

# Cenário Econômico

Agosto de 2022

## Análise Econômica

José Márcio Camargo

Eduardo Ferman

Yihao Lin

Perla Rocha

Diogo Albuquerque

*O cenário internacional continua desafiador. As taxas de inflação nos países desenvolvidos continuam em elevação e as políticas monetárias dos bancos centrais continuam atrasadas. Este fator foi agravado pela invasão da Ucrânia pela Rússia, dois grandes produtores e exportadores de commodities alimentares e energéticas. Com isto, a expectativa é de aumentos das taxas de juros e desaceleração da economia global nos próximos meses.*

*Além das elevadas taxas de inflação, a desaceleração da atividade na economia chinesa dá sinais de aprofundamento. Dois fatores são particularmente importantes: a política de zero-Covid adotada pelo governo e a crise no mercado imobiliário, com boicote de compradores ao pagamento de hipotecas, devido aos atrasos nas entregas de novas residências, que representa 25% do PIB do país. O PIB da China caiu - 2,6% no segundo em relação ao primeiro trimestre de 2022, a taxa de desemprego no país está em trajetória de elevação, tendo a taxa de desemprego de jovens atingido 19,9% da força de trabalho. Este cenário tem levado o Banco Central da China, o PBoC, a reduzir a taxa de juros no país. Nossas projeções indicam crescimento da economia chinesa entre 3,0% e 3,5% em 2022, muito abaixo da meta de crescimento do governo para o ano, 5,5%.*

*A desaceleração da economia chinesa e das economias desenvolvidas, combinado a uma certa “estabilização” da guerra no leste europeu, tem gerado pressão de queda nos preços das commodities, principalmente energéticas e metálicas. Os primeiros reflexos sobre as taxas de inflação global começam a aparecer nos índices de preços, com queda nos preços dos combustíveis, mas não o suficiente para mudar nosso cenário aperto adicional da política monetária nos próximos meses e desaceleração da economia global, devido aos sinais de excesso de demanda e aperto nos mercados de trabalho, principalmente nos países desenvolvidos.*

*Apesar deste cenário internacional desafiador, a economia brasileira tem se mostrado bastante resiliente. A nosso ver, esta resiliência está diretamente relacionada a dois fatores: a volta do setor de serviços, um setor intensivo em mão de obra e que tem gerado forte queda na taxa de desemprego e no grande conjunto de reformas institucionais implementadas ao longo dos últimos seis anos.*

*Nossa avaliação é que este conjunto de reformas (trabalhista, liberalização da terceirização, teto dos gastos, reforma da presidência social, marcos regulatórios de ferrovias, saneamento, mercado de câmbio, mercado de crédito e de capitais, fim da TJLP, redução dos créditos subsidiados dos bancos públicos, grande volume de concessões de serviços ao setor privado, privatização da CEDAE, da Eletrobras, entre muitas outras) gerou forte crescimento dos investimentos, que passaram de 14,6% do PIB em 2017 para 21,6% do PIB em 2022, segundo o Monitor do PIB (FGV). O aumento da taxa de investimento não apenas tem sustentado a taxa de crescimento do PIB em 2022, assim como contratou mais de R\$ 900 bilhões de investimentos nos próximos 10 anos.*

*Finalmente, após um período de aceleração da taxa de inflação, que forçou o Banco Central do Brasil a iniciar o processo de ajuste da taxa de juros, levando-a de 2,0% para 13,75% ao ano entre março de 2021 e agosto de 2022, os sinais de arrefecimento da taxa de inflação começam a aparecer. Sinais estes reforçados pela queda dos preços das commodities e pela redução das alíquotas de ICMS de energia elétrica, telecomunicações, transporte coletivo e combustíveis, aprovadas pelo Congresso.*

*Neste cenário, apesar da desaceleração da economia global, nossas projeções são de aceleração do crescimento do PIB da economia brasileira de 2,1% para 2,5%, redução do desemprego de 9,5% para 8,8% e queda da projeção de inflação de 9,4% para 6,6% em 2022.*

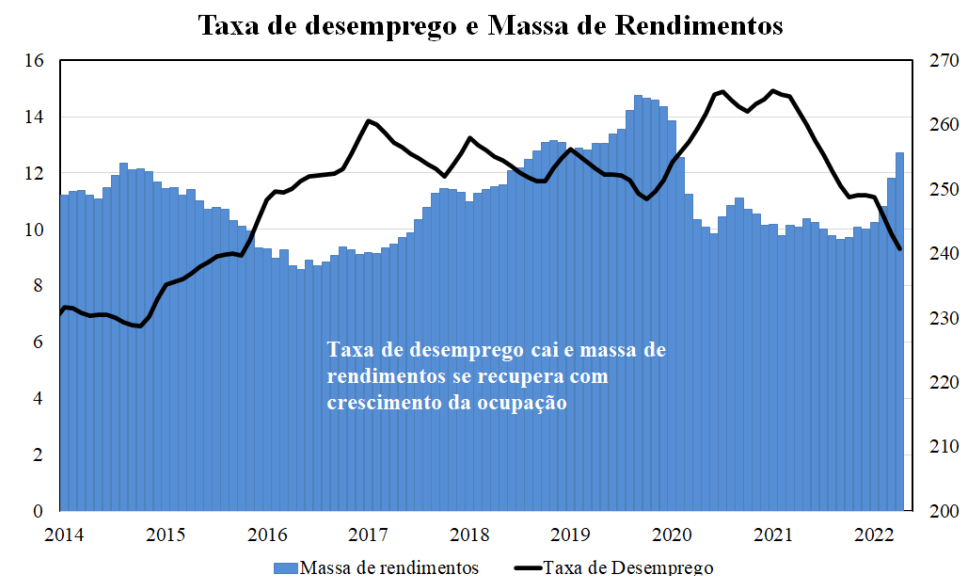
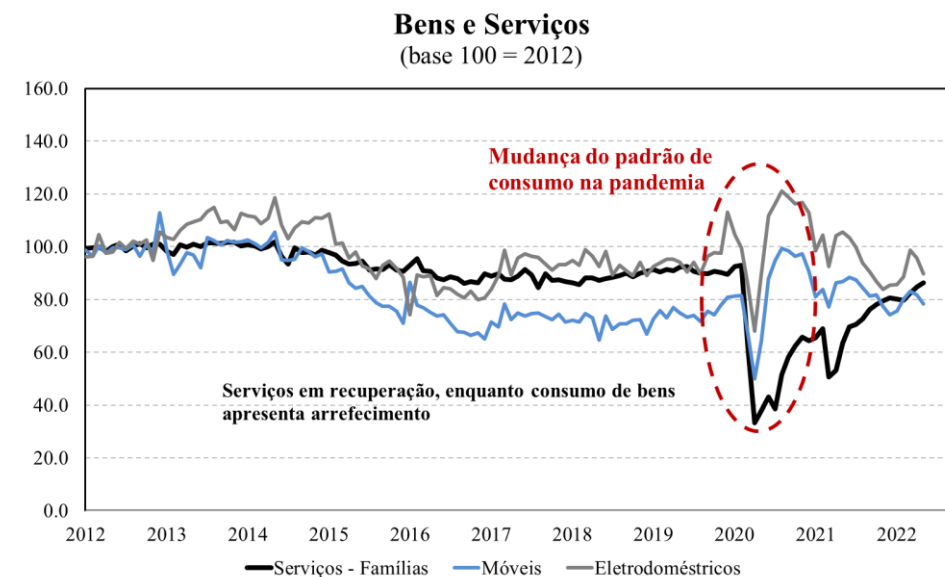
**José Márcio Camargo – Economista Chefe**

- **Projetamos crescimento de 2,5% para a economia brasileira em 2022 e de 0,5% em 2023.** Os estímulos fiscais combinados com a melhora no mercado de trabalho e na massa de rendimentos darão sustentação para uma desaceleração mais suave ao longo do 2º semestre. Avaliamos que o impacto da política monetária contracionista sobre a atividade se tornará mais evidente no último trimestre de 2022 e em 2023.
- **Desoneração tributária traz alívio para inflação de 2022 com desinflação dos administrados. Projetamos IPCA em 6,6% em 2022 e de 5,4% em 2023.** Os preços administrados vão liderar o processo de desinflação da economia brasileira, apresentando deflação no ano de 2022, diante da redução do ICMS. Com a queda no preço das *commodities* (metálicas e agrícolas), projetamos arrefecimento dos bens industriais e da inflação de alimentos. Por outro lado, vemos a inflação de serviços em patamar elevado ao longo do ano, diante da recomposição das margens de lucros e da melhora do mercado de trabalho.
- **O mercado de crédito será um importante canal de desaceleração econômica nos próximos trimestres.** O quadro macroeconômico adverso, com juros e inflação elevados, implicará em piora generalizada em diversos indicadores de crédito (inadimplência, concessões, custo do crédito, endividamento e comprometimento da renda). O atual aperto monetário é o mais forte nos últimos 20 anos da economia brasileira, não só pela magnitude do ajuste, saindo de 2% para 13,75%, mas também pela velocidade no qual foi feito, tal contexto será intensificado pela maior potência da política monetária nos últimos anos com a redução do crédito subsidiado na economia.
- **Relação dívida/PIB apresentará reversão nos próximos anos.** Os indicadores fiscais vêm apresentando melhora nos últimos anos, com crescimento da arrecadação, melhora do resultado primário, crescimento moderado das despesas e redução do endividamento público. Entretanto, avaliamos que parte considerável dessa melhora decorre de fatores conjunturais e as perspectivas para os próximos anos não são animadoras, com significativo aumento na conta com juros, redução do deflator do PIB e uma sinalização negativa para os próximos anos com a mudança da âncora fiscal e de medidas para aumentar gastos e reduzir arrecadação.
- **O cenário externo será bastante adverso nos próximos trimestres.** As principais economias ocidentais seguem enfrentando um elevado nível inflacionário, que vem exigindo uma rápida reversão da política monetária, aumentando os riscos de uma forte desaceleração econômica nos próximos meses. Soma-se a este cenário a manutenção da política de tolerância zero-Covid e a intensificação da crise imobiliária na China, que serão responsáveis por catalisar a deterioração do crescimento econômico global.

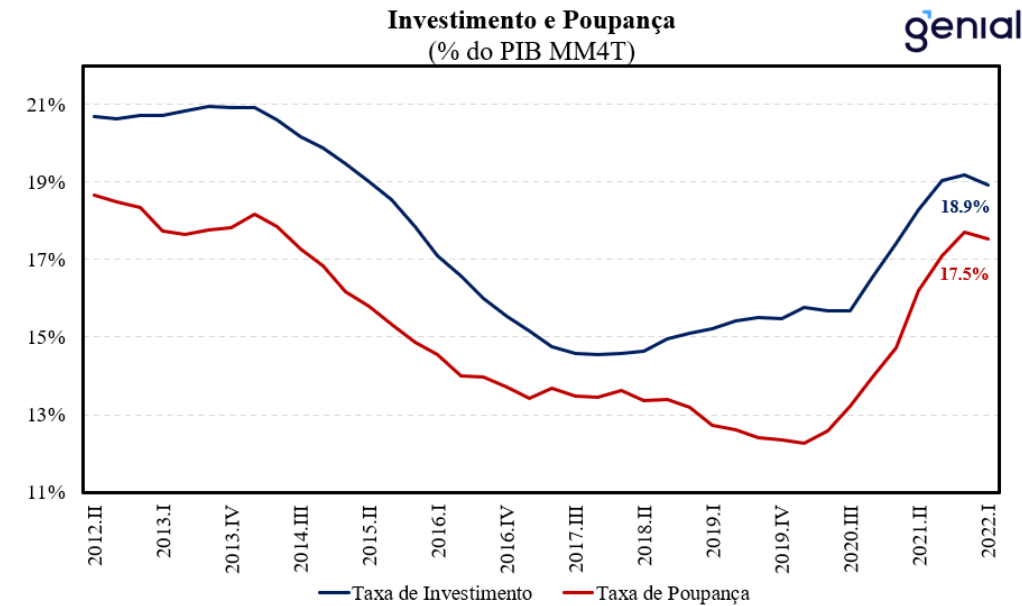
Indicadores Econômicos					
	2019	2020	2021	2022P	2023P
<b>PIB (%)</b>	1.2	-3.9	4.6	<b>2.5</b>	<b>0.5</b>
<b>Desemprego (%)</b>	11.1	14.2	11.1	<b>8.8</b>	<b>9.5</b>
<b>IPCA (%)</b>	4.3	4.5	10.1	<b>6.6</b>	<b>5.4</b>
<b>Selic (%)</b>	4.5	2.0	9.25	<b>13.75</b>	<b>11.00</b>
<b>BRL/USD</b>	4.0	5.2	5.6	<b>5.3</b>	<b>5.2</b>

- Com a melhora no mercado de trabalho e os estímulos fiscais, **revisamos o PIB de 1,5% para 2,5% em 2022**. Para 2023, limitado pela política monetária contracionista, reduzimos marginalmente o crescimento de 0,6% para 0,5%.
- Mercado de trabalho vem apresentando desempenho positivo, em linha com a nossa expectativa. Nesse sentido, **revisamos a taxa de desemprego, em 2022, de 9,5% para 8,8% e em 2023 de 10,0% para 9,5%**.
- Diante da desoneração tributária e do arrefecimento das *commodities*, **revisamos a taxa de inflação de 2022 de 9,4% para 6,6%. Com o retorno dos tributos no ano seguinte, projetamos a inflação de 2023 em 5,4%, ante 4,3%**.
- Nossa expectativa **é que o Banco Central mantenha a taxa Selic no patamar de 13,75% até o 2º trimestre de 2023, chegando ao final do próximo ano em 11%**.
- Diante do aumento do risco fiscal, eleitoral e um cenário global adverso e volátil, **revisamos a taxa de câmbio de R\$5,0 para R\$5,30**.

- Após crescimento no 1º trimestre do ano, a atividade econômica brasileira continuou em processo de expansão no 2º trimestre, mais uma vez liderado pelo setor de serviços. A reversão do padrão de consumo ocorrido durante a pandemia parece, a cada nova leitura, se consolidar: **os serviços de caráter presencial (prestados às famílias) se encontram em trajetória de recuperação, enquanto o consumo de bens apresenta arrefecimento.** A normalização do setor de serviços vem sendo um *driver* importante de crescimento em 2022.
- Entre os grupos econômicos, no 2º trimestre, **houve crescimento na indústria, nos serviços e no varejo, com exceção do varejo ampliado diante da queda nas vendas de veículos e materiais de construção.** A indústria vem apresentando recuperação, diante da melhora do cenário macroeconômico, com menores pressões de custos e maior oferta de componentes, conseguindo recompor seus estoques. Importante aliado da recuperação dos estoques é a queda no consumo de bens, em especial de móveis, eletrodomésticos e veículos. O varejo, sendo um setor mais sensível ao crédito, mesmo apresentando crescimento nesse trimestre, está em tendência de desaceleração, em linha com o aumento do custo do crédito e da elevada inflação. Por fim, os serviços vêm apresentando robusta recuperação não só por conta de serviços prestados às famílias (bares, restaurantes, hotéis), mas também pelo crescimento do transporte de cargas, com o aumento do comércio eletrônico.
- Além da recuperação dos serviços, alguns fatores evidenciam um cenário mais positivo para a atividade econômica: **a taxa de desemprego vem apresentando forte queda no ano e a massa de rendimentos um crescimento significativo com o aumento da população ocupada.**
- **Apesar da política monetária contracionista, avaliamos que seu impacto sobre a atividade se tornará mais evidente no último trimestre de 2022 e em 2023,** diante dos estímulos fiscais (redução do ICMS, aumento do Auxílio Brasil, liberação do FGTS), além do forte consumo da poupança que foi obtida durante o auge da pandemia.

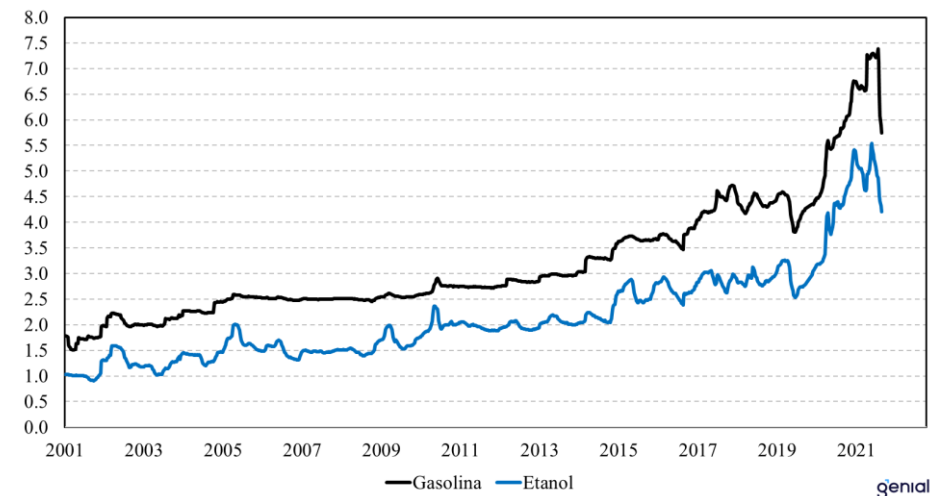


- **As reformas aprovadas nos últimos anos foram fundamentais para aumentar a produtividade brasileira e promover melhorias no ambiente de negócios.** A trajetória de elevação das taxas de investimento e de poupança nos últimos anos, refletem os primeiros impactos positivos da aprovação destas medidas, sendo um importante vetor de crescimento nos próximos anos.
- Embora tanto o cenário macroeconômico global quanto o doméstico tenham se deteriorado ao longo de 2022, ainda é possível observar um apetite por investimentos privados. **As concessões ao longo dos últimos anos (5G, aeroportos, rodovias, petróleo, etc.) têm sido bem sucedidas, sinalizando que a demanda por investimentos segue robusta mesmo diante da deterioração do cenário doméstico.**
- A aprovação dos Marcos Legais (Saneamento, Ferrovias, Cabotagem, Lei Cambial, etc.) e das reformas econômicas (Trabalhista, Mercado de Crédito, Teto de Gastos, Previdência, etc.) foram fundamentais para elevar o produto potencial. **O Brasil começa a dar sinais de que os frutos da aprovação destas medidas estão sendo colhidos.** No âmbito fiscal, as reformas aprovadas permitiram um maior controle das despesas obrigatórias do Governo Central durante o pós-pandemia. Além disso, também permitiram a desburocratização do mercado de trabalho e redução de custos para o empregador. Nossa avaliação que parte da forte recuperação do mercado de trabalho ao longo de 2022 reflete os impactos diretos das reformas aprovadas.
- Diante das restrições orçamentárias, os investimentos vêm sendo liderados pelo setor privado e os números do PPI (Programa de Parcerias de Investimentos) não só mostram grandes avanços nos últimos anos, como projeções muito favoráveis para os próximos. **Entre 2019 e 2022, foram entregues 153 projetos com R\$176 bilhões arrecadados em outorgas e R\$901 bilhões em CAPEX estimados para os próximos 10 anos.** Atualmente, o programa conta com 224 projetos na carteira (federais e subnacionais).

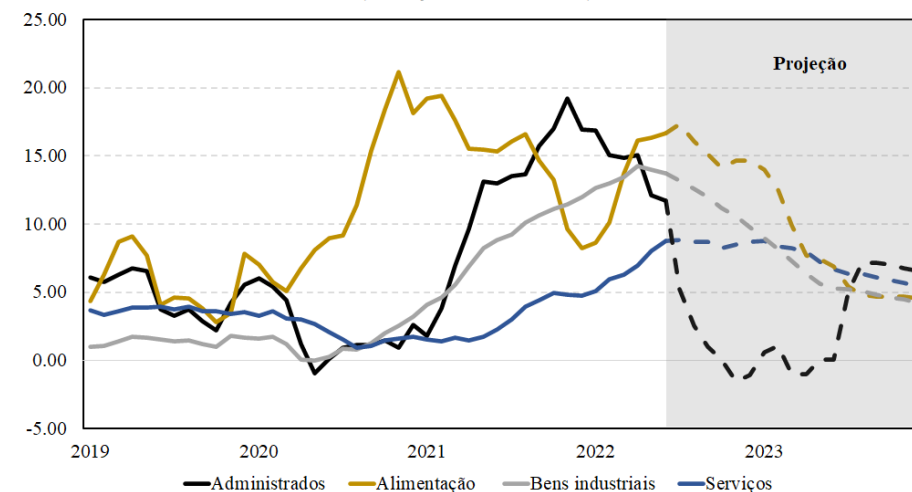


- **O cenário para inflação brasileira apresentou substancial melhora com as desonerações de tributos ocorridas nos últimos meses.** Com a inclusão dos combustíveis, energia elétrica e telecomunicações como itens essenciais, e assim passando a ter um teto para o ICMS cobrado, vimos uma substancial queda desses preços. No IPCA de julho, a gasolina apresentou queda de 15,5% e o etanol de 11,4%. Além disso, a energia elétrica não só apresentou redução do ICMS cobrado como também redução das tarifas por meio da devolução de impostos cobrados em excesso (bitributação)
- Nesse contexto, **os preços administrados vão liderar o processo de desinflação da economia brasileira, apresentando deflação no ano de 2022.** Com a queda no preço das *commodities* (metálicas e agrícolas), projetamos arrefecimento dos bens industriais e da inflação de alimentos. Por outro lado, vemos a inflação de serviços em patamar elevado ao longo do ano, diante da recomposição das margens de lucros e da melhora do mercado de trabalho.
- **Nossa projeção para o IPCA de 2022 passou de 9,4% para 6,6%.** A redução do preço da gasolina na bomba decorre, principalmente, da redução das alíquotas do ICMS. Entretanto, com a queda do preço do petróleo no mercado internacional, a Petrobras também vem reduzindo os preços cobrados em suas refinarias (desde julho já houve queda de 13%).
- No balanço de riscos, **vemos a desaceleração global e a menor pressão vinda das *commodities* como vetores importantes no processo de desinflação. Por outro lado, o setor de serviços e o risco fiscal continuarão pressionando o *headline*.**
- Para o ano de 2023, **os preços administrados voltarão a ser um vetor de crescimento da inflação com o retorno dos impostos desonerados nesse ano.** Aumentamos o IPCA de 2023 de 4,3% para 5,4%.

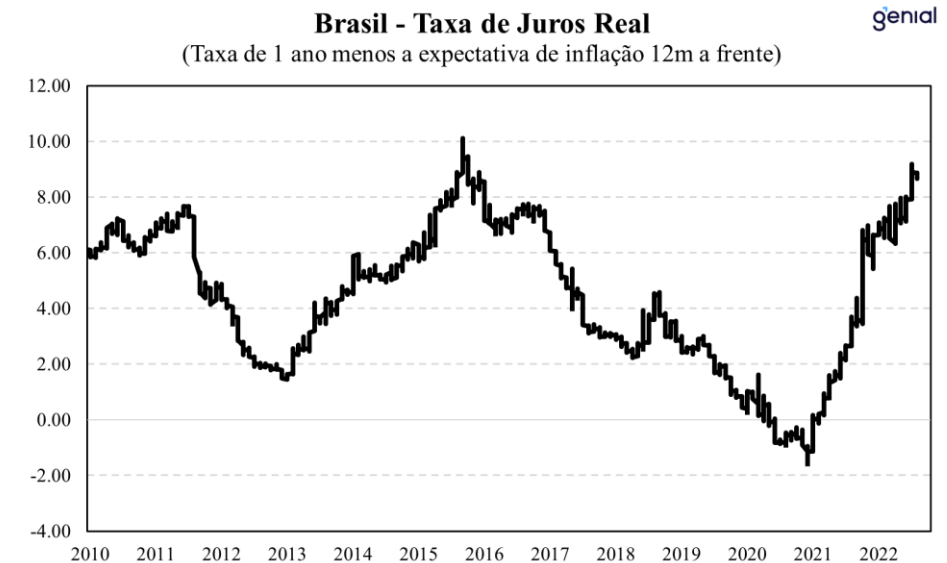
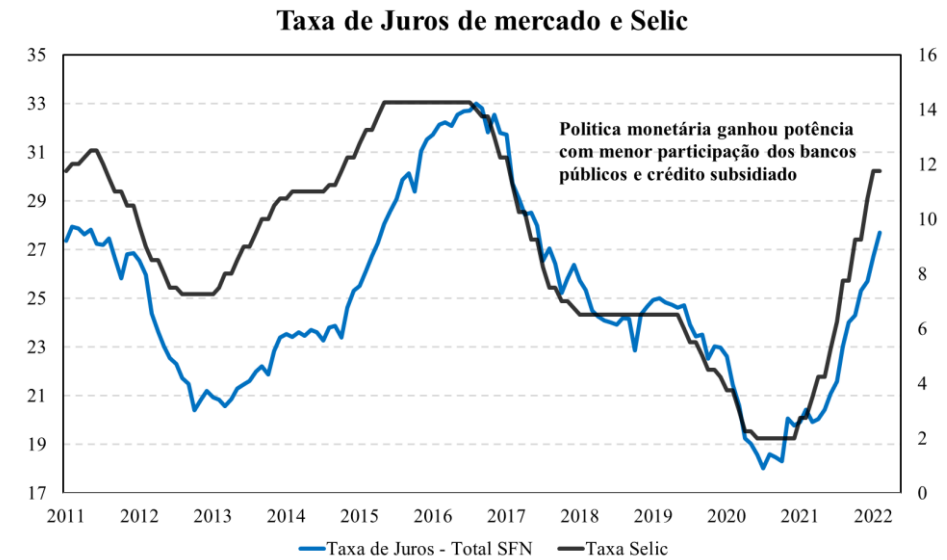
**Preço dos Combustíveis**  
(Preço médio cobrado nas bombas)



**IPCA - Projeção aberturas**  
(Variação interanual, %)

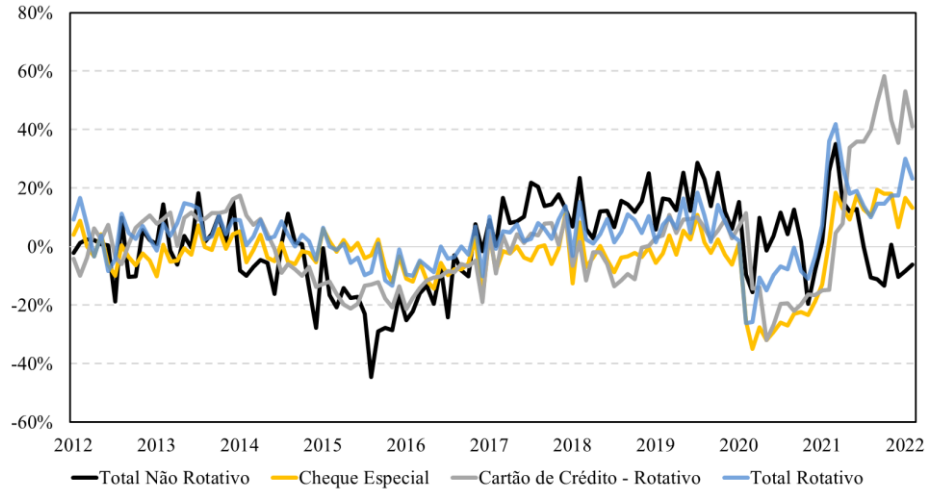


- **O atual aperto monetário é o mais forte nos últimos 20 anos da economia brasileira, não só pela magnitude do ajuste, saindo de 2% para 13,75%, mas também pela velocidade no qual foi feito.** O Banco Central aumentou 11,75 p.p. em 18 meses. No último grande ciclo de ajuste (2013-2016), o aumento foi de 7 p.p., porém tendo ocorrido em 28 meses. Nesse sentido, diante da defasagem de 2 a 3 trimestres da política monetária, uma parte significativa do impacto sobre a atividade ainda está por vir. A política monetária contracionista, na nossa avaliação, será o principal limitador de crescimento no ano de 2023, impondo perda de dinamismo no setor de crédito que já dá os primeiros sinais de desaceleração.
- Além disso, **vale destacar como a política monetária atual se tornou mais potente que a ocorrida nos anos anteriores, diante das reformas econômicas no mercado de crédito e da redução dos subsídios por meio dos bancos públicos.** Como havia parcela significativa de crédito subsidiado na economia, parte relevante dos agentes econômicos não eram impactados pelo aumento do custo do crédito (Selic). Dessa forma, o Banco Central precisava ir ainda mais longe com a política monetária para controlar os preços. Entretanto, com as reformas implementadas nos últimos anos, as taxas de mercado se tornaram mais sensíveis aos movimentos da Selic.
- Por fim, ainda vemos o atual cenário como extremamente contracionista do ponto de vista de taxas de juros reais. **Nos encontramos em patamar similar ao observado nos anos de 2015-16 com juros reais acima dos 8%.**
- Ou seja, **estamos passando por um ajuste monetário em tempo e magnitude recorde, com uma taxa Selic mais potente que a dos anos anteriores, em que grande parte do impacto ainda não foi sentido na atividade econômica.** Esse contexto, em conjunto com a leitura do IPCA de julho, nos dá segurança para projetar que o ciclo de alta da política monetária se encerrou e que o Banco central deixará a Selic em 13,75% até o 2º trimestre de 2023, encerrando o ano que vem em 11%.

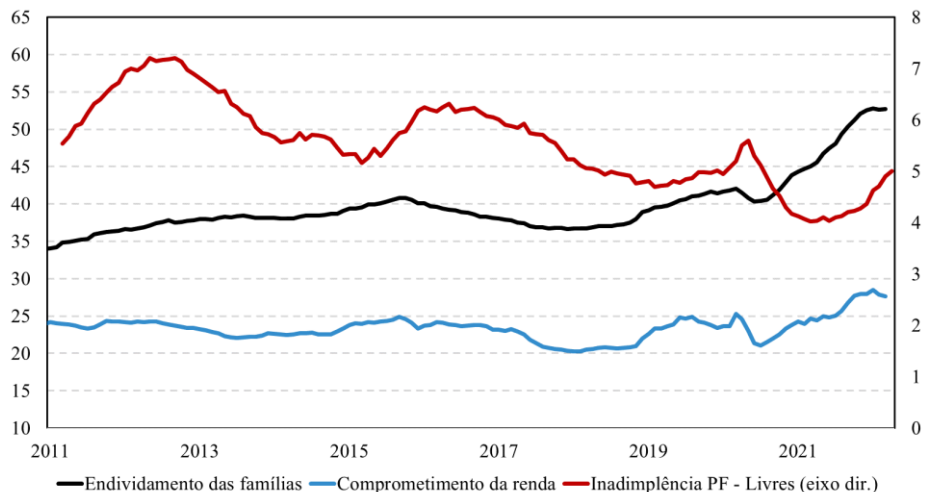




Concessão de Crédito - Pessoa Física  
(Crescimento real a/a)



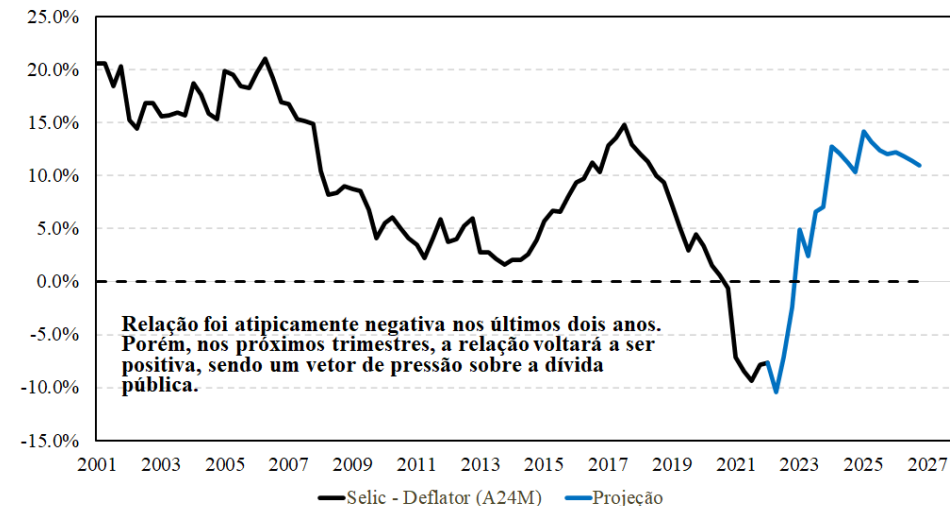
Endividamento, Inadimplência e comprometimento da renda  
(%)



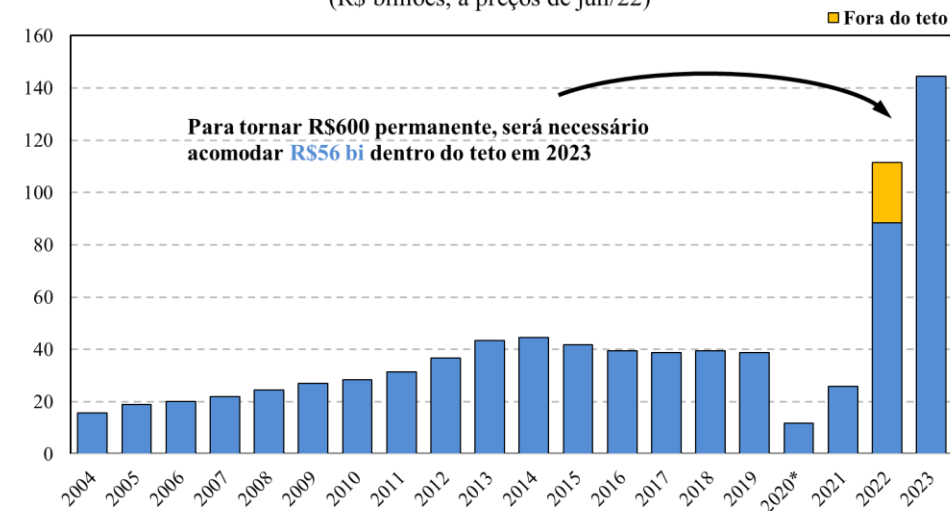
- **O mercado de crédito será um importante canal de desaceleração econômica nos próximos trimestres.** O quadro macroeconômico adverso, com juros e inflação elevados, implicará em piora generalizada em diversos indicadores de crédito (inadimplência, concessões, custo do crédito, endividamento e comprometimento da renda).
- Mesmo se mantendo em patamares elevados, já vemos desaceleração das concessões, que irão arrefecer ainda mais diante da defasagem da política monetária. Porém, **projetamos uma desaceleração suave, sem rupturas, diante das medidas implementadas pelo governo, tanto para empresas, quanto para as famílias.** No âmbito das pessoas físicas, políticas de sustentação da demanda (liberação do FGTS, antecipação do 13º salário, aumento do Auxílio Brasil) em conjunto com a melhora do mercado de trabalho e da massa de rendimentos deve ajudar a suavizar a trajetória de arrefecimento do crédito para as famílias. Além disso, a reedição do Pronampe e do Peac (programas de acesso a crédito para empresas) serão importantes políticas para ajudar no arrefecimento suave das concessões para as firmas.
- **No que tange às pessoas físicas, já é possível identificar deterioração de alguns indicadores como o aumento da inadimplência e do comprometimento da renda, além da redução na margem das concessões, em linha com a elevação do custo do crédito.** Além disso, enxergamos uma deterioração da qualidade do crédito com elevação de linhas com alto custo como cheque especial e cartão de crédito rotativo. As pessoas jurídicas, por sua vez, apresentam taxa de inadimplência baixa e estável e ainda apresentam concessões elevadas, porém avaliamos que esse cenário deve apresentar mudança com certa deterioração de alguns indicadores de crédito.
- Nesse contexto, a política monetária contracionista irá impactar a demanda doméstica retirando dinamismo do setor de crédito. Apesar disso, **o sistema financeiro apresenta indicadores saudáveis de capitalização, estabilidade e liquidez, o que permite acomodar aumentos da inadimplência.**

- Avaliamos o cenário fiscal brasileiro com cautela. De fato, **os indicadores fiscais vêm apresentando melhora nos últimos anos, com crescimento da arrecadação, melhora do resultado primário, crescimento moderado das despesas e redução do endividamento público.**
- Entretanto, **avaliamos que parte considerável dessa melhora decorre de fatores conjunturais e as perspectivas para os próximos anos não são animadoras.** Em primeiro lugar, parte relevante da redução da dívida pública se deve ao atípico fato da relação entre Selic e o deflator implícito do PIB estar negativa. A Selic é a principal variável que influencia o numerador da relação dívida/PIB, enquanto o deflator é o principal que influencia o denominador. Essa relação, que foi negativa nos últimos dois anos, irá se reverter em 2023, pressionando a dívida.
- Além disso, **uma preocupação adicional advém da conta com juros.** Estamos vendo uma reversão da trajetória do resultado nominal, com pressão da conta de juros sobre a dívida (diante do alto patamar da Selic). O arrefecimento da economia e da inflação, em conjunto com as maiores despesas pressionarão o resultado primário do governo. Muitas pautas estarão em discussão nos próximos trimestres: Auxílio Brasil em R\$ 600; reajuste para os servidores, correção da tabela do IR e subsídios aos combustíveis.
- Adicionalmente, o cenário eleitoral cria um componente de incerteza a mais nessa equação. **A manutenção do auxílio em R\$ 600 é a nossa hipótese no cenário base e isso implica em uma mudança no teto de gastos.**
- O processo de alteração da âncora fiscal trará ruído ao mercado, que antes disso ainda busca ter uma posição mais clara da provável política econômica que será adotada no ano que vem.
- Em suma, **o resultado primário deve se reverter com a desaceleração econômica e da inflação, em conjunto com a piora do resultado nominal por conta da alta despesa com juros.**

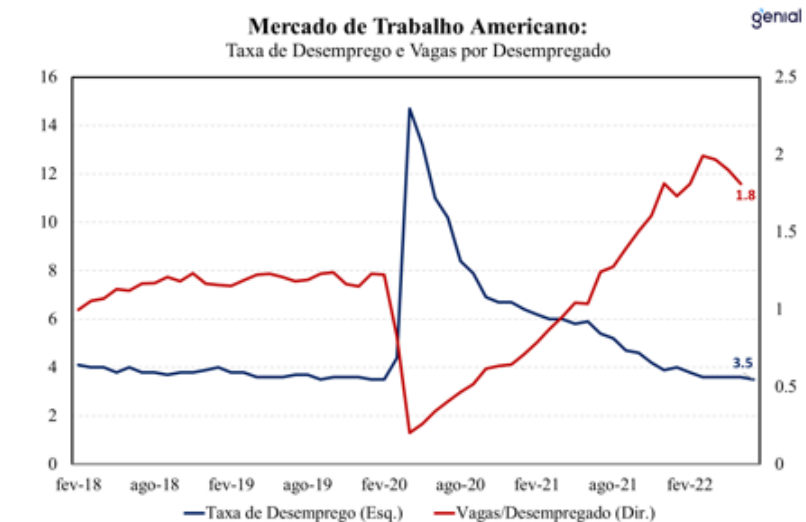
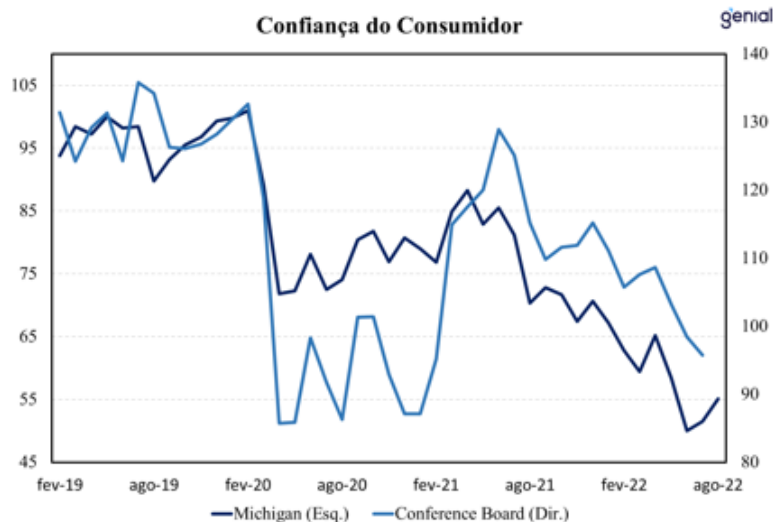
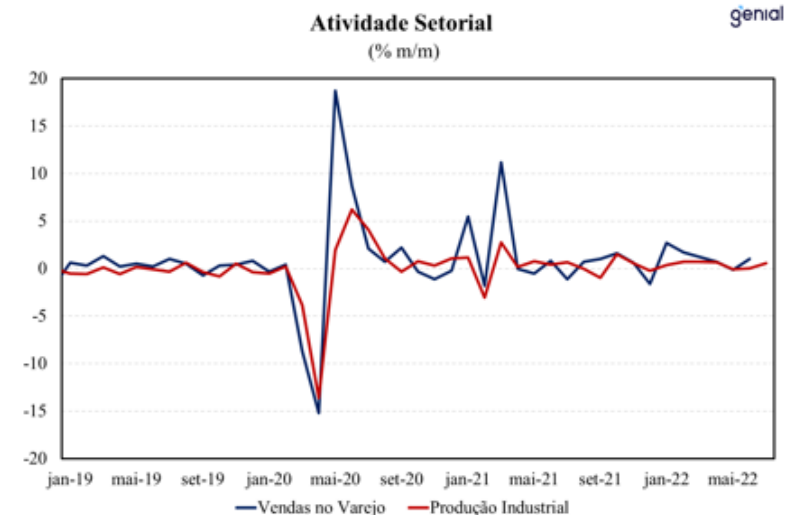
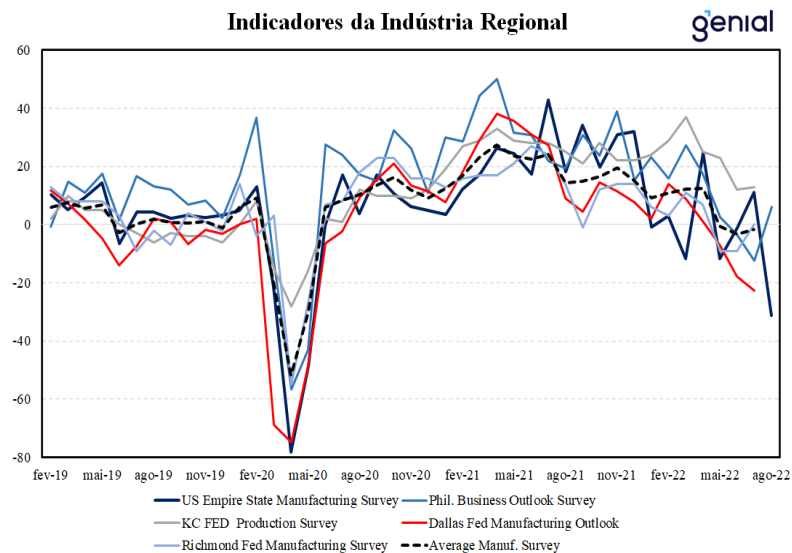
**Diferencial Taxa Selic e Deflator Implícito do PIB**  
(Diferença acumulada em 24 meses)



**Despesa Auxílio Brasil/Bolsa família**  
(R\$ bilhões, a preços de jun/22)

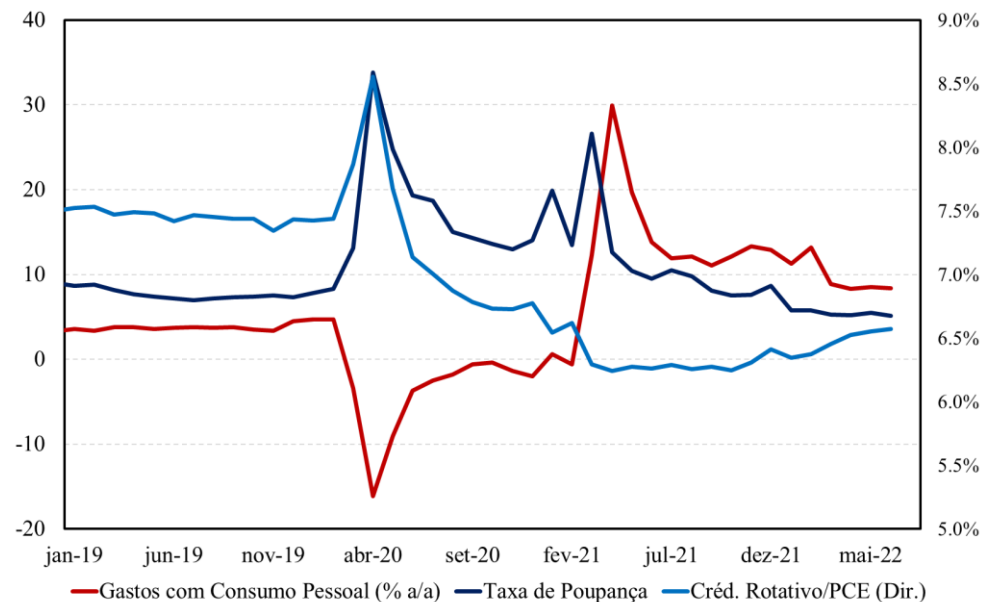


- O PIB americano contraiu 0,9% no segundo trimestre de 2022, ante -1,6% no resultado imediatamente anterior, configurando uma **recessão técnica nos EUA**.
- A queda do produto americano refletiu os resultados negativos do investimento privado, dos gastos dos governos local e federal, e do consumo de bens não duráveis.
- Os indicadores antecedentes industriais e de confiança do consumidor vêm dando sinais de que **a economia americana está em trajetória de desaceleração**.
- Em contrapartida, ainda vemos um mercado de trabalho muito resiliente mesmo diante do ciclo de aperto monetário. **A taxa de desemprego retornou ao nível observado antes da pandemia** - menor nível registrado desde 1969. Ademais, a razão entre vagas abertas e desempregados segue bem elevada, o que deve continuar sustentando resultados positivos nos próximos meses.
- Por sua vez, dados de atividade setoriais, exceto do mercado imobiliário, seguem estáveis, **sem sinais significativos de contração da economia**.

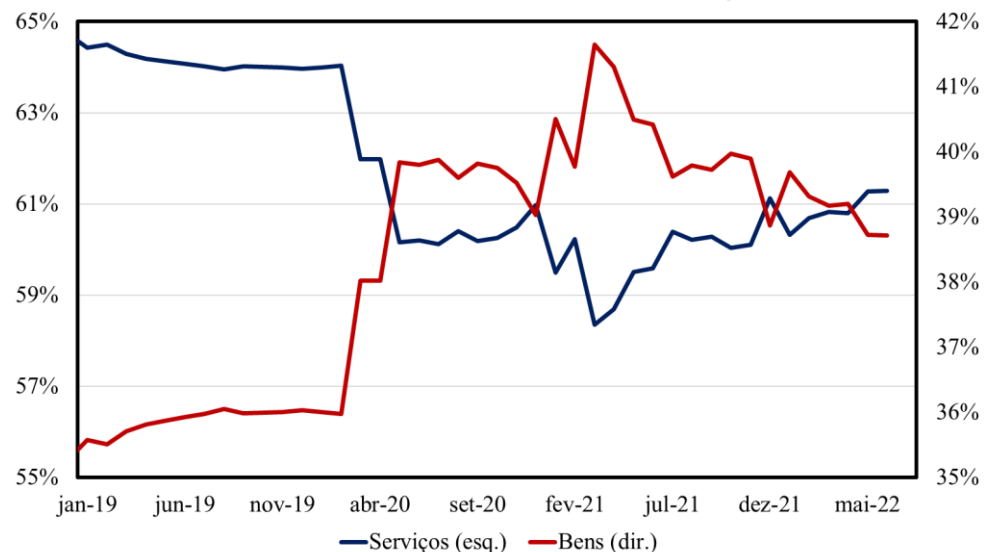


- Dessa forma, embora o PIB americano tenha se contraído nos dois primeiros trimestres de 2022, **avaliamos que os indicadores de alta frequência continuar a apontar que a economia americana segue aquecida**. O diagnóstico atual é que o elevado nível inflacionário, o ciclo de aperto monetário e a deterioração da confiança das famílias e dos negócios não está sendo refletido em um amplo desaquecimento da atividade.
- **Houve expansão de 1,0% t/t do consumo das famílias, que decorreu de um aumento do consumo de serviços em detrimento do consumo de bens**. Os dados apontam que a combinação de um cenário de elevada inflação com o fim da pandemia vem beneficiando tal dinâmica de consumo.
- Os dados apontam também que **o forte consumo que vem sendo observado desde o início de 2021 não se traduziu em uma explosão da dívida das famílias americanas**. O total de crédito rotativo como proporção dos gastos com consumo pessoal está em um patamar historicamente baixo, sinalizando que a exposição da dívida de cartão de crédito ao ciclo de aperto monetário não é um fator de risco ao consumo no curto prazo.
- Para os próximos meses, diante do esgotamento da poupança americana, acreditamos que os gastos com consumo pessoal devem continuar avançando em ritmo mais lento. Em linha com a erosão da renda pessoal das famílias, o fim da pandemia e da normalização do perfil de consumo dos americanos, acreditamos que **os gastos com serviços deve continuar sendo o principal vetor de crescimento dos gastos das famílias ao longo dos próximos meses**.
- Em suma, embora a economia americana tenha se contraído pelo segundo trimestre consecutivo, diversos indicadores da economia real seguem dando sinais de resiliência mesmo diante de um cenário mais adverso. Nossa avaliação é que a economia americana não se encontra em recessão, principalmente por conta de um mercado de trabalho superaquecido e da boa saúde financeira das famílias. Nesse contexto, acreditamos que **o Fed deva continuar elevando rapidamente a taxa de juros para desaquecer a economia**.

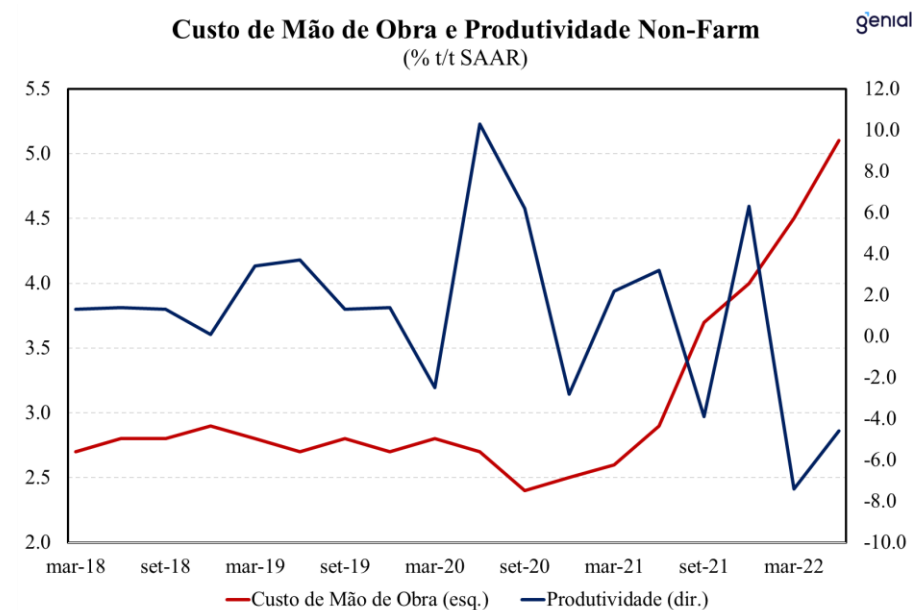
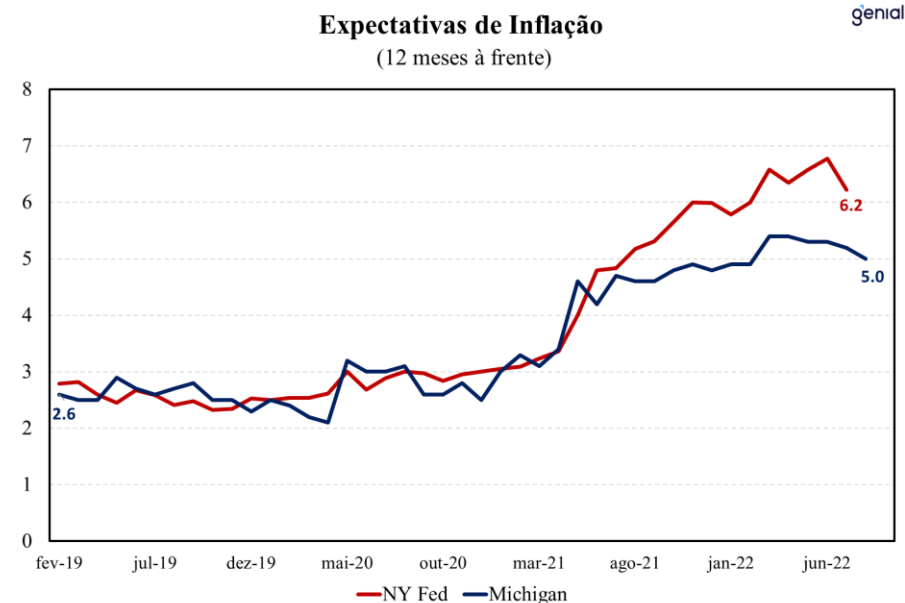
### Consumo Pessoal e Saúde Financeira das Famílias



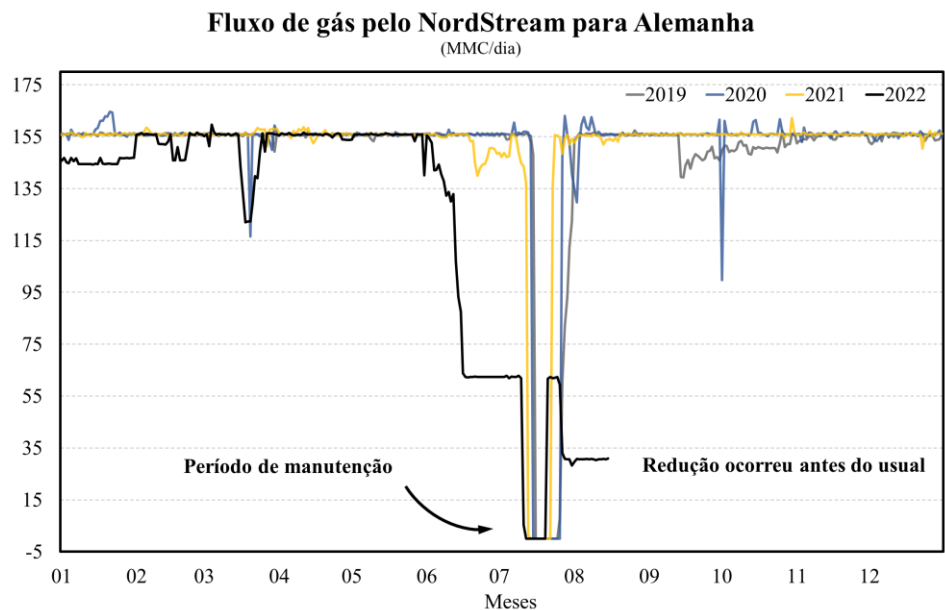
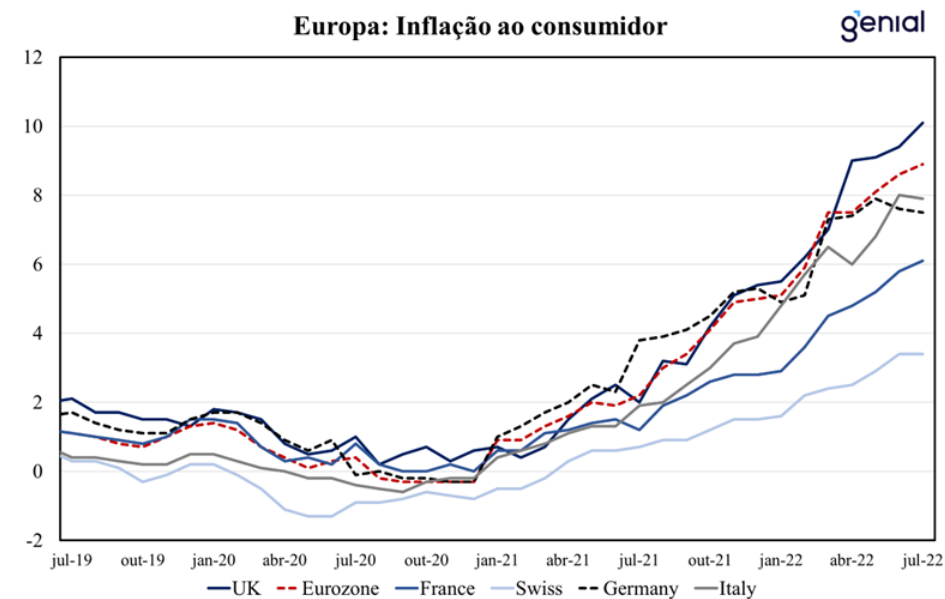
### Gastos com Consumo de Bens e Serviços



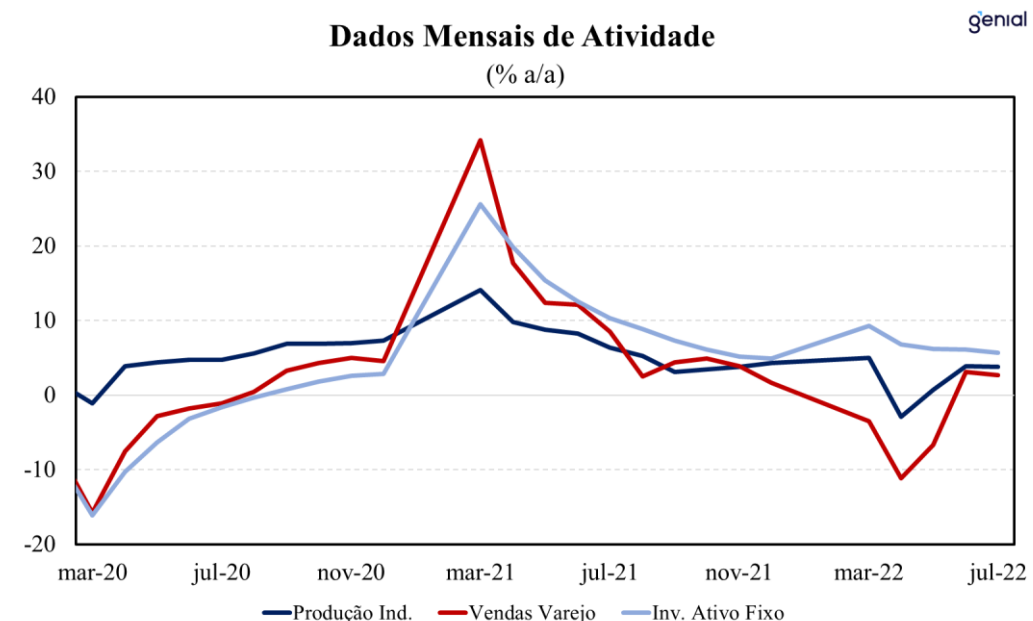
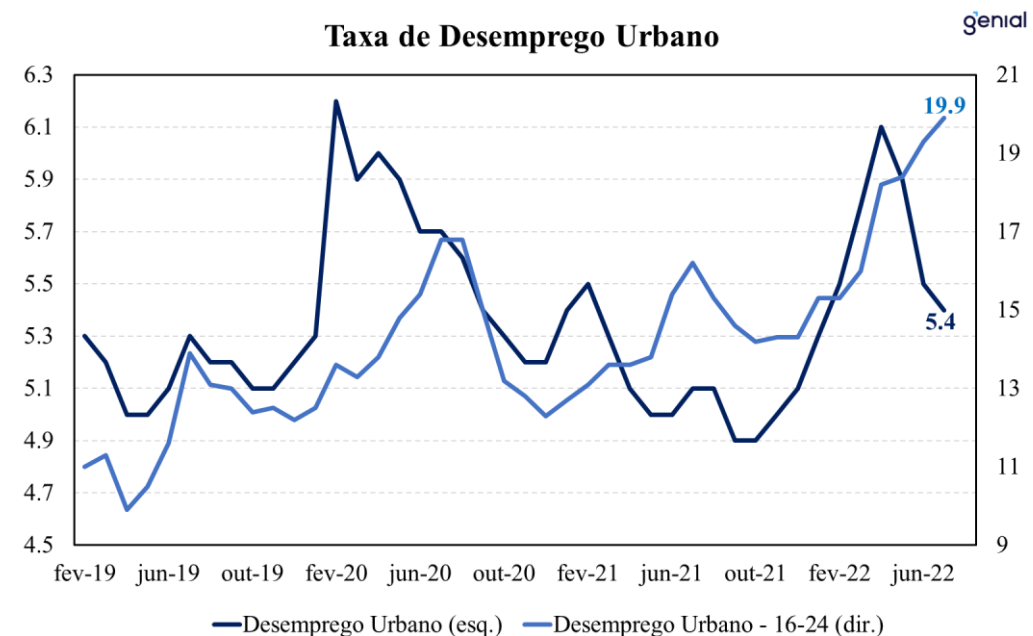
- A inflação americana surpreendeu positivamente o mercado ao ficar estável (0% m/m) no mês de julho, sinalizando que o pico da inflação americana foi superado. Este resultado foi influenciado pela forte contração dos preços da energia e de passagens aéreas, beneficiados pela queda do preço do barril de petróleo ao longo do período. Vale destacar que **os preços de componentes ligados ao consumo discricionário também recuaram no período**, sinalizando que o elevado nível inflacionário vem deteriorando o poder de compra das famílias.
- **Para agosto é esperada mais uma leitura que aponte para a desaceleração do CPI**, visto que os preços mais voláteis ligados à energia, principalmente a gasolina, continuaram a recuar ao longo do mês, em linha com o aumento do risco de forte desaceleração global, que tem derrubado o preço das *commodities*.
- Entretanto, acreditamos que esta melhora de curto prazo não deva ser traduzida em uma mudança de postura do Fed, visto que o arrefecimento inflacionário se mostra concentrado em componentes mais voláteis. A demanda deve seguir resiliente nos próximos meses, rotacionando de bens para serviços e pressionando, assim, a inflação deste grupo, que vem se acelerando nos últimos meses. Além disso, o aperto no mercado de trabalho, traduzindo-se em aumentos salariais substancialmente acima da meta de estabilidade de preços de 2%, tem gerado um aumento do custo de mão de obra. Por sua vez, a produtividade americana recuou 4,6% no segundo trimestre, significativamente abaixo do consenso esperado pelo mercado. A combinação dessas leituras sinaliza que **os salários devem continuar pressionando a inflação nos próximos meses, diante do repasse de custos ao consumidor final**.
- As expectativas para 1 ano e para horizontes mais longos seguem acima da meta de estabilidade de preços. Ademais, a percepção de que o Fed comece a adotar uma postura menos dura no combate à inflação tem melhorado as condições financeiras americanas com a queda das taxas de títulos do tesouro e recuperação da bolsa. Contudo, avaliamos que **o Fed não deve desacelerar o ritmo de aumento da taxa de juros na reunião de setembro**, de modo a encerrar o ano com uma *Fed Funds rate* entre 4,0%-4,25%.



- **A elevada dependência do consumo energético europeu às importações russas de gás natural e do petróleo põe o velho continente em uma situação bastante delicada.** A redução do fluxo fornecido através do Nord Stream I, que opera com apenas 20% de sua capacidade total, tem aumentado o risco de que a Europa tenha que recorrer a cortes de produção para atender ao consumo energético das famílias frente a chegada do inverno.
- **O CPI da Zona do Euro alcançou em julho 8,9%, um reflexo da escassez de gás natural** e suas implicações sobre os preços de energia, que contribuíram com 4,0 p.p.. Deve-se salientar que esta é a maior leitura para a inflação no continente, e evidencia a forte deterioração no custo de vida na região. Fora da Zona do Euro, o CPI do Reino Unido alcançou 10,1%. Desse modo, acreditamos que os bancos centrais europeus devam manter uma condução firme de política monetária a fim de levar a inflação à meta.
- **De modo geral, a Europa possui um futuro nebuloso e, com base nas informações disponíveis, não muito positivo.** Mesmo diante de um crescimento de 0,6% no 2T22 – bem acima das expectativas de 0,2% - acreditamos em uma desaceleração nos próximos meses, discurso que temos adotado há algum tempo. Em nossa visão, as condições financeiras pressionadas, com maiores *spreads* de crédito, em linha com o ciclo de alta na taxa de juros, e o risco energético farão com que o PIB da Europa decline nos próximos trimestres.
- Em face de um cenário inflacionário e geopolítico significativamente adverso, **projetamos que a taxa de juros no velho continente deva ser elevada em 50 bps nas próximas duas reuniões**, de modo que encerre o ano de 2022 em 1,75% a.a. Entretanto, diante do elevado grau de incerteza e dos riscos assimétricos altistas para inflação, não descartamos a possibilidade de que a taxa de juros encerre o ano em 2,0% a.a.

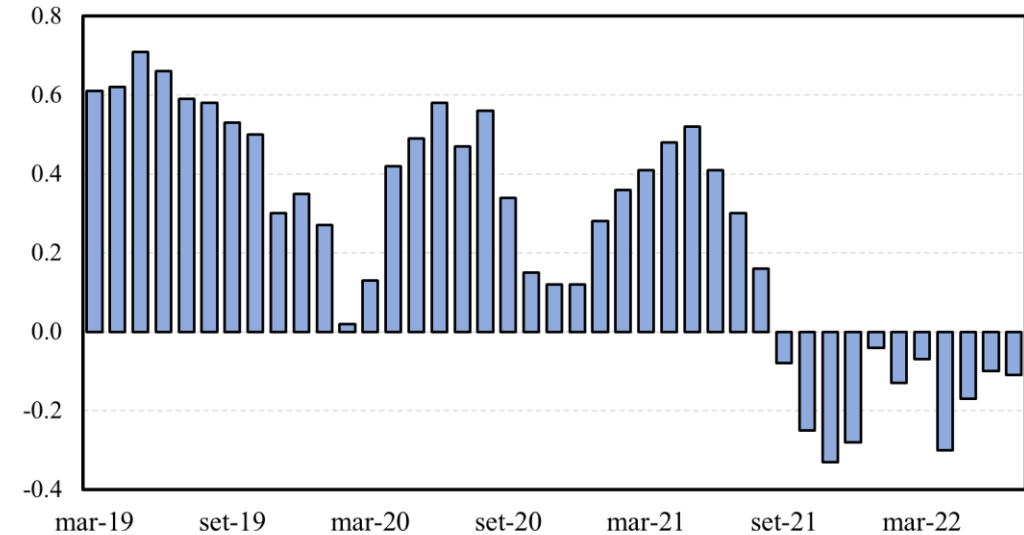


- **Economia chinesa segue apresentando alarmantes sinais de desaceleração**, após um breve período de recuperação puxado pelo fim do *lockdown* em Xangai. Os dados mais recentes retomaram a trajetória de desaceleração, mostrando que o desafio que o Partido Comunista enfrentará nos próximos meses está se tornando cada vez maior.
- A desaceleração da produção industrial, das vendas no varejo e dos investimentos em ativos fixos mostram que **os impactos da política de tolerância zero à Covid-19 e o alto grau de incerteza em torno do setor imobiliário são significativos para a economia**. A deterioração tanto da confiança do consumidor quanto das firmas, sugerem que serão necessários fortes estímulos monetários e fiscais para tirar a economia da trajetória decrescente.
- **A taxa de desemprego urbano entre jovens de 16 a 24 anos segue renovando o maior patamar já registrado ao ficar em 19,9% no mês de julho**. Sendo um fator de preocupação adicional para os legisladores que buscam impulsionar um crescimento econômico menos dependente do setor de construção através do incentivo a um maior consumo pessoal.
- **A desaceleração do volume de importações sinaliza que as próximas leituras da economia chinesa não devem ser animadoras**. A contração de 3,6% a/a das importações de componentes eletrônicos, importante insumo para a manufatura chinesa, acende um sinal de alerta ao indicar que a indústria de transformação deve continuar perdendo força nos próximos meses. Por outro lado, contribui para reduzir a inflação global com o custo de adicionar um viés negativo para o crescimento econômico mundial.
- Diante da forte desaceleração da atividade nos últimos meses, o Banco Central da China (o PBoC) decidiu reduzir a taxa de juros em 10 pontos base, para 2,75% ao ano. Embora este movimento esteja na direção oposta das políticas monetárias adotadas nas principais economias, acreditamos que o seu impacto será pequeno na economia devido ao elevado grau de incerteza doméstica. Entretanto, sinaliza que **o governo voltou suas atenções para o crescimento econômico, de modo que esperamos novos estímulos nos próximos meses**.

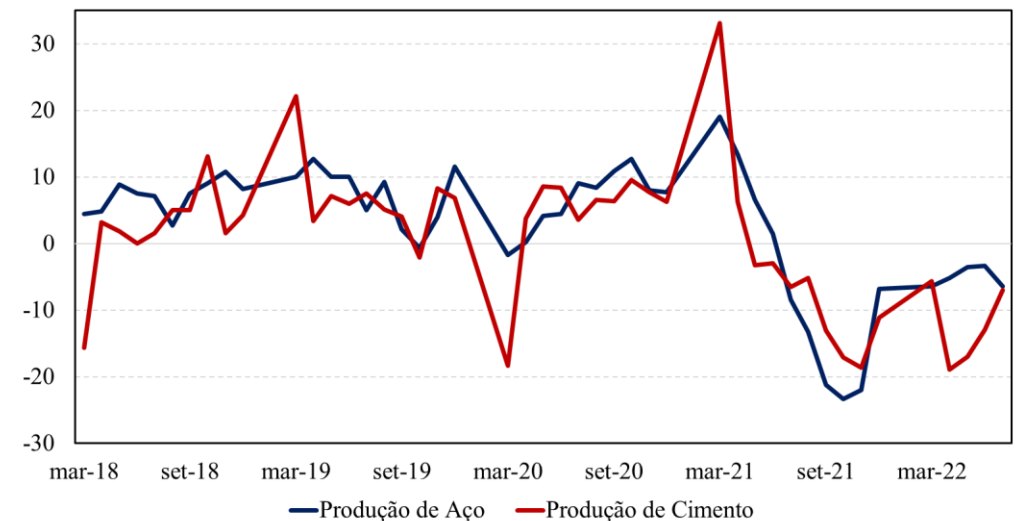


- **Em julho, a economia chinesa registrou deterioração disseminada dos indicadores do mercado imobiliário.** As vendas e as construções iniciadas recuaram, nos sete primeiros meses do ano, 31,4% e 36,1%, respectivamente. Na mesma direção, o preço de novas construções residenciais caiu pelo décimo primeiro mês consecutivo.
- **A crise no setor imobiliário é um grande fator de risco para a estabilidade econômica e social chinesa.** O setor representa cerca de 25% do PIB e cerca de 70% da poupança das famílias chinesas está atrelada ao setor imobiliário. Dessa forma, o prolongamento deste cenário tem o potencial de gerar consequências catastróficas, que devem ser mitigadas pelo governo, visando garantir o terceiro mandato do atual presidente.
- **Indicadores de produção de insumos importantes para o setor apontam que a trajetória de contração deve ser mantida nos próximos meses.** As últimas leituras mostram que as produções de cimento e de aço recuaram 7,0% a/a e 6,4% a/a, respectivamente, mostrando que a crise no setor imobiliário começa a ter reflexos em outros setores.
- **A alavancagem do setor segue como um grande fator de risco para os próximos anos.** Cerca de 48,5% das construções que deveriam ser entregues entre 2021 e o primeiro semestre de 2022 estão atrasadas, intensificando as desconfiças sobre o setor, o que está gerando um movimento de não pagamento de hipotecas, que podem totalizar 3,8% do PIB chinês.
- Nesse contexto adverso, avaliamos que o governo seguirá estimulando a economia nos próximos meses, principalmente através do aumento da oferta de crédito e de investimentos em infraestrutura para impulsionar a demanda. Entretanto, diante da manutenção da política de tolerância zero à Covid-19 e da improvável reversão da crise de confiança no setor imobiliário no curto prazo, **acreditamos que os estímulos econômicos não serão milagrosos.** Dessa forma, seguimos com um viés negativo para o nível da atividade econômica chinesa em 2022, ao passo que projetamos um crescimento de 3% para o PIB em 2022, bem distante da meta inicial de 5,5%.

Preços de Novas Construções Residenciais  
(% m/m)



Indicadores Antecedentes Industriais  
(% a/a)





## Risco Elevado

- Política monetária dos países avançados
- Risco eleitoral
- Risco fiscal
- Risco geopolítico global
- Desaceleração econômica global

## Risco moderado

- Desancoragem das expectativas de inflação
- Recessão doméstica em 2023
- Política Covid Zero na China

## Risco Baixo

- Pandemia
- Gargalos nas cadeias globais de produção

## **Risco fiscal e eleitoral (risco elevado)**

- Adotamos em nosso cenário base a hipótese de que o Auxílio Brasil se manterá no patamar de R\$ 600/mês de forma permanente, afinal ambos os candidatos que lideram as pesquisas já deram declarações nesse sentido. Consequentemente, isso inviabilizará a manutenção do teto de gastos em seu desenho atual, uma vez que não haverá espaço fiscal suficiente para acomodar esse aumento de despesa.
- Nesse sentido, em nossa avaliação, independentemente do resultado nas urnas, o teto de gastos será substituído por outra regra menos rígida. No cenário de reeleição do atual presidente, uma das ideias é utilizar como parâmetro uma meta da dívida pública, mas os detalhes da proposta ainda são desconhecidos. No caso de vitória do ex-presidente Lula, provavelmente veremos uma regra fiscal ainda mais flexível.
- Além da incerteza eleitoral e dos ruídos em relação à nova âncora fiscal, medidas mais populistas estão no radar e apresentam riscos ao quadro fiscal: reajuste aos servidores públicos; correção da tabela do imposto de renda; e subsídios aos combustíveis. Nesse contexto, as incertezas fiscais são elevadas e o cenário fiscal brasileiro impõe cautela, diante da projeção de crescimento da dívida pública nos próximos anos.
- Uma divergência nítida em nosso cenário base entre Lula e Bolsonaro está na visão sobre reformas econômicas. Em nossa avaliação, a reeleição de Bolsonaro representará a continuidade do processo de reformas micro e macroeconômicas vistas nos últimos anos. Por outro lado, não vemos um eventual novo governo Lula como reformista. Avaliamos que reformas já feitas não serão revertidas, porém novas reformas que visam promover sustentação fiscal e aumento de produtividade a economia devem ser deixadas em segundo plano.

## **Risco Geopolítico Global (risco elevado)**

- A economia mundial está em processo de desglobalização, intensificada pela guerra na Ucrânia e pela pandemia de Covid-19, que causaram uma interrupção nas cadeias globais de suprimentos. Além disso, a deterioração da crise diplomática entre os EUA e a China resultante das visitas de congressistas americanos à Taiwan reforçam esse movimento de desglobalização, que pode ter impactos significativos no comércio internacional.
- Nesse sentido, o risco geopolítico global se mantém elevado e pode gerar movimentos de fuga de ativos de risco, penalizando economias emergentes, assim como o Brasil. O movimento de *risk-off* pode gerar uma forte desvalorização cambial que levaria a uma deterioração do cenário inflacionário de médio/longo prazo, podendo culminar em uma taxa de juros elevada por mais tempo. Entretanto, vale destacar que o conturbado cenário político global apresenta muitas incertezas, sendo necessária muita cautela para avaliar as suas implicações para o Brasil.

## Política monetária dos países avançados e desaceleração econômica global (risco elevado)

- A economia global caminha rumo a uma desaceleração, especialmente a economia norte-americana e a europeia. Contudo, enxergamos que há a possibilidade de leituras ainda piores dos dados econômicos. Por exemplo, nosso cenário para Europa envolve a continuidade das pressões de custos ao produtor e a escassez de gás natural e petróleo, que devem contribuir para um crescimento menor da produção industrial e, caso o cenário se deteriore ainda mais – por exemplo, com uma escalada da tensão entre Rússia e Ucrânia, e mesmo Ocidente – veríamos um crescimento inevitavelmente menor.
- Do ponto de vista monetário, a adoção de uma postura *hawkish* por parte do Federal Reserve e do BCE levam às suas respectivas economias piores condições financeiras, por meio do encarecimento do crédito, da depreciação dos valores dos ativos no mercado financeiro e seu subsequente impacto sobre o consumo das famílias – que ao menos em termos reais tem mostrado acomodação. Hoje, o chamado *soft landing* se faz muito desafiador, a julgar pela preferência pela estabilidade do nível de preços em detrimento da suavização do ciclo.
- Por fim e para além de Europa e Estados Unidos, a continuidade da política de combate a Covid-19 na China e a incerteza em torno do setor imobiliário pesam sobre o nível da atividade econômica e sobre o grau de confiança dos agentes, respectivamente. Deve-se lembrar que a China contraiu 2,6% no 2T22 em relação ao trimestre imediatamente anterior, mostrando uma desaceleração na margem e os reflexos das medidas de isolamento social que tanto impactaram o consumo. Haja vista sua enorme participação na balança comercial brasileira – na qual 28% dos produtos exportados tem o país asiático como destino –, uma eventual retração acentuada da segunda maior economia do mundo seria reverberada por aqui.
- Tanto a desaceleração dos Estados Unidos quanto da China traria consigo uma menor demanda por *commodities*, principalmente por aquelas mais cíclicas como petróleo e minério de ferro. Observamos que o desempenho da economia brasileira está intimamente ligada com o movimento dos preços das *commodities* no mercado internacional. Portanto, um cenário de menor demanda por este tipo de bem traria uma eventual desaceleração da economia doméstica consigo.

## Política de Covid Zero na China (risco moderado)

- Elencamos a política de combate a Covid-19 na China – chamada de Covid Zero – como um risco moderado. Por um lado, temos observado um considerável relaxamento de parâmetros para classificação de riscos (necessidade de *lockdowns*), o que dificultará a paralisação econômica como vimos no *lockdown* de dois meses em Xangai. Ou seja, a China, em processo de desaceleração econômica, parece estar mais flexível em relação às medidas contra Covid. Os surtos mais recentes têm sido controlados com isolamentos locais sem grandes paralisações da atividade econômica. Por outro lado, a política de Covid Zero não foi abandonada, e caso novos surtos venham a surgir, um endurecimento das restrições não pode ser descartado.

## **Recessão doméstica em 2023 (risco moderado)**

- Nosso cenário base para atividade em 2023 é de 0,5% de crescimento. Apesar de permanecer em território positivo, uma eventual recessão em 2023 não pode ser descartada por três motivos principais: o impacto da política monetária contracionista pode ser mais forte que a projetada; a agenda econômica do próximo presidente, caso seja de viés populista, causará uma crise de credibilidade, com fortes impactos sobre os ativos; e/ou uma desaceleração global mais intensa que a projetada, principalmente da economia chinesa, afetará negativamente as exportações domésticas e o preço das *commodities*.
- Nesse sentido, nosso cenário não contempla uma recessão para o ano de 2023, porém identificamos como um risco moderado. Em primeiro lugar, grande parte dos impactos acumulados da política monetária ainda estão por vir, pois possuem uma defasagem natural (ampliada pela política fiscal estimulativa em curso). Ou seja, passamos pelo maior e mais rápido aumento de juros dos últimos 20 anos com uma política monetária mais eficaz, em que seu impacto pode estar subdimensionado pelos agentes. Além disso, a agenda do próximo governo será determinante para decisões de investimentos por parte dos investidores; e uma desaceleração mais forte da economia chinesa e do mundo não podem ser descartadas, diante da fragilidade do setor imobiliário chinês.

## **Desancoragem das expectativas de inflação (risco moderado)**


- Na última reunião do Copom, o comitê destacou que as projeções para inflação de 2022 e 2023 estavam sujeitas aos impactos das alterações tributárias entre os anos-calendário. Nesse sentido, optou-se por dar ênfase à inflação acumulada em doze meses no primeiro trimestre de 2024. Essa alteração reflete o horizonte relevante para a política monetária, além de suavizar os efeitos das alterações tributárias, porém incorporando os efeitos secundários da medida sobre as projeções de inflação.
- Apesar do Banco Central afirmar que sua projeção para o horizonte está próxima da meta, as projeções do relatório Focus ainda estão acima, com risco ao cenário base. A meta para 2024 é de 3,0% e o Banco Central projeta 3,5% para o acumulado em 12 meses em março de 2024, enquanto a mediana do mercado está em 4,5% e nossa projeção é de 4,1%.
- Um vetor de baixa para a projeção de inflação seria a manutenção das desonerações federais sobre os combustíveis no próximo ano, uma hipótese ainda incerta diante do cenário eleitoral.
- Além disso, vemos a aprovação da independência do Banco Central como muito positiva para a condução da política monetária. Avaliamos que uma guinada populista em termos fiscais no próximo governo, levaria a autoridade monetária a apertar ainda mais a política monetária para convergir a inflação à meta. Ou seja, avaliamos que a aprovação da independência do BC mitigou o risco eleitoral sobre a condução monetária no país.

## **Pandemia (risco baixo)**

- Avaliamos que a Covid não representa mais um risco significativo ao cenário base, uma vez que a cobertura vacinal da população é elevada, as variantes em circulação são menos letais e os indivíduos aprenderam a “conviver” com o vírus ao longo dos últimos anos.
- Após a disparada dos casos de Covid-19 em junho e julho, a média móvel de novas infecções já caiu 44,5% no último mês. No mesmo caminho, a média móvel de mortes está em tendência de queda e voltou a ficar abaixo de 200 depois de 50 dias. Nesse contexto de melhora generalizada da pandemia, a Anvisa retirou a obrigação do uso de máscaras em aeroportos e aeronaves no Brasil.
- Além de uma alta cobertura vacinal (80,8% com vacinação completa), a subvariante da Ômicron, BA.5, responsável pelo último surto, possui uma letalidade menor em relação às cepas anteriores. Essa é uma tendência observada, de uma forma geral, nas novas linhagens do vírus. Ou seja, apesar de causarem uma forte contaminação da população, os indicadores de internações e, principalmente, óbitos não têm voltado aos patamares de 2021.
- Ainda que novas variantes cheguem ao país, o que temos visto recentemente são casos mais brandos da doença que, com uso adequado da máscara e isolamento individual, não suscitam a necessidade de *lockdowns* ou outras medidas restritivas.

## **Gargalos nas cadeias globais de produção (risco baixo)**

- Nos últimos anos, o cenário macroeconômico ficou marcado pela falta de insumos, atrasos nos fretes, escassez de contêineres, *lockdowns* e voos cancelados. Entretanto, em nossa avaliação, o cenário para a indústria está melhorando progressivamente com a evolução de diversos indicadores, apesar de ainda vermos gargalos a serem solucionados. Em primeiro lugar, a desaceleração econômica no mundo tem freado a demanda global e, com isso, reduzido preços de importantes insumos e ampliado a capacidade de navios e contêineres na costa brasileira. Além disso, a oferta de semicondutores vem apresentando uma melhora substancial, com o represamento de volumes parados na China retornando mais rápido que as expectativas.
- Portanto, as perspectivas, em nossa visão, são positivas, com a redução de custos de produção, maior oferta de matéria prima e desaceleração, doméstica e internacional, da demanda por bens, permitindo a recomposição dos estoques da indústria. Por outro lado, alguns fatores de alerta se mantêm no radar: (1) a imprevisível política Covid Zero na China pode reverter a qualquer momento uma melhora da logística de transportes; (2) os custos dos fretes permanecem em patamar elevado e não devem arrefecer tão cedo.

<i>Indicador</i>	<i>Indicadores econômicos</i>									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	
<i>PIB</i>	1.3%	1.8%	1.2%	-3.9%	4.6%	2.5%	0.5%	1.5%	2.0%	
<i>Desemprego (fim de período)</i>	11.8%	11.6%	11.1%	14.2%	11.1%	8.8%	9.5%	9.5%	9.0%	
<i>IPCA</i>	2.9%	3.7%	4.3%	4.5%	10.1%	6.6%	5.4%	3.0%	3.0%	
<i>SELIC (fim de período)</i>	7.0%	6.5%	4.5%	2.0%	9.3%	13.75%	11.0%	7.5%	7.0%	
<i>BRL/USD</i>	3.3	3.9	4.0	5.2	5.6	5.3	5.2	5.2	5.2	
<i>Dívida Pública (% PIB)</i>	73.7%	75.3%	74.3%	88.8%	80.3%	79.2%	82.0%	83.9%	85.0%	
<i>Resultado Primário (% PIB)</i>	-1.7%	-1.5%	-0.8%	-9.4%	0.8%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.3%	



[www.genialinvestimentos.com.br](http://www.genialinvestimentos.com.br)