



RIO BRAVO

CONSENSO MACROECONÔMICO

Setembro 2021



- **No exterior, os efeitos da variante Delta continuam pesando sobre as expectativas de crescimento global.**
- **A China intensifica as ações regulatórias sobre empresas e sobre as commodities, trazendo também uma perspectiva mais negativa para o crescimento do país.**
- **A política monetária americana se organiza para começar a retirar os estímulos até o final do ano.**
- **No Brasil, a crise política e institucional domina e traz volatilidade para o mercado. A Câmara, de forma inesperada, aprova o texto do pacote tributário do IR.**
- **Cenário doméstico se concentra em crescimento mais fraco, inflação mais alta e juro mais alto. Cenário que deve permanecer até 2022.**

CENÁRIO INTERNACIONAL

Os números da pandemia no mundo continuam melhorando, mas a variante Delta tem gerado efeitos econômicos mais profundos do que esperávamos inicialmente. Essa expectativa era sustentada na premissa de que os países não fossem adotar lockdowns muito restritivos, cenário que está se confirmando. O fato é que as cadeias de suprimento já estavam com problemas desde o ano passado e agora acumulam mais atrasos com as atuais restrições, principalmente na Ásia.

O sudeste asiático, que tem índices de vacinação ainda baixos se comparados aos países desenvolvidos, são os mais afetados por essa onda. Taiwan, Vietnã e Indonésia, importantes fabricantes de insumos, desde semicondutores até produtos têxteis, adotaram medidas mais restritivas, paralisando parcialmente a indústria e piorando ainda mais a situação da cadeia de suprimentos global. Reflexos disso já são sentidos na China, na Europa, nos EUA e no Brasil, com fracos resultados na produção industrial. Isso é uma das causas de revisões negativas nas expectativas de crescimento deste ano, o que tem depreciado os preços dos ativos. A inflação também é outra variável pressionada por essas restrições de oferta, o que pode levar os bancos centrais a adotarem uma política monetária mais restritiva antes do esperado.

O esforço regulatório na China continua sendo um dos grandes fatores de preocupação vindo da Ásia. As interferências que começaram nas empresas de tecnologia, evoluíram para o mercado de educação e para o setor imobiliário. A nova política de “prosperidade comum”, que direcionará a economia chinesa nos próximos anos, prevê medidas para reduzir a desigualdade social e garantir o bem estar comum. Ao mesmo tempo, um dos grandes focos tem sido nas mudanças climáticas, levando a ações regulatórias também sobre o mercado de commodities, especialmente o ferro. O resultado dessas medidas

já estão sendo sentidos na economia, com retração nas vendas de imóveis e na produção de aço. Para evitar uma retração econômica mais intensa, a China deverá manter estímulos fiscais e monetários em níveis elevados durante algum tempo. Uma desaceleração mais intensa no país asiático pode trazer uma fraqueza também para as commodities, limitando o crescimento dos países exportadores e emergentes.

Nos EUA a atenção continua direcionada para a política monetária. O seminário de Jackson Hole não trouxe grandes novidades sobre quando a retirada de estímulos deve começar, mas deu pistas de que provavelmente o ritmo de compra de ativos deva começar a ser reduzido ao final deste ano. Na última reunião de política monetária, os membros do Fomc afirmaram que a inflação já atingiu os objetivos esperados. O mercado de trabalho, contudo, ainda precisa avançar mais. A variante Delta impõe mais incertezas de curto prazo para esse cenário.

A piora da pandemia nos EUA está levando a uma cautela maior da demanda, desacelerando a atividade econômica, impedindo uma recuperação mais rápida do mercado de trabalho e reduzindo a pressão inflacionária. Esses fatores diminuem a pressão sobre o Fed e sobre o anúncio de quando a redução de estímulos (tapering) deve começar.

Apesar de ser um foco de atenção do mercado, especialmente em relação aos detalhes, não esperamos problemas no mercado causados por esse anúncio de redução dos estímulos, como o que aconteceu em 2013 (taper tantrum) e que gerou perdas nos mercados emergentes. Se a alta nos preços não for temporária como o Fed tem defendido, o risco é de termos um “rate tantrum”, com uma alta antes do esperado na taxa de juros americana, o que geraria mais um período turbulento especialmente para mercados emergentes. O final deste ano será um período volátil no exterior.

DOMÉSTICO

O período entre agosto e setembro foi marcado pela piora do clima político no Brasil. Desde um acirramento da relação entre Executivo e Judiciário, até o fatídico 7 de setembro, que obrigou o Presidente a divulgar uma carta de conciliação entre os três poderes. O país voltou a falar em impeachment e ameaçou ir para as ruas repetir os atos que culminaram na última destituição de um Presidente no país. A política brasileira voltou a gerar volatilidade no mercado, situação que não deve mudar até as eleições de 2022.

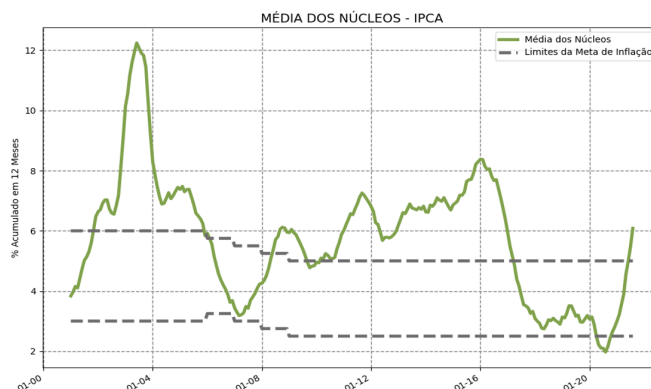
A crise política que se instalou no país no final de agosto não gera somente perdas no mercado de ações, mas afeta diretamente a economia real. A incerteza gerada pelo estresse político resulta na depreciação do câmbio, o que por sua vez reflete na inflação e no juro. Essa incerteza também afugenta os investidores, que passam a exigir um retorno (juro) maior para realizar investimentos no país, o que prejudica o crescimento econômico e a geração de empregos. Nos eventos de agosto e setembro, os vencimentos de 10 anos do juro futuro chegaram a ultrapassar os 11% a.a., encarecendo o crédito que financia os investimentos de longo prazo realizados no país.

Sem uma perspectiva de melhora real desse cenário político e com a proximidade das eleições de 2022, não deveremos ter uma melhora considerável no cenário macroeconômico até o final do ano que vem. A incerteza política traz consigo a incerteza fiscal, que acaba também por afetar as expectativas dos agentes, pressionando a inflação e o juro. Soma-se a isso, ainda, a intensificação de outras crises, como a crise hídrica e a crise na cadeia global de suprimentos, que acabam por prejudicar uma economia com crescimento já fragilizado. Com esse cenário, revisamos nossa projeção de crescimento do PIB deste ano para 5,0% (ante 5,3%) e de 2022 para 1,5% (ante 2,0%). Ambos os números possuem viés de baixa tendo em vista o risco para os próximos trimestres.

Fora do Palácio do Planalto, a Câmara inesperadamente aprovou a reforma tributária e o texto agora segue para o Senado. Houve algumas melhoras no projeto final, como a redução na tributação de dividendos (de 20% para 15%), mas o projeto continua essencialmente ruim para a economia. A redução na tributação do IRPJ é insuficiente para compensar a tributação de dividendos e resulta em uma elevação da carga tributária das empresas. Além disso, os deputados incluíram uma série de exceções (e.g. empresas que estão no Simples

Nacional) que não precisarão recolher esse novo tributo. Isso gera um incentivo para que as empresas permaneçam pequenas ou se dividam em empresas menores. A apuração desse tributo também trará uma série de complexidades ao sistema, especialmente para evitar a Distribuição Disfarçada de Lucros. Entre outras distorções geradas pela proposta, o desenho final do pacote tributário irá resultar em uma perda de arrecadação da ordem de R\$ 50 bi nos próximos três anos. A relação conflituosa entre Senado e Executivo pode levar ao abandono do projeto, cenário que esperamos que se confirme.

Em meio a todo esse cenário político, a inflação continua em alta acelerada. A piora da crise hídrica levou a mais um reajuste na tarifa de energia elétrica. A nossa preocupação, que era concentrada nos choques de energia, alimentos e combustíveis, não tem um foco tão claro neste momento. O que antes era uma pressão inflacionária concentrada em alguns itens, passou a afetar os preços de toda a economia. Serviços, bens industriais e bens de consumo duráveis e semi-duráveis, voltaram a acelerar em agosto, impulsionando os núcleos e trazendo uma inércia inflacionária mais alta. A consequência disso é que teremos uma inflação mais alta por um período mais longo de tempo. Com esse cenário, ajustamos nossa projeção de inflação deste ano para 8,4% (ante 8%) e de 2022 para 4,3% (ante 4%).



Para controlar essa alta nas expectativas de inflação, o Copom terá que colocar a Selic em um nível também mais alto, demonstrando uma maior preocupação com a aceleração da inflação e com o risco de desancoragem das expectativas para 2023. Assim, esperamos que a Selic suba para 8,25% no final deste ano e para 8,75% em 2022. O cenário econômico brasileiro possui inúmeros riscos no radar, será preciso ter muita cautela na gestão dos ativos domésticos nesse período.

PROJEÇÕES	2019	2020	2021*	2022*	2023*
PIB - Crescimento Real (%)	1,4	-4,1	5,0	1,5	2,0
IPCA (%)	4,3	4,5	8,4	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	5,2	5,0	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