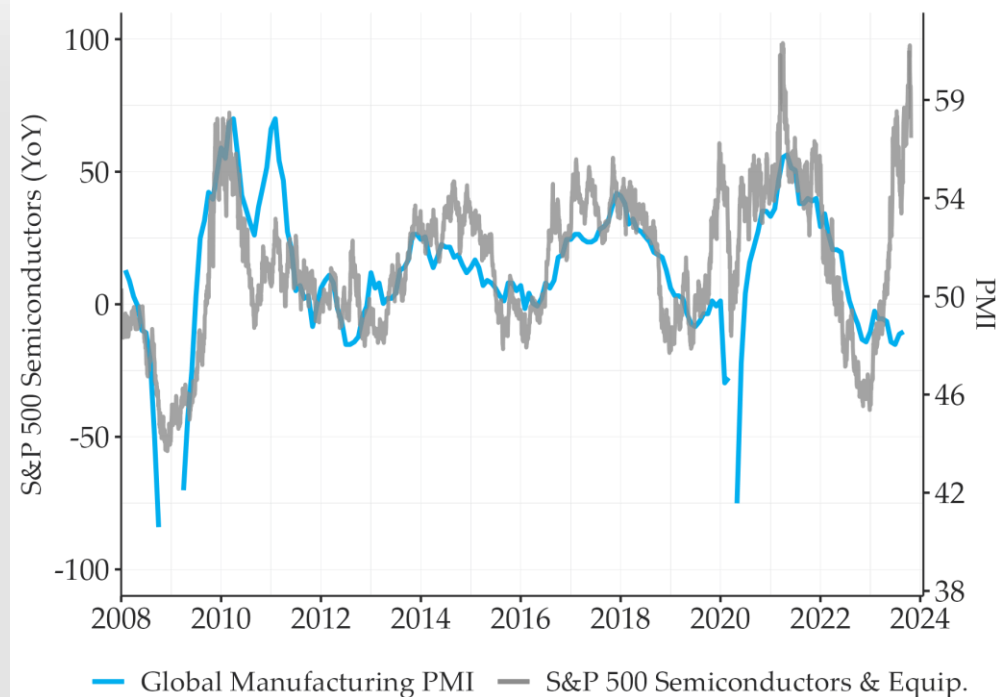


Fonte: Vinci Partners

Índice de Semicondutores antecipa ciclo global

S&P 500 Semiconductors & Global Manufacturing PMI

Last update: Oct 2023 (LHS), Sep 2023 (RHS)



Source: Vinci Partners, Bloomberg

EUROPE VINCI LEADING INDICATOR

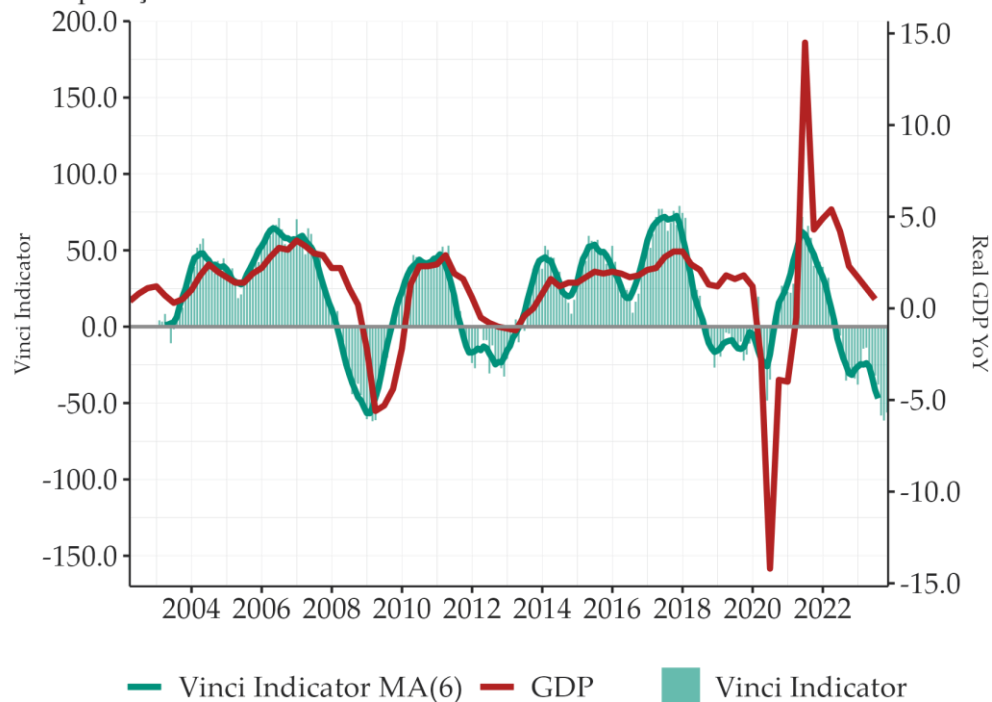
CHOQUE DE ENERGIA NÃO LEVOU À RECESSÃO EM 2023



Indicador Mensal

EU: Vinci Leading Indicator

Comparação entre o Indicador e o PIB YoY



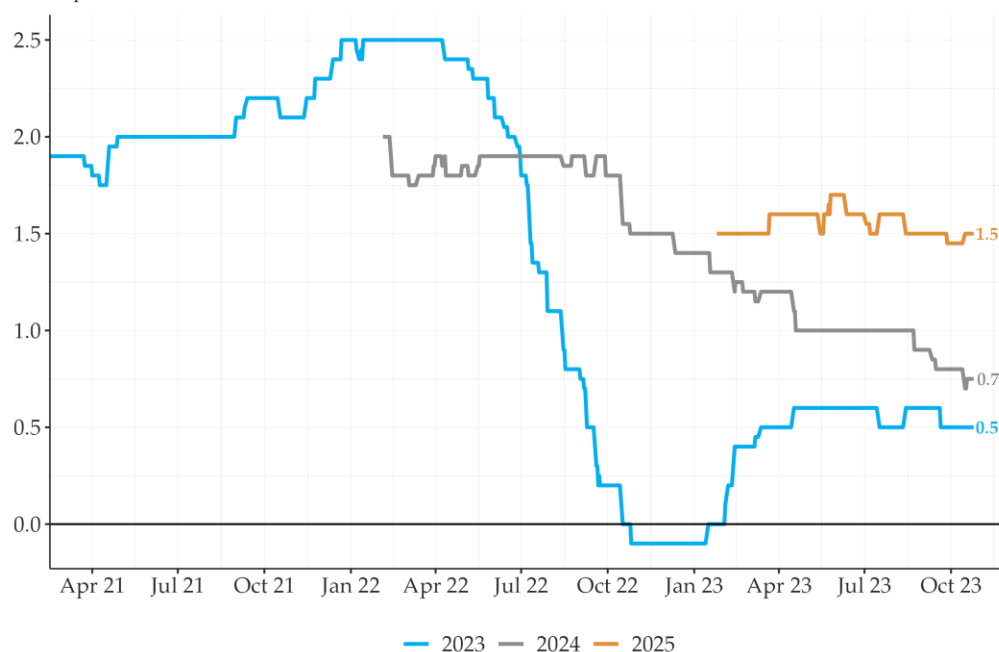
Fonte: Eurostat & Formulação Vinci Partners



Expectativa de Crescimento

Europe: GDP BGG Forecast Annual

Last update: Oct 2023



Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

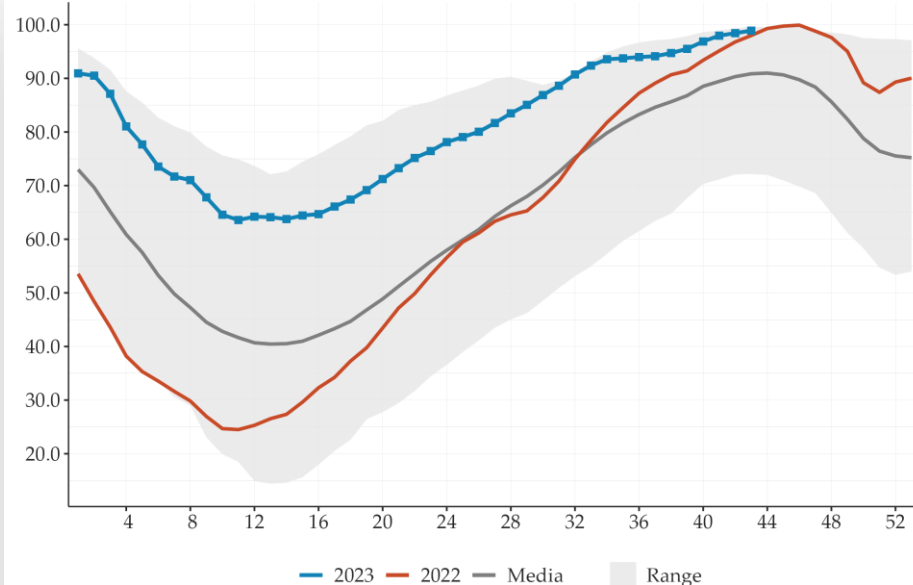
CHOQUE DO GÁS NA EUROPA NÃO FOI CATASTRÓFICO

Redução significativa do consumo de gás e busca de fontes alternativas (LNG) permitiram que estoques subissem mesmo sem oferta de gás pela Rússia. Estoques estão perto dos níveis máximos e não deve haver problema de abastecimento para o próximo inverno

Estoques de gás no inverno de 2023 muito acima dos estoques de 2022

Evolução do Estoque de Gas Natural - Alemanha

Comportamento sazonal desde 2012. Em % da capacidade total.

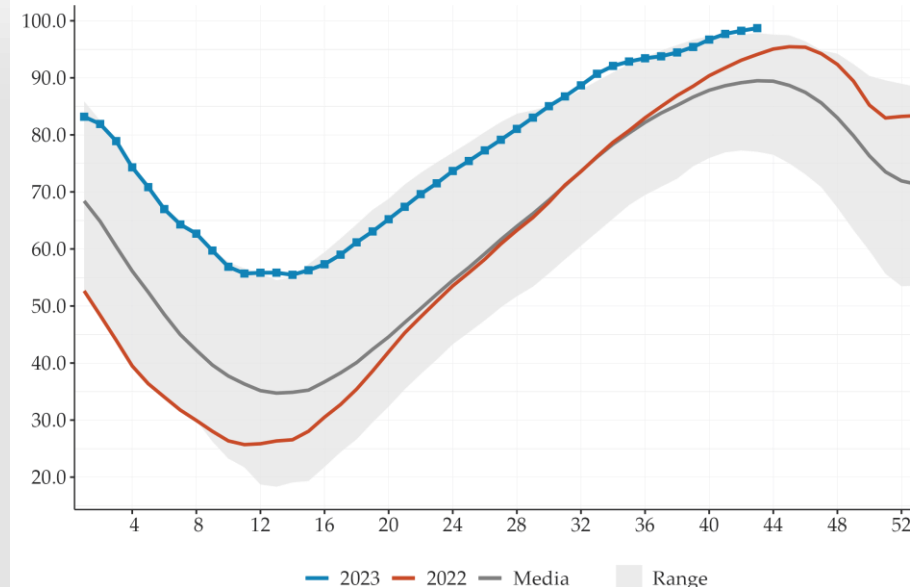


Fonte: GIE - Aggregated Gas Storage Inventory, Vinci Partners

Estoques de gás na Europa estão batendo recordes de alta para essa época do ano

Evolução do Estoque de Gas Natural - Europa

Comportamento sazonal desde 2012. Em % da capacidade total.



Fonte: GIE - Aggregated Gas Storage Inventory, Vinci Partners

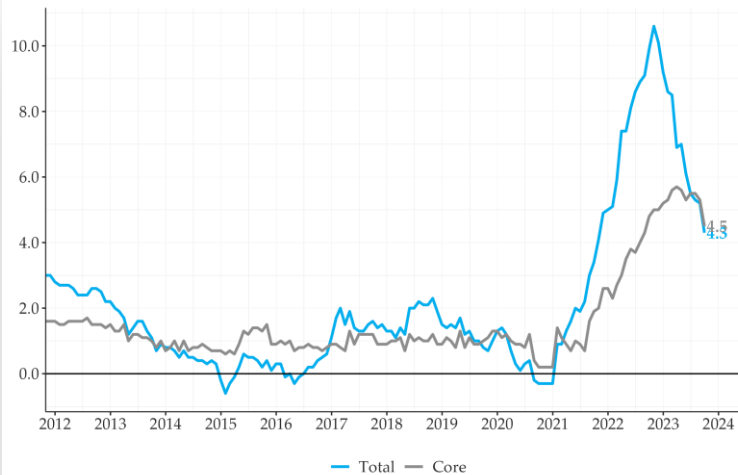
ENERGIA TEVE IMPACTO MUITO RELEVANTE NA INFLAÇÃO

No pior momento da incerteza do abastecimento do gás, o preço dessa commodity subiu acentuadamente, deixando uma marca significativa nos números de inflação

Energia chegou a subir mais de 40% yoy na inflação da Europa

Europe: CPI and Core CPI YoY

Last update: Sep 2023



Fonte: Vinci Partners, Eurostat, Bloomberg

Inflação implícita de 10 anos na Europa foi afetada significativamente pelo choque de energia

EU: 5Y5Y Forward Inflation

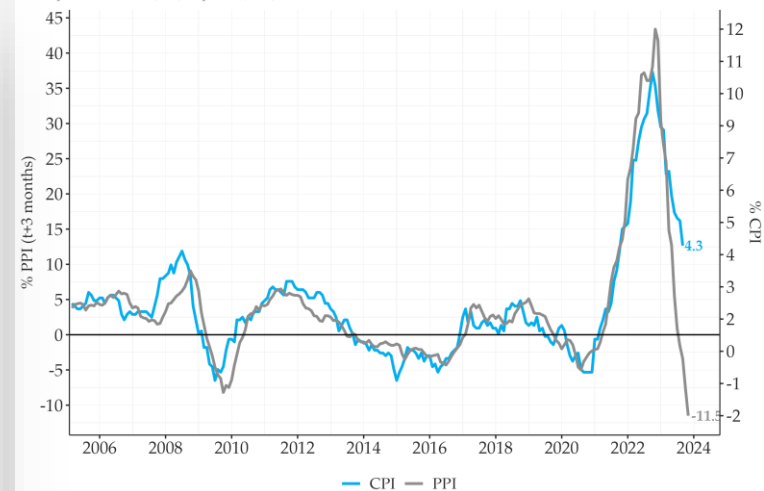
Last update: Sep 2023



Desinflação do CPI da Europa vai seguir a forte queda nos preços do atacado

Europe: Producer and Consumer Prices YoY

Last update: Nov 2023 (IHS), Sep 2023 (RHS)



Source: Vinci Partners, Bloomberg

CHINA VINCI LEADING INDICATOR

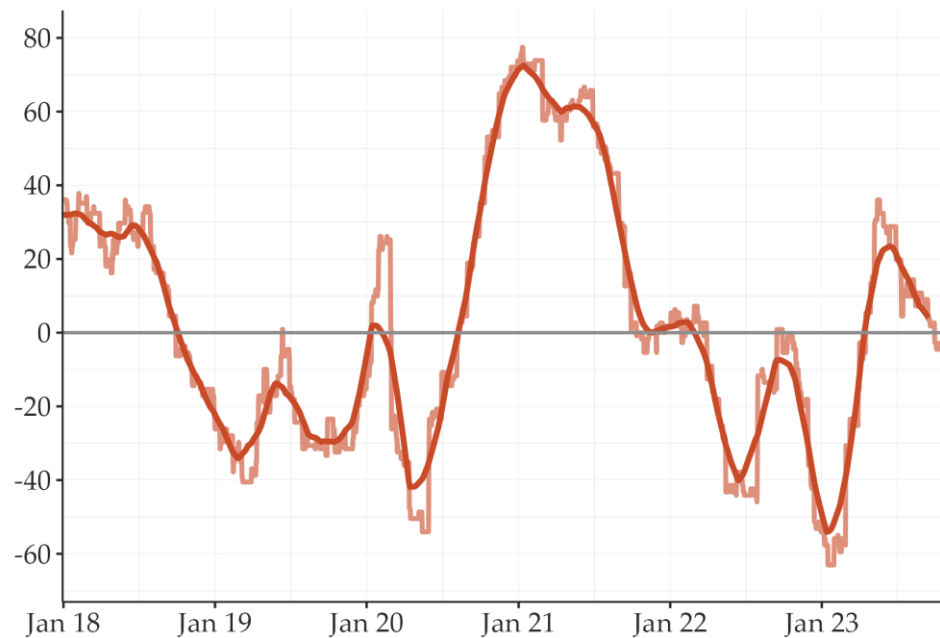
Crescimento da reabertura pós-Covid está perdendo o fôlego?

Depois da recuperação pós-Covis, dados econômicos da China vem decepcionando

China: Vinci Leading Indicator - Diário

Atualizado em: 27-out-23

Indicador Diário & Média Móvel de 90 Dias

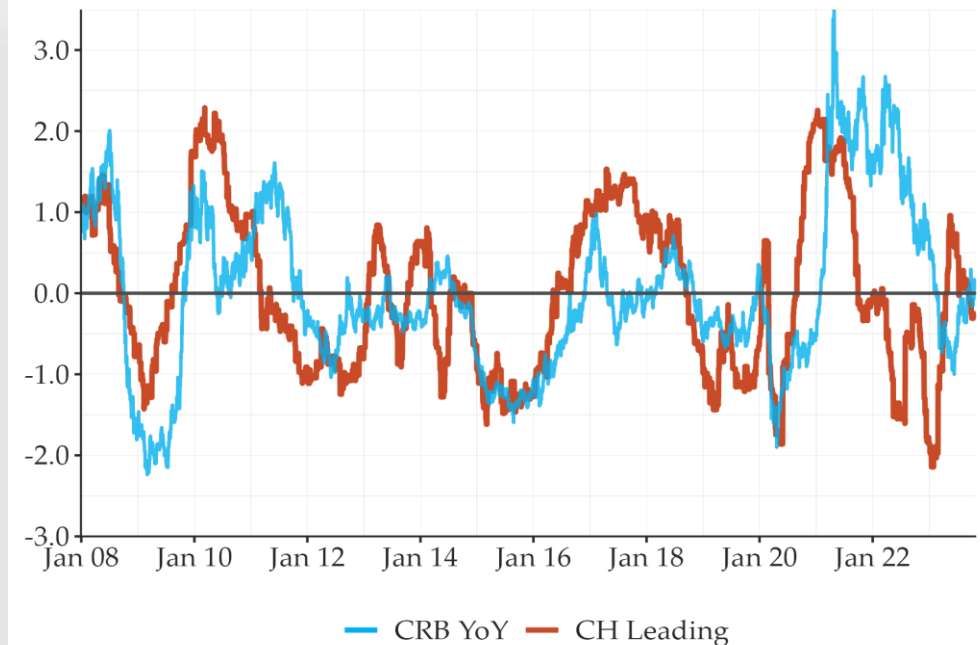


Fonte: Formulação Vinci Partners

Retomada do crescimento da China em geral está associado a uma boa performance no preço das commodities

China Vinci Leading Indicator x CRB YoY

Z scores



Fonte: Vinci Partners

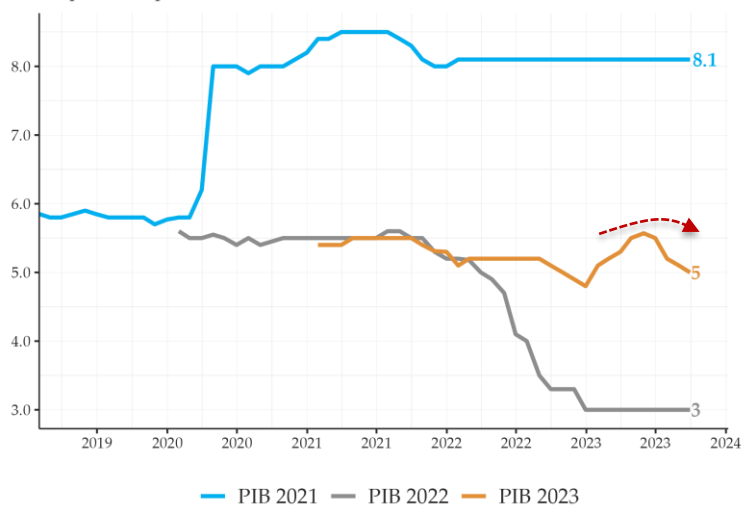
DEPOIS DO COVID, CHINA TEM DUAS ECONOMIAS DISTINTAS: VOLTADA PARA EXPORTAÇÃO VS. ECONOMIA DOMÉSTICA

PIB da China está reduzindo a taxa de crescimento. Mas a produção industrial e a balança comercial estão melhorando muito além da tendência pré-Covid. E a economia doméstica está muito pior do que a tendência pré-Covid

Depois de uma recuperação muito forte logo após a primeira onda de Covid, PIB da China está desacelerando em 2022

CH: PIB Expectativas - YoY%

Last update: Sep 2023

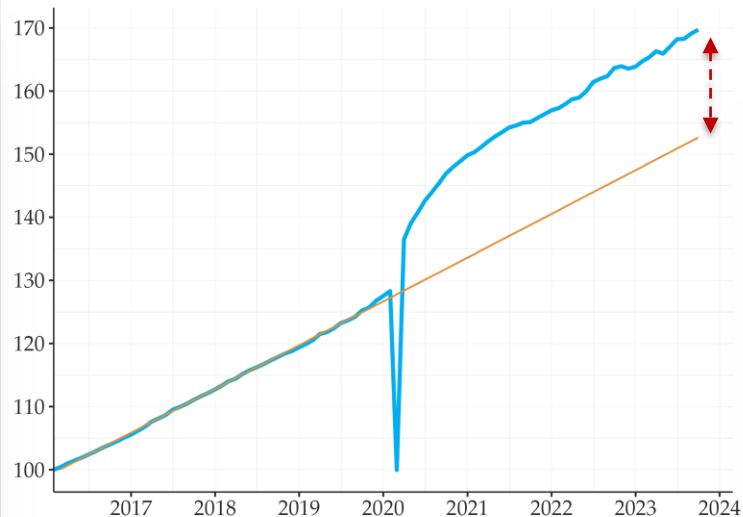


Source: Vinci Partners, Bloomberg

indústria segue crescendo acima da tendência pré-Covid. Lockdowns e surto pós-reabertura afetaram a indústria

China: Produção Industrial & Linha de tendência de crescimento (SA)

Last update: Sep 2023

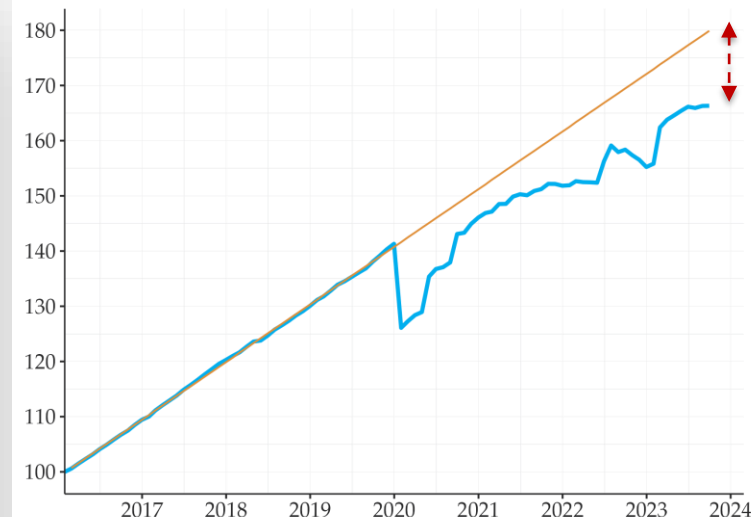


Source: Vinci Partners, Bloomberg

Setores relacionados à economia doméstica como vendas no varejo e construção civil estão mais fracos do que no pré-Covid

China: Vendas no Varejo & Linha de tendência de crescimento

Atualizado em: set 2023



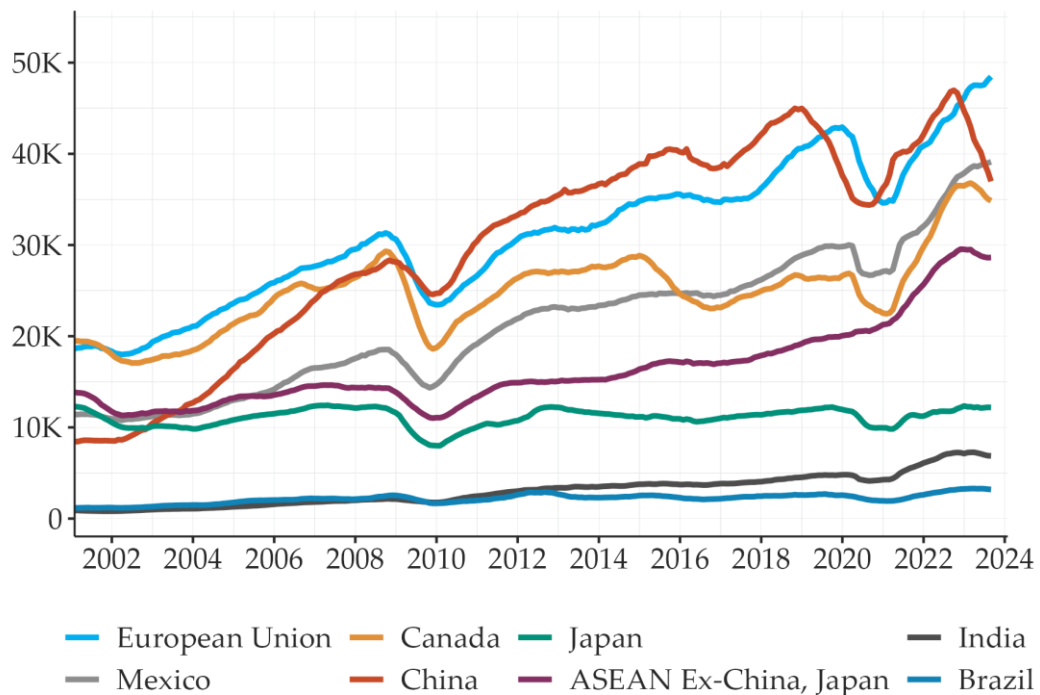
Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

MOTOR DE CRESCIMENTO DA CHINA VIA EXPORTAÇÕES (INDÚSTRIA) VAI PERDER RELEVÂNCIA?

Esforço global de substituir a China como fonte de importações vem mostrando efeitos. No caso americano, a China já é apenas a terceira origem de importações. Deflação na China vai afetar inflação nos EUA na mesma intensidade que afetava no passado?

EUA: Importações por País

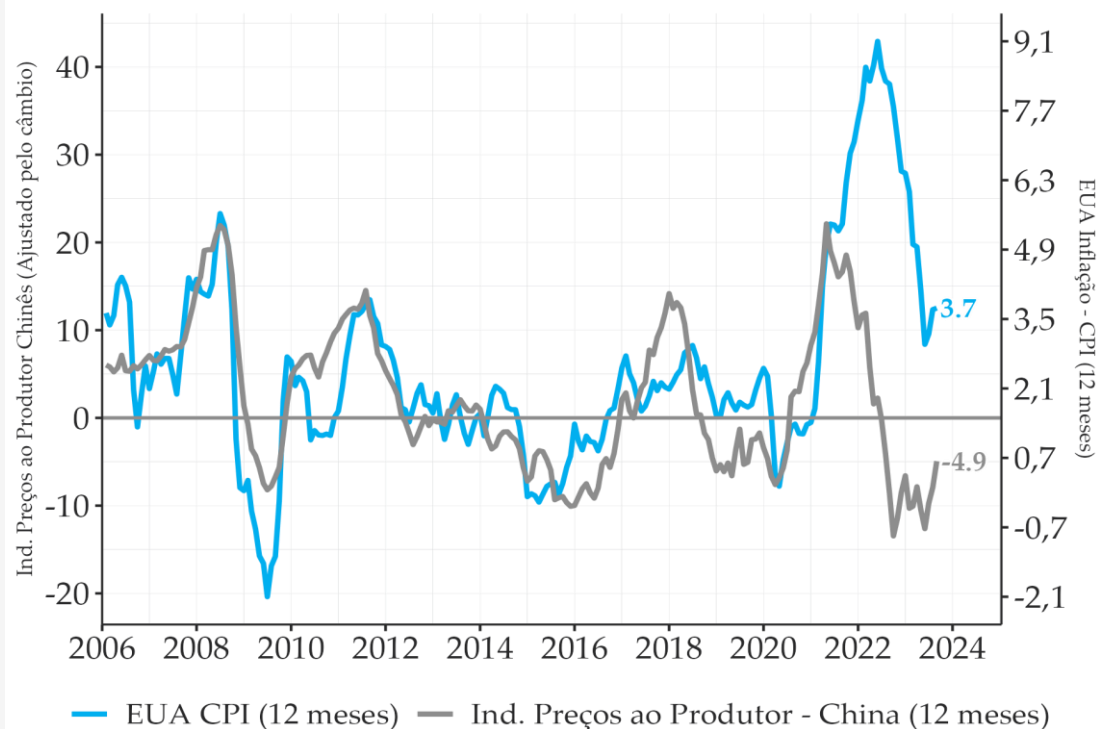
Atualizado em: ago 2023



Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

EUA: Inflação x Ind. Preços ao Produtor da China (Ajust. pelo câmbio)

Atualizado em: set 2023 (Esq.), set 2023 (Dir.)



Fonte: Vinci Partners, Bloomberg

FURO DA BOLHA DE CONSTRUÇÃO CIVIL TAMBÉM DEVE REDUZIR O CRESCIMENTO FUTURO DA CHINA

Mais do que demanda por residências, a compra de ativos imobiliários era uma forma de poupar dinheiro num sistema de juros reais negativos. Parte da demanda era especulativa, o que gera um excesso de oferta a ser digerido nos próximos anos.

China: Sales of Commercial Buildings YoY YTD %

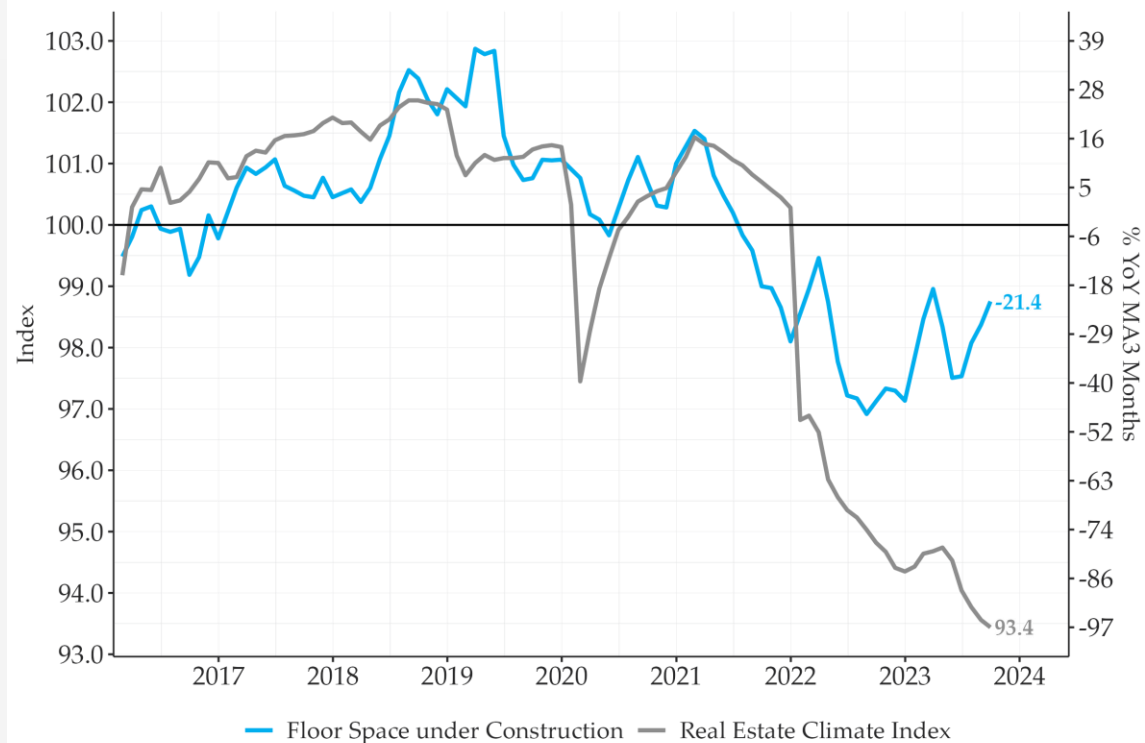
Last update: Sep 2023



Fonte: Vinci Partners, NBS

China: Real Estate Climate Index

Last update: Sep 2023 (IHS), Sep 2023 (RHS)



Source: Vinci Partners, Bloomberg

BRASIL

Choque de oferta positivo também no Brasil

1. Balança Comercial recorde, apreciação cambial
2. Preço das commodities em Real em queda
3. Queda na expectativa de inflação destrava a queda de juros
4. Com queda de juros, economia vai desacelerar forte em 2024?



MELHORA MUITO FORTE E RÁPIDA NO SALDO DA BALANÇA COMERCIAL

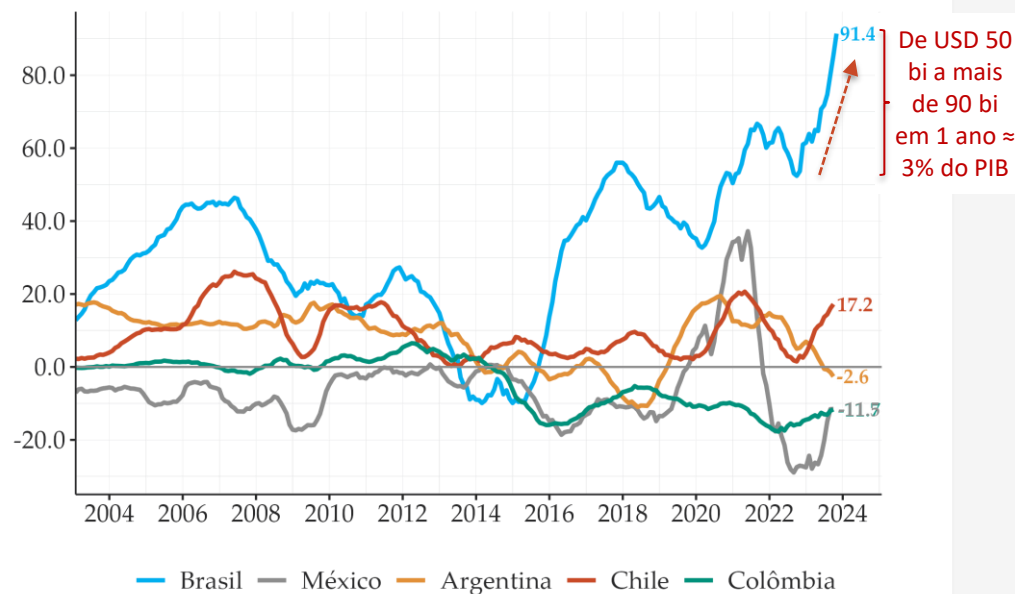
Saldo melhorou em quase 3% do PIB em apenas 1 ano. Quantum importado segue estável, melhora não é fruto de uma "recessão"



Outros países da América Latina não tiveram uma melhora semelhante. De onde vem esse crescimento?

Balança Comercial - Brasil x Latam (US\$ Bi - 12M)

Last update: Oct-2023



Source: Vinci Partners, Bloomberg, Secex

Resultado na balança comercial deve seguir melhorando nos próximos meses, como mostra o saldo de 3 meses, com ajuste sazonal, anualizado

Trade Balance accumulated in 12 months (US\$ Bi)

Last update: Oct-2023

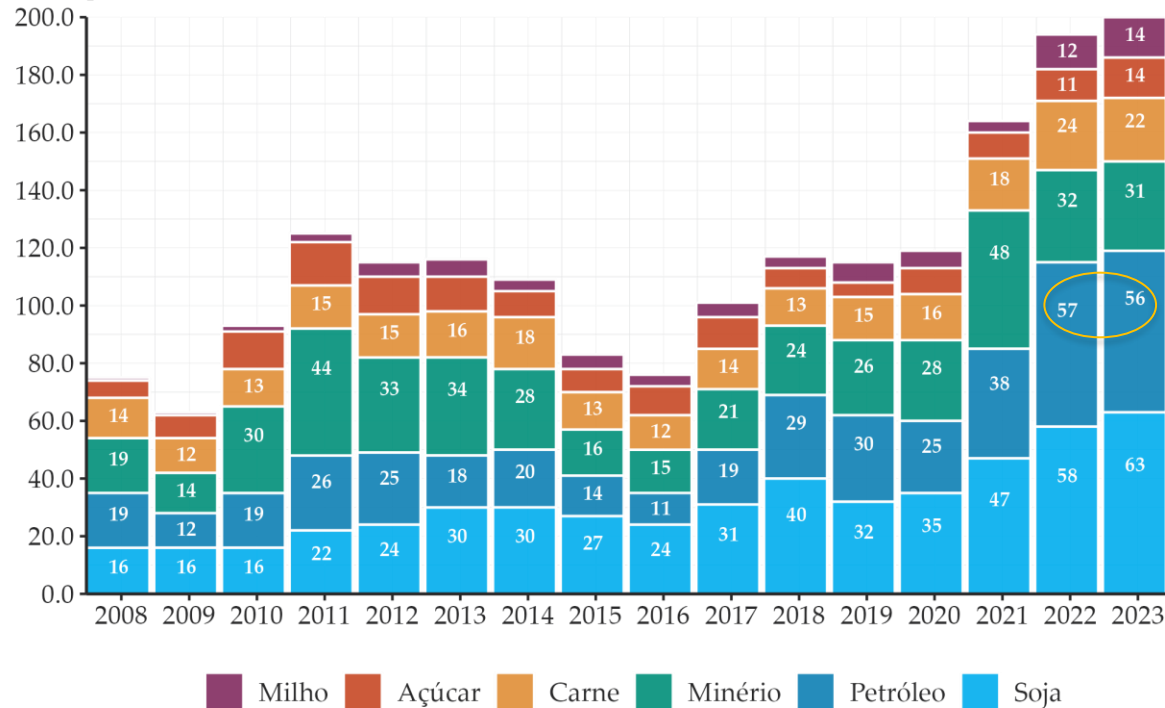


Source: MDIC & Vinci Partners

AUMENTO NA PRODUÇÃO DE PETRÓLEO PODE LEVAR A SALDOS PERSISTENTES DA BALANÇA COMERCIAL NOS PRÓXIMOS ANOS

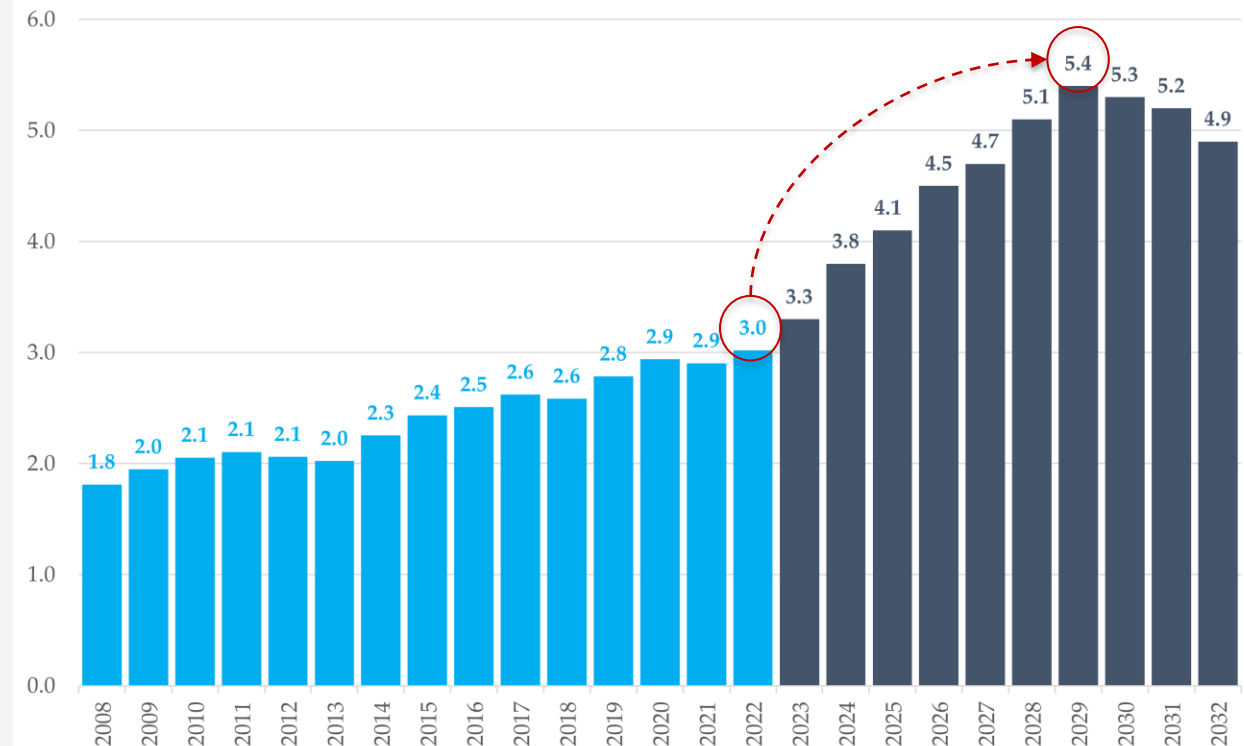
Exportações - Destaques (12M, USD Bi)

Last update: 2023 Oct



Sources: Vinci Partners, MDIC

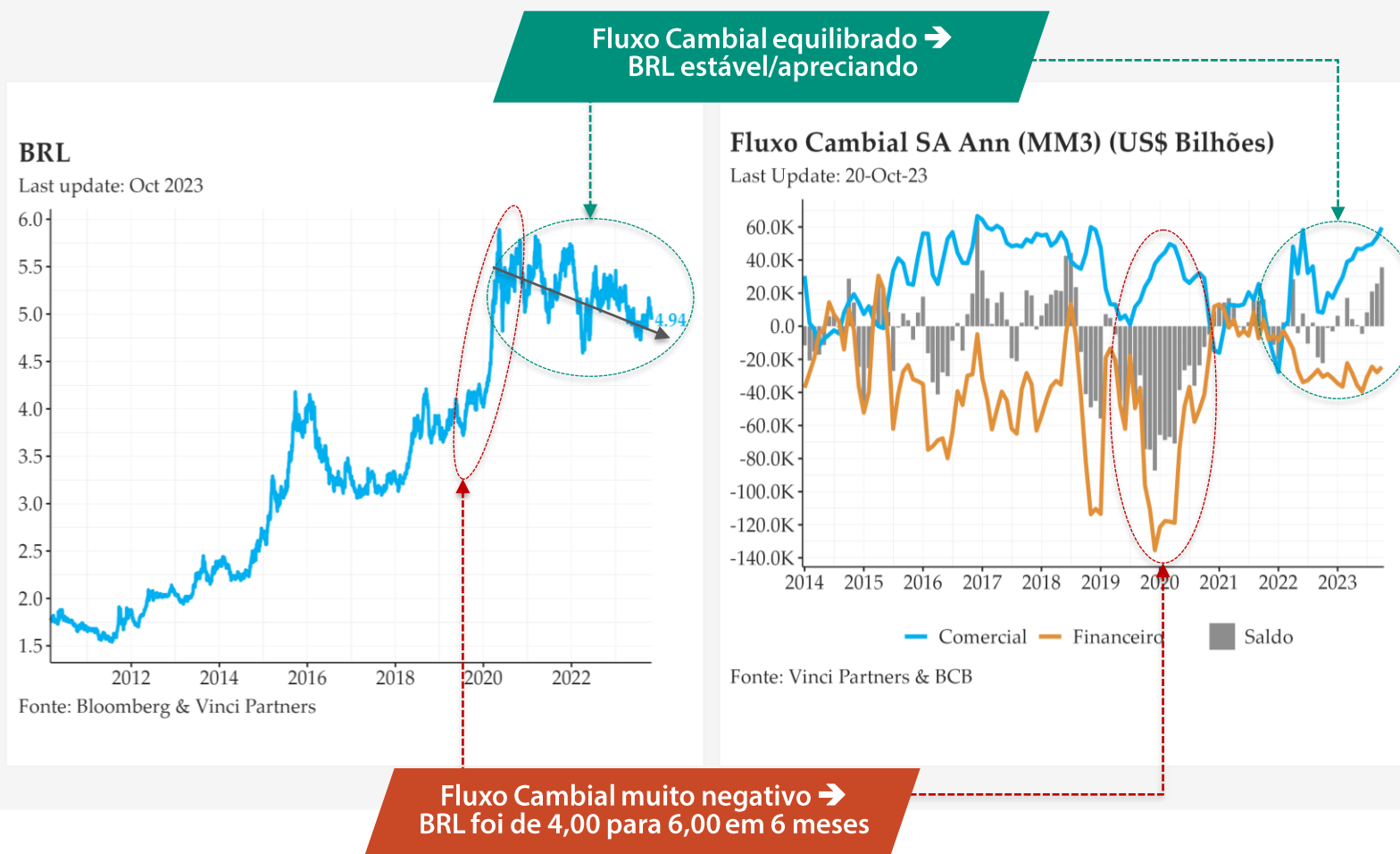
Produção de Petróleo (Mboe/d)



Fonte: ANP e EPE

CÂMBIO: COMMODITIES E JUROS ALTOS AJUDAM O REAL

Nos últimos meses o fluxo cambial tem mostrado que o fluxo de entrada no câmbio comercial tem sido maior do que o fluxo de saída no financeiro (barras cinza positivas no gráfico abaixo). Na ausência de intervenção do Banco Central, a pressão é no sentido de apreciação do Real



BOOM DO PETRÓLEO TAMBÉM PODE AJUDAR NÚMEROS FISCAIS NO FUTURO?

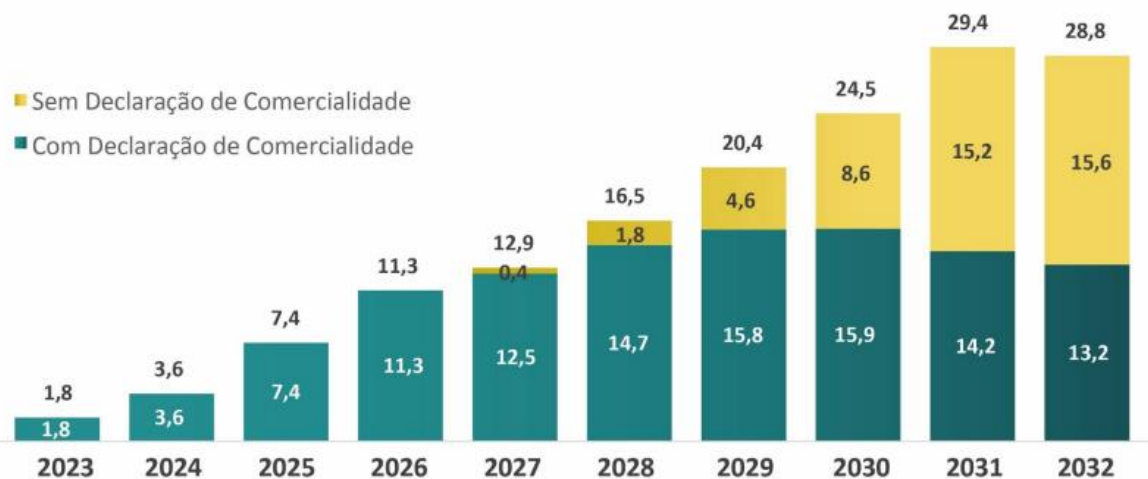
Governo vai usar Adiantamentos da Receita Orçamentária (AROs) para atingir as metas fiscais nos próximos anos?



Comercialização do óleo da União até 2023

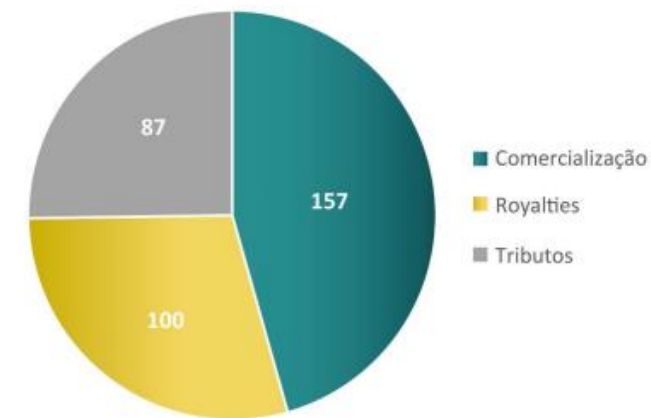
RECEITA COM ÓLEO LUCRO (BILHÃO US\$)

■ Sem Declaração de Comercialidade
■ Com Declaração de Comercialidade



US\$ 157 bilhões até 2032

RECEITA ACUMULADA 2023-2032 (BILHÃO US\$)

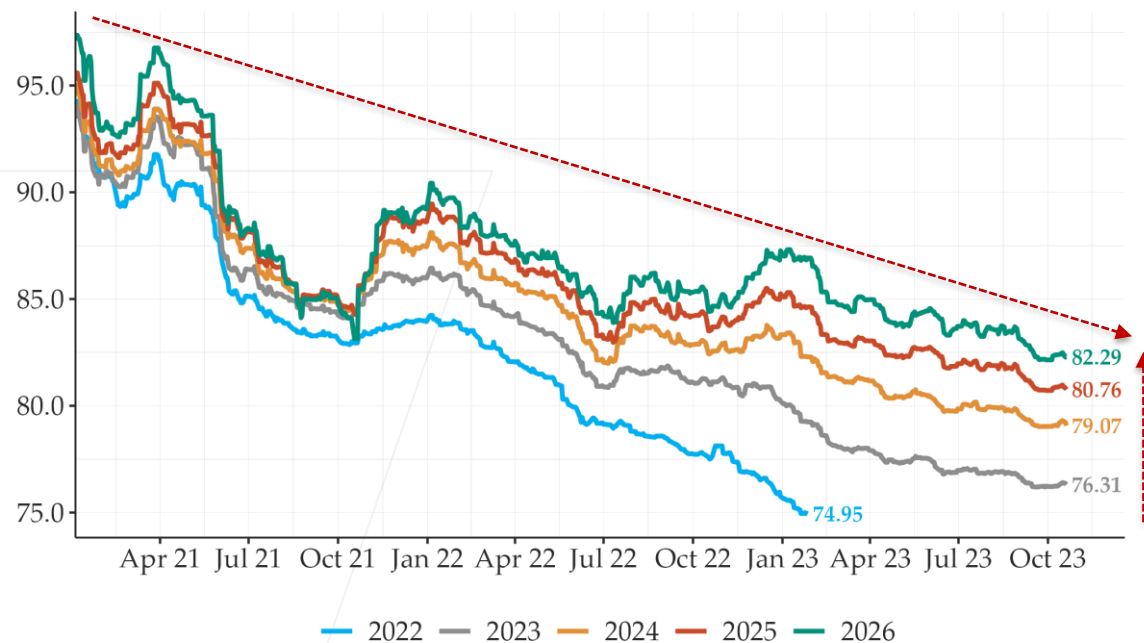


PERCEÇÃO DOS NÚMEROS FISCAIS ESTÁ MELHORANDO OU PIORANDO?

Tomando o ano de 2026 como exemplo: mercado espera que a dívida piore dos atuais 76% do PIB para 82% do PIB. Mas em 2021, a expectativa para a dívida em 2026 era de 96% do PIB.

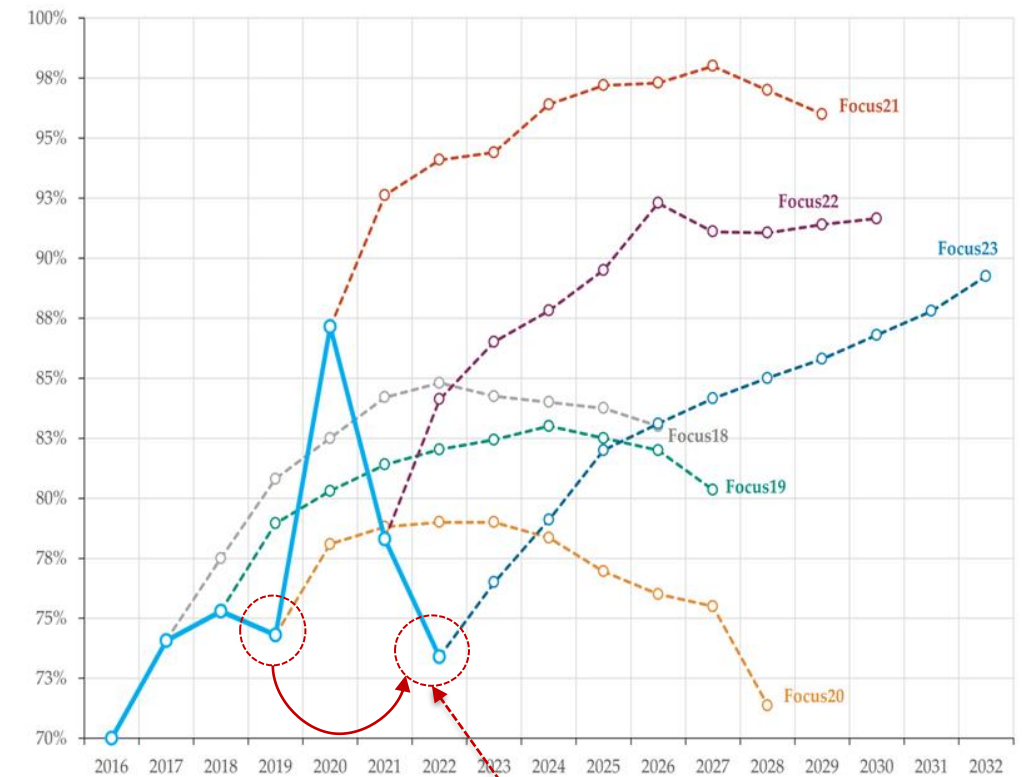
Dívida bruta do Governo: Expectativa Anual - Média %PIB

Last update: 20-Oct-2023



Source: Vinci Partners, BCB

Dívida Bruta em %PIB & Focus em Janeiro de Cada Ano



Dívida em 2023 menor do que antes da pandemia

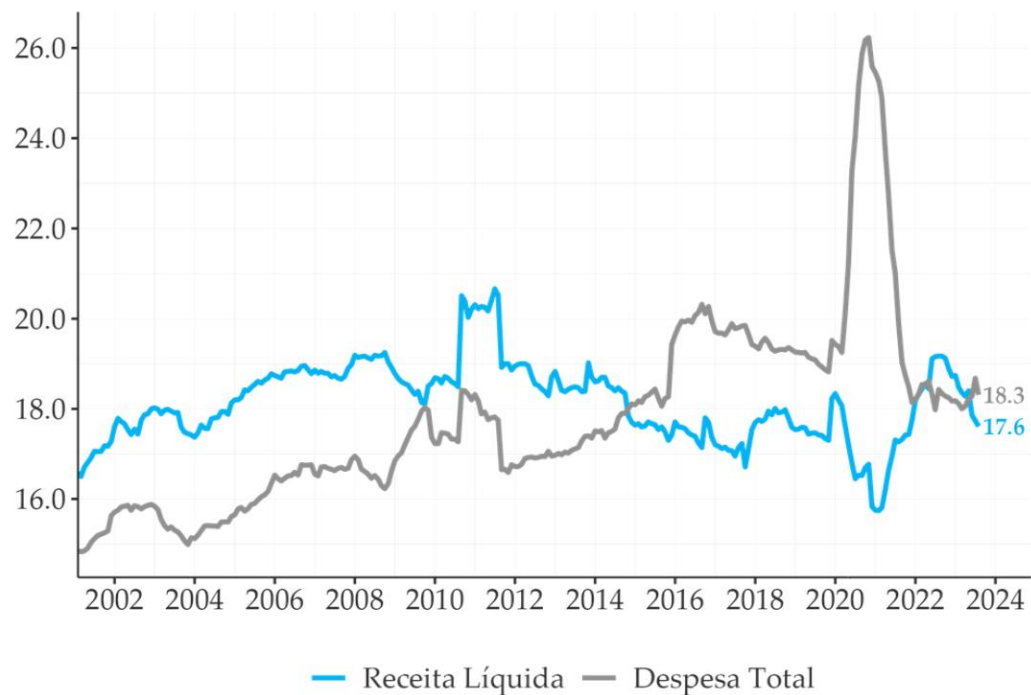
ATÉ O MOMENTO PIORA FISCAL RECENTE ESTEVE RELACIONADA À ARRECADAÇÃO

Gasto do governo segue em torno de 18,3% do PIB, abaixo do gasto autorizado para 2023 de 19,1% do PIB. (**Espaço para pagar precatórios atrasados?**) Arrecadação deve voltar a correlacionar com o PIB – depois do fim do efeito da redução de alíquotas de combustíveis



Receita Líquida e Despesas do Governo (%PIB 12M)

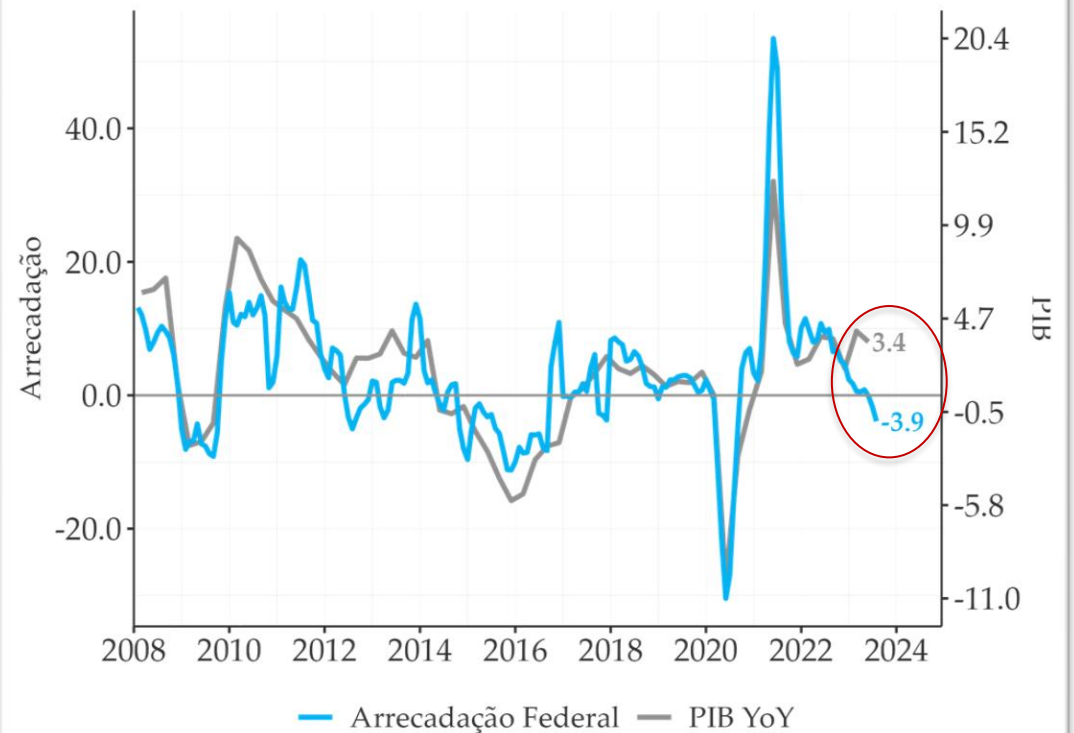
Last update: Aug 2023



Source: Vinci Partners, Receita Federal

Arrecadação Federal Real x PIB (%YoY)

Last update: Aug 2023 (LHS), Jun 2023 (RHS)

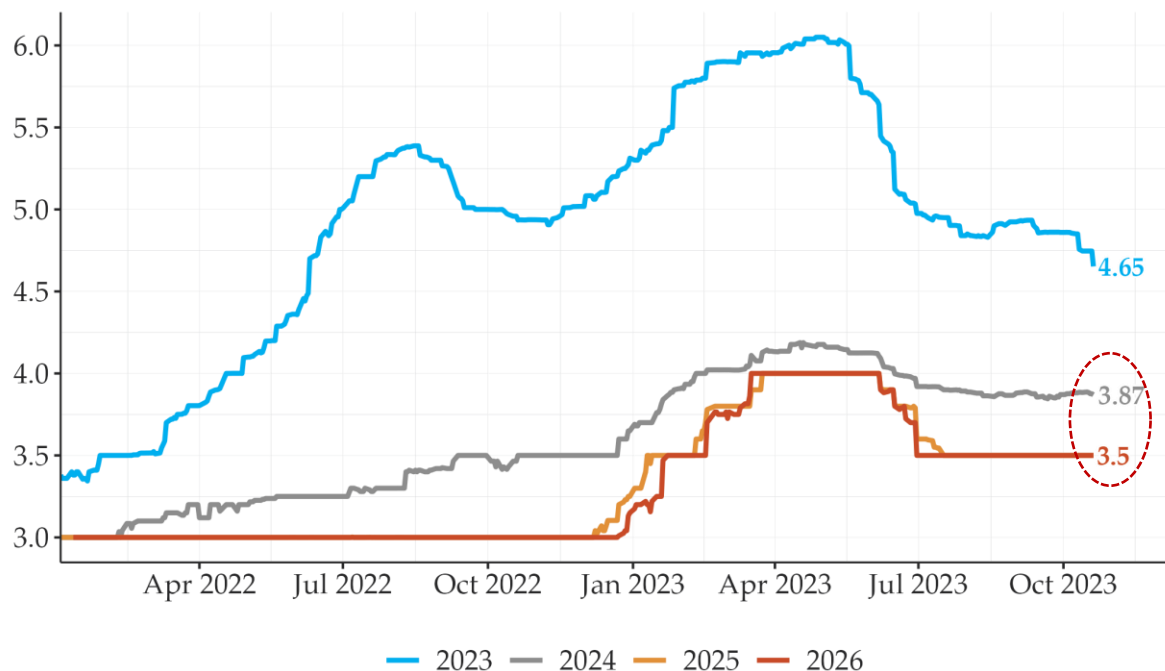


Source: Vinci Partners, IBGE, Receita Federal

FOCUS: APRECIACÃO DO CÂMBIO E ARCABOUÇO FISCAL AJUDAM A PRESSIONAR AS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO PARA BAIXO, PERMITINDO O INÍCIO DO CICLO DE QUEDA DE JUROS

Expectativa de Inflação Anual - Mediana

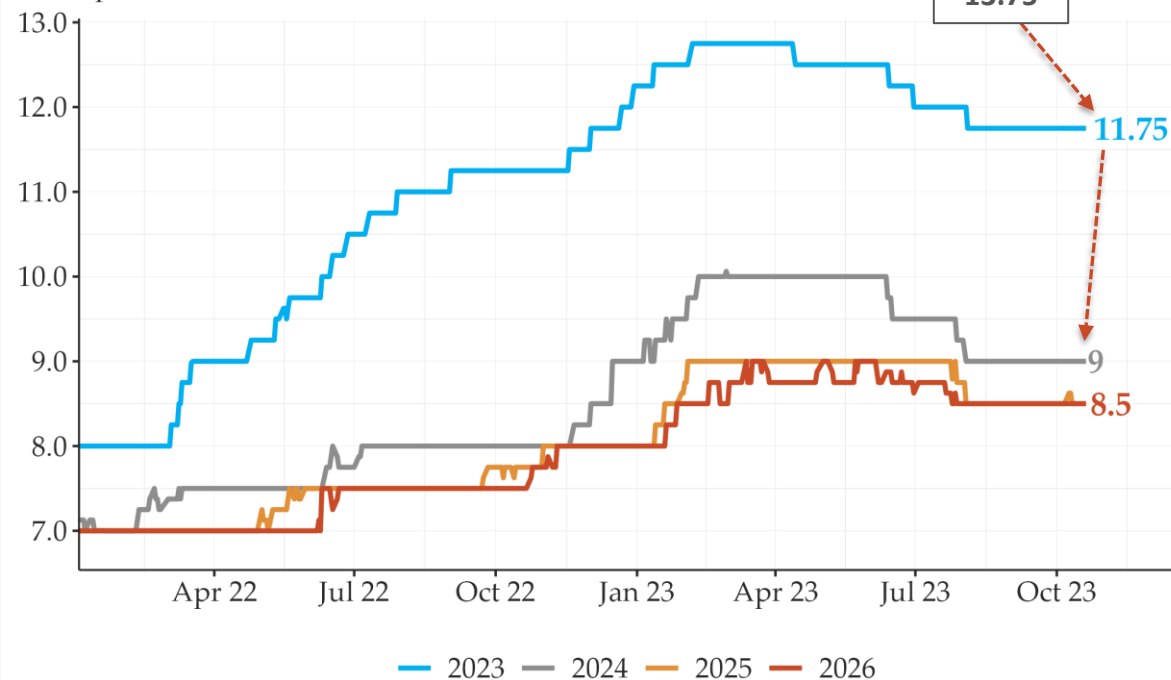
Last update: 20-Oct-2023



Source: Vinci Partners, BCB

Selic: Expectativa Anual - Mediana

Last update: 20-Oct-2023



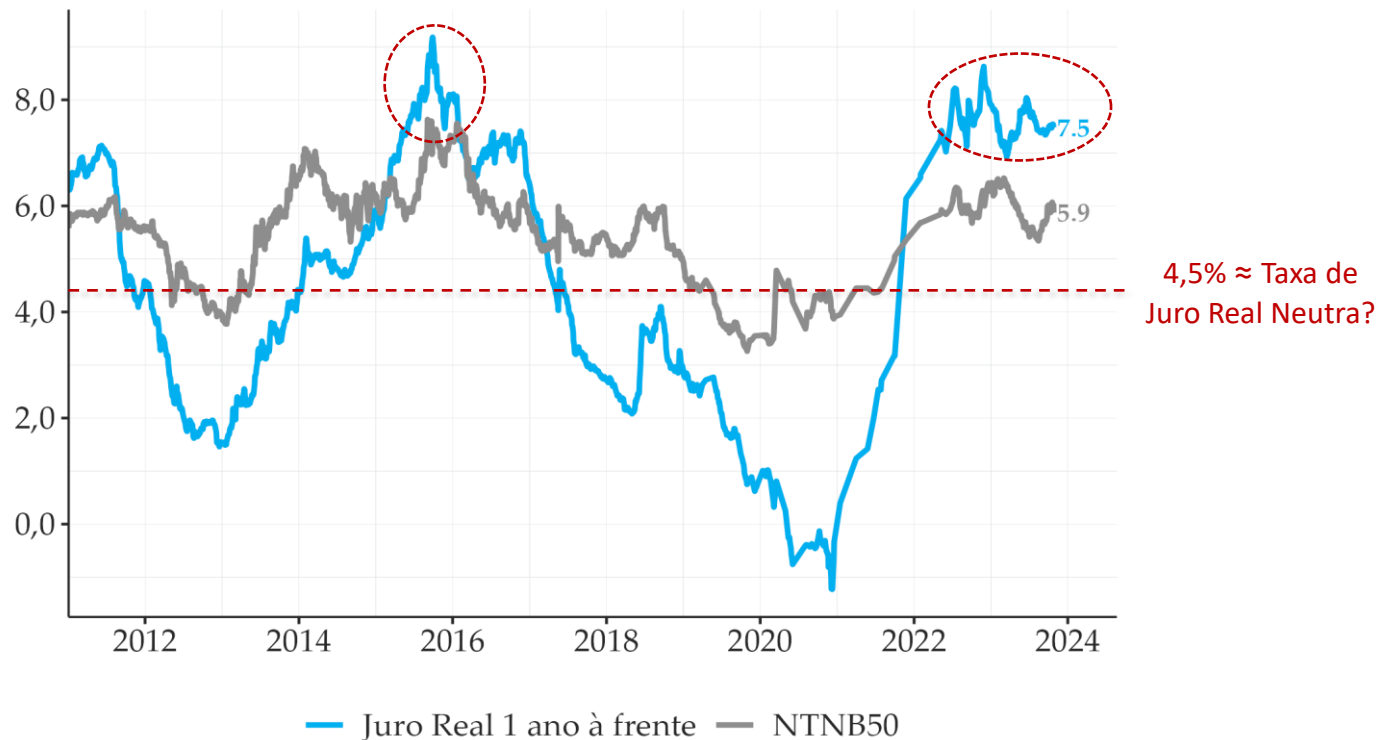
Source: Vinci Partners, BCB

QUEDA DO JURO REAL AINDA NÃO COMEÇOU

Queda no juro nominal acompanhou a queda na expectativa de inflação para o próximo ano. Juro real segue oscilando em torno de 7-8%. Juro real elevado, além da apreciação nominal do câmbio contribuem conjuntamente para a queda da inflação.

Taxa de Juros Real

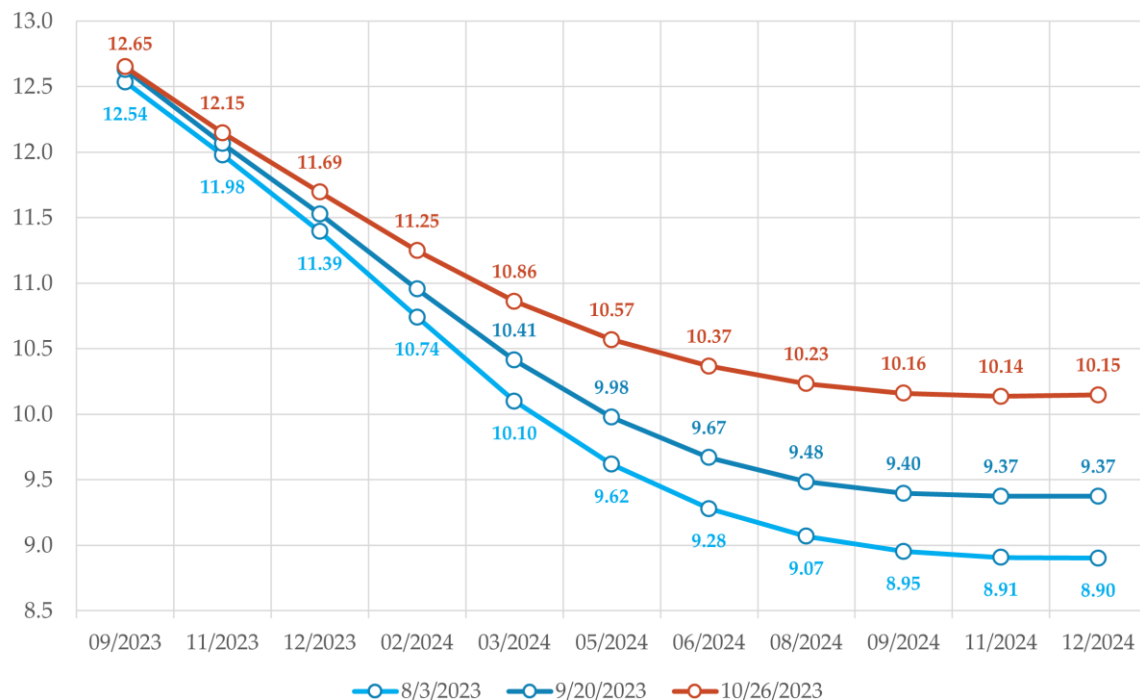
Atualizado em: out/23



Fonte: Vinci Partners & Bloomberg

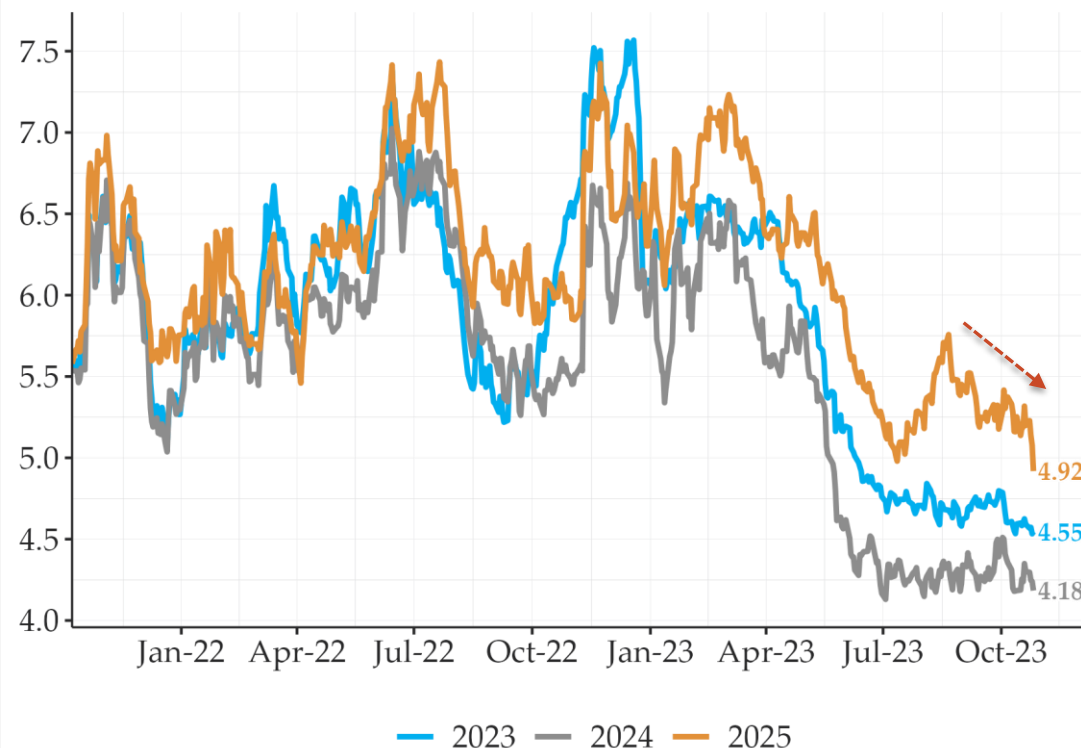
FOCUS vs. MERCADO: O QUE ACONTECEU COM A EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO E JUROS NO MERCADO NAS ÚLTIMAS SEMANAS?

Selic Terminal



Implícitas 2023 x 2024 x 2025 (DAP)

Last update: 26-Oct-23

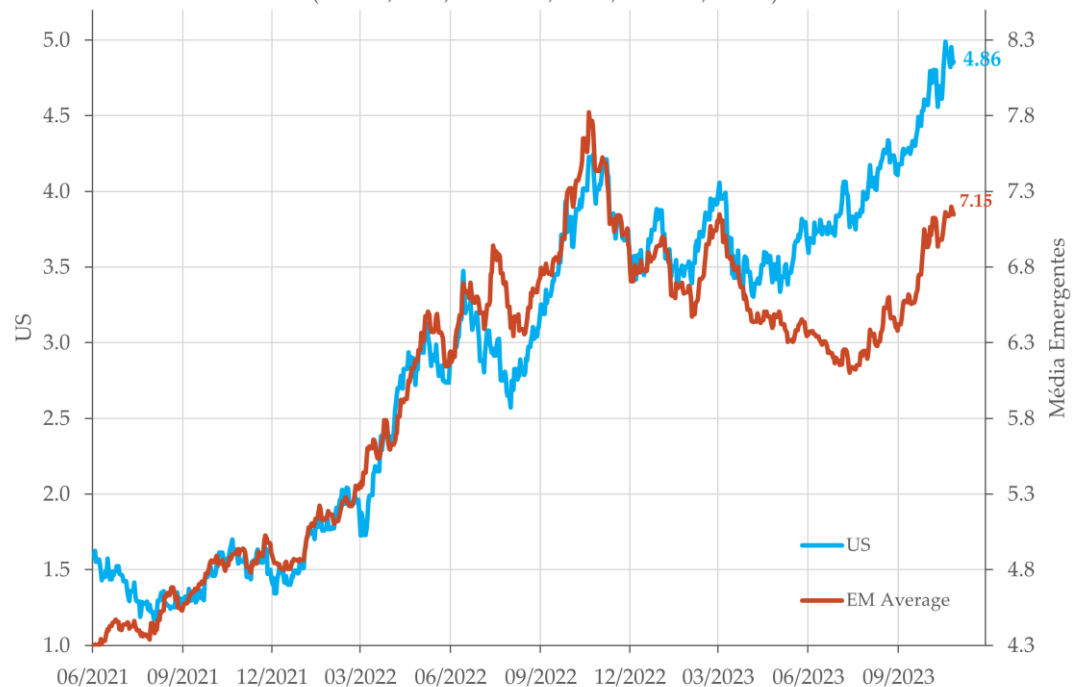


Source: Vinci Partners & Bloomberg

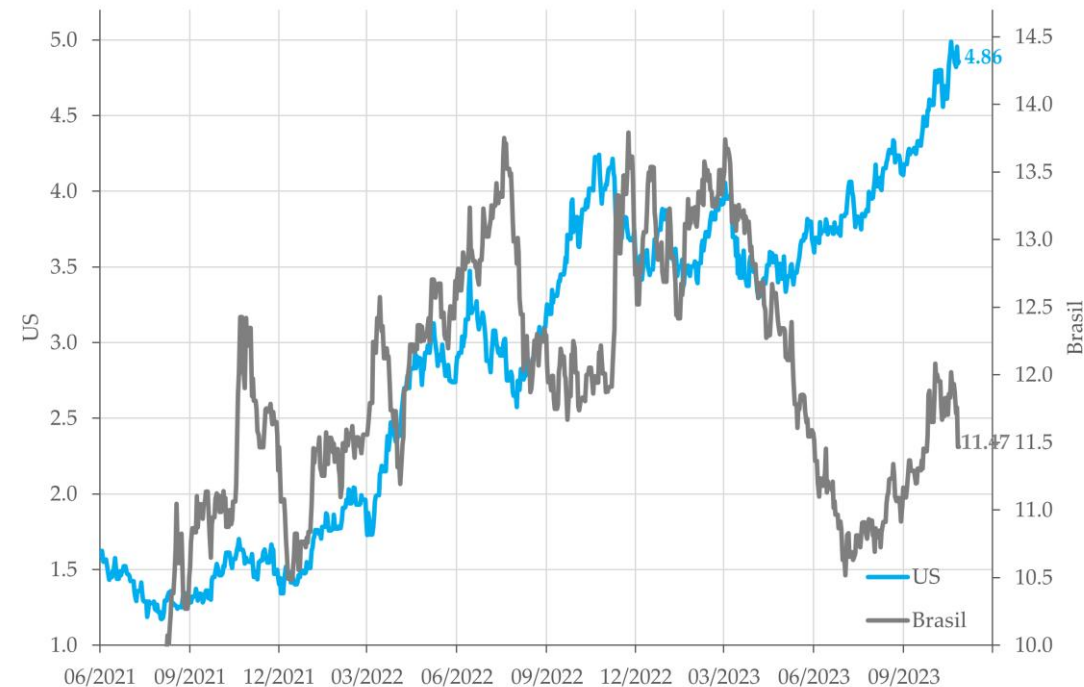
APERTO MONETÁRIO NOS EUA AFETOU AS TAXAS DE JUROS DE EMERGENTES & BRASIL

Juros 10 anos US e Emergentes

(Mexico, Peru, Colombia, Chile, S. Korea, China)



Juros 10 anos Brasil e US



DESINFLAÇÃO NO BRASIL COMEÇOU PELAS COMMODITIES



Preço das commodities em Reais subiu uma média de 6% ao ano entre 2010 e 2019. Em 2020 e 2021 subiu 40% ao ano. Agora cai num ritmo de 10% ao ano

Índice de Preços de Commodities - Brasil (IC-Br)

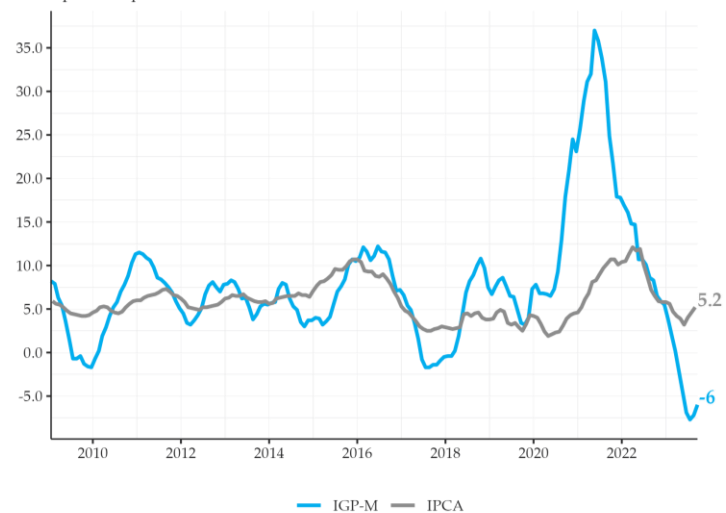


Fonte: BCB & Vinci Partners.

Com a queda no preço das commodities em Reais, o IGP entrou em território negativo.

IPCA x IGP-M (YoY)

Last update: Sep 2023

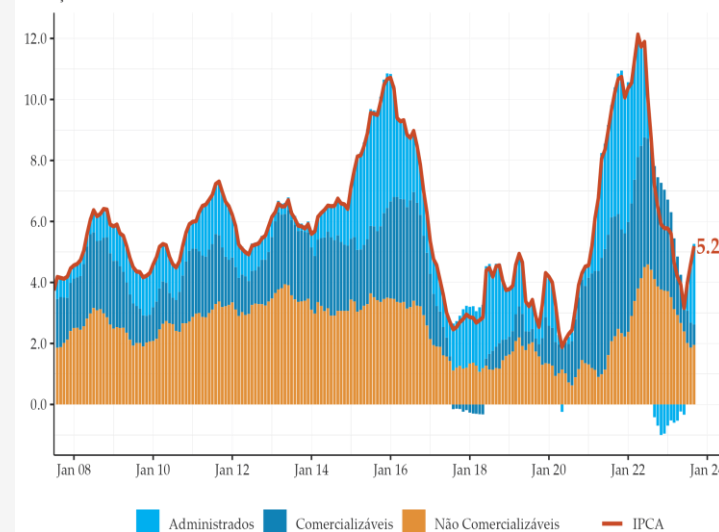


Fonte: IBGE e Vinci Partners.

A maior parte da desinflação recente foi relacionada a preços que dependem das commodities e da taxa de câmbio

IPCA: Contribuição por Grupo

Variação %YoY



Fonte: IBGE & Vinci Partners.

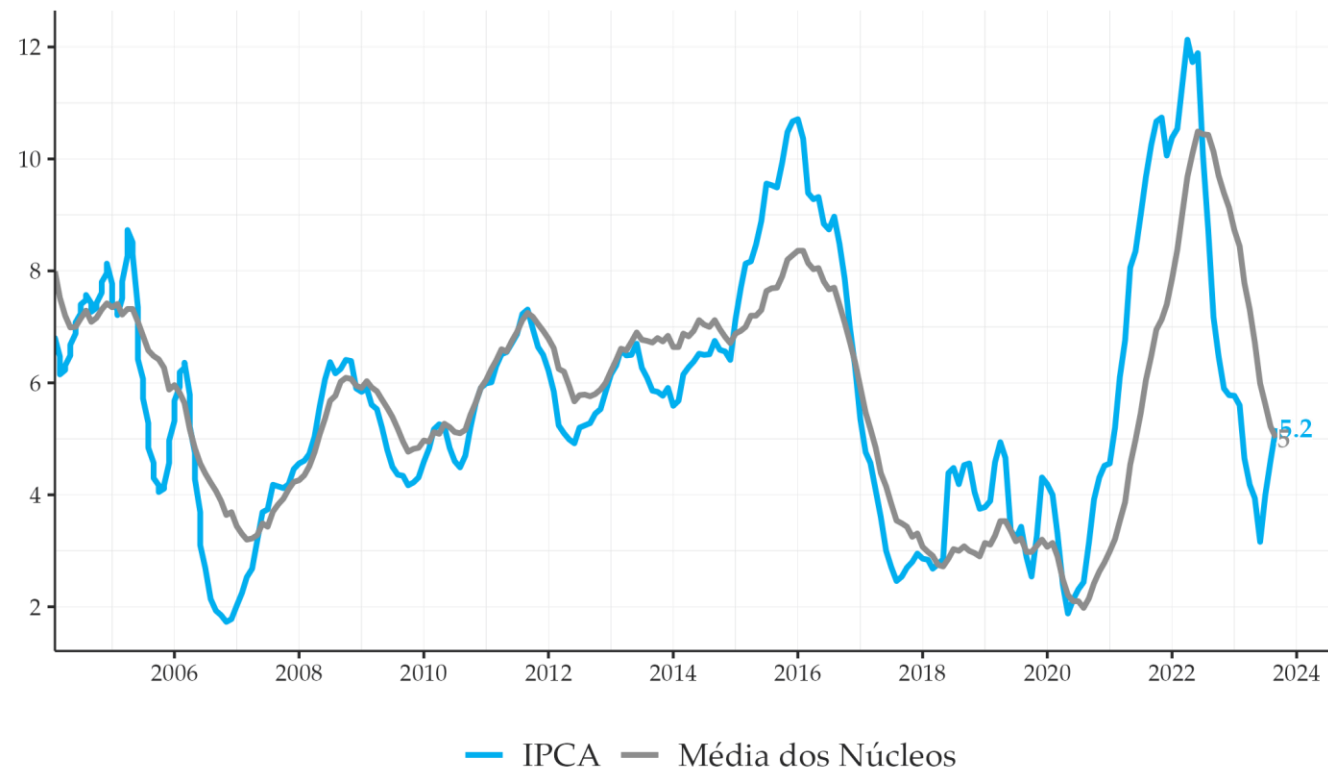
NO BRASIL, INFLAÇÃO TOTAL E NÚCLEO ANDAM JUNTOS

Queda na inflação total tende a se refletir numa melhora dos núcleos de inflação alguns meses depois



IPCA: Índice Geral x Média dos Núcleos YoY

Last update: Sep 2023



Source: Vinci Partners, IBGE

INFLAÇÃO DE SERVIÇOS E SALÁRIOS SEGUE EM QUEDA

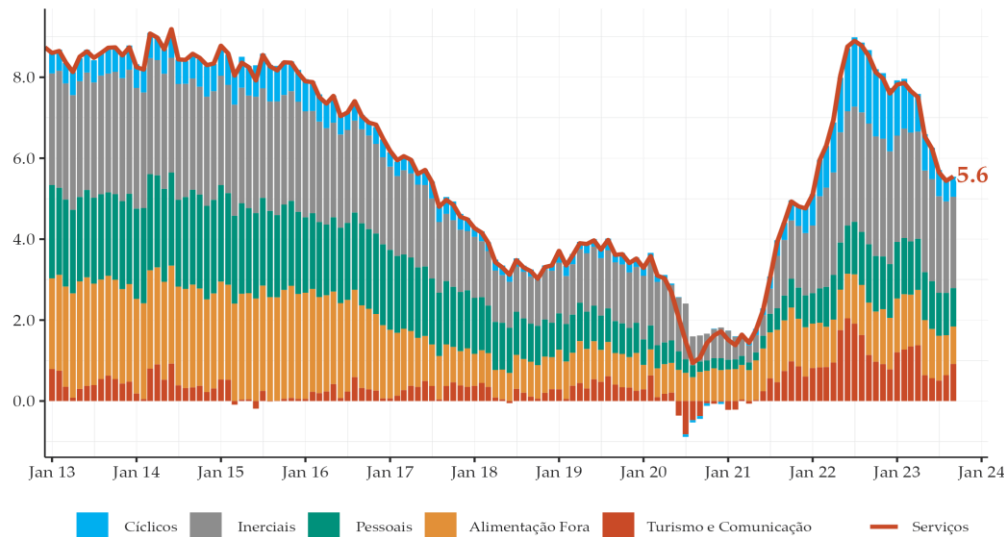
Apesar do mercado de trabalho aquecido...



Alta na inflação de serviços foi impulsionada pelo componente inercial. Passagem aérea (que agora começa a ceder) também foi afetada por causa de combustíveis

Serviços: Contribuição por Grupo

Variação %YoY

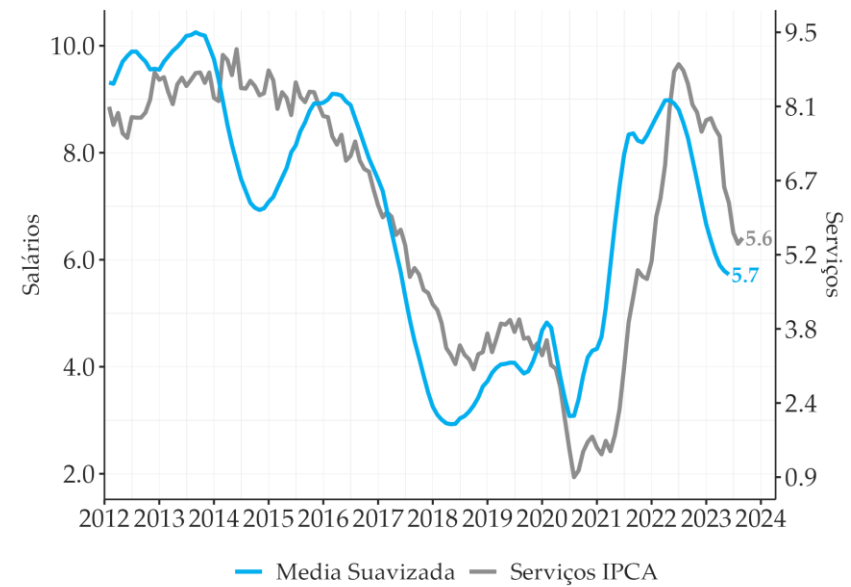


Fonte: IBGE & Vinci Partners.

Inflação de salários começa a dar sinais de moderação, puxando o IPCA de serviços para baixo

IPCA Serviços e Média da Inflação de Salários (%YoY)

Last update: Jun 2023 (LHS), Sep 2023 (RHS)



Source: Vinci Partners, FIPE, MTE, Itaú

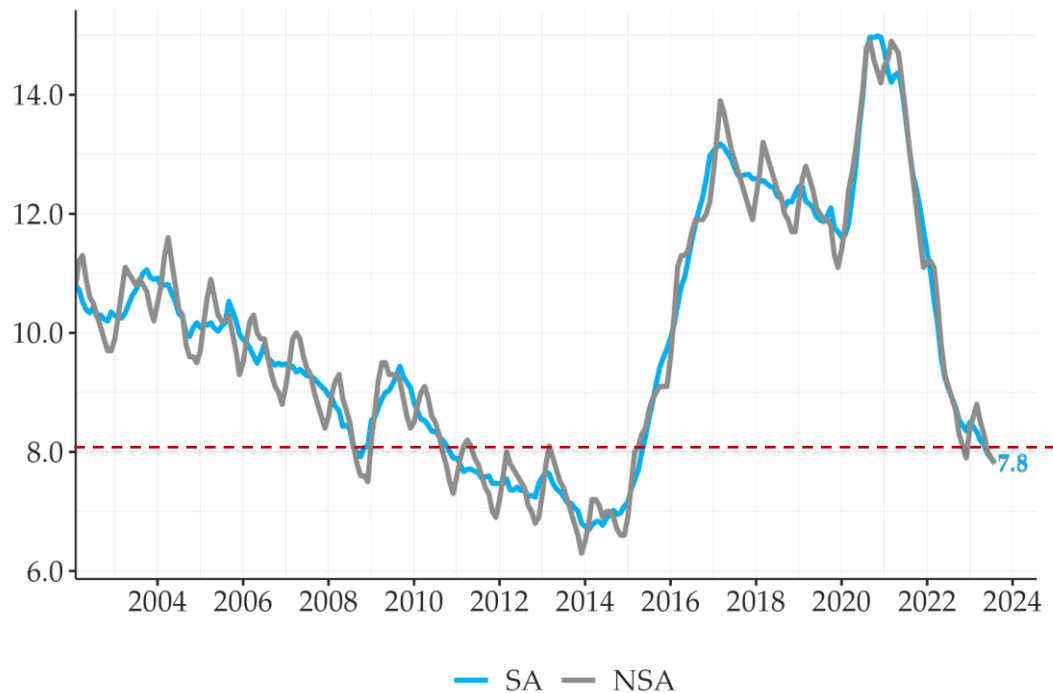
QUEDA NA INFLAÇÃO DE SALÁRIOS APESAR DO MERCADO DE TRABALHO AQUECIDO

Único sinal de desaceleração é na criação de empregos formais, que vem desacelerando. Ainda assim, uma criação de mais de 100k empregos por mês parece forte para um desemprego de 7,8%



PNAD: Taxa de Desemprego Sintética

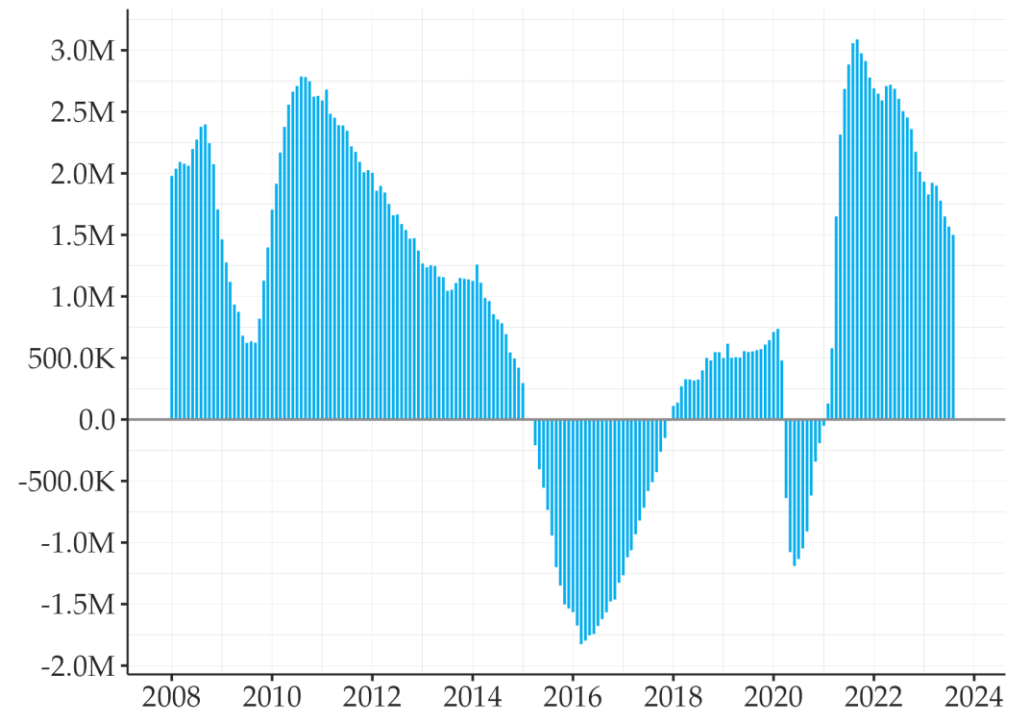
Last update: Aug-2023



Source: Vinci Partners, IBGE

Caged: Saldo Acumulado em 12 Meses

Last update: Aug 2023

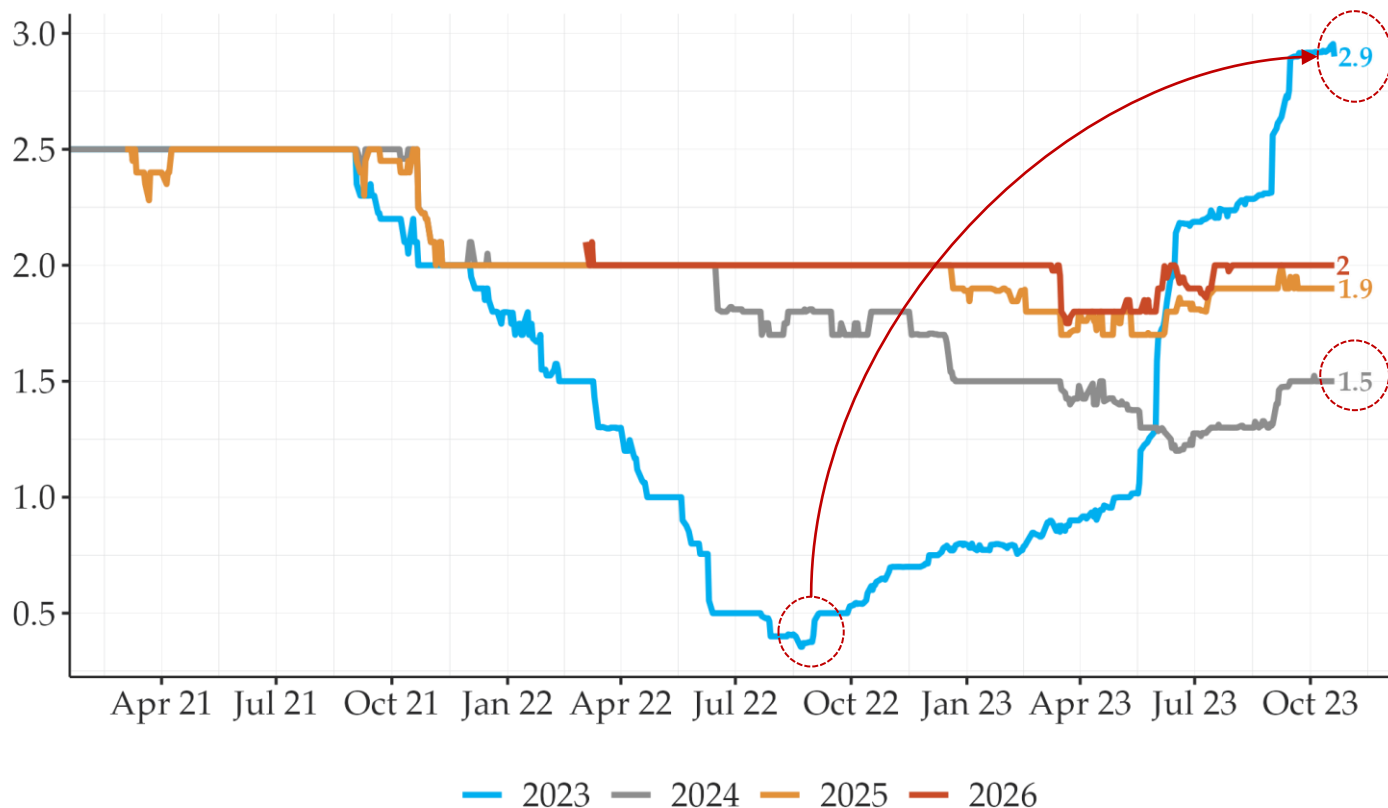


Source: Vinci Partners, MTE

MERCADO MUITO PESSIMISTA COM O CRESCIMENTO EM 2024?

PIB Total: Expectativa Anual - Mediana

Last update: 20-Oct-2023



Crescimento entre 23 e 24 vai cair pela metade mesmo depois de uma queda significativa nos juros?

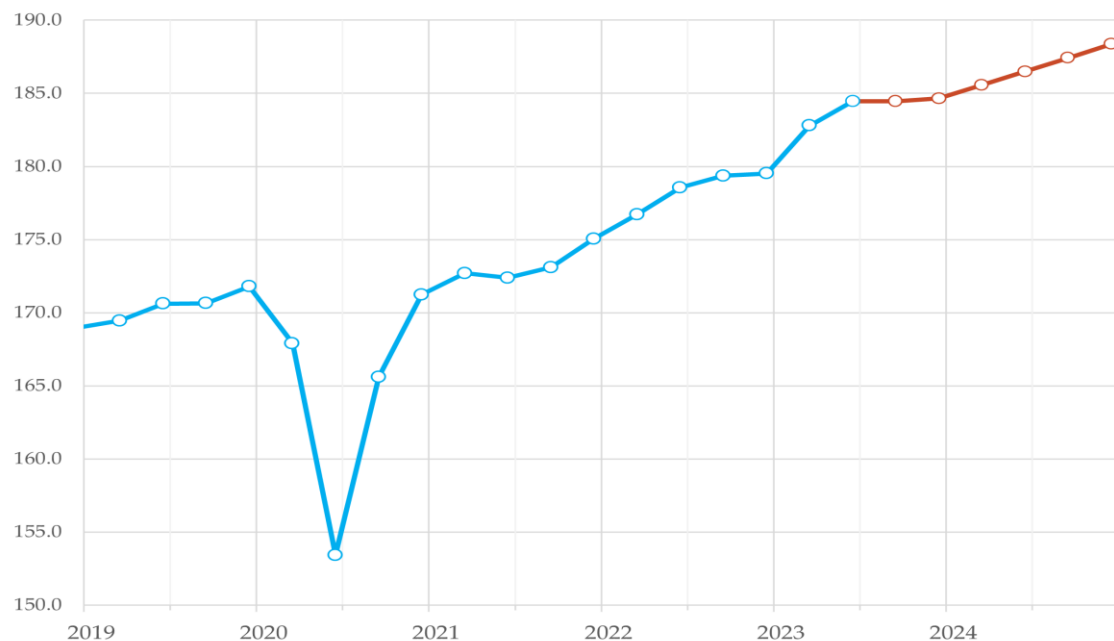
Source: Vinci Partners, BCB

CRESCIMENTO EM 2023 EM TORNO DE 3%. COM A QUEDA DE JUROS EM 2023/24, PIB NÃO DEVE DESACELERAR FORTE EM 2024



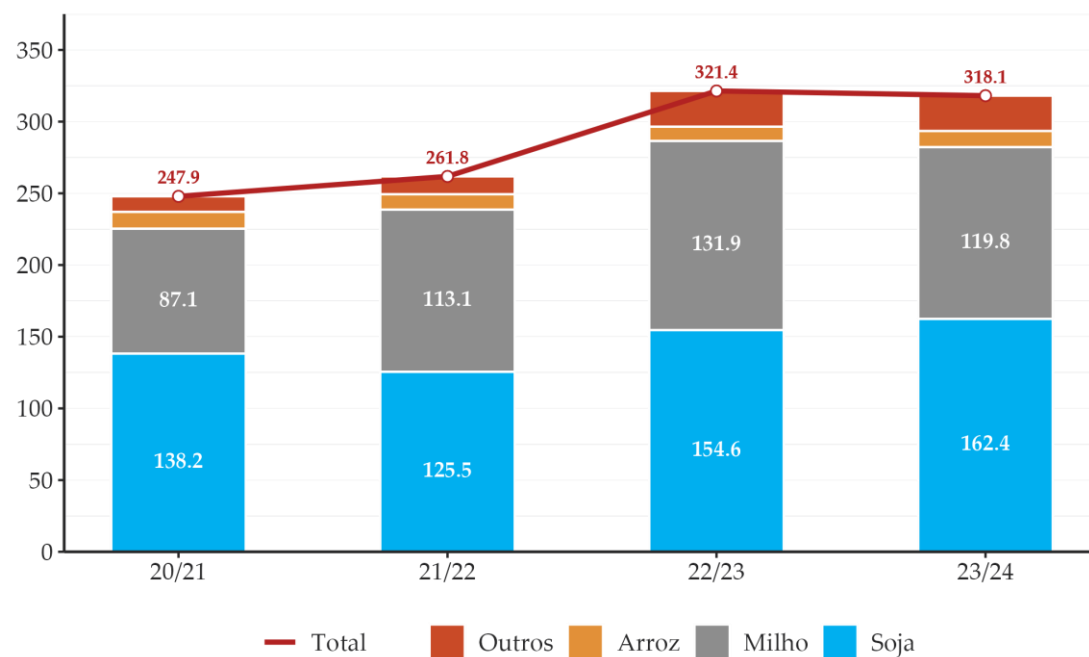
Safra de 23/24 não deve contribuir negativamente para o crescimento de 2024. Com a queda nas taxas de juros, crédito deve voltar a acelerar em 24, ajudando o consumo de duráveis

PIB (SA) & Projeção Vinci



Safra de Grãos Conab - Bilhões de Toneladas

Projeção 23/24



Sources: Vinci Partners, CONAB

CRESCIMENTO DA MASSA SALARIAL AINDA SEGUE MANTENDO CONSUMO FORTE



Massa salarial real tem uma forte correlação com o consumo, como mostra o gráfico abaixo. **No entanto, o crédito para consumo vem desacelerando.** Por isso a diferença entre o consumo que depende de renda e crédito.

Consumo das Famílias e Massa Salarial Real YoY

Last update: Aug-2023



Source: Vinci Partners, IBGE

Concessões Reais e PIB Consumo (YoY)

Last update: Aug 2023 (LHS), Jun 2023 (RHS)



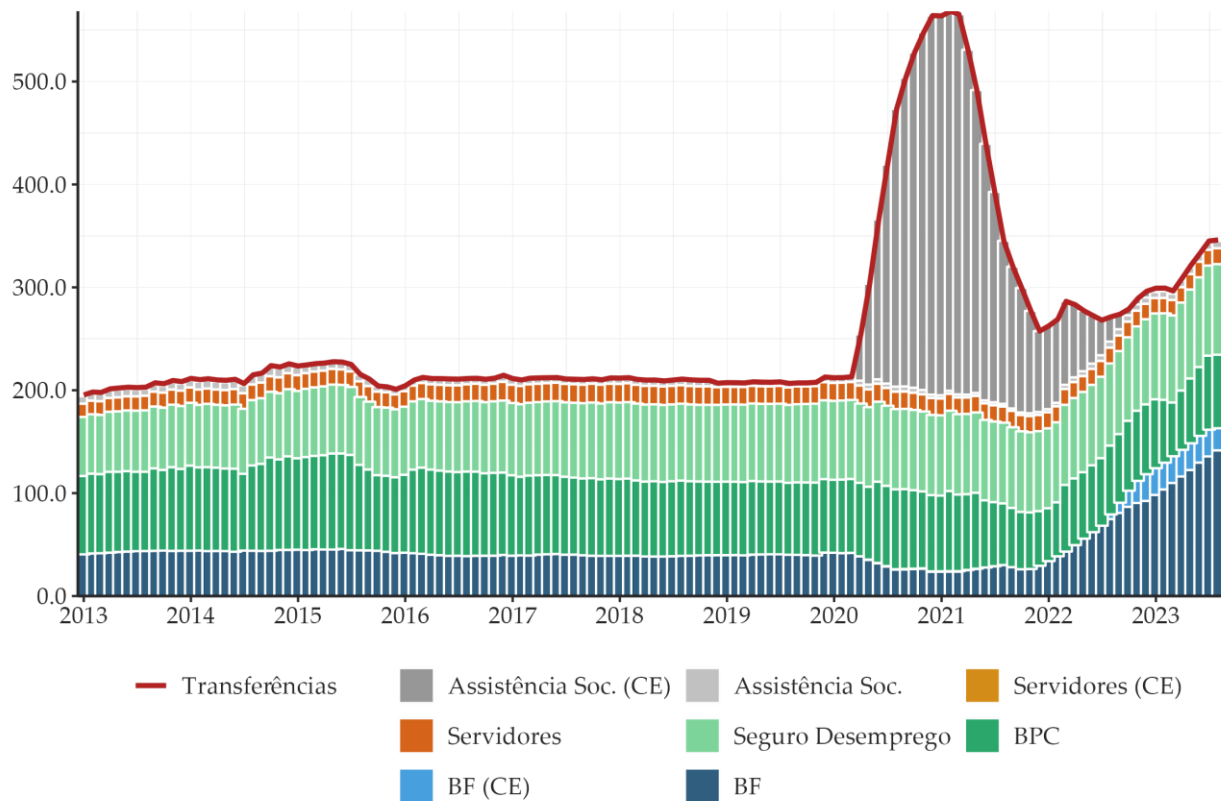
Source: Vinci Partners, IBGE, BCB

TRANSFERENCIAS SOCIAIS VEM AUMENTANDO DESDE 2022 E ORÇAMENTO PREVÊ MAIS AUMENTOS NO PRÓXIMO ANO

Componentes do consumo que dependem da renda devem continuar fortes

Programas Sociais (Real)

Acumulado em 12M, R\$Bi



Despesa	2023	2024	%YoY
Bolsa Família	168,693	169,513	0.5%
BPC	93,782	103,932	10.8%
Seguro Desemprego	72,886	78,596	7.8%
Total	335,361	352,041	5.0%

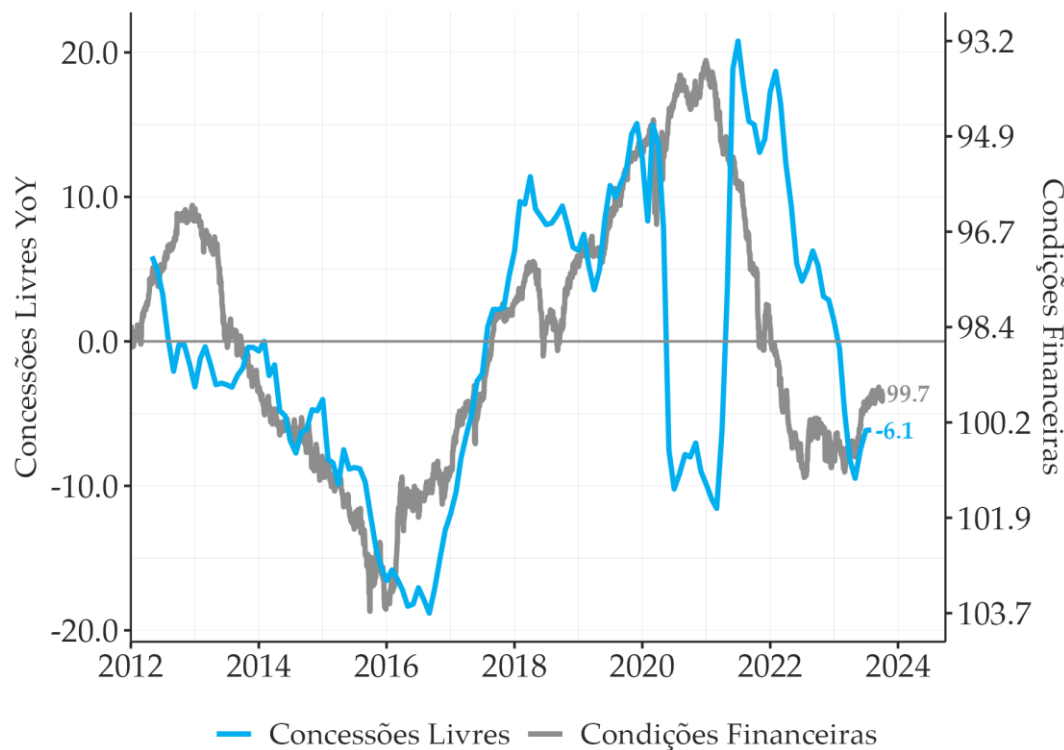
Sources: Vinci Partners, TN

CONCESSÃO DE CREDITO TEM UMA FORTE CORRELAÇÃO COM O ÍNDICE DE CONDIÇÕES FINANCEIRAS

Com a queda de juros, e o conseqüente afrouxamento das condições financeiras, a concessão de crédito livre deverá voltar a acelerar em 2024. Isso poderá permitir o crescimento do setor de consumo de bens duráveis. Concessão de crédito via cartão de crédito seguem crescendo.

Condições Financeiras & Concessões Livres ex-Cartão

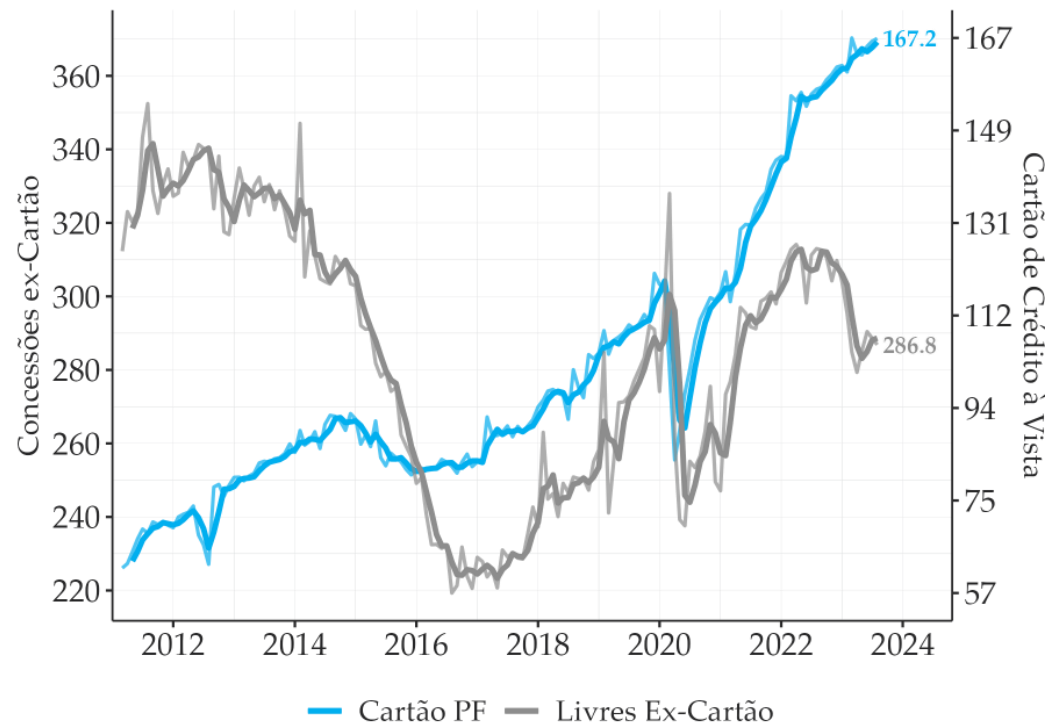
Last update: Aug 2023 (IHS), Oct 2023 (RHS)



Source: Vinci Partners, Goldman Sachs, BCB

Concessões Reais Livres (SA, R\$ Bi)

Last update: Aug 2023 (LHS), Aug 2023 (RHS)



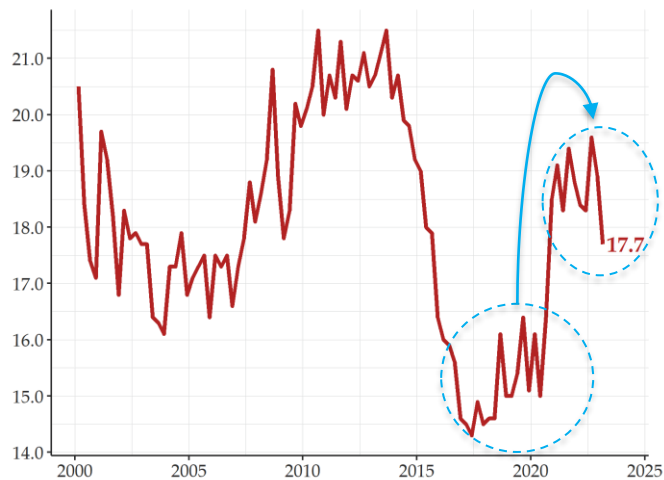
Source: Vinci Partners, BCB

INVESTIMENTO TEVE FORTE QUEDA. PRIVATIZAÇÕES E CONCESSÕES PASSADAS AINDA AJUDAM A AMORTECER A QUEDA NO INVESTIMENTO NO CURTO PRAZO

Cronograma de investimentos das empresas privatizadas deve garantir uma queda suave em investimentos. Não há espaço fiscal para aumento do investimento público.

Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) vem mostrando sinais de desaceleração

Taxa de Investimento trimestral (%PIB)

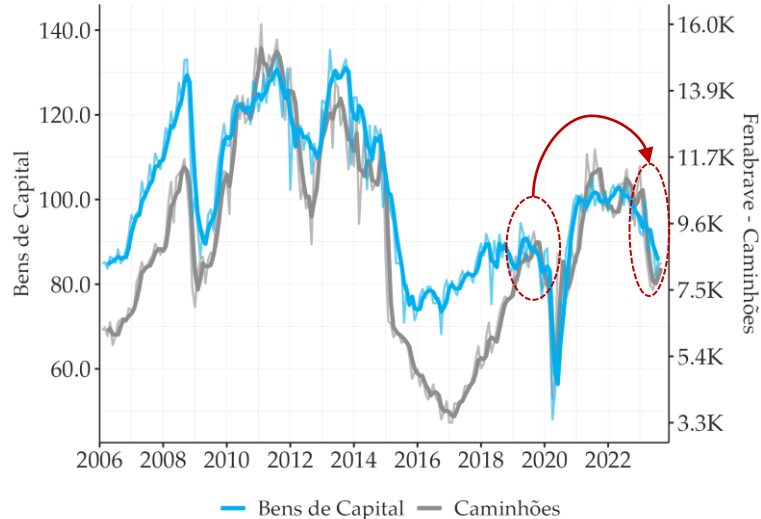


Fonte: IBGE, Vinci Partners.

Vendas de caminhões (mudança de padrão) e produção de bens de capital voltaram para os níveis pré-pandemia

Bens de Capital & Venda de Caminhões

Last update: Aug 2023 (LHS), Sep 2023 (RHS)

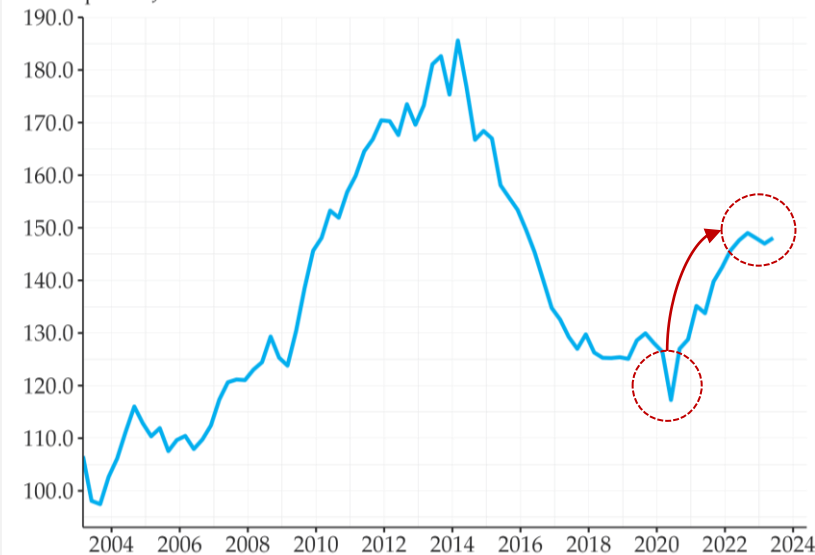


Source: Vinci Partners, IBGE, Fenabrave

Construção Civil segue acima do nível pré-pandemia, mas vem desacelerando na margem

PIB: Construção Índice SA

Last update: Jun-2023



Source: Vinci Partners, IBGE

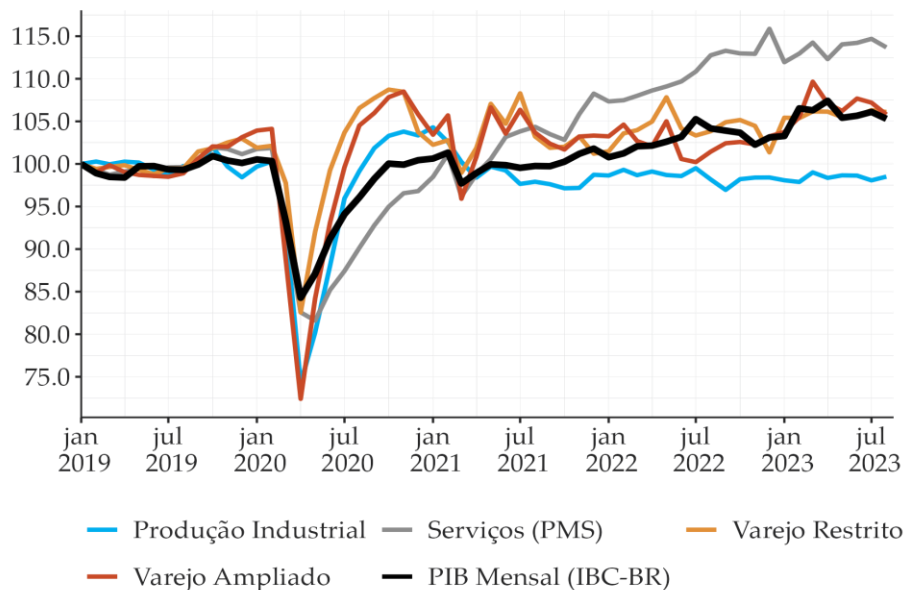
QUAIS SETORES VEM LIDERANDO O CRESCIMENTO?

Setor de serviços vem se destacando. Indústria é o setor mais atrasado.

Possível melhora na concessão de crédito em 2024 pode melhorar a performance da indústria relacionada ao consumo de bens duráveis

Indicadores de Atividade

(Jan 2019 = 100)

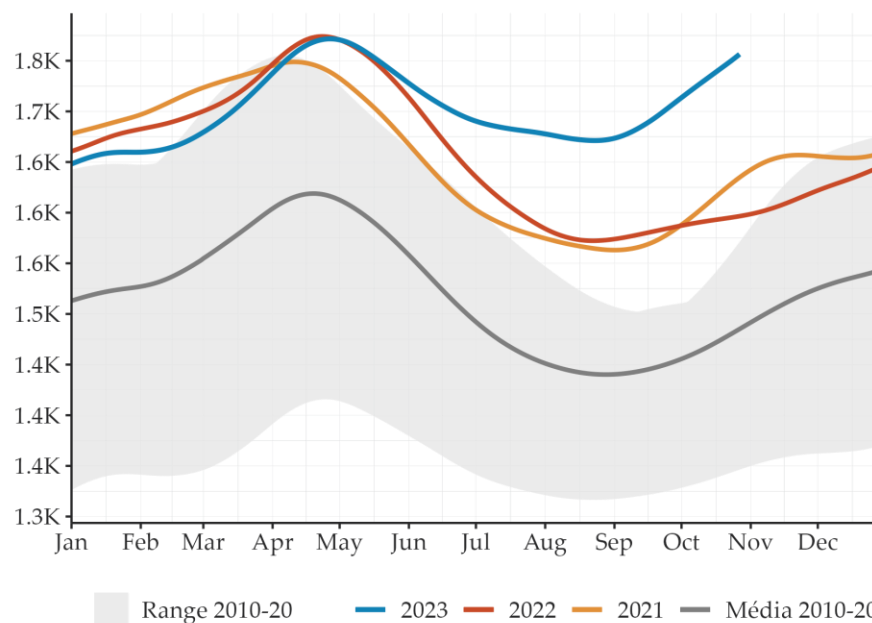


Fonte: IBGE, Bacen e Vinci Partners.


Consumo (carga) de energia elétrica de volta a níveis recordes, sugerindo que crescimento segue forte

Carga Diária de Energia Elétrica

Comportamento Sazonal desde Janeiro de 2010



Fonte: Vinci Partners, ONS



RIO DE JANEIRO

55 21 2159 6000
Av. Bartolomeu Mitre, 336
Leblon – 22431-002

SÃO PAULO

55 11 3572 3700
Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.277
14º andar – Jardim Paulistano –
01452-000

RECIFE

55 81 3204 6811
Av. República do Líbano, 251 – sala 301
Torre A – Pina – 51110-160

NOVA YORK

1 646 559 8000
780 Third Avenue, 25th Floor
10017