



consenso  
macroeconômico

*Agosto22*

- Dados de atividade mais fracos nos Estados Unidos ajudaram os mercados no mês. Os investidores passaram a ver a possibilidade de que a desaceleração ajude no controle da inflação à frente.
- Na Europa, os problemas de oferta persistem e impõem pressões para inflação e para a atividade. Neste cenário ainda existem dúvidas a respeito da capacidade do Banco Central Europeu levar a inflação para o patamar desejado de 2%.
- No Brasil, os dados de inflação viram um alívio momentâneo em julho. A melhora é fruto das medidas de redução de impostos. Para frente, índices de inflação menos voláteis ainda apontam para um cenário de preços pressionados.

Neste último mês, as más notícias de crescimento para o mundo desenvolvido refletiram positivamente nos mercados. Os sinais um pouco mais claros de desaceleração nos Estados Unidos, junto com dados de inflação um pouco melhores e um discurso menos duro com a inflação por parte do Fed, se somaram, a uma temporada positiva de resultados corporativos e impulsionaram bolsas, e diminuíram os juros especialmente nos ramos mais longos. O sentimento do mercado é que esse conjunto de fatores no médio prazo deve evitar um período longo de juros altos e crescimento baixo.

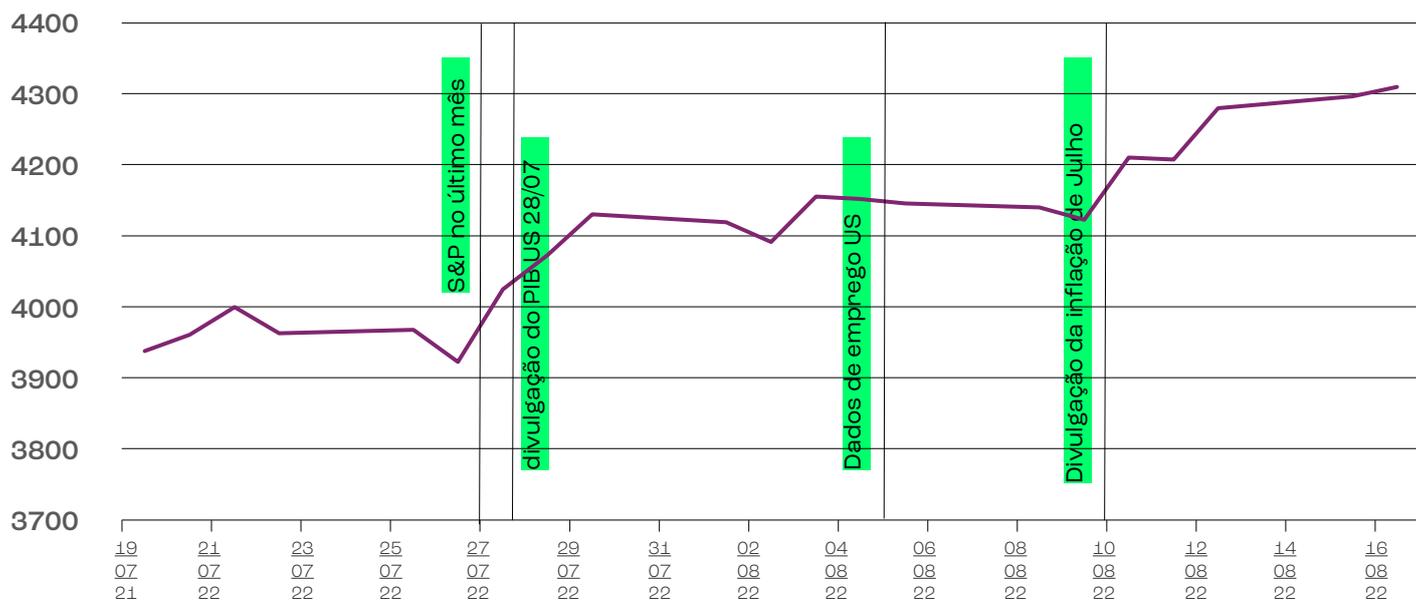
No final de julho, o Fed decidiu elevar a taxa de juros mais uma vez em 75bps para o intervalo entre 2,25% e 2,5%. No discurso após a decisão, o presidente da autoridade monetária deu mais ênfase aos sinais de desaceleração da economia nos Estados Unidos. Houve, também, menção a uma possível desaceleração do ritmo de altas da taxa. A interpretação do mercado foi de que a atividade econômica, especialmente o PIB americano que caiu

pela segunda vez no ano, ajudaria o Banco Central a conduzir a inflação americana a um patamar correspondente à meta de médio prazo, fazendo com que os juros de prazo mais longo caíssem e a bolsa subisse.

Na semana seguinte, os fortes dados do mercado de trabalho trouxeram novamente a possibilidade de que a autoridade monetária americana tenha que seguir aumentando a taxa de juros por um longo período. Em sequência, os dados do CPI (índice de preços do consumidor) reavivaram os ânimos ao virem abaixo das expectativas, ainda que se mantenham pressionados.

Para os próximos passos do Fed, resta pouca dúvida de que veremos mais uma alta, o que ainda não se sabe é o ritmo que será escolhido. Enquanto a inflação não der sinais objetivos de arrefecimento, os investidores estarão à procura de indícios de que o ciclo de aperto pode ser mais curto.

## S&P no último mês



Na Europa, os ventos positivos dos mercados nos EUA foram sentidos e as bolsas melhoraram. As preocupações a respeito da guerra, entretanto, permanecem do radar. Com dificuldade de reabastecer seus estoques de energia para o inverno, a região vive sob a ameaça de que a Rússia corte ainda mais a oferta de combustíveis enquanto o conflito continuar.

Na Europa, o risco climático também tem sido alvo de discussão. A seca e as altas temperaturas no verão têm inviabilizado o transporte hidroviário e prejudicado a geração de energia, além de aumentar a demanda. O clima, portanto, pode trazer mais dificuldades de crescimento e maior pressão inflacionária. Nesse contexto, o ECB (Banco Central Europeu) surpreendeu o mercado e elevou a taxa de juros em 50bps. Para a próxima reunião em setembro, esse ritmo deve continuar. E as dificuldades do ECB seguem: elevar os juros sem promover insustentabilidade fiscal de países mais vulneráveis da região e controlar a inflação em um ambiente de crescimento já comprometido.

Neste mês, vale a pena acrescentar, ainda, um cenário de risco geopolítico já elevado por conta da visita da presidente da Câmara dos EUA, Nancy Pelosi, à Taiwan. A viagem resultou em exercícios militares da China na ilha. Essa movimentação, entretanto, terminou e ainda não há consequência clara da visita. Mesmo com a continuidade das incertezas, os mercados resistiram e se mantiveram em terreno positivo.

Em relação as performances, o S&P subiu 10,3% no intervalo de um mês. Em relação à curva de juros nos EUA, vimos um movimento de diminuição da inclinação, com juros curtos abrindo e juros mais longos fechando, movimento fruto das expectativas em relação ao Fed.

A política fiscal ainda é o principal tema do cenário brasileiro. Neste mês, sentimos, pela primeira vez, o efeito da redução de impostos na inflação e dos benefícios sociais ampliados. A eleição também se aproxima e as possibilidades de alteração do teto de gastos vão se tornando parte cada vez mais importante do debate. Nesse período, a economia se manteve resiliente e o Banco Central pode já ter encerrado seu ciclo de aperto monetário.

Para o IPCA de julho, vimos uma deflação de -0,68%. O resultado foi puxado especialmente pelo efeito da redução de impostos de combustíveis. Gasolina e energia elétrica foram as principais quedas, com variações de -15,48% e -5,78, respectivamente. Dessa forma, os grupos responsáveis pela melhora são exatamente os que têm esses itens em sua composição: transportes e habitação. As categorias

que historicamente são menos voláteis, por outro lado, continuaram pressionadas no período. O segmento de serviços, em especial, se manteve em nível ainda bastante elevado, próximo ao patamar de 1%. Outro grupo de destaque negativo foi alimentação, tanto dentro quanto fora do domicílio também seguiram apresentando variação acima de 1%.

Para agosto ainda se espera mais uma pequena deflação. Daí em diante, os efeitos fiscais cessam e o índice deve voltar a ver patamares mais altos de variação. A principal pressão baixista para o ano são os preços de *commodities*, que têm arrefecido nos últimos meses. Entretanto, a maior parte desse efeito deve valer para esse ano. Já para 2023, o fim dos efeitos da política fiscal ainda tende a manter a inflação pressionada.

## Índice de preço de commodities



Em 2022, é praticamente impossível que o BC atinja a meta de inflação e no ano que vem as expectativas também apontam para uma inflação pressionada com a reversão das medidas fiscais que causaram alívio neste ano. O BC já fez a maior parte de seu aperto monetário. Na decisão de agosto, o Copom

sinalizou que a alta de 50bps, para 13,75%, pode ter sido a última, mas deu espaço para uma elevação residual em setembro. Dada a inflação subjacente pressionada e as expectativas ainda elevadas para 2023 e 2024, seguimos acreditando que uma última alta de 25bps em setembro será necessária.

Na esfera política, as eleições se aproximam. O cenário segue polarizado, mas no último mês vimos as pesquisas apontarem para uma competição mais acirrada entre os dois primeiros candidatos. O crescimento do incumbente, que segue em segundo lugar, deve continuar, dado o início do pagamento dos auxílios. Esperamos que esse processo leve a uma eleição em que nenhum dos candidatos apresente grande vantagem nas pesquisas imediatamente anteriores à eleição. A competitividade, nesse contexto, pode trazer mais incertezas para o mercado brasileiro.

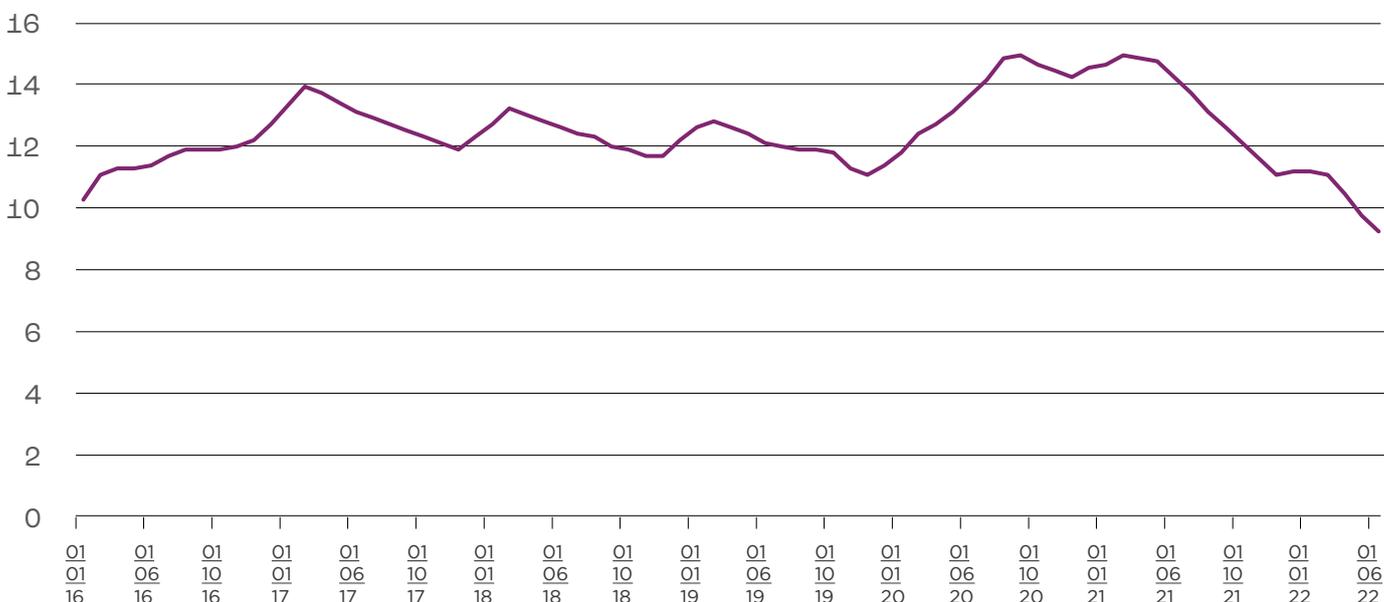
Dentre as dúvidas trazidas pelo cenário eleitoral, atualmente a mais relevante diz respeito ao futuro da condução da política fiscal. Com mais uma quebra na regra do teto de gastos este ano, e com as falas dos candidatos que prometem aumentar gastos no ano que vem, já se espera que a principal âncora da política fiscal seja alterada no próximo mandato. Resta ainda saber como será a regra substituta. O ambiente eleitoral mais competitivo pode gerar incentivos para que ela seja menos restritiva. Dentre as ideias ainda incipientes, o governo propôs criar uma regra

que limite a relação dívida/PIB, permitindo que em anos que se arrecade mais, também seja possível gastar mais. Embora a regra não apresente todos os detalhes definidos, a maior crítica do mercado é seu caráter pró-cíclico, que se tornaria um problema em anos de menor crescimento.

Em relação ao curto prazo, a arrecadação forte segue mantendo as expectativas positivas para as contas públicas. O aumento de arrecadação no Brasil em 2022 tem duas principais causas. A primeira é a inflação e a segunda, a atividade mais pujante do que se esperava.

No segundo semestre, os efeitos da política monetária restritiva devem impactar mais a economia, mas precisam ser mitigados pelo aumento dos benefícios sociais. Só no último trimestre, entretanto, é que devemos ver uma desaceleração mais destacada. Junto com a atividade, o mercado de trabalho também continua surpreendendo. A recuperação segue o esperado do processo de reabertura, com o setor de serviços em destaque.

Taxa de desemprego



Nesse ambiente, o mercado brasileiro foi beneficiado pela melhora externa e pelo contexto doméstico. A expectativa de um aperto monetário já mais próximo do fim, em conjunto com bons resultados corporativos, contribuiu para o avanço da bolsa, que subiu 16,79% no último mês. A curva de juros fechou

em ramos mais longos pelos mesmos motivos. A expectativa de apertos no exterior fez com que os ramos mais curtos abrissem. O aumento de apetite por risco também beneficiou a moeda, fazendo o dólar recuar 6,16%, chegando a R\$5,07. No mercado imobiliário, o Ifix avançou 3,34%.