



consenso  
macroeconômico

*Outubro*22

- A continuidade do ciclo de aperto monetário nos EUA e suas implicações seguem em destaque. Nas projeções apresentadas pelo Fed, os juros continuam altos por longos períodos e o crescimento modesto.
- O descompasso da política monetária e fiscal inglesa se tornou um risco relevante para o cenário em setembro. A política de zero Covid na China e a guerra na Ucrânia permanecem no radar.
- No Brasil, o foco está nas eleições. Mesmo com Lula avançando para o segundo turno em primeiro, o sentimento de vitória foi de Bolsonaro.

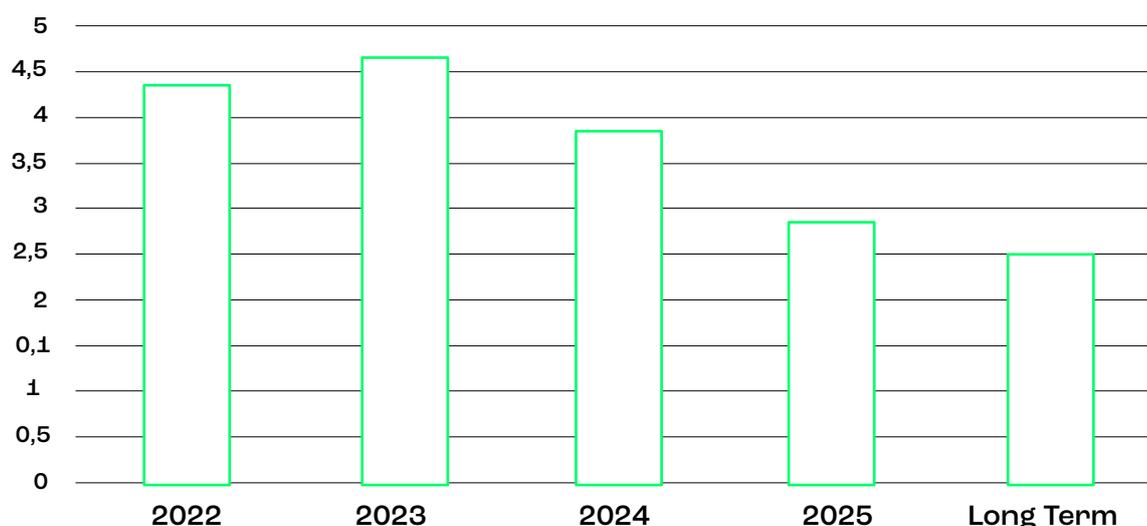
A política monetária segue nos holofotes do cenário internacional. O Fed, banco central dos EUA, subiu mais uma vez os juros ao longo do último mês. Junto com a decisão de elevação, no mesmo ritmo, de 75 bps, o Fed continuou dando ênfase à necessidade de controle de inflação alta. As maiores surpresas apareceram nas projeções dos membros do comitê de política monetária.

Trimestralmente, o Fed compila suas projeções para os próximos anos. Houve aumento das expectativas para a taxa de juros, que aparecem subindo até o final do ano, em ritmo acelerado, e permanecem em patamares restritivos até 2025. Como consequência,

o Fed também projeta anos de crescimento mais modesto para a economia americana. Ainda assim, o cenário considerado como mais provável é o de pouso suave da economia dos EUA.

Na Europa, o Banco Central também seguiu tentando combater a inflação. A taxa de juros da região foi elevada em 75bps, para 1,25%, ritmo mais alto do que o observado nas altas anteriores. Com os altos níveis de inflação, o mercado continua precificando a continuidade da política monetária na região, apesar dos riscos de abastecimento de energia, que ganham espaço com a chegada do inverno.

## Mediana das projeções do Fed para a taxa de juros americana



Reforçando a decisão do Fed, a economia americana seguiu aquecida. O mercado de trabalho não mostrou sinais concretos de perda de fôlego, com uma taxa de desemprego ainda abaixo da considerada neutra para a economia dos EUA. A inflação ainda não entrou em uma trajetória consistente de desaceleração. Pelo contrário, voltou a acelerar e marcou 8,2% em 12 meses em setembro.

Outro Banco Central de destaque neste último mês foi o da Inglaterra. A autoridade monetária inglesa teve de pausar o seu processo de aperto monetário para controlar os riscos ao sistema financeiro inglês, que foram trazidos pela falta de coordenação entre a política fiscal e monetária no país.

A nova primeira-ministra, Liz Truss, apresentou uma proposta fortemente expansionista na seara fiscal. O “mini budget”, como foi apelidado, gerou ameaças à estabilidade do sistema financeiro inglês por dois motivos. O primeiro é que esse descompasso cria uma perspectiva de que o BoE terá de ser ainda mais duro do que já vem sendo no aumento da taxa de

juros, possivelmente diminuindo ainda mais o ritmo da economia do país no futuro e consequentemente aumentando o custo da dívida pública. As curvas de juros mais longas na Inglaterra voltaram para patamares pré-crise financeira de 2008.

O aumento das taxas nos títulos públicos e a crescente volatilidade causaram perdas nos ativos dos fundos de pensão ingleses, provocando a chamada de margens recordes que exacerbaram o movimento. Para organizar o aumento de liquidez desses entes, o Banco Central reverteu o aperto quantitativo que havia começado e comprou, de forma emergencial, títulos longos da dívida pública.

As incertezas fizeram com que a libra se desvalorizasse e o episódio contribuiu para a aceleração do aperto das condições financeiras no mundo, bem como da aversão ao risco. Em relação à proposta fiscal que causou tudo isso, os movimentos recentes indicam que ela será desidratada e não deve ter prosseguimento.

### Taxa do título indexado a inflação com vencimento em 30 anos



Também na Europa, o Banco Central Europeu segue adotando uma posição dura no combate à inflação, subindo os juros em 75bps em setembro, apesar

dos riscos gradativos ao crescimento da região, que já mostra sinais de desaceleração da atividade. A oferta de energia continua limitada pela guerra,

que teve desenvolvimentos importantes ao longo do mês, e pelo corte de produção anunciado pela OPEP. No conflito na Ucrânia, os embates se intensificaram. O governo russo anunciou uma anexação de territórios ao leste do país, houve bombardeio da ponte que liga a Rússia à Crimeia e ameaças de uso de armamento nuclear no conflito por parte do governo liderado por Vladimir Putin. Para a Europa, a notícia de que o gasoduto Nordstream sofreu danos importantes, cujos reparos devem demorar, também gerou mais dúvidas a respeito do suprimento de energia na região.

Outro fator de risco no pano de fundo é a economia chinesa. A política de Zero Covid continuou sendo adotada no país, prejudicando a atividade,

especialmente no curto prazo. Em um horizonte mais longo, as dúvidas em torno do modelo de crescimento persistem, especialmente pela forte desaceleração que tem sido observada no avançado mercado imobiliário do país. Neste mês, acontece, ainda, o congresso do Partido Comunista Chinês, que deve dar mais um mandato para Xi Jinping. A decisão de outros cargos da alta cúpula do partido também é de suma importância para a condução da economia chinesa.

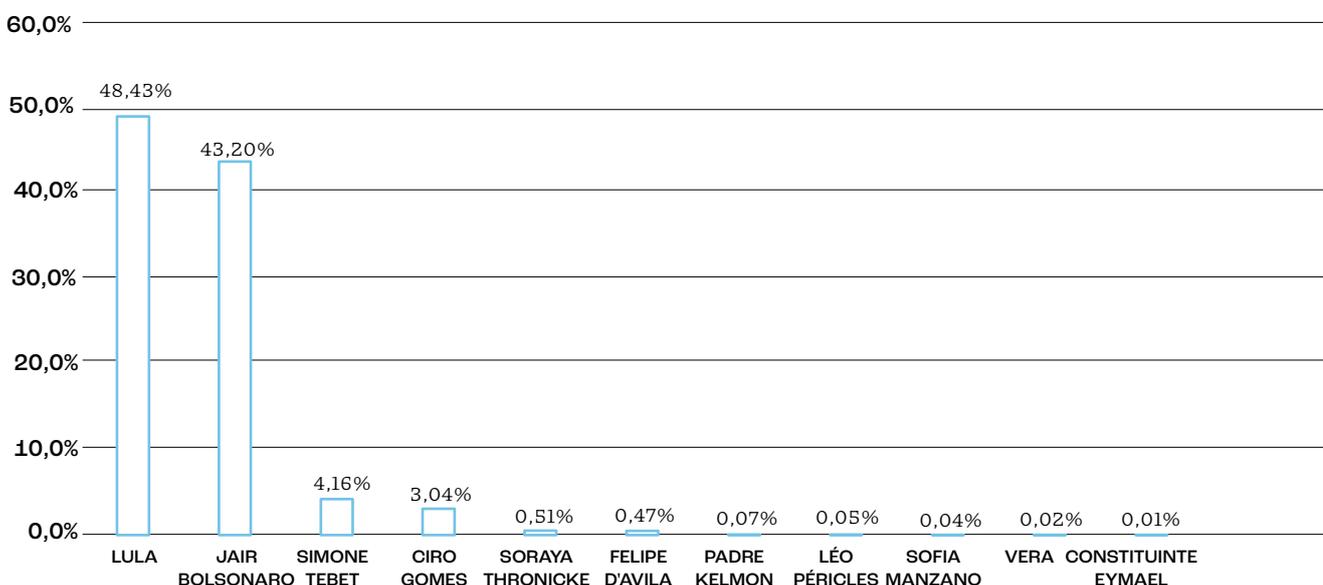
Com os múltiplos riscos apresentados e a política monetária contracionista em diversas localidades, os ativos de risco foram penalizados no mês, com queda de 5,9% do índice S&P 500. A curva de juros nos EUA abriu em todos os vértices.

## Cenário Doméstico

No Brasil, o principal tema do mês foi o primeiro turno das eleições presidenciais. Ao longo de setembro, no período que antecedeu o pleito, observamos que o mercado não trazia a mesma volatilidade de processos eleitorais anteriores, dada a estabilidade nas pesquisas. O primeiro turno, entretanto, trouxe surpresas relevantes, provocando efeitos positivos no mercado.

Em relação à corrida pelo Palácio do Planalto, o resultado das urnas surpreendeu ao apontar uma distância menor do que se esperava entre Lula e Bolsonaro, garantindo, assim, o segundo turno das eleições. Mesmo com Lula com o maior número de votos no primeiro turno, as eleições legislativas e nos estados trouxeram um ar de vitória para o bolsonarismo.

### Resultado das eleições presidenciais



O atual presidente conseguiu assegurar para seu partido fortes bancadas para o próximo mandato, além de bons resultados para aliados que estão em outras legendas. Nas eleições estaduais, a diferença foi menor, mas Bolsonaro conquistou alianças importantes na região Sudeste para o segundo turno, especificamente em São Paulo, em Minas Gerais e no Rio de Janeiro. Com o resultado de 2 de outubro, o pregão seguinte às eleições foi marcado por uma alta de 5%.

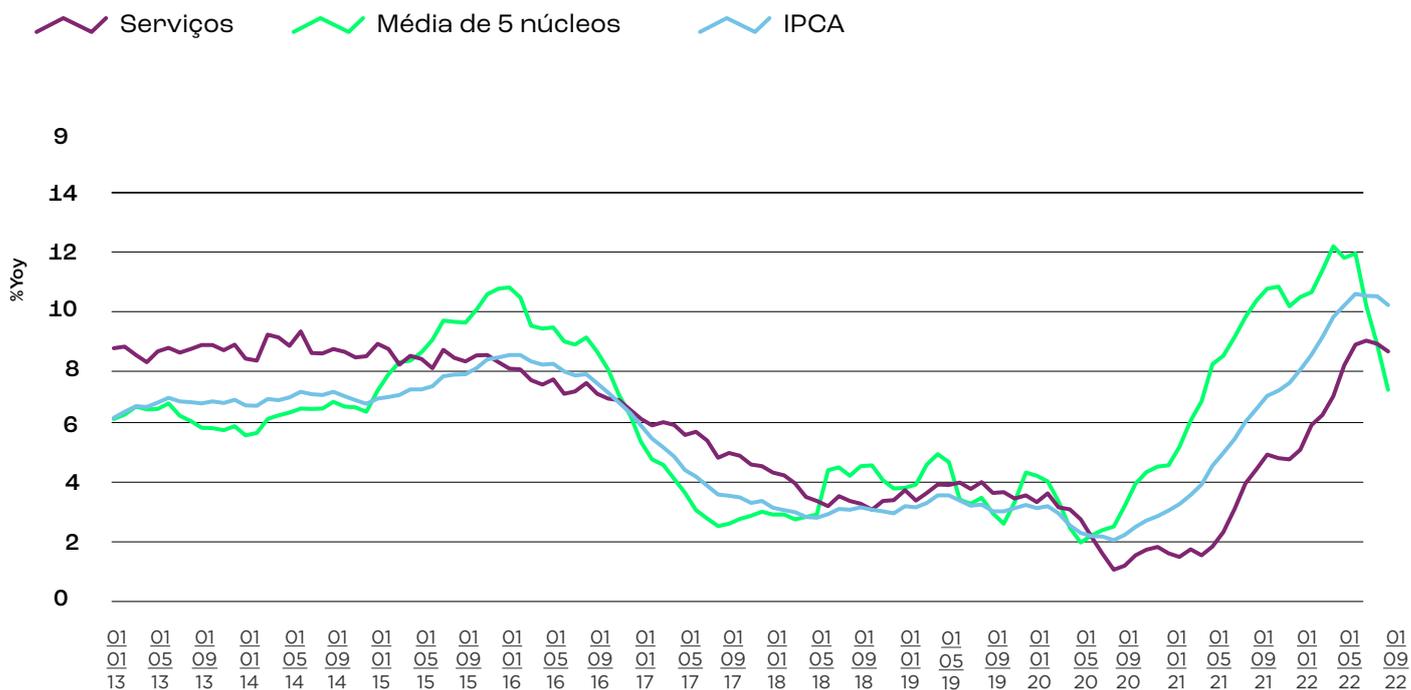
Acreditamos que o bom humor dos investidores tenha três principais motivos. O primeiro é que, mesmo com Lula indo para o segundo turno na dianteira, o resultado aumentou a probabilidade de vitória de Bolsonaro, candidato que é preferido por investidores locais. A segunda razão tem a ver com o fato de que, na campanha de segundo turno, Lula teria que moderar, para se aproximar do eleitor mediano, aquele que decide as eleições. Por fim, a perspectiva

de um Congresso mais à direita também foi percebida como positiva, corroborando a tese de que, se Lula for eleito, terá uma oposição mais forte no Legislativo.

Para o segundo turno, esperamos uma disputa acirrada, na qual Lula tem maior probabilidade de vitória; no entanto, a possibilidade de virada do atual presidente não está totalmente descartada.

Fora do cenário eleitoral, as tendências da economia brasileira se mantêm. No curto prazo, os sinais seguem positivos para a inflação, atividade econômica e fiscal, com os maiores riscos sendo contemplados em horizontes mais longos. A novidade foi o final do ciclo de aperto monetário que veio acompanhado de um discurso duro com a inflação por parte do Banco Central.

## Inflação e medidas subjacentes



A queda da inflação ainda é impulsionada pelos itens mais afetados pelos cortes de impostos. A inflação subjacente também está caindo, mas de forma gradual. Em setembro, o IPCA marcou uma deflação de 0,29%. A inflação de serviços, entretanto, se manteve elevada em 0,39%. Os núcleos de inflação, que buscam analisar a variação dos preços sem os itens de maior volatilidade, também permanecem pressionados. A média dessas medidas no mês foi de 0,41%.

Mesmo com a composição da inflação ainda mostrando pressão em itens menos voláteis, e as expectativas para 2024 persistindo acima da meta, o BC decidiu encerrar o ciclo de aperto monetário e manteve a taxa de juros em setembro em 13,75%. A autoridade monetária justificou a paralisação do aperto alegando que os efeitos defasados das altas consecutivas de juros serão suficientes para que a inflação convirja para a meta no horizonte relevante. O Copom encerrou o ciclo em tom duro com a inflação, justificando que a Selic deve ficar nesse patamar por um período mais longo e que não hesitará em voltar a subir os juros caso o processo de desinflação não ocorra como esperado.

Em relação à atividade econômica, temos sinais de uma economia que desacelera no terceiro trimestre, mas que ainda deve apresentar crescimento, sustentado especialmente pelo setor de serviços.

Em agosto, o IBC-Br apresentou a primeira queda em meses, variando -1,13%. No mês anterior, o resultado, entretanto, foi revisado para cima, dando um carregamento ainda positivo para o trimestre. Dentre as pesquisas setoriais, a de serviços é o destaque, com o setor se mostrando pujante, com alta de 0,7% em agosto. No acumulado do ano, os serviços subiram 8,4%.

Com uma inflação alta e uma atividade forte ao longo do ano, os resultados fiscais de curto prazo se mantêm positivos. Os maiores riscos para as contas públicas estão no ano que vem, quando podemos ter uma discussão a respeito da alteração das âncoras fiscais no país e a acomodação de promessas eleitorais, que já representam 2% do PIB. O BC irá considerar os sinais de política fiscal no ano que vem para determinar o momento correto para realizar os primeiros cortes de juros. Uma política fiscal expansionista pode atrasar o afrouxamento monetário no Brasil.

Em geral, as eleições e o final do ciclo de aperto monetário, bem como um cenário legislativo mais ameno, garantiram que o Brasil se descolasse da volatilidade dos mercados no exterior. Ao longo do último mês, a Bolsa subiu 2,65% e a curva de juros fechou em todos os vértices, em contraste com o que aconteceu nos países desenvolvidos.