



consenso  
macroeconômico

*Julho22*

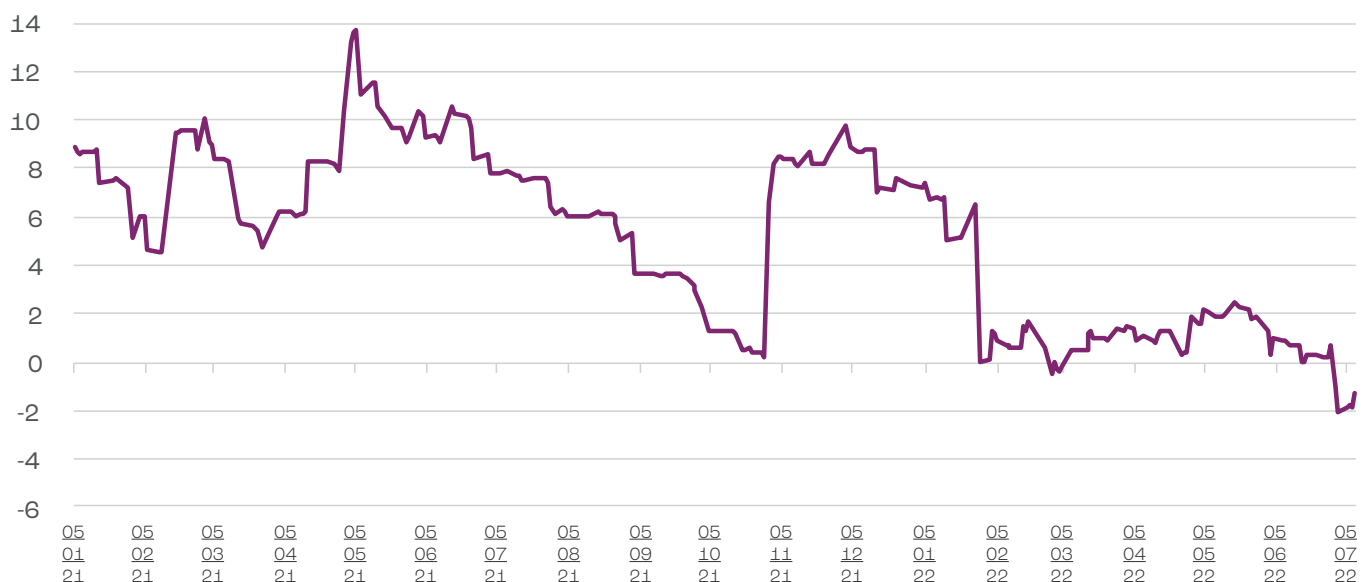
O receio de que o mundo entre em uma recessão continua preocupando os mercados. Os Bancos Centrais no mundo desenvolvido seguem sem dar sinais de alívio nos apertos monetários enquanto a inflação permanece em patamares elevados. Por outro lado, a atividade econômica ainda mostra alguma resiliência. São preocupantes, entretanto, o que os indicadores antecedentes apontam para o futuro. Os principais desafios no cenário internacional se mantêm os mesmos: a guerra e a política de Zero Covid sendo conduzida na China.

O Fed deverá seguir apertando sua política monetária na reunião programada para o final de julho. Depois de mais uma aceleração na reunião passada, o mercado espera que a autoridade monetária americana siga firme no combate à inflação. Acreditamos que o Banco Central irá manter ritmo do aumento da taxa de juros, de 0,75%, caminhando a uma velocidade elevada em direção à taxa de juros que não estimula a

economia. Esse ciclo de política monetária continuará até que os sinais de arrefecimento da inflação sejam consistentes. Essa conduta assusta os investidores, que, apesar de ainda verem uma economia forte, já se preparam para uma desaceleração pela frente.

O mercado de trabalho nos EUA continuou aquecido em junho. A taxa de desemprego ainda está abaixo do valor considerado neutro para a economia americana. Assim como o mercado de trabalho, a atividade econômica mostra força nos dados. Em contrapartida, indicadores antecedentes começam a levantar dúvidas sobre a resiliência da economia norte-americana. O índice GDPNow, produzido pelo Fed de Atlanta, por exemplo, aponta para uma queda do PIB no segundo trimestre. Vendo esses sinais negativos, o mercado americano já reflete esse risco nos preços, impulsionando um movimento de aversão ao risco global.

## Fed Atlanta GDPnow



Na Europa, a situação aparenta ser ainda mais delicada. O Banco Central Europeu (ECB) segue o mesmo caminho do Fed, indicando que vai apertar a política monetária para conter a inflação. Além dos riscos da política monetária contracionista, a Europa lida com mais duas questões: a proximidade geográfica com a guerra e a dependência

energética da região em relação à Rússia implicam em um impacto mais forte sobre a região. Neste momento, quando os países deveriam refazer seus estoques para se preparar para o inverno, a Rússia diminuiu o fluxo de exportação de gás natural.

Além disso, o ECB terá de enfrentar a divergência nas taxas de juros de títulos dos países membros do Euro, problema que a autoridade monetária pretende solucionar através da flexibilização de um programa de reinvestimentos dos ativos de seu balanço. O risco consiste na maior dificuldade de países com situação fiscal mais frágil em arcar com os seus deveres fiscais em um ambiente de juros maiores e conseqüentemente de maior custo da dívida. O desafio na Europa, então, será a luta contra a alta inflação em uma região que convive com essas fragilidades.

Apesar dos efeitos da guerra serem sentidos mais diretamente no continente europeu, o conflito na Ucrânia e a política de Zero Covid na China ainda são as principais incertezas do cenário global. Na guerra, não vemos soluções no horizonte. Na medida em que a duração se estende, os custos para as cadeias de suprimento e para o crescimento mundial aumentam.

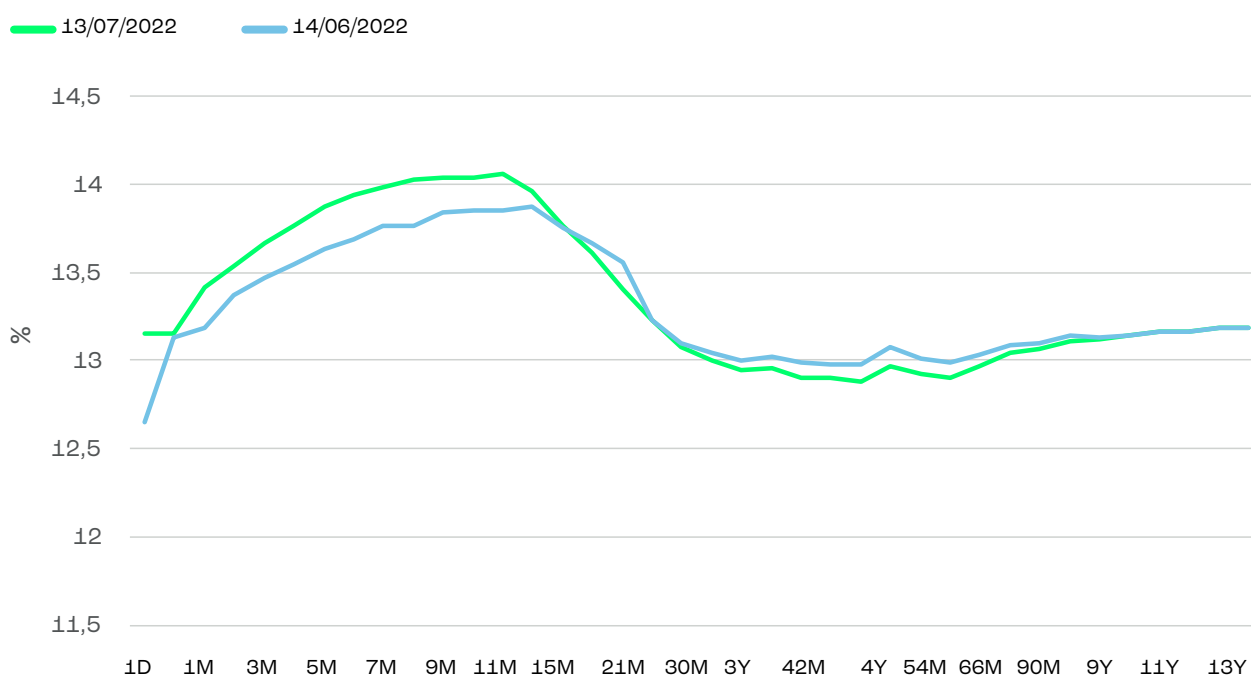
De sua parte, a China registrou queda expressiva nos casos de Covid-19 nas últimas semanas. No entanto, a rigidez da política de Zero Covid mantém os riscos de fechamentos no radar.

Em um ambiente como esse, as bolsas reagiram de maneira bastante negativa. A sincronia dos apertos monetários no mundo desenvolvido, juntamente com as incertezas nas cadeias de produção, fez com que os mercados tivessem um mês bastante complicado. O S&P caiu apenas 0,3% no intervalo de 1 mês, mas a volatilidade se manteve elevada. Os juros futuros na Europa e nos Estados Unidos subiram. A situação mais delicada da Europa também foi transmitida para o euro, que voltou à paridade frente ao dólar. Além do resultado do mês, também é válido comentar a performance do semestre para as bolsas. O S&P sofreu a maior queda nas últimas cinco décadas e grande parte dos mercados teve desempenho negativo.

No Brasil, a atividade econômica ainda continua apontando para um cenário mais favorável ao longo do ano. A maior preocupação do momento é o cenário fiscal. Propostas expansionistas que desrespeitam o arcabouço fiscal surgem à medida que nos aproximamos das eleições do segundo semestre. Tais propostas também geram incertezas no cenário da inflação, que se mantém pressionada.

Nos dados divulgados para o mês de maio, a atividade e o mercado de trabalho se mantiveram aquecidos. Vimos resultados positivos no varejo, na indústria e nos serviços, setor que tem sido bastante beneficiado pela reabertura de economia brasileira. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego caiu além das expectativas. Com uma inflação alta e uma atividade ainda pujante, a arrecadação de impostos também continua a surpreender. Mesmo assim, as medidas eleitorais continuam a aumentar os prêmios de risco no Brasil.

Curva de Juros BR



Atrás nas pesquisas eleitorais, o governo continua fazendo esforços para aumentar sua popularidade. A medida em destaque nesse mês é a PEC dos benefícios sociais, que propõe ampliar e criar programas de distribuição de renda. O aumento de gastos não caberia no teto, e a criação desses benefícios também não se enquadraria na legislação eleitoral.

Para contornar o problema, a PEC declara estado de emergência, abrindo espaço para as medidas populistas. O mercado preocupa-se com a possibilidade

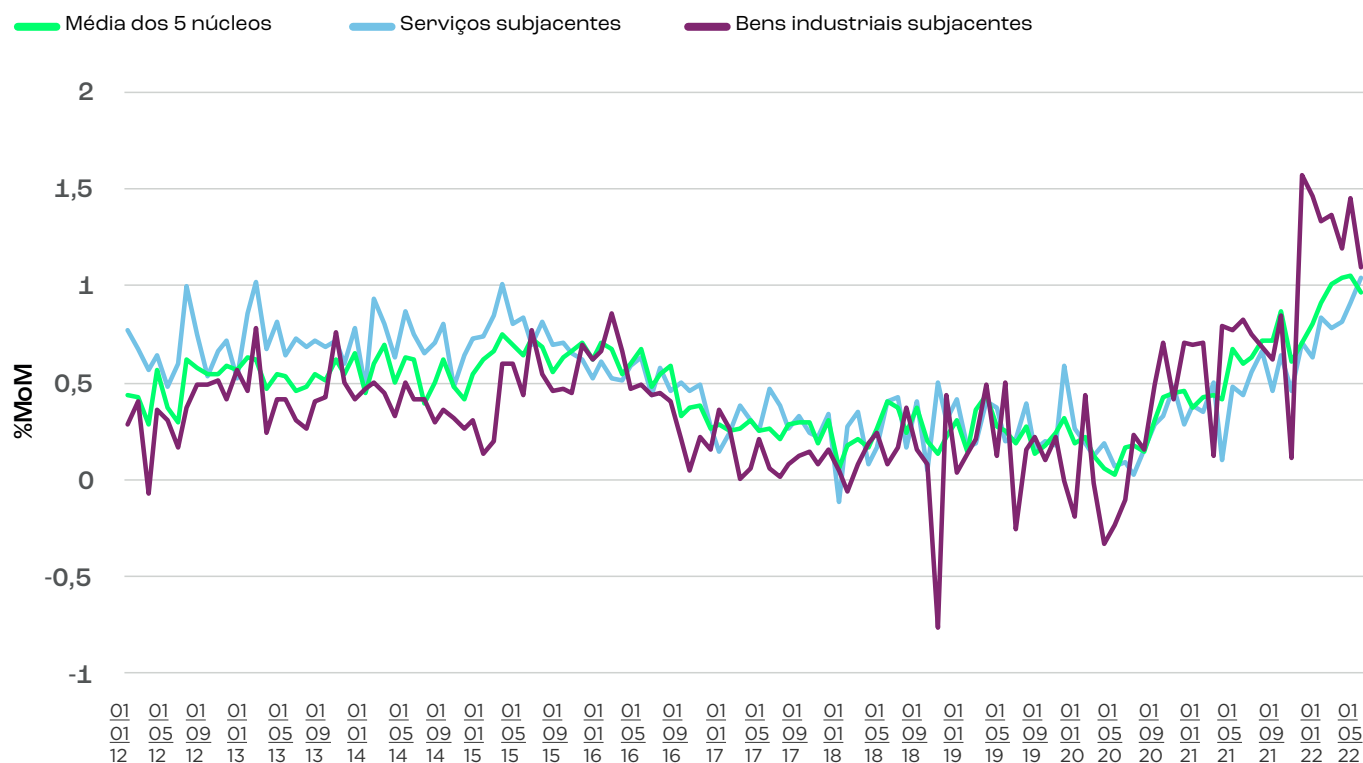
de que a declaração possa ser usada para viabilizar ainda mais gastos adiante. Alguns candidatos já anunciaram o desejo de que parte desses benefícios se tornem permanentes.

Do ponto de vista da atividade, o aumento de gastos deve contribuir para a economia brasileira no segundo semestre. O maior risco fica para o Banco Central, que já está próximo do fim de seu ciclo de aperto monetário e agora convive com novas pressões de demanda sobre a inflação.

O Copom deve subir novamente os juros em agosto. O mercado, neste momento, precifica uma alta de 50bps. Além disso, o BC também atribui maior probabilidade para o cenário em que essa é a última elevação dos juros. O controle da inflação para frente seria, então, feito com a manutenção da Selic em patamares contracionistas.

Nas nossas projeções, por outro lado, acreditamos que o BC tenha mais duas altas de juros pela frente, encerrando o ciclo em setembro. Mesmo com o alívio causado pelas políticas de redução de preços de combustíveis, acreditamos no prolongamento do ciclo causado pelo aumento do risco fiscal e do impulso dado à atividade que deve provocar um aumento da inflação no horizonte relevante. Os dados de inflação também não colaboram.

## Inflação Subjacente



Mesmo com um resultado abaixo do esperado para o IPCA de junho, a inflação ainda apresentou detalhes negativos, especialmente pelos sinais dados pela inflação subjacente. Os núcleos “serviços subjacentes” e “bens industriais subjacentes” se mantiveram próximos a 1% ao mês, patamar não condizente com a meta do BC. Essas medidas preocupam, uma vez que representam itens com inflação mais persistente.

Nesse contexto, o mercado sofreu junto com o exterior. A bolsa caiu 7,01% e as curvas de juros apresentaram uma abertura grande nos ramos curtos e médios. De igual modo, o real perdeu boa parte da valorização do ano e voltou a operar acima da marca dos R\$5,40. Ainda que os ventos externos tenham contribuído negativamente, o cenário doméstico também adicionou um prêmio de risco relevante para nossos ativos.