



**COMEÇANDO O ANO  
COM O PÉ ESQUERDO**

COMENTÁRIO MACRO



O ano de 2022 mal começou. Mas começou mal. Já tivemos um discurso mais duro por parte do Fed, sugerindo que a alta de juros e a normalização do balanço da instituição podem ocorrer mais cedo do que o anteriormente esperado. A nova variante ômicron, mesmo que menos letal, deverá retardar a normalização das cadeias globais de suprimentos. Internamente, observamos aperto significativo de condições financeiras, o que deverá levar o país a uma nova recessão. Para completar, os discursos da esquerda para as eleições se distanciam da responsabilidade fiscal. Este contexto sugere continuidade das pressões inflacionárias já existentes, e o BC deverá continuar elevando juros. A atividade econômica em viés de baixa, o dólar em alta, a inflação não dando trégua, a sinalização de perenização do populismo fiscal e o retrocesso nas reformas não combinam com um mundo menos benevolente.

O ano de 2022 mal começou. Mas começou mal. É verdade que os prognósticos mais pessimistas (como o nosso) feitos há um ano quanto ao crescimento de 2021 não se confirmaram. Mas o ténue otimismo que se configurava para o cenário econômico antes do Natal em boa parte já se desfez, com vertentes preocupantes quanto à atividade econômica, câmbio e inflação.

No cenário global, o fato mais relevante até aqui foi a ata da última reunião do comitê de política monetária do Federal Reserve divulgada na semana passada. O discurso adotado foi muito mais duro do que o previsto. Não só a injeção do estímulo monetário via aumento do balanço será encerrada mais cedo, como há perspectiva de que sua redução ocorra muito mais precocemente do que antecipado. O Fed sinalizou que haverá mais celeridade em recompor seu balanço para níveis normais em prazo bem mais curto do que na experiência anterior, na crise de 2008.

Também relevante foi a confirmação de que a alta de juros nos Estados Unidos está bem mais próxima, muito provavelmente já na reunião de março. Com isso, são esperadas de três a quatro altas da taxa básica em 2022, movimento que tradicionalmente é negativo para ativos de risco, incluindo as moedas de países emergentes. No tocante ao custo e disponibilidade da liquidez global, a sensação é de que se esperava, até pouco tempo atrás, uma festa que iria varar a madrugada, mas que agora vai ser encerrada antes da meia noite.

Para tornar o cenário mais complicado, a onda da ômicron, mesmo que (felizmente) mais branda em termos de sua letalidade, está dificultando a normalização dos serviços presenciais e provavelmente também retardará a recomposição mais tempestiva das cadeias de suprimentos globais, que vinham mostrando melhoras no trimestre final do ano passado. A alta transmissibilidade da ômicron mantém um quadro desfavorável para o aumento da oferta de trabalho, em um quadro em que os salários já estão bastante pressionados, como mostraram os dados do mercado de trabalho norte-americano na última sexta-feira.

Em nossa última coluna ("Contas externas menos favoráveis em 2022"), já havíamos alertado para um quadro desafiador para o balanço de pagamentos brasileiro, diferente do que vivemos no ano passado, em que tivemos, pela primeira vez desde 2015, um fluxo cambial positivo. Projetamos um déficit no balanço de pagamentos de cerca de US\$ 30 bilhões, quadro que deverá manter o dólar em patamar elevado, dificultando a desinflação buscada pela política monetária. Ou seja, nossas necessidades de financiamento externo crescerão em momento que a liquidez internacional se tornará gradativamente mais cara e menos abundante.

Estimamos que a atividade econômica doméstica tenha mostrado nova contração no 4T21, a depender dos dados da PMC e PMS a serem divulgados nesta semana. No curto prazo, os fatores que tendiam a ajudar do lado da oferta no caso da indústria e serviços estão agora sob pressão da ômicron, como mencionado acima. E as fortes chuvas na região Sudeste podem causar alguma retração adicional de oferta em setores como mineração. Nesse contexto, nossa previsão para o PIB do 1T22, de +0,2%, tem viés de baixa. Para o ano, mantemos a previsão de -0,5%.

Se as condições financeiras mostravam melhora ao final do ano, com alguma retração da inclinação da curva de juros, elas voltaram a piorar nesse início de ano em decorrência do aperto verificado no ambiente financeiro global (alta dos juros de longo prazo e recuo das bolsas) e também pela continuidade da incerteza com o quadro das contas públicas no Brasil. Nesse início de janeiro, o nosso Índice de Condições Financeiras ultrapassou o pico prévio de novembro do ano passado, apenas ligeiramente abaixo do pior nível verificado em 2015, em nível, portanto, fortemente contracionista.

O quadro de alívio com a inflação em novembro, especialmente com a redução de preços de combustíveis e efeitos da Black Friday, já também foi revertido, como mostrou a divulgação do IPCA de dezembro, com núcleos novamente pressionados. O aumento dos preços das commodities, especialmente petróleo e agrícolas, já denota riscos de mais altas no varejo, com nova pressão no atacado no preço das carnes. E se o clima chuvoso ajuda a conter os riscos no que toca a oferta de energia elétrica, deve no curto prazo gerar alguma pressão nos preços de alimentação no caso dos produtos in natura.

Para completar o início do ano com o pé esquerdo, os discursos do PT e do candidato Lula mantêm-se distante da responsabilidade fiscal. E além da revisão do teto de gastos (na prática já inoperante), o líder nas pesquisas agora sugere um "revogaço", que poderia implicar a revisão das privatizações e da reforma trabalhista. Nesse último caso, a inspiração seria a (contra)reforma da legislação espanhola, que voltou atrás em questões como trabalho temporário. As reformas, hoje em ponto morto, poderão engatar a marcha a ré em 2023.

O atual governo, por sua vez, continua também comprometido com o populismo fiscal, tanto na sanção da desoneração de folha sem compensação nos termos da LRF, como no discurso em defesa do aumento dos servidores, mesmo que não tenha recursos para tanto. Assim, governo e oposição mostram-se unidos na direção de apontar que a trajetória das contas públicas à frente será negativa, o que anula qualquer efeito positivo do resultado fiscal de 2021 muito melhor do que o esperado.

O dólar em patamar elevado e as commodities em alta, aliados à alta de juros globais e continuidade da incerteza fiscal doméstica, não deixarão alternativa ao nosso Banco Central, que deverá manter a alta da Selic em 150 pontos-base na reunião de 2 de fevereiro, mesmo com expectativas cada vez mais pessimistas para o PIB desse ano. Continuamos prevendo que o ciclo levará a taxa básica até 12,0%.

A atividade econômica em viés de baixa, o dólar em alta, a inflação não dando trégua, a sinalização de perenização do populismo fiscal e o retrocesso nas reformas não combinam com um mundo menos benevolente, com juros subindo mais rapidamente. Definitivamente, 2022 continua não prometendo nada aos otimistas.



**Carlos Kawall**

Diretor

**Gustavo Ribeiro**

Economista-chefe

**Leonardo Costa**

Economista

Acesse [asainvestments.com](https://asainvestments.com)