



RIO BRAVO

CONSENSO MACROECONÔMICO

Janeiro 2022



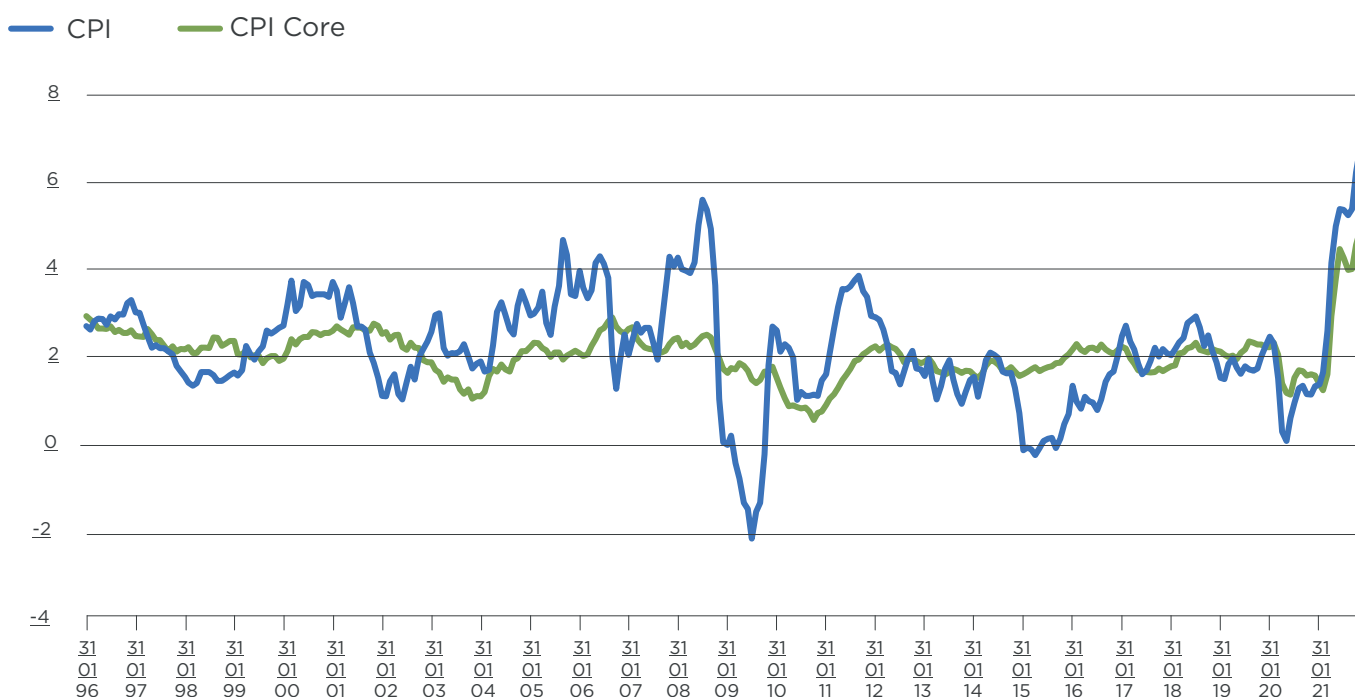
- O cenário internacional será pautado principalmente pelo aperto monetário do Fed e pelos próximos capítulos da Covid-19.
- A *Ômicron* já promove alguns lockdowns, sobretudo na China. O principal risco atrelado à variante é a piora da cadeia de suprimentos, que pode representar uma pressão inflacionária relevante para a economia global.
- O Brasil viverá um ano desafiador, tendo, além dos impasses globais, riscos atrelados à situação fiscal e ao contexto político do país, em virtude das eleições presidenciais em outubro de 2022.

CENÁRIO INTERNACIONAL

O avanço acelerado da inflação nos países desenvolvidos exigirá aumento das taxas de juros este ano. O aperto monetário, que deve ser parcialmente coordenado, se unirá aos efeitos ainda incertos da nova onda da Covid-19 para criar um ambiente de aversão global ao risco.

O Fed será o principal elemento dessa mudança na política monetária internacional. Na ata da última reunião, o Banco Central americano trouxe uma postura mais dura frente à inflação que encerrou 2021 em 7%, o nível mais alto em 40 anos. O comitê ainda mudou sua avaliação sobre essa alta nos preços, afirmando que vê as pressões inflacionárias, como os gargalos na cadeia de suprimentos, mais persistentes, o que justificaria uma política monetária mais rígida. A inflação alta e o mercado de trabalho aquecido levarão ao encerramento do programa de compras de ativos já em março, quando deve ocorrer a primeira elevação na taxa de juros.

CPI x CPI Core



Fonte: US Bureau of Labor Statistics

A avaliação da Autoridade Monetária americana sobre o mercado de trabalho é de que esse setor da economia já está em rápido processo de recuperação, não sendo impeditivo para o processo de aperto monetário. De acordo com os dados mais recentes, a taxa de desemprego dos EUA atingiu 3,9%, abaixo do nível neutro estimado pelo Fed, que é de 4%. A taxa de participação (percentual de pessoas empregadas ou procurando emprego) ainda deve demorar para se recuperar, o que não se contrapõe ao diagnóstico de que o mercado de trabalho está aquecido. O descompasso entre demanda por trabalhadores e a oferta de trabalho atingiu níveis recordes em novembro. Há cerca de 1,55 vagas para cada desempregado, sendo essa uma das principais razões para a alta de 4,7% nos salários em 2021.

Vagas/Desempregados

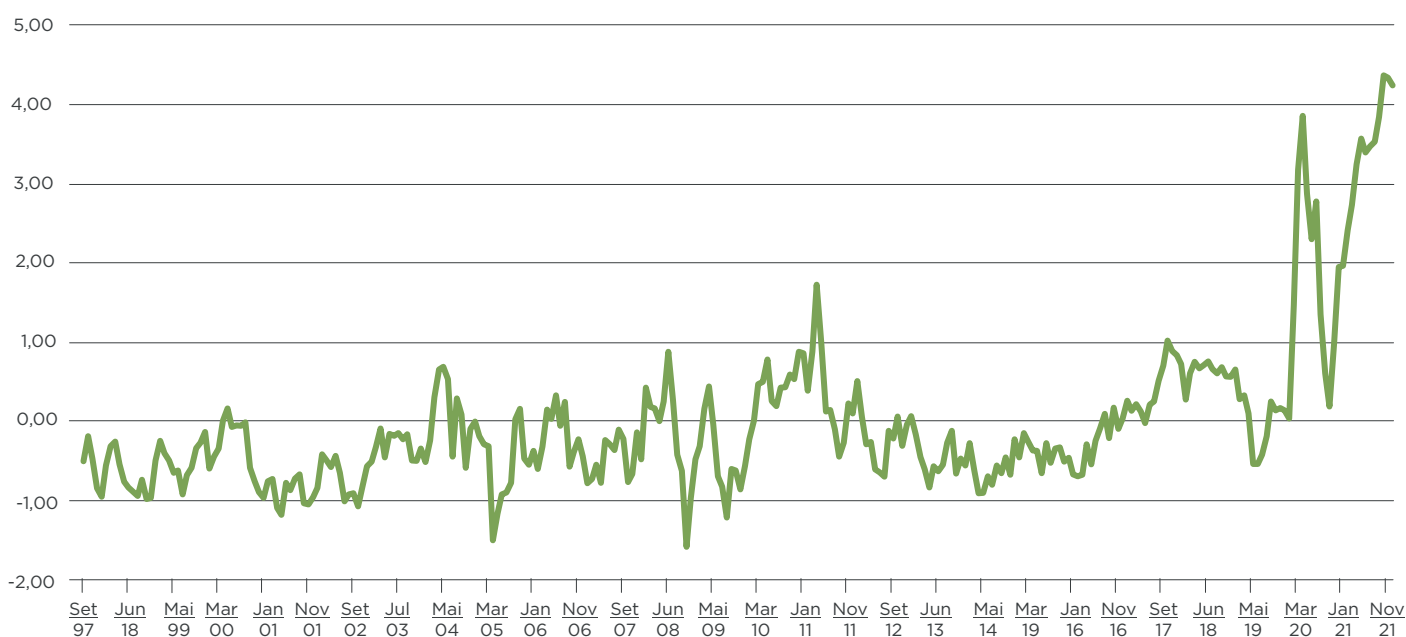


Fonte: Bureau of Labor Statistics

Ao longo de 2022, o mercado espera que o Fed eleve três ou quatro vezes a taxa básica de juros, para cerca de 1 a 1,25%. A redução no balanço do Fed, anunciada no último comunicado, tem tudo para ser outra ferramenta utilizada para retirar o estímulo monetário. Esperamos que o início desse processo ocorra no segundo semestre. Há algumas incertezas que podem afetar o *timing* para redução do balanço, entre eles o avanço da *Ômicron*.

O fim dos estímulos à economia americana ocorre em meio ao surgimento da nova variante da Covid-19. As pesquisas mais recentes indicam que a mutação provoca casos de gravidade menor, mas com transmissibilidade consideravelmente maior. Sem a adoção de lockdowns amplos nos países desenvolvidos, a avaliação é a de que os principais riscos econômicos da doença estão atrelados à piora nos gargalos da cadeia de suprimentos global, uma das principais causas das pressões inflacionárias no mundo.

Global Supply Chain Index



Fonte: Liberty Street Economics, Fed NY

Em resposta à rápida transmissibilidade da doença, a China já promoveu lockdowns em um dos três maiores portos do mundo. Com a continuidade da política zero Covid em 2022, que é pautada em controlar o número de casos, e não de mortes, esperamos que ocorra uma piora nos gargalos da cadeia de suprimentos na primeira metade deste ano, aprofundando as pressões inflacionárias. Outro efeito negativo que se observa em diversos países é o afastamento temporário de trabalhadores infectados pela nova variante, o que também pode refletir na inflação global ao restringir a oferta de produtos e serviços.

Com a necessidade de retirar os estímulos monetários nos países desenvolvidos, a expectativa é de que os mercados emergentes sejam profundamente afetados. Para o Brasil, o cenário internacional se impõe como mais um risco relevante para este ano, sendo impactado pelos choques de oferta, novas ondas de Covid, e uma inflação importada via depreciação do câmbio.

Com a expectativa de que a demanda seja pouco afetada pela Ômicron, que com menor gravidade nos casos deve impor menor pressão sobre a mobilidade e o consumo, os desequilíbrios entre oferta e demanda podem se exacerbar, acarretando um balanço de riscos altista para os preços, podendo exigir um aperto monetário global mais forte do que o antecipado.

A menor tolerância de diversas autoridades monetárias, em especial o Fed, com a inflação deve impactar o crescimento mundial no ano de 2022. Assim, a expectativa é de que preços de commodities também devam ceder, beneficiando menos os países exportadores.

CENÁRIO DOMÉSTICO

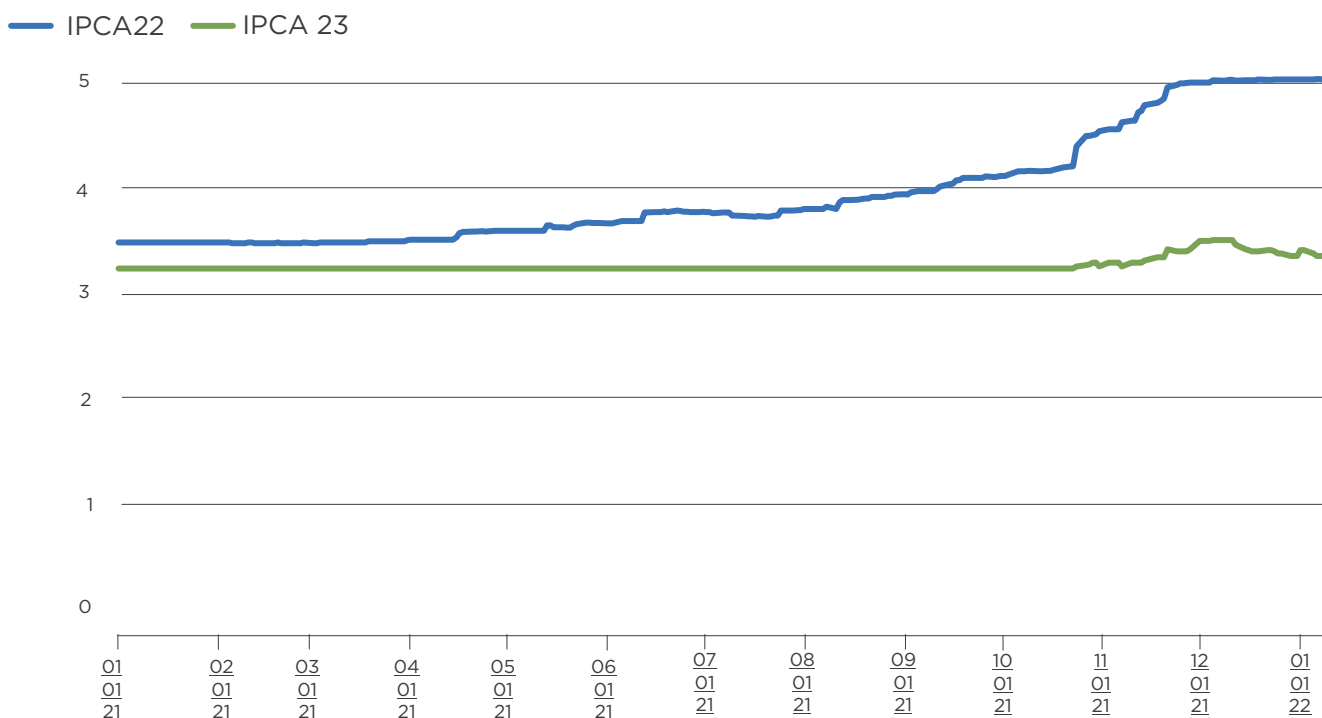
Assim como no cenário internacional, 2022 será desafiador para o Brasil. Além dos problemas econômicos atrelados ao exterior, os riscos fiscais e eleitorais também exercerão pressão sobre o mercado doméstico. De igual modo, outros fatores, como inflação e atividade econômica, permanecem no radar.

A inflação encerrou 2021 em 10,06%, o nível mais alto desde 2015, quando ficou em 10,67%. Em sua carta ao Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central justificou a inflação acima da meta em 2021 com o efeito dos choques externos, em especial os gargalos na cadeia de suprimentos, e de choques internos, como a crise energética e a depreciação do câmbio. Esse cenário inflacionário deve melhorar gradualmente ao longo de 2022. Se, por um lado, teremos uma melhora na situação hídrica – e, conseqüentemente, nos preços da energia elétrica –, por outro, o risco eleitoral materializado na incerteza sobre o futuro das contas públicas pode estressar ainda mais o câmbio, pressionando novamente a inflação neste ano. Em um cenário de continuidade dos gargalos na cadeia de suprimentos e de restrição na oferta de trabalho em serviços e no varejo, a inflação deve ainda ser pressionada nos setores de bens industriais e serviços.

O fim dos ventos positivos vindos do exterior impõe mais uma pressão altista sobre a inflação brasileira através de uma potencial depreciação adicional do câmbio. Esse fator já tem sido apontado nos comunicados do Banco Central para justificar a escalada mais rápida na Selic.

Em sua última reunião, o Copom indicou que deve entrar em território significativamente contracionista para reancorar as expectativas de inflação dentro do horizonte relevante (2022 e 2023). Mesmo com essa sinalização, o balanço de riscos altista neste ano deve fazer com que a inflação encerre 2022 acima do teto da meta do BC.

Expectativa Focus



Juntamente com esse cenário de juro elevado e inflação acima da meta, esperamos uma retração no PIB de 2022. A estiagem na região sul deve reduzir consideravelmente o potencial de crescimento da produção agrícola no primeiro trimestre deste ano. A variante Ômicron e os choques de oferta relacionados a cadeia de suprimentos têm tudo para afetar negativamente o crescimento dos serviços, do comércio e da indústria ao longo deste ano. Se somam a esses efeitos a Selic retornando aos dois dígitos.

Com a recuperação da economia e a escalada da inflação em 2021, o resultado primário das contas públicas melhorou consideravelmente, encerrando o ano passado com déficit próximo de 0% do PIB. A recuperação, contudo, não é estrutural, mas sim conjuntural, impondo desafios para o novo governo que tomará posse em 2023.

Mesmo com a aprovação da PEC dos precatórios, que liberou espaço no teto de gastos, o cumprimento da regra fiscal será difícil nos próximos anos. Preocupa, afora isso, a possibilidade de queda na arrecadação que deve levar o resultado primário novamente para déficit em 2022. A sustentabilidade das contas públicas dependerá essencialmente do governo eleito neste ano. Sinalizações de medidas que reduzam a credibilidade do equilíbrio fiscal manterão o risco país elevado pressionando novamente a inflação e o juro.

Com todas essas incertezas, 2022 tende a ser um ano difícil para os ativos brasileiros, que devem ser penalizados por uma aversão global ao risco promovida pelos apertos monetários, em especial do banco central americano. Para além disso, a subida do juro no Brasil deve criar oportunidades na renda fixa, enquanto a cautela nos ativos de renda variável deve prevalecer, apesar dos níveis atuais de preços mostrarem ativos baratos.

Projeções	2019	2020	2021*	2022*	2023*
PIB - Crescimento Real (\$)	1,4	-4,1	4,5	-0,2	2,0
IPCA (%)	4,3	4,52	10,1	5,1	3,3
IGP-M (%)	7,3	23,1	17,8	5,8	4,0
Selic (%)	4,50	2,00	9,25	11,75	8,50
Taxa de Câmbio (USDBRL)	4,1	5,2	5,7	5,5	4,8
Resultado Primário (% do PIB)	-1,3	-10,0	0,1	-1,0	-0,5
Dívida Bruta (% do PIB)	74,3	89,2	80,2	84,8	86,6