

Os Riscos Implícitos na Correção dos Mercados

Constatou-se volatilidade mais acentuada nas Bolsas norte-americanas entre julho e agosto com repercussões nos mercados domésticos. De fato, as expectativas divergentes na curva do mercado aumentaram em agosto em relação à intensidade da elevação da taxa de juros do fed fund em setembro e com uma correção potencial para baixo do mercado acionário internacional.

No Brasil, após o ajuste do ICMS sobre a gasolina e a redução das previsões de inflação 2022-2023, o movimento foi reforçado com novas quedas de preço dos combustíveis em geral pela Petrobrás, reforçando uma taxa Selic não superior à 14% em setembro. A preocupação com a inflação foi trocada pela perspectiva de deterioração fiscal a partir de 2023 com a permanência de estímulos fiscais concedidos e de novas promessas de aumento do déficit pelos principais candidatos da eleição presidencial. **Curva futura de juros em devolução** no curto prazo.

No âmbito fiscal, existem diversas promessas mas sem fontes e sancionando déficit primário elevado em 2023: correção da tabela do IR, reajuste do funcionalismo, impacto cascata do reajuste potencial do STF, continuidade do Auxílio Brasil e agora, proposta de candidato de pagamento adicional de auxílio para crianças até seis anos. Após o ajuste da PEC dos Precatórios, **essas benesses devem levar a novo rompimento do teto dos gastos públicos: contexto sustentaria um juro real ex-ante superior à 5% em 2023.**

Em setembro, a dinâmica do dólar ainda deve manter uma rigidez do dólar no Brasil, ainda superior à R\$ 5,0/US\$, pois **vislumbramos riscos da redução dos resultados das companhias e correção dos mercados acionários nos EUA** com a continuidade da elevação da elevação das taxas de juros do fed fund, mesmo que não supere 4% a.a. no final do ciclo.

Nossa avaliação é que o Federal Reserve deveria manter o ritmo de alta em 75 pontos em setembro para consolidar a desaceleração dos preços, mesmo que o discurso *hawkish* deprima os mercados acionários ao longo de setembro. Vislumbramos oportunidades no mercado de renda fixa no tocante à redução dos juros em 2023, mas riscos de maior rigidez na curva longa pelo aumento esperado do déficit primário fiscal e cenário externo adverso. Em suma, a perspectiva do mercado de renda variável estará dependente do posicionamento do Federal Reserve pela manutenção ou desaceleração) da alta dos juros após a divulgação dos resultados do mercado de trabalho, mas sobretudo da inflação de agosto.

Nesse sentido, **consideramos que a probabilidade ainda seria mais elevada de aumento de 75 pontos dos juros do fed fund para 3,0%-3,25%** na decisão do FOMC de setembro. A despeito das desacelerações do núcleo da inflação do PCE e do CPI de julho

sinalizarem que os picos já teriam atingido, as evidências empíricas históricas já apontaram que o **movimento de alta dos preços retornou em níveis ainda elevados nos ciclos de liquidez ainda expansionistas do balanço do Fed**. Foco com o CPI em 13 de setembro !A inflação na Zona do Euro ainda na faixa de 9% a.a **deverá levar ao aumento mínimo de 50 pontos (0,5%)** da taxa de juros na próxima decisão do Banco Central Europeu

No Brasil, o primeiro semestre de 2022 foi bem mais favorável para a atividade econômica do que o esperado alguns meses atrás. De fato, o Produto Interno Bruto (PIB) dessazonalizado cresceu 1,2% em termos reais no segundo trimestre, acumulando alta de 2,5% no primeiro semestre. O grande destaque, pelo lado da oferta, tem sido o crescimento robusto do setor de serviços, e, pelo lado da demanda, o consumo das famílias. De acordo com o Monitor do PIB, em torno de 85% do crescimento interanual do consumo das famílias pode ser explicado pela alta no consumo de serviços. Esse resultado em parte reflete o elevado peso dos serviços na cesta de consumo das famílias brasileiras, mas também o impacto da normalização das atividades com a contenção da pandemia.

A reabertura da economia, com a normalização de diversas atividades de serviços, que são presenciais e, portanto, mais intensivas em trabalho, responde não só por parcela significativa do bom desempenho do PIB no período, mas também pelas surpresas positivas observadas no mercado de trabalho. Em contrapartida, e apesar do aumento, na margem, da massa salarial real, observa-se que a demanda por bens desacelerou, com impactos negativos sobre o varejo e a indústria.

E o que podemos esperar para o segundo semestre deste ano e para 2023? Em que pese a atividade ter surpreendido para melhor na primeira metade do ano, não há como não recear que os próximos semestres venham a ser um período muito desafiador para o consumo das famílias e a economia em geral. Estímulos fiscais e reduções temporárias de preços de energia e de outros preços administrados devem ajudar neste segundo semestre, mas perderão força, ou inverterão o sinal, em 2023. Os efeitos contracionistas da política monetária se tornarão cada vez mais fortes, mesmo que o BCB comece a reduzir a Selic ainda em 2023, como aposta o mercado. A desaceleração da economia mundial, por sua vez, deve impactar negativamente os preços das commodities, ainda que não a ponto de esses retornarem ao patamar pré-pandemia.

E o efeito da normalização das condições sanitárias deve perder significância, exceto, talvez, na China. De fato, se observa que já está em curso um processo de desaceleração da atividade econômica. É o que mostram os indicadores de confiança setorial e do consumidor.. Com relação ao comércio, a tendência continua a ser de retração, sendo que também esperamos contração do varejo ampliado neste terceiro trimestre. Com relação aos serviços, mesmo que julho ainda tenha sido favorável ao setor, a prévia da Sondagem para agosto já aponta contração no mês.

E o investimento, que no segundo trimestre conseguiu compensar as perdas dos primeiros três meses de 2022, deve recuar no ano. Isso em função, além do aperto monetário, de toda a incerteza na economia, que continua em patamar historicamente alto. O calendário eleitoral, em conjunto com a incerteza política, vai prejudicar o investimento neste segundo semestre, contribuindo para o baixo crescimento econômico do período.

Esse resultado é consistente com o fato de que decisões de investimento usualmente apresentam maior grau de irreversibilidade e, tipicamente, são mais afetadas pelas expectativas. Também é consistente com a maior flutuação do investimento ao longo do ciclo econômico. Nesse sentido, cremos que há pouco espaço para otimismo sobre o desempenho do investimento em 2023, em que pese a trajetória ascendente da taxa de investimento ao longo dos últimos anos, que, a preços correntes, atingiu 19,2% em 2021, ante 15,5% em 2019, refletindo um aumento real de 16,5% nesse período.

Voltamos a nossa preocupação da carta mensal anterior: O aperto monetário quantitativo (QT: quantitative tightening), ou seja, o esforço do Federal Reserve para reduzir a liquidez após compras de trilhões de títulos nos últimos anos está em curso. Isso é relevante para a perspectiva do mercado acionário internacional, pois o QT está prestes a aumentar. O mês de setembro pode apresentar um ajuste mais restritivo de liquidez e ter um impacto negativo nos mercados acionários, mas o Tesouro dos EUA pode tentar recomprar seus títulos mais antigos e menos líquidos para “suavizar” a política de redução do balanço do Federal Reserve. O que é relevante é que o Fed precisa reduzir pelo menos uns US\$ 4 trilhões do seu balanço para convergir a inflação para uma faixa de 2,0%-2,5% a.a. ao longo do tempo.