

## **Reduções dos Aportes de Capital de Risco e do PIB Global sustentam desvalorização de Emergentes**

O cenário otimista com os preços das commodities para o final de 2022 já não é mais o mesmo, com revisões sistemáticas para baixo do PIB Global, mas sobretudo com a desaceleração trimestral da economia chinesa e a ameaça de uma recessão técnica para 2023 nos Estados Unidos e na Zona do Euro, que já estaria contratada em nossa avaliação, pelo menos, para a região do euro. Com esse panorama, podemos ter correções (negativas) adicionais dos mercados de renda variável, ou seja, a desvalorização dos ativos detectada no primeiro semestre deste ano deve se prolongar na medida que a persistência da inflação alta global induzirá juros mais elevados e por mais tempo, o que continuaria beneficiando o dólar no curto prazo.

A preocupação volta-se para o tamanho da desaceleração, e isso tem sido o “motor” recente da saída de capitais de risco, em particular de economias emergentes. O mercado parece dividido, com o cenário de correção temporária ou de forma alternativa, com uma deterioração dos ativos de Bolsa similar ao verificado em 2001 e 2009. O fato novo diferente da crise financeira de 2008 é que a inflação está elevadíssima para os padrões das economias desenvolvidas, com choques de preços da energia mais duradouros do que se imaginava no final de 2021. Estamos constatando uma redução do volume de emissões de dívida high-yield e também de abertura de capital (IPOs) e de aportes no segmento de private equity. O ajuste para reduzir a inflação pode ser “caro e demorar mais tempo”, pois a economia mundial passou anos e anos de farto estímulo monetário e fiscal, que justamente alimentaram esse capital de risco. No final do ano passado, os juros (yields) das treasuries estavam oscilando na faixa de 1% a.a. e agora, na vizinhança de 3%.

No cenário doméstico, mantemos a avaliação que o balanço de riscos da inflação para 2023 ainda seria desfavorável. No curto prazo, em sua avaliação trimestral, o Bacen ressaltou que a (i) média dos núcleos do IPCA aumentou de 2,79% do I trimestre para 2,89% no segundo trimestre e surpresa inflacionária superior a 1 p.p.; (ii) intervalo previsto do IPCA de 2023 revisto para cima pelo Bacen para 3,1%-4,9%, mas estimamos IPCA superior à 6%; (iii) expectativa de inflação não se estabilizou, mas ganhou um “reforço” com a aprovação do projeto que reduziu o ICMS dos combustíveis nos Estados que deve gerar um IPCA inferior à 9% em 2022.

O ritmo de crescimento dos preços no Brasil permanece muito elevado, ao mesmo tempo em que o processo inflacionário parece bem disseminado. O índice de difusão referente ao IPCA cheio encontra-se na faixa de 70% a 75%. Em 12 meses, as medidas de núcleo da inflação oscilam em torno de 10,0% ao ano. Entre as duas últimas reuniões do Copom, a mediana das expectativas de inflação para 2023 aumentou de 4,1% para 4,7%, mas consideramos essa estimativa “otimista”.

De acordo com o modelo básico do Bacen, e considerando-se o cenário de referência, a inflação projetada passou de 3,4% para 4,0%, variação essa igualmente significativa. Diante de tudo, **estimamos que o Bacen teria que elevar a taxa Selic de juros acima de 14% a.a. para que o IPCA não supere 6% em 2023 , o que significará ainda revisões para baixo das estimativas de crescimento, demandando a necessidade de prolongamento do aperto monetário até o quarto trimestre de 2022.**

O resultado do PIB do primeiro trimestre, veio em linha com as nossas projeções e próximo da mediana das expectativas do mercado. Apesar disso, alguns fatores temporários entraram em cena: forte contribuição externa para o crescimento, normalização mais acelerada dos serviços públicos e crescimento do setor de eletricidade, com a normalização das chuvas e redução da geração de energia via termelétricas.

No cenário do Brasil, apesar do resultado em linha com o esperado, a divulgação do PIB do primeiro trimestre confirma que a economia teve um início de ano ligeiramente mais forte que o anteriormente projetado, principalmente no setor serviços. Com as informações relativas ao segundo trimestre, avaliamos que o primeiro semestre deve ter resultado um pouco mais robusto do que se esperava inicialmente. Apesar disso, esperamos desaceleração da atividade no segundo semestre, com nossa estimativa de crescimento do PIB em 1,35% em 2022.

Observando-se os indicadores antecedentes e contemporâneos referentes aos meses de abril , maio e junho, constatamos perda de ritmo do crescimento verificado em relação ao verificado no primeiro trimestre. A indústria de transformação teve em dez meses apenas três taxas positivas, considerando a última divulgação dos dados com ajuste sazonal. Nesse contexto, há desaceleração da demanda devido à inflação e ao aperto monetário, além de gargalos associados à falta de insumos para a indústria. Soma-se a isso a guerra na Ucrânia, que aumenta ainda mais os desafios enfrentados. Dessa forma, a indústria de transformação deve manter a tendência de queda até o final do ano.

O varejo ampliado, por sua vez, apresentou crescimento de 0,7% m.m (1,5% a.a.) em abril. O cenário para o resto do ano é de que o setor varejista ande de lado, terminando 2022 com contração, por causa da inflação elevada e do aperto monetário em contexto de elevado endividamento das famílias – o que faz com que a demanda por bens, que depende mais de crédito, tenda a arrefecer. Nossa projeção de crescimento dessazonalizado do PIB no segundo trimestre é de 0,47% e mantemos a perspectiva de retomada do setor de serviços para 2022, com recuo da indústria de transformação e do comércio.

**O cenário será desafiador para o próximo mandato presidencial no Brasil, com um cenário externo plenamente diferenciado e adverso em relação aos anos de 2003 e de 2019 , em particular das taxas de juros e da inflação !!!**