



Relatório Econômico

Outubro 2021

São Paulo

Av. Faria Lima, 2277 / 12º andar
Jd. Paulistano – São Paulo, SP
01452-000
+ 55 11 3071-3329
turimsp@turimbr.com

Rio de Janeiro

Rua Major Rubens Vaz, 236
Gávea – Rio de Janeiro, RJ
22470-070
+ 55 21 2259-8015
turimrj@turimbr.com

Turim UK

111 Park Street
London – W1K 7JF
+44 (0) 20 3585-2436
turimuk@turimuk.com



Economia Global

03

Economia Brasil

06

Mercados

08

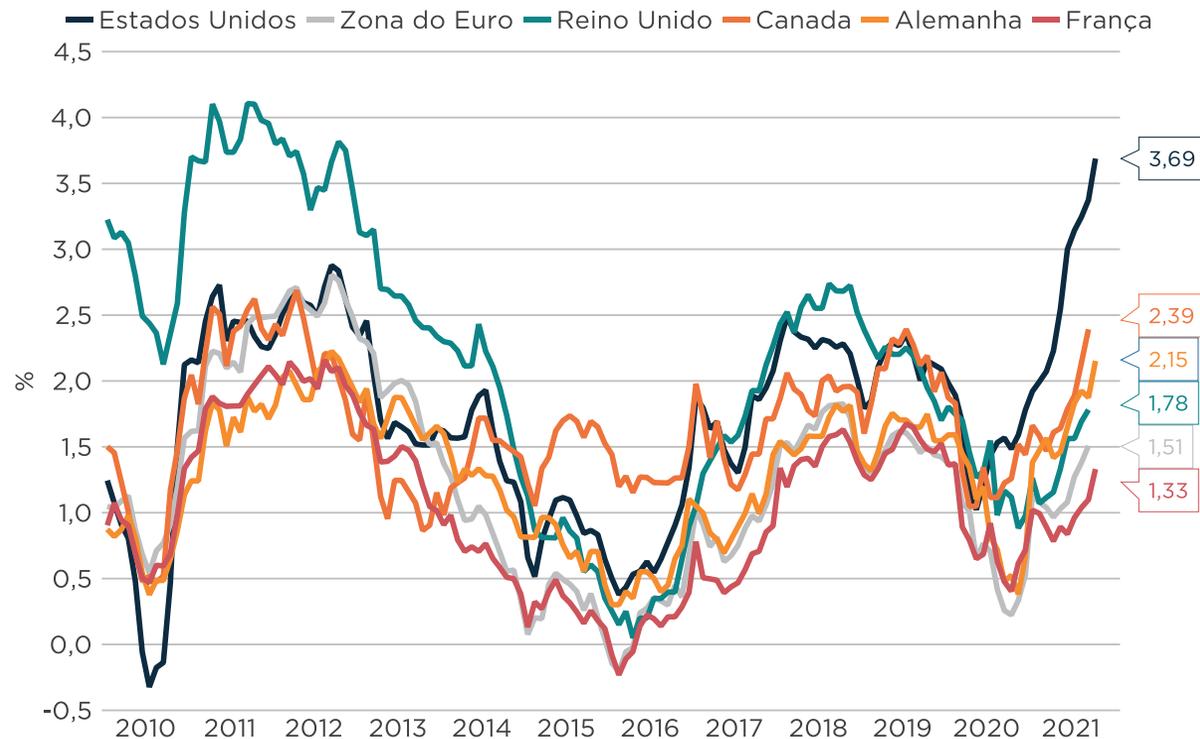
Índices

12

Global: Inflação segue pressionada

Economia Global

Inflação em 2 anos anualizada

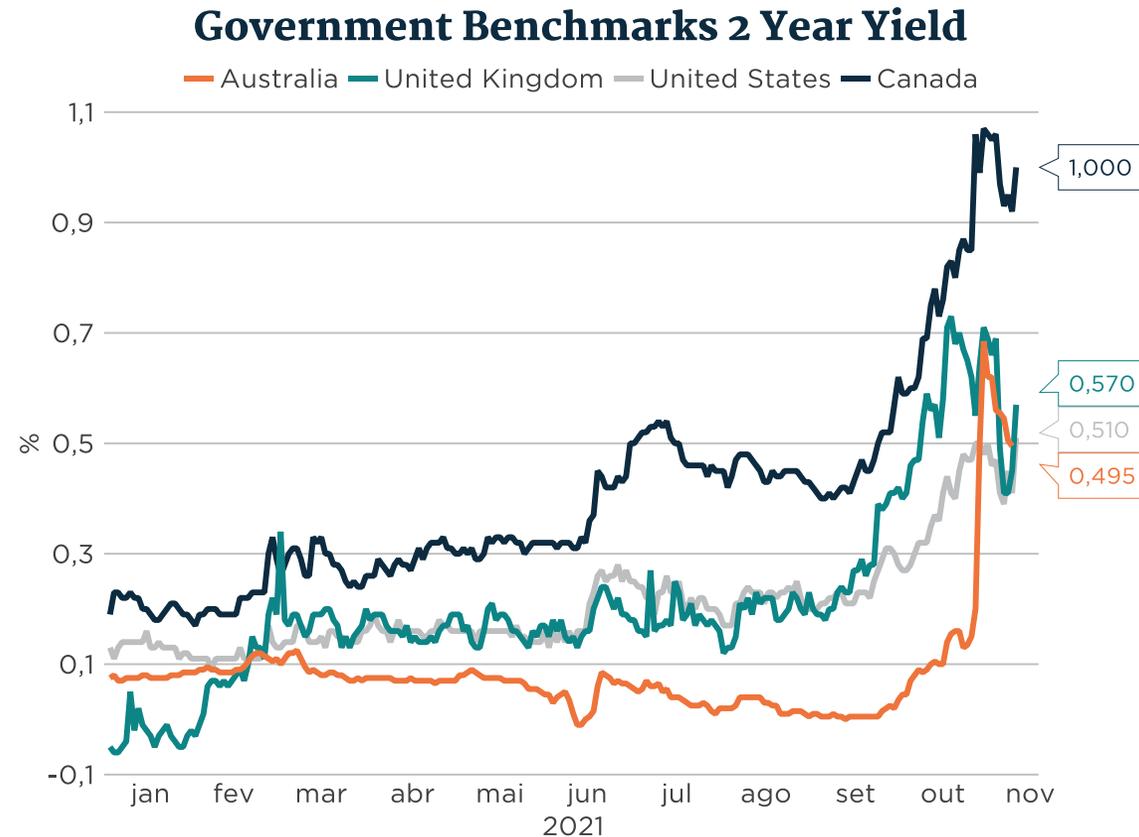


Um dos assuntos mais relevantes para a dinâmica do mercado financeiro tem sido a discussão sobre o quão permanente ou temporária é a inflação que tem afetado vários países, desenvolvidos e emergentes.

No gráfico, observa-se a variação em dois anos anualizada dos níveis de preços ao consumidor de diferentes regiões, a fim de suavizar o efeito-base causado pelo choque inicial da pandemia. A piora nos dados de inflação pode ser atribuída aos choques na cadeia de suprimentos, mas também ao movimento de reabertura das economias.

Global: Alguns BCs ajustam discurso em relação à inflação

Economia Global

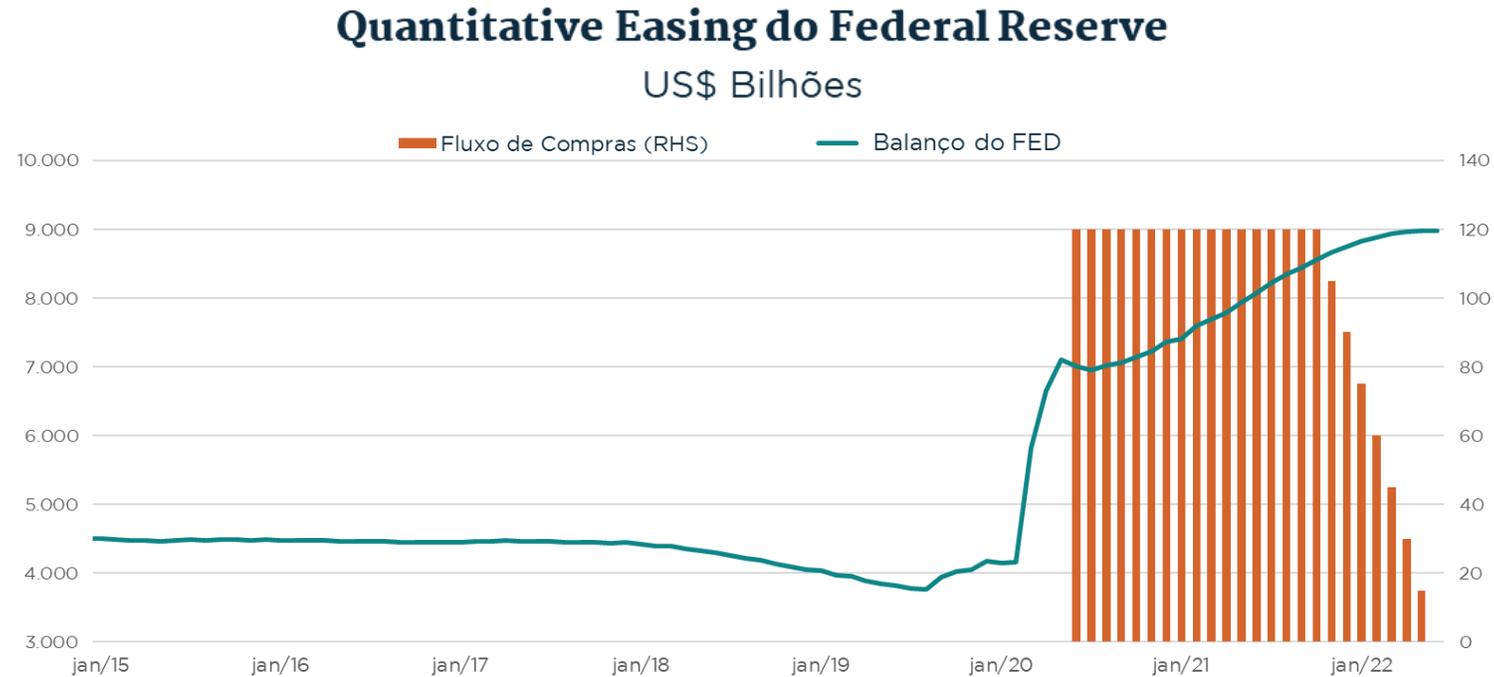


A persistência da pressão inflacionária, mais forte do que se esperava, tem levado os principais bancos centrais a assumir políticas monetárias mais rígidas do que se propunham anteriormente.

A recente alta dos vértices de mais curto prazo das curvas de juros de alguns países ajuda a explicar como o mercado vem respondendo à mudança de postura dos *policy makers*.

EUA: Compra de ativos (QE) deve se encerrar em meados de 2022

Economia Global



Nos Estados Unidos, a última reunião do Federal Reserve, conforme amplamente esperado pelo mercado, resultou no anúncio do *tapering*, ou seja, a redução do ritmo de compras de ativos por parte do FED.

Conforme ilustrado pelo gráfico acima, o fim do programa de injeção de liquidez do FED, na ordem de 120 bilhões de dólares por mês, deve ser feito de forma gradual, através da redução mensal de US\$ 15 bilhões do ritmo de compras. Sendo assim, o programa será encerrado em meados de 2022, deixando espaço para eventuais altas de juros a partir do segundo semestre do ano.

Fiscal: Teto de gastos sob ataque

Economia Brasil

Impacto no orçamento de 2022

Bilhões de Reais

Itens	Impacto no orçamento 2022*	Percentual do PIB
Economia com ordens judiciais (precatórios)	44,2	0,49
Ganho com novo cálculo do teto de gastos	60,0	0,66
Espaço fiscal liberado pela PEC	104,3	1,15
Gastos		
Impacto do INPC em 9,8%	23,5	0,26
Complemento ao Bolsa Família	46,9	0,52
Emenda de relator	17,0	0,19
Outros gastos	19,4	0,21
Subsídio ao gás de cozinha (vale-gás)	6,0	0,07
Subsídios ao setor de cultura	4,0	0,04
Fundo eleitoral	3,6	0,04
Extensão da desoneração da folha de pagamento	5,8	0,06

*IPCA acumulado entre janeiro e dezembro

No cenário local, o desfecho da questão do orçamento do governo em 2022 reacendeu com força os receios em relação à sustentabilidade fiscal no país. A solução encontrada para que o governo pudesse ampliar o espaço fiscal se deu através de uma mudança de indexador: o teto que era ajustado pelo IPCA observado em meados do ano passou a ser ajustado pelo índice observado no final do ano.

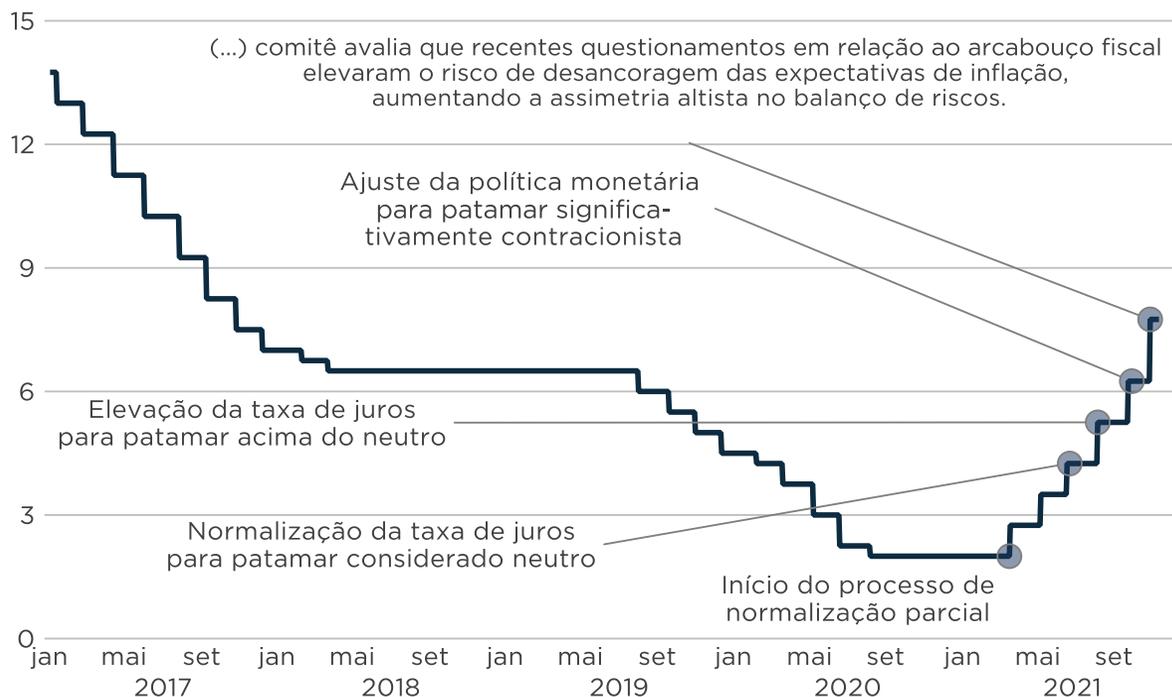
Mais do que um “*waiver*”, isto é um gasto extraordinário fora do teto, a mudança de regra tem implicações mais duradouras, na medida em que desancora as expectativas apoiadas no desenho do arcabouço fiscal vigente.

Política Monetária: BC como “passageiro” nas discussões da política fiscal⁷

Economia Brasil

Comunicação do BC

Destaques das atas do COPOM



A deterioração do arcabouço fiscal também repercutiu nas decisões de política monetária. O Banco Central, que já vinha em um processo de alta na taxa de juros, optou por acelerar esse ritmo de alta. Na reunião de outubro, subiu 150 *basis points**, em virtude da elevação do risco de desancoragem das expectativas de inflação causada pelas incertezas quanto ao cenário fiscal. Com a inflação pressionada no curto prazo, expectativas acima da meta em 2022 e incerteza fiscal ainda presente, a postura mais *hawkish*** deve continuar no curto prazo.

*1 basis points ou 1 bp= 0,01% ou 1/100 pontos percentuais

**Dovish & Hawkish: São termos utilizados como referência ao sentimento perante a política monetária de uma economia. Quando um banco central está “dovish”, há um viés para corte de juros ou a manutenção da taxa de juros em patamares mais baixos. O oposto ocorre quando ele está “hawkish”, havendo um viés para o aumento da taxa de juros.

Juros: Qual o juro real factível no Brasil?

Economia Brasil

Superávit Primário que estabiliza a Dívida Bruta % PIB

Dívida/PIB inicial: 82,1%

Crescimento do PIB	Juro real da dívida bruta									
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
1,0%	0,0%	0,4%	0,8%	1,2%	1,6%	2,4%	2,8%	3,3%	3,7%	4,1%
1,5%	-0,4%	0,0%	0,4%	0,8%	1,2%	2,0%	2,4%	2,8%	3,2%	3,6%
2,0%	-0,8%	-0,4%	0,0%	0,4%	0,8%	1,6%	2,0%	2,4%	2,8%	3,2%
2,5%	-1,2%	-0,8%	-0,4%	0,0%	0,4%	1,2%	1,6%	2,0%	2,4%	2,8%
3,0%	-1,6%	-1,2%	-0,8%	-0,4%	0,0%	0,8%	1,2%	1,6%	2,0%	2,4%

OBS: Números negativos são déficit primário, positivos superávit primário.
Desconsidera potenciais privatizações/venda de reservas.

As elevadas taxas de juros reais precificadas pelo mercado, em virtude das incertezas mencionadas, levantam o debate sobre qual é o juro real factível para o país. Na tabela ao lado simulamos qual seria o superávit primário necessário para estabilizar a dívida bruta como proporção do PIB, sujeito a diferentes hipóteses de crescimento e juro real.

Na nossa visão, a incompatibilidade dos juros reais precificados atualmente no mercado (em torno de 5,5% no médio prazo) com a estabilização da dívida, a não ser no caso de uma consolidação fiscal agressiva levando o país a resultados primários bem positivos, pode suscitar em discussões sobre um cenário de dominância fiscal (quando a alta da taxa básica de juros é incapaz de combater a inflação, pois a dívida pública é tida como “impagável”).

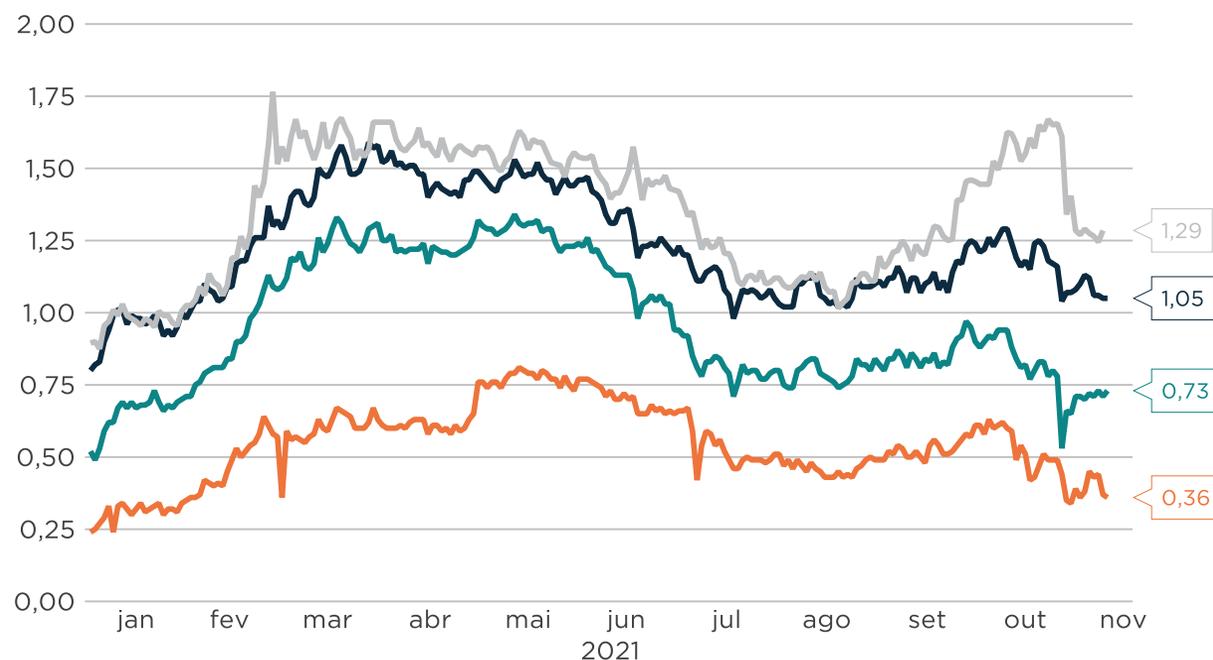
Juros: *Flattening* das curvas

Mercados

Inclinação das curvas de juros

Diferença entre os juros dos títulos públicos de 10 e 2 anos

— Estados Unidos — Austrália — Canada — Reino Unido



Mais do que apenas a alta dos vértices de curto prazo, há um movimento mais amplo nas curvas de juros envolvendo uma redução de inclinação, isto é, um menor *spread* entre as taxas de longo e curto prazos. No gráfico, nota-se que a diferença entre os vértices de 10 e 2 anos apresentou queda em outubro em várias países.

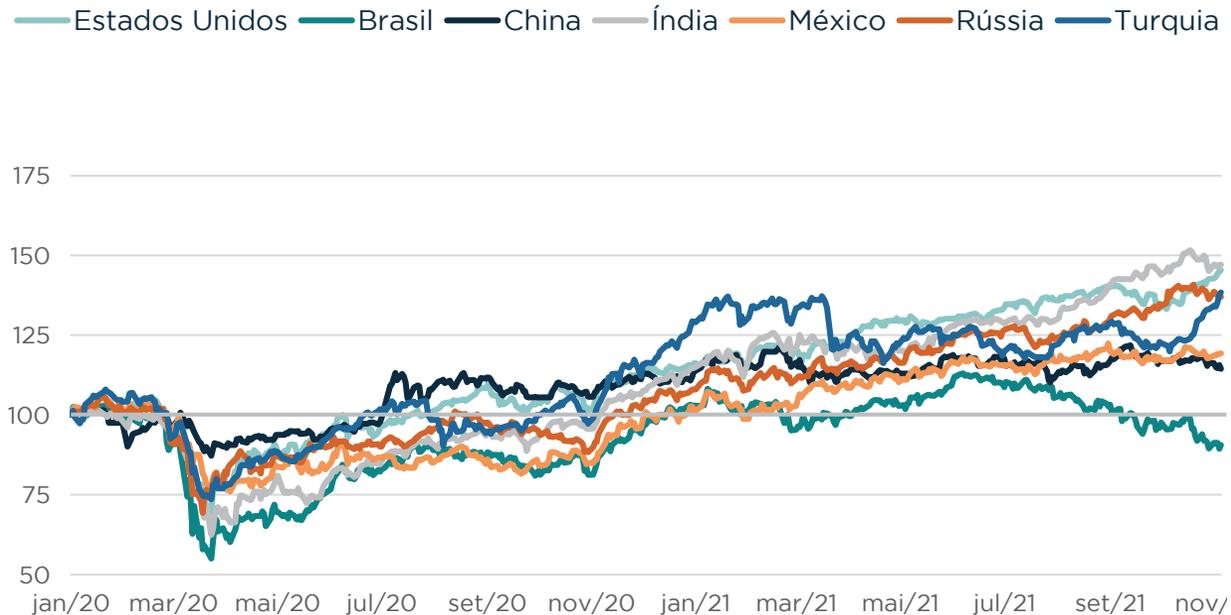
Embora esse movimento reflita em parte um fator técnico (no mês houve liquidações de posições grandes de alguns fundos que apostavam no aumento da inclinação), reflete também a percepção de que mesmo com bancos centrais levemente mais *hawkish*, o mercado ainda precifica que vivemos em um regime de juros estruturalmente baixos.

Bolsa: Ruídos fiscais colocam Ibovespa na contramão global

Mercados

Retorno de Índices de Ações

Base 100 = 2020



Apesar do cenário externo favorável, as incertezas no cenário fiscal impactaram fortemente os ativos de risco domésticos, entre eles o mercado acionário. Mesmo com desempenho forte das bolsas globais, inclusive de países emergentes, o Ibovespa teve mais um mês de quedas fortes.

Retorno Acumulado no Ano em Moeda Local

EUA	Brasil	China	Índia	México	Rússia	Turquia
22,6%	-13,0%	2,1%	26,4%	16,4%	26,2%	3,1%

Juros: Curva inverte no Brasil

Mercados

Inclinação da curva de juros brasileira

Diferença entre os DIs com vencimentos em jan/27 e jan/23



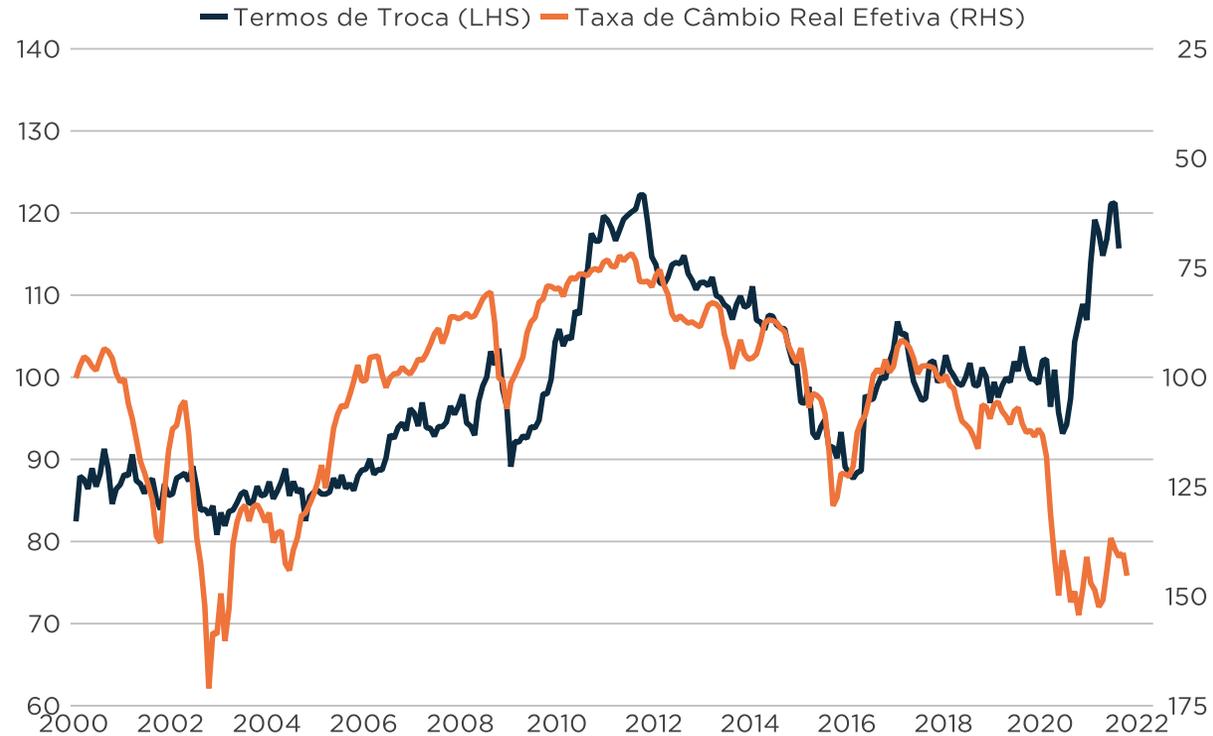
O movimento de *flattening* (redução da inclinação) nas curvas de juros observado no resto do mundo foi significativamente mais intenso no Brasil, chegando a resultar em sua inversão, o que se pode observar pela diferença entre os contratos de juros futuros DIs vencendo em janeiro de 2027 e janeiro de 2023, apresentada no gráfico.

Além do componente global, a inversão reflete a postura bem mais agressiva do Banco Central, com aceleração do ritmo de alta de juros, e o receio de que essa atuação possa levar a uma recessão já no ano que vem, obrigando a autoridade monetária a iniciar um ciclo de cortes de juros em seguida.

Câmbio: Apesar do carregamento (ainda) mais elevado, BRL segue depreciado

Mercados

Taxa de Câmbio Real Efetiva e Termos de Troca

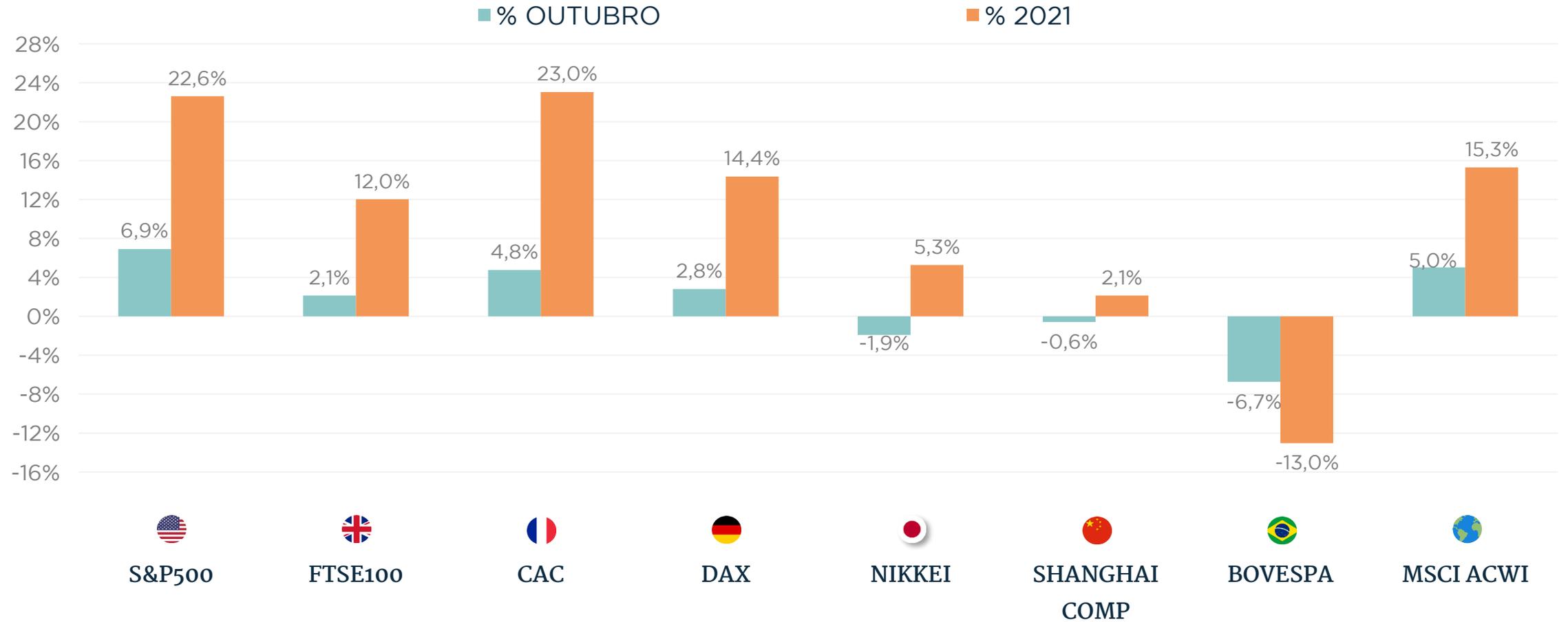


O gráfico mostra a forte correlação de longo prazo entre a taxa de câmbio real efetiva e os termos de troca da balança comercial (relação entre os preços das exportações e importações do país): normalmente a melhora nos termos de troca favorece a apreciação cambial.

Desde a pandemia, no entanto, essa correlação foi bruscamente interrompida, visto que apesar do aumento de preços de commodities, o Real se desvalorizou. Embora a Selic historicamente baixa vista ao longo dos últimos trimestres tenha contribuído pra isso, a principal razão desse movimento é o aumento da incerteza fiscal no país.

Bolsas

Mercados



Índices

	% Outubro	Valor em 29/10/2021	% 2021	% 12 meses
COMMODITIES				
PETRÓLEO WTI	11,4%	83,57	72,2%	133,5%
OURO	1,5%	1.783,38	-6,1%	-5,1%
MOEDAS (EM RELAÇÃO AO US\$)				
EURO	-0,2%	1,16	-5,4%	-0,8%
LIBRA	1,5%	1,37	0,1%	5,7%
YEN	-2,3%	113,95	-9,4%	-8,2%
REAL	-3,4%	5,64	-7,8%	1,9%
ÍNDICES				
S&P500	6,9%	4.605,38	22,6%	40,8%
FTSE100	2,1%	7.237,57	12,0%	29,8%
CAC	4,8%	6.830,34	23,0%	48,7%
DAX	2,8%	15.688,77	14,4%	35,8%
NIKKEI	-1,9%	28.892,69	5,3%	25,7%
SHANGHAI COMP	-0,6%	3.547,34	2,1%	10,0%
BOVESPA	-6,7%	103.500,70	-13,0%	10,2%
MSCI ACWI	5,0%	745,23	15,3%	35,3%



Nossas opiniões são frequentemente baseadas em várias fontes, já que dependemos grande parte de nosso tempo com análises de amplitude global de vários bancos, gestores, corretoras e consultores independentes.

Todas as opiniões contidas neste relatório representam nosso julgamento até esta data e podem mudar sem aviso prévio, a qualquer momento. Este material tem caráter meramente informativo, não devendo ser considerado uma oferta de venda de nossos serviços.

Disclaimer



turimbr.com

São Paulo

Av. Faria Lima, 2277 / 12º andar
Jd. Paulistano – São Paulo, SP
01452-000
+ 55 11 3071-3329
turimsp@turimbr.com

Rio de Janeiro

Rua Major Rubens Vaz, 236
Gávea – Rio de Janeiro, RJ
22470-070
+ 55 21 2259-8015
turimrj@turimbr.com

Turim UK

111 Park Street
London – W1K 7JF
+44 (0) 20 3585-2436
turimuk@turimuk.com