

2022 PERSPECTIVAS

 RIO BRAVO



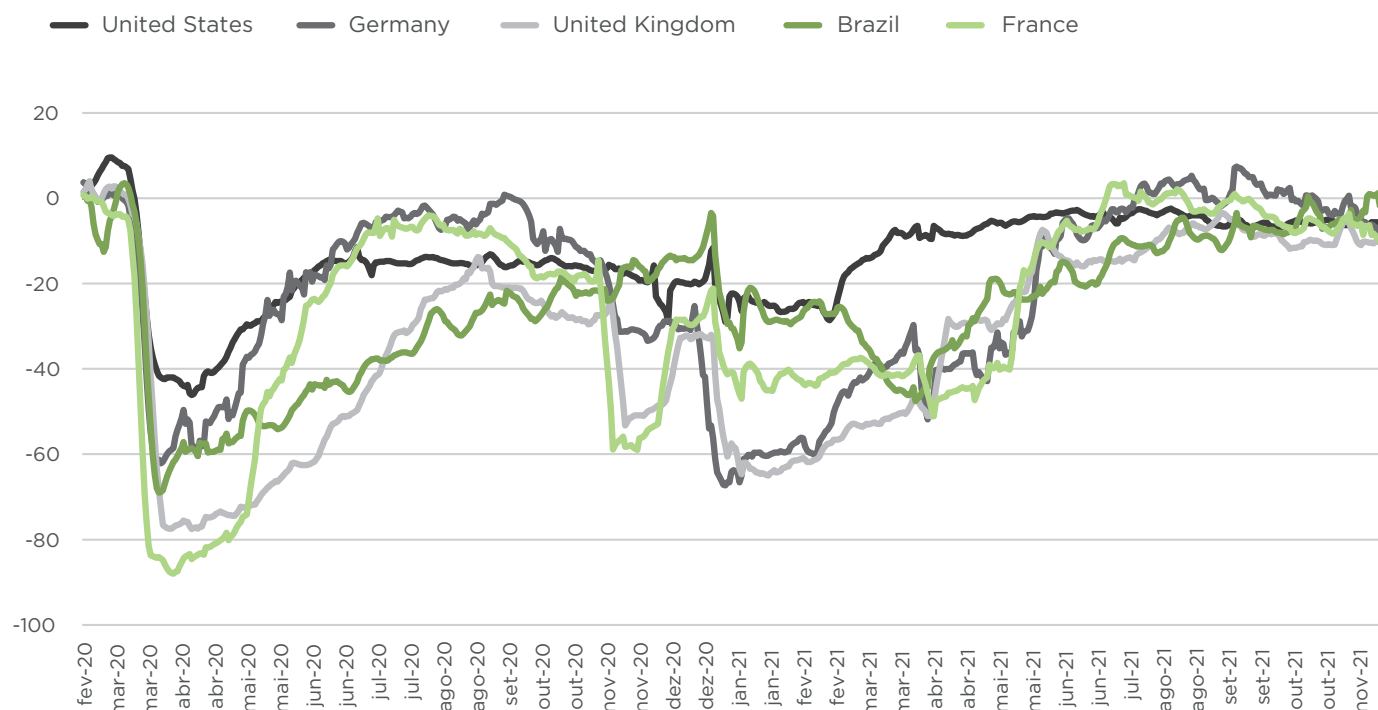
2021 o ano da recuperação e de novas preocupações para a economia global

ECONOMIA INTERNACIONAL

O surpreendente avanço da vacinação contra COVID-19 permitiu que grande parte do mundo retomasse a maioria das atividades econômicas de forma rápida. Surtos ainda são observados em alguns países, mas com impactos consideravelmente menores do que em

2020. A recuperação da economia está se mostrando mais desafiadora do que o previsto inicialmente, devido principalmente aos desequilíbrios que se aprofundaram neste ano.

Retail and Recreation (%)

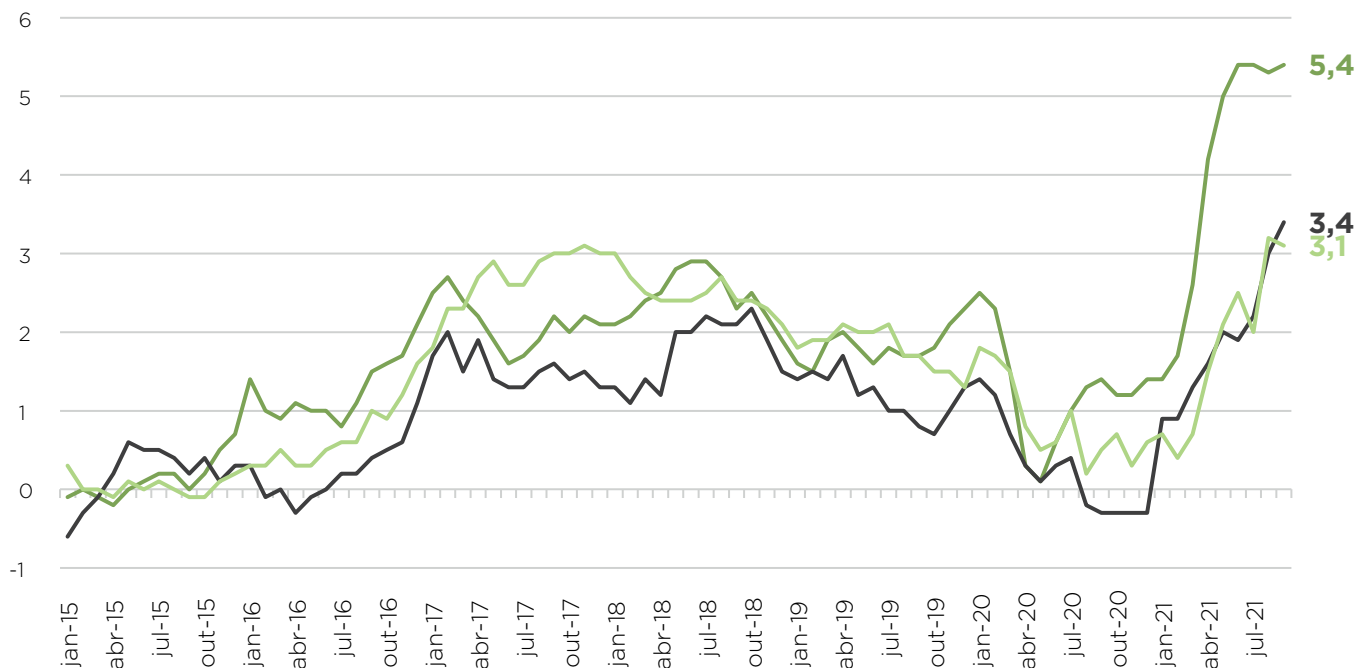


Fonte: Google Mobility Report

A forte retomada da demanda, em níveis superiores ao pré-pandemia, encontrou uma indústria ainda fragilizada após os *lockdowns* e com o nível de produção muito aquém do que era necessário. A dependência dos produtores do sudeste asiático, países que voltaram a adotar novos *lockdowns* ao longo do ano, foi uma das razões para uma profunda crise na cadeia de suprimentos, prejudicando a retomada da economia e gerando pressões inflacionárias em todo o mundo.

A inflação elevada, vista majoritariamente como transitória, muda o cenário para a política monetária no mundo. As pressões vindas da alta das *commodities* e dos gargalos da cadeia de suprimentos estão se mostrando mais persistentes e disseminadas do que foi inicialmente previsto. Nesse cenário, países desenvolvidos começaram a anunciar a redução dos estímulos monetários e preveem a antecipação da alta no juro.

Inflação nos Países Desenvolvidos (% YoY)



Fonte: Bloomberg

A Europa, por razões sazonais e de preço de *commodities*, vive uma crise energética que dificulta o crescimento da indústria e pressiona a inflação do bloco. No mesmo setor, a China também enfrenta problemas na oferta de energia após as metas de redução de poluentes obrigar a indústria a reduzir a produção de carvão mineral, responsável pela maior parte da geração elétrica no país.

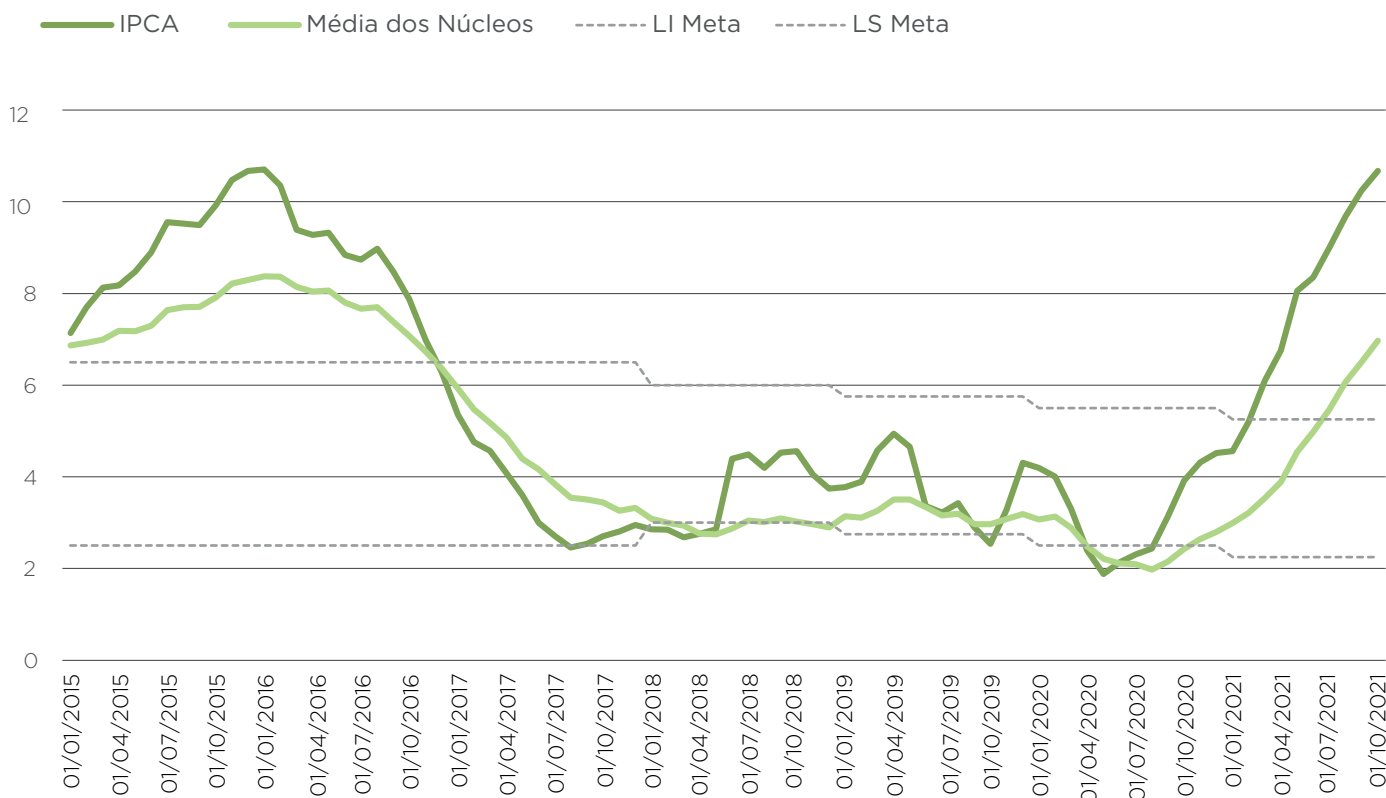
A China foi o centro das atenções ao longo do segundo semestre. As medidas regulatórias no mercado de *commodities* e no setor imobiliário trouxeram à tona a ideia de uma nova política econômica no país, que mostra resultados negativos para o crescimento econômico no curto prazo, mas possui impactos ainda incertos no longo prazo. Os efeitos já foram sentidos no preço do minério de ferro e na produção de aço. Mais uma vez, a China ficará tentada a compensar desacelerações da economia no curto prazo com políticas que prejudicam o principal desafio de longo prazo, que é vencer a armadilha da renda média.

BRASIL

Após dificuldades no início do processo de vacinação, o Brasil avançou rapidamente na imunização. A pandemia já se mostra controlada em todo o país e não devemos ter novas ondas como a observada no início deste ano. A reabertura se intensificou no início do segundo semestre, permitindo forte impulso econômico no setor de serviços. Por outro lado, assim como no resto do mundo, os gargalos na cadeia de suprimentos desaceleraram a recuperação na indústria e no varejo, que também perde com a alta dos preços.

A inflação, que deve fechar o ano de 2021 perto de 10%, foi impulsionada por uma série de fatores além dos já citados problemas na cadeia de suprimentos. Os preços de energia aumentaram mais do que o esperado, refletindo um volume de chuvas muito abaixo da média e elevado custo de geração termelétrica em um momento de demanda recorde. O setor de serviços, em rápida recuperação após a reabertura, repassou os custos mais altos com intensidade, impulsionando a inflação nos últimos meses. A recuperação dos preços das *commodities* também pressionou a inflação dos alimentos e dos combustíveis, conjuntamente com um câmbio mais depreciado espelhando o risco político e fiscal.

IPCA (% YoY)

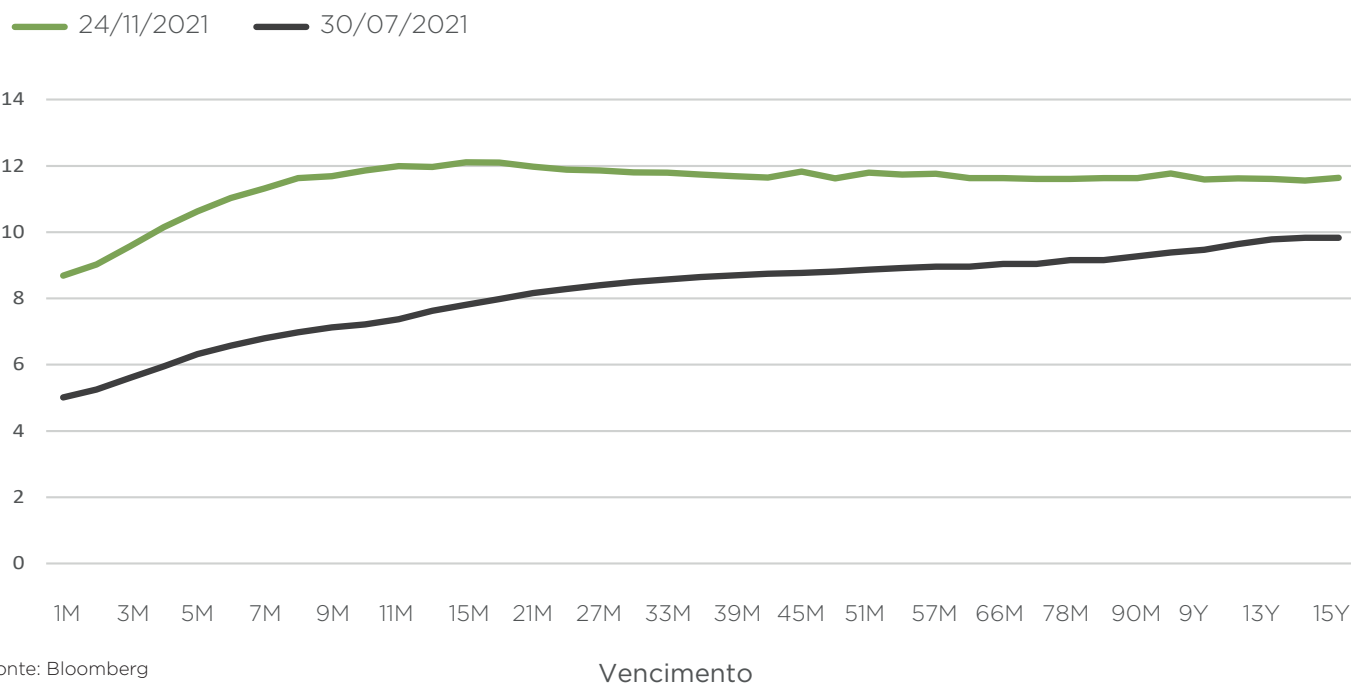


Fonte: IBGE e BCB

A política fiscal voltou ao centro das atenções na definição do orçamento 2022, ano eleitoral e com um volume de precatórios que dificulta a manutenção da máquina pública se inseridos integralmente no teto de gastos. A solução encontrada pelo governo está longe de ser a ideal, mas resolve o problema provisoriamente. A surpresa (negativa) foi a proposta de mudar a regra

de cálculo do teto de gastos, inicialmente prevista somente para 2026, para acomodar um programa social mais amplo. Essa situação adicionou incertezas sobre o futuro do regime fiscal, do ajuste das contas públicas e da dívida pública. O balanço de riscos para a inflação e para o juro, que já vinha pressionado pelas razões destacadas anteriormente, se elevou consideravelmente.

Curvas de Juros (%)



Fonte: Bloomberg

Com esse cenário inflacionário e de riscos fiscais, o Banco Central iniciou um rápido processo de aperto monetário, elevando a Selic em 575 bps em nove meses. As nossas projeções apontam para a continuidade das pressões nos preços e nas contas públicas no curto prazo, colocando viés de novas altas para o juro básico.

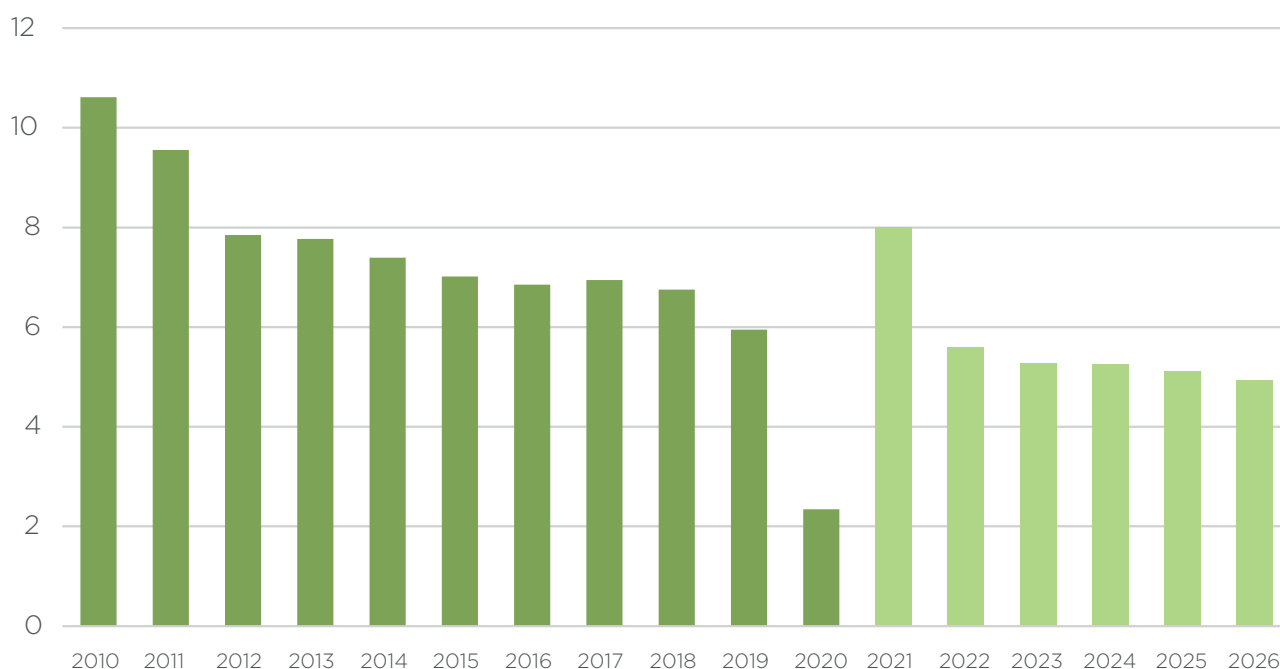
DESACELERAÇÃO DO CRESCIMENTO, INFLAÇÃO E MUDANÇA NA POLÍTICA MONETÁRIA GLOBAL: O CENÁRIO INTERNACIONAL PARA 2022

A China deve continuar sendo um dos focos na economia internacional em 2022. A mudança da política econômica com menor foco no crescimento de curto prazo, resumido no slogan “*common prosperity*”,

justifica grande parte das medidas regulatórias que atingiram o mercado de tecnologia, *commodities* e imobiliário e deve continuar provocando ajustes nas expectativas de crescimento.

Novos impostos para a população mais rica, novas medidas regulatórias que afetem outros setores e metas mais agressivas para a redução da poluição têm o potencial de ser os grandes focos do governo ao longo do próximo ano. No curto prazo, o efeito deve significar crescimento menor com o governo buscando mitigar essa desaceleração. O principal desafio, entretanto, é no longo prazo: vencer a armadilha da renda média sem a clareza se a nova política econômica ajudará nesse processo.

Crescimento do PIB da China (%)



Fonte: FMI

O efeito dessas medidas pode ser negativo principalmente para os mercados exportadores. O PIB chinês, que crescia acima de 7% nos últimos anos, deve passar a crescer perto de 5% até o meio da década com maior participação do consumo interno. Se a nova política tiver sucesso, a alteração no mix de crescimento irá mudar o padrão de demanda de com menor participação de itens ligados à construção e investimentos e maior importância de insumos de bens de consumo, como celulose e proteínas.

Outro ponto de atenção será a inflação nos países desenvolvidos. A alta observada nos EUA e na Europa ainda é vista majoritariamente como temporária, originada dos desequilíbrios gerados pela pandemia.

Os Bancos Centrais dessas regiões defendem que o controle dos surtos que ainda acontecem em algumas regiões e a retirada dos estímulos fiscais devem reduzir a pressão sobre a inflação. Há, contudo, riscos de que essa alta nos preços se torne mais persistente.

Não há indicativos de que os gargalos na cadeia de suprimentos sejam resolvidos no curto prazo. Além disso, uma rápida recuperação no mercado de trabalho não deve arrefecer imediatamente as pressões salariais. A alta nos preços das *commodities*, especialmente do petróleo, também pode acarretar inflação mais disseminada nesses países. A consequência é que a inflação pode forçar os Bancos Centrais a serem mais rápidos na retirada de estímulos.

Algumas autoridades monetárias já anunciaram o início da redução dos estímulos quantitativos (políticas de compra de ativos). O Banco Central Europeu, Banco da Inglaterra, Banco do Canadá e, mais recentemente, o Fed já iniciaram ou devem começar a reduzir as compras de ativos ainda neste ano. Dois desses bancos (BoC e BoE) afirmaram que têm a intenção de antecipar a alta do juro tendo em vista as pressões inflacionárias mais persistentes e a forte recuperação da economia. A antecipação da alta de juro pelo Fed para o terceiro trimestre de 2022 pode trazer mais volatilidade nos mercados e afetar especialmente os países emergentes, o que, juntamente com a desaceleração da China, deixará o ambiente desafiador para as economias em desenvolvimento.

O PRIMEIRO ANO DA TERCEIRA DÉCADA PERDIDA?

2022 já começou antes da virada do ano. Mais uma vez, a discussão do orçamento do próximo ano se mostrou mais difícil. A necessidade (vontade) de criar um benefício social mais amplo e atender às demandas do Congresso por emendas em ano eleitoral foi barrada pelo elevado montante de precatórios. A solução encontrada propõe a prorrogação do pagamento das dívidas judiciais e uma mudança na regra do teto de gastos via alteração na Constituição.

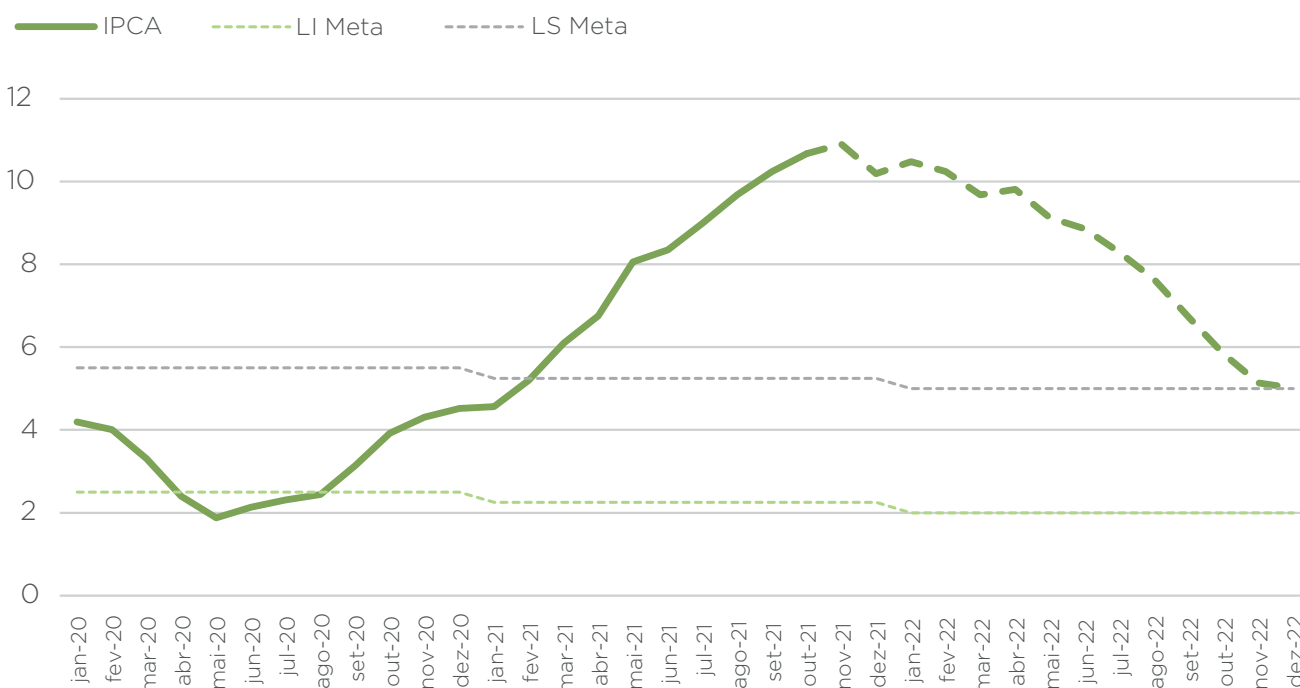
O primeiro grande efeito dessa discussão foi o aumento do risco-país. A alteração atabalhoada no cálculo do teto de gastos para abrir espaço para gastos sociais e

emendas parlamentares gerou dúvidas sobre o futuro das contas públicas e impactos de longo prazo na dívida pública. O teto de gastos é praticamente a única regra fiscal sendo respeitada desde a sua concepção.

Essa ameaça ao regime fiscal se une à incerteza eleitoral do ano que vem. Ainda é cedo para apontar um favorito, mas as pesquisas atuais mostram um cenário difícil para o futuro da economia brasileira, com uma disputa centrada no passado, em uma política econômica que já cometeu muitos erros, e no presente, com um governo que teve diversas dificuldades na negociação política e no desenho de propostas de reformas. Há exemplos ruins em ambos os lados. A expectativa é que haja uma terceira opção mais razoável, que traga uma perspectiva de maior estabilidade econômica, positiva para os mercados e para o crescimento no longo prazo.

O cenário doméstico desafiador no âmbito político e fiscal se junta ao exterior ainda pressionado pelos descompassos de oferta e demanda e que devem perdurar por mais tempo. Com isso, vemos a inflação mais pressionada, perto do teto da meta de 5% em 2022. Serão insuficientes os esforços do Banco Central para levar a inflação para o centro da meta no próximo ano. O Copom deve subir a Selic novamente para dois dígitos, garantindo, pelo menos, o cumprimento da meta de inflação de 2023. Nossas projeções, tanto para a inflação quanto para o juro básico, têm viés para cima. O cenário depende da situação fiscal e, principalmente, das sinalizações do novo governo.

IPCA e Projeções (% YoY)



Fonte: IBGE, BCB e Rio Bravo

Essa perspectiva de risco fiscal elevado, incerteza política em ano eleitoral, inflação alta, juros em dois dígitos, gargalos na cadeia de suprimentos, desaceleração da economia global e a retirada de estímulos monetários em países desenvolvidos constituem uma combinação difícil para o crescimento do Brasil no ano que vem. Nossa projeção de -0,2% de crescimento do PIB em 2022 tem ainda viés de baixa. A recuperação do mercado de trabalho deve ser mais gradual, dificultando o crescimento via consumo, e os investimentos devem ser postergados tendo em vista o juro mais elevado e a incerteza eleitoral. Esse cenário pode melhorar com as eleições de outubro, mas as pesquisas indicam que, por ora, isso não parece algo fácil de vislumbrar.

No ano passado, escrevemos um texto intitulado a Terceira Década Perdida¹, no qual destacávamos uma série de fatores que poderiam levar o Brasil a mais uma década perdida em termos de crescimento econômico, se não houvesse atenção às necessidades estruturais do país, normalmente resumidas no termo reformas econômicas. Neste governo, alguns avanços foram feitos na agenda microeconômica, mas outros grandes projetos relevantes acabaram ficando para trás. A esses fatores estruturais se somam as recentes ameaças à condução do ajuste fiscal iniciado em 2016 e ao cenário exterior menos benéfico para os mercados emergentes. Apesar de um crescimento próximo de 4,5% em 2021, o Brasil começará o próximo ano, tal como o novo governo em 2023, com grandes desafios: inflação e juros elevados, a necessidade de manutenção da sustentabilidade fiscal e a retomada da agenda para o crescimento de longo prazo.

Indicador	Unidade	2019	2020	2021	2022	2023
Crescimento Real do PIB	Var. %	1,4	-4,1	4,5	-0,2	2,0
Taxa de Desemprego	%	11,0	13,9	12,9	12,0	11,5
Taxa de Câmbio	R\$/US\$	4,1	5,2	5,4	5,4	4,5
IPCA	Var. %	4,3	4,5	10,2	5,0	3,3
Selic	Var. %	4,50	2,00	9,25	11,75	8,50
Resultado Primário	% do PIB	0,9	-10,0	-1,7	-1,0	-0,3
Dívida Bruta do Governo Geral	% do PIB	75,8	89,2	82,0	82,9	82,5

¹A Terceira Década Perdida: Fronteiras_2020-06.pdf (riobravo.com.br)