



RIO BRAVO

CONSENSO MACROECONÔMICO

Dezembro 2021



- No cenário internacional, o surgimento da variante Ômicron preocupa. Nos EUA, o aperto monetário está previsto para começar ainda no final deste ano.
- No Brasil, a persistência da inflação faz com que o Banco Central tenha que endurecer a política monetária em meio a uma desaceleração da economia.
- Os riscos atrelados à inflação, à atividade e à nova variante da Covid-19 alteram as perspectivas da recuperação da economia em 2022.

CENÁRIO INTERNACIONAL

O cenário internacional está sendo marcado pelo prolongamento da pandemia da Covid-19 causada pelo surgimento de uma nova variante: a Ômicron. A mutação rapidamente se espalhou pelo mundo e tem causado preocupação sobre novas ondas, que já têm se materializado em alguns países da Europa e dos Estados Unidos. Novas medidas restritivas, mais brandas que as de 2020, continuam a ser adotadas, provocando desaceleração das economias desenvolvidas.

Além do efeito Covid, uma das grandes preocupações para a atividade econômica tem a ver com os bancos centrais, que se preparam para iniciar o aperto monetário visando conter a inflação resultante do descompasso entre oferta e demanda por insumos. Em um cenário de novas restrições por conta da pandemia, não ter o artifício da política monetária estimulativa pode dificultar ainda mais o crescimento econômico nos países desenvolvidos.

Nos EUA, há a expectativa de que o Fed inicie, ainda neste ano, o *tapering* (redução do programa de compras de ativos). Espera-se, também, que esse processo seja acelerado e se encerre ainda no segundo trimestre de 2022. A necessidade de adoção dessa estratégia neste momento está relacionada a uma inflação que está se mostrando mais persistente, como produto dos estímulos fiscais que elevaram a demanda e dos gargalos na cadeia de suprimentos que prejudicaram a oferta. Até então, a alta dos preços estava sendo categorizada como transitória, atribuída quase unicamente aos efeitos da pandemia sobre a oferta de itens básicos, mas hoje vemos que essa leitura não se sustenta. Com esse cenário, a expectativa é de que o Fed comece a subir o juro ao longo de 2022.

O mercado de trabalho americano ainda está defasado no processo de recuperação, mas deve atingir o pleno emprego já em meados de 2022. Mesmo com o aperto monetário, projetamos um crescimento forte para a economia americana em 2022. Caso a ameaça da nova variante da Covid-19 se concretize, o que não é nosso cenário base, o desempenho econômico dos EUA dependerá do avanço da vacinação, que está estagnada

há alguns meses.

Na Europa, a preocupação com a Ômicron é mais presente. Novas ondas da pandemia estão sendo registradas em alguns países. No Reino Unido, um dos mais afetados, a variante já é maioria nos novos casos. Os esforços, neste momento, estão sendo voltados para as campanhas de vacinação.

Em meio a esse contexto de alta na inflação global e de políticas monetárias mais restritivas, a China apresenta um cenário econômico particular. As intervenções, intensificadas neste ano sobre o mercado de tecnologia, imobiliário e de energia, devem perder força no ano que vem, como indicado nas reuniões recentes do Partido Comunista Chinês (PCC). A tendência é a de que o governo conduza a economia de forma mais balanceada entre o crescimento de curto prazo e as metas de longo prazo. Com isso, novos estímulos, monetários e fiscais, devem ocorrer ao longo de 2022. Com uma política monetária ainda não pressionada pela inflação, a continuidade dos estímulos é uma saída viável. Com isso, o país ainda tem tudo para registrar crescimento considerável em 2022.

Para o médio prazo, a mudança em direção a uma economia mais dependente do consumo doméstico deve trazer implicações relevantes para o crescimento chinês, com potenciais impactos sobre outras economias emergentes. A demanda por *commodities* industriais devem perder força, enquanto as agrícolas podem ser as mais beneficiadas por esse movimento. O momento que esses efeitos seriam sentidos, contudo, ainda é incerto.

Os impactos desse cenário global no Brasil são muitos, mas podemos destacar a política monetária global e o crescimento da China em 2022 como os principais. Em um cenário de endurecimento monetário dos bancos centrais globais, os investimentos em ativos financeiros no país e o câmbio devem ser os mais afetados. Por outro lado, a desaceleração mais lenta da China traz uma tendência positiva para os preços das *commodities*.

DOMÉSTICO

O avanço da vacinação permitiu que o Brasil conseguisse diminuir as restrições à demanda da economia e apresentasse uma retomada mais forte. Entretanto, indicadores de inflação e atividade desses dois últimos trimestres já alteram a perspectiva sobre a recuperação, em um cenário econômico marcado por uma série de incertezas. A variante Ômicron, os rumos da política monetária para o ano que vem, o avanço inflação e as restrições na cadeia de suprimentos são algumas das dúvidas em relação a 2022. Além disso, as eleições presidenciais de ano que vem começam a entrar no horizonte.

Os últimos dados de atividade econômica têm apontado para uma forte desaceleração no terceiro e quarto trimestre. O PIB do terceiro trimestre retraiu 0,1%, caracterizando uma recessão técnica (com dois trimestres seguidos de queda). Apesar do resultado melhor do que o esperado na indústria e em serviços, a perspectiva para o último trimestre do ano não é positiva. Os dados de outubro já apontam para a possibilidade do estagnação do PIB no quarto trimestre.

A indústria, por exemplo, não apresentou bons resultados, com 5 retrações seguidas. Em outubro, o setor apresentou queda de 0,6% MoM. O varejo ampliado também decepcionou, com queda de 0,9%. O setor mais importante da economia, os serviços, também retraiu, com variação de -1,2%. Apesar de alguma recuperação marginal que pode ocorrer em alguns desses setores, vemos a economia desacelerando devido a determinados fatores que devem permanecer ao longo dos próximos meses. Alta da inflação reduzindo a renda disponível da população, gargalos na cadeia de suprimentos afetando a produção e a alta do juro intensificada nos últimos meses são as principais razões para esse pessimismo com a atividade doméstica.

O foco do Banco Central é trazer a inflação para a meta em 2022 e 2023. Com uma alta de 150bps na última reunião, o BC já contratou, ao menos, mais uma alta para 2022. Esperamos que a Selic chegue a 11,75% em março de 2022 e acreditamos que esse nível e o ritmo de alta do juro sejam suficientes para reancorar as expectativas de 2023 e consolidar o processo de desinflação.

Apesar de o IPCA ter dado uma trégua e ficar abaixo das expectativas na divulgação de novembro, a inflação continua elevada, registrando variação de 0,95% em relação ao mês anterior.

A surpresa do IPCA foi atribuída a dois setores principalmente: alimentação, puxada pelo consumo fora do domicílio, e saúde, resultante da queda do preço de produtos de higiene pessoal. Apesar da queda, vemos que alguns choques afetaram a inflação de novembro: entre eles estão a queda do preço das carnes e dos cereais e os descontos da Black Friday. Assim, ainda é cedo para afirmar que a inflação deva desacelerar a ponto de alterar nossas expectativas de inflação para 2022. A política monetária continuará sendo pressionada a colocar o juro em dois dígitos. Uma inflação mais benigna como reflexo da desaceleração da atividade pode abrir espaço para uma redução no juro ainda em 2022.

Na seara fiscal, destaque para a aprovação da PEC dos precatórios, que posterga o pagamento de dívidas judiciais para o ano que vem. Com a prorrogação, abre-se um espaço fiscal de R\$106bi que será, em grande parte, usado para financiar o Auxílio Brasil de R\$400 reais. O problema dessa medida é que ela gera uma bola de neve nas contas públicas. De acordo com a projeção da Instituição Fiscal Independente (IFI), com a nova regra fiscal, chegaríamos, no cenário otimista, em 2026 com um estoque de R\$420,9 bi para serem pagos, sendo R\$258,8 bi de precatórios que deveriam ter sido pagos em anos anteriores. Parece que será necessário, no futuro próximo, uma nova PEC para alterar novamente a regra de pagamento dessas dívidas.

Outra mudança que se confirmou foi a alteração na regra de cálculo do teto de gastos. Apesar da medida aumentar o risco, ao mudar o arcabouço fiscal do país e poder gerar um acúmulo insustentável de dívidas no futuro, sua aprovação teve impacto positivo para o cenário atual ao resolver, mesmo que parcialmente, uma das principais restrições ao orçamento 2022. Apesar da PEC não ser a solução ideal para o problema, sua não aprovação poderia provocar alternativas ainda piores em um governo que busca atender a diversas demandas eleitorais. Dessa forma, a promulgação melhora um cenário de extrema incerteza sobre os caminhos da política fiscal.

Monta-se um cenário difícil para a economia em 2022. A inflação acelerando, uma atividade econômica frágil e uma política monetária contracionista são os principais fatores que impactarão a economia no próximo ano.

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	5,0	3,3
IGP-M (%)	7,3	23,1	17,6	5,8	4,0
Selic (%)	4,50	2,00	9,25	11,75	8,50
Taxa de Câmbio (USDBRL)	4,1	5,2	5,6	5,4	4,5
Resultado Primário (% do PIB)	0,9	-10,0	0,0	-1,0	-0,5
Dívida Bruta (% do PIB)	75,8	89,2	80,2	84,3	86,2