



RIO BRAVO

# CONSENSO MACROECONÔMICO

Outubro 2021



- **A crise energética global e as restrições na cadeia de suprimentos continuam impondo pressões sobre os preços e desacelerando o crescimento econômico. Não esperamos uma solução rápida para esses problemas.**
- **No Brasil, a inflação permanece em alta sem mostrar sinais de arrefecimento. O Banco Central se comprometeu em colocar o juro em território “substancialmente contracionista”.**
- **A fraqueza na atividade econômica doméstica é evidente nos dados da produção industrial e no varejo. As restrições na cadeia de suprimentos e a inflação são as principais razões para essa desaceleração.**

## CENÁRIO INTERNACIONAL

O controle parcial da COVID-19 nas maiores economias do mundo resolve o principal problema da pandemia: a saúde pública. A economia, contudo, permanece em um cenário de incertezas impulsionadas pelos desequilíbrios remanescentes entre oferta e demanda em inúmeros setores.

Esse desequilíbrio ficou mais claro na cadeia de suprimentos. Em um primeiro momento, a pandemia levou a uma profunda queda na demanda global por bens e serviços, mas a retomada, já a partir da segunda metade de 2020, foi mais rápida do que o esperado e do que as indústrias estavam preparadas para suportar. Essa situação se intensificou em 2021, ao mesmo tempo em que algumas economias avançaram mais rapidamente com a vacinação.

Os países desenvolvidos (EUA e Europa) foram mais rápidos no processo de reabertura. A Ásia (ex-China), principal produtor de insumos básicos, ficou defasada. A consequência não podia ser pior para a cadeia de suprimentos. De um lado, observamos uma pressão nos preços de itens como chips e semicondutores. De outro, a indústria perdeu força com as restrições na oferta de insumos, desacelerando a recuperação econômica.

Os dados de PMI, pesquisa com empresas com alta correlação com os dados oficiais, evidenciam esse cenário. Nos EUA, o PMI ISM de manufatura mostra expansão no setor, mas indica que os preços de insumos estão elevados, que os estoques estão baixos e que o tempo de entrega continua subindo. Os setores mais afetados são o automobilístico, eletrônico e imobiliário. A contínua restrição na cadeia de suprimentos foi a principal razão para o FMI revisar o PIB americano deste ano em 1 p.p. para baixo (de 7% para 6%).

Quando a situação na cadeia de suprimentos irá melhorar ainda é uma questão em aberto. Produtores de insumos eletrônicos têm afirmado que não esperam uma normalização até pelo menos meados de 2022.

Tendo em vista a defasagem no processo de vacinação entre os países desenvolvidos e os emergentes, essa perspectiva parece realista. A consequência é que as economias perderão força e a inflação continuará pressionada durante algum tempo.

Outro risco para o crescimento econômico e para a inflação global veio à tona no último mês. Problemas sazonais na geração de energia eólica na Europa e a redução no uso de fontes nucleares na Alemanha levaram o velho continente a uma profunda crise energética que culminou em uma alta de quase 100% no gás natural neste ano. Algumas indústrias também reduziram a produção para diminuir o consumo de energia. Na China, a política de redução das emissões de poluentes obrigou o país a diminuir a produção de carvão mineral, provocando apagões em determinados lugares e forçando indústrias a racionarem energia.

Apesar do aumento de oferta de gás à Europa, liderada pela Rússia, e de uma flexibilização das metas climáticas pelo governo chinês, os custos da energia elétrica devem se manter elevados. Nesse cenário, a produção industrial deve também permanecer fragilizada. Uma das principais dúvidas atuais é o quanto desse aumento de custos será repassado para o consumidor final e como irá afetar a inflação, em um contexto em que alguns países da União Europeia adotam subsídios para amortecer essas altas nos preços.

As crises energética e da cadeia de suprimentos colocam um viés de alta para a inflação de 2022 nos países desenvolvidos. O principal risco é que esses problemas se prolonguem por mais tempo, contribuindo para uma inflação mais alta e persistente, obrigando os Bancos Centrais a elevarem o juro antes do esperado. Isso pode levar a uma fuga de capital dos países emergentes, dificultando ainda mais a recuperação desses países no ano que vem.

## DOMÉSTICO

Com a economia voltando ao normal em grande parte do país, não há mais grandes restrições sobre a demanda. O setor de serviços continua se beneficiando dessa reabertura e ajuda a manter as expectativas de crescimento do PIB próximas de 5%. O comércio e a indústria, contudo, ainda sofrem com as restrições nas cadeias de produção e com a alta da inflação.

As vendas no varejo ampliado, que incluem materiais de construção e automóveis, retraíram 2,5% MoM em agosto. A queda nos principais setores (combustíveis, supermercados e materiais de construção) resulta principalmente da alta da inflação que se concentrou nesses itens. A indústria ainda caiu 0,7% no mesmo período. Ambos os setores deixam um carregamento negativo para o PIB do terceiro trimestre, mas o bom desempenho de serviços deve fazer a atividade econômica crescer 0,2% QoQ.

A nossa projeção de crescimento econômico deste e do próximo ano permanece com viés negativo. A piora da situação da cadeia de suprimentos global, a inflação, o juro mais alto e o estresse político/fiscal devem continuar dificultando o crescimento econômico, tanto pelo lado da oferta (indústria e comércio), quanto pela demanda (consumo).

A notícia mais positiva do último mês vem da crise hídrica. A situação continua preocupante, mas melhorou nas últimas semanas. O início da temporada de chuvas na região Sudeste sugere que um racionamento em 2022 é pouco provável. A ONS projeta que o período de chuvas deve ser em linha com a média histórica, nível ainda insuficiente para recompor totalmente os reservatórios, mas que deve possibilitar uma queda nas tarifas ao longo de 2022. Os preços mais altos de energia têm tudo para continuar pressionando a inflação até, pelo menos, meados de 2022 e, mesmo considerando a queda nas tarifas no segundo semestre, a inflação do ano que vem ainda deve fechar acima do centro da meta.

Com o risco de que o objetivo da inflação de 2022 não seja cumprido, os diretores do Banco Central sinalizaram na última ata que vão colocar a Selic em patamar “significativamente contracionista”, o qual avaliamos estar entre 8,75% e 9,25%. Por ora, mantivemos a nossa projeção de Selic em 8,75% ao final do ciclo, mas há inúmeros riscos que colocam um viés de alta nessas projeções.

1) situação hídrica, mesmo com a melhora recente; 2) forte recuperação de serviços; 3) manutenção dos preços mais altos em bens industriais; 4) *commodities* em alta; e 5) câmbio depreciado com os riscos fiscais são as principais fontes de pressão para a inflação nos próximos meses.

Na frente fiscal, a apresentação do parecer do relator da PEC dos precatórios não trouxe grandes novidades ao propor a prorrogação de parte dos débitos judiciais do ano que vem. O principal risco dessa medida é que essas dívidas virem uma “bola de neve” e se acumule às dívidas dos próximos anos. O formato proposto pelo governo não é o ideal, como já escrito nesse espaço no passado, mas resolve o principal impasse orçamentário do ano que vem.

A aprovação dessa medida abriria cerca de R\$ 50 bi de espaço no teto de gastos em 2022, mais do que o suficiente para abrigar os R\$ 25 bi adicionais de um Bolsa Família mais amplo. A Lei de Responsabilidade Fiscal obriga o governo a encontrar uma fonte de receita para financiar o programa. Para isso, o Executivo tem defendido a reforma do IR através da criação do imposto sobre dividendos, mas o Senado tem deixado claro que o andamento do projeto será difícil. Com isso, o governo terá de buscar outra fonte de financiamento para o programa. A forma ideal seria através da redução dos gastos tributários (subsídios). A proposta que está dentro da mudança no IR prevê o aumento de R\$ 15 bi na arrecadação de 2022 com a redução de alguns subsídios, mas é possível arrecadar mais R\$ 10 bi e pagar por um benefício social que pode atingir 17 milhões de indivíduos.

Ao longo de outubro e novembro, o orçamento de 2022 e as eleições do próximo ano devem tomar forma. Um benefício social mais amplo será importante na saída da pandemia, mas deverá respeitar as regras fiscais atuais. Sinalizar o rompimento das principais regras que regem as contas públicas podem criar um efeito contrário sobre a economia, com a manutenção de um cenário de inflação, juros e desemprego elevados. Será um período de muita volatilidade para os mercados domésticos e internacionais, que irão responder também pelas crises remanescentes da pandemia. Esperamos que as principais definições para a economia doméstica ocorram ainda antes do final deste ano.

<b>Projeções</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021*</b>	<b>2022*</b>	<b>2023*</b>
PIB - Crescimento Real (\$)	1,4	-4,1	5,0	1,5	2,0
IPCA (%)	4,3	4,5	8,7	4,3	3,3
IGP-M (%)	7,3	23,1	18,8	5,1	4,5
Selic (%)	4,50	2,00	8,25	8,75	6,50
Taxa de Câmbio (USDBRL)	4,1	5,2	5,4	5,3	4,5
Resultado Primário (% do PIB)	0,9	-10,0	-1,9	-1,2	-0,7
Dívida Bruta (% do PIB)	75,8	89,2	81,8	81,6	81,8