

MACROECONOMIA 2023

Comentário Periódico – 11 de abril de 2023

ECONOMISTA RICARDO MARTINS

Nem tanto depois da Tempestade vem a Bonança. Após a ciência domar com notoriedade e agilidade os efeitos da pandemia de Covid-19, a inflação, a alta das taxas de juros e seus efeitos colaterais propiciaram novo capítulo nos EUA com os bancos Silicon Valley Bank (SVB) e Signature Bank colapsando sob o efeito dos juros e da liquidez. Se a razão é fazer a inflação convergir para uma meta (de 2%) com forte e rápida alta dos juros, em um ambiente contracionista e o preço da energia intimamente ligada a um conflito geopolítico e desorganização das cadeias produtivas, então a probabilidade de recessão é gigantesca.

O FED e o Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) agiram rápido, garantiram FGC acima da lei (US\$ 250 mil), e 11 grandes bancos contribuíram em aporte a outro banco, o First Republic Bank, que na verdade ainda precisará de captação ou ser adquirido. O FED ainda coordenou ação com BoC, BoJ, BoE, BCE e SNB para elevar liquidez em swaps em dólar de semanal para diária, sensibilizando os mercados de que a rapidez era sinônimo de que a crise bancária era a bola da vez.

Por outro lado, em situação já antiga, o mesmo destino não se fez presente e antes que o Credit Suisse afundasse de vez, não só as autoridades suíças, como FED e BCE, resolveram a questão impondo ao UBS a aquisição do Credit Suisse por US\$ 3,25 bilhões (CHF 0,76 / ação - Em 17/3 CHF 1,86). O SNB ofereceu ainda ao UBS linha de CHF 100 bilhões para possíveis inadimplências. Nasceu um banco gigante.

Sem grande abalo pela crise bancária iniciada e na linha de atuação declarada do BCE de combate a inflação, o FOMC do FED em reunião de 22/3 elevou a taxa de juros em 0,25% (4,75% / 5%) e não 0,5%, deixando claro essa prioridade. O CPI em linha em fevereiro, a geração de vagas pelo payroll sem pressão dos salários +0,2% (abaixo consenso), o FOMC trocou no texto “altas contínuas” de juros para outra alta “talvez apropriada”.

Essa postura enfatiza “dependência de dados”, como a regular pesquisa da Universidade de Michigan para expectativas de inflação. Em período de grande relevância, de 5 anos, observou-se tímida alteração de 2,9% em fevereiro para 2,8% em março, cenário muito fora da realidade da meta de 2%. Em 12 meses observou-se um pouco mais de efeito da política monetária saindo de 4,1% em fevereiro para 3,8% em março.

Os membros votantes do FOMC consideraram “pausar” o aperto monetário já nessa reunião (22/3), pesando ainda a crise dos bancos regionais, pois há 186 bancos expostos. O espaço está aberto, se preciso, para possíveis novas altas, mas nítida indisposição para cortar juros. Há também dependência da intensidade do processo de desaceleração do crédito à economia pelos bancos.

Já o BCE, de clara disposição de alta dos juros, apesar da expectativa de queda forte da inflação para este ano (projeções de 6,3% para 5,5%), não se preocupou com o “antigo problema do Credit Suisse”. Apesar do CPI de março de +6,9% ano, de +8,5% em fevereiro, ter mostrado forte desaceleração, preocupam a intensidade das pressões subjacentes. A relevante queda em energia de -0,9%, de 13,7% anterior, foi ofuscada por alimentos, álcool, tabaco (+15,4%).

O BCE reforçou foco no combate a inflação, já que a percepção é de que ela deve se manter alta por muito tempo, com pressões salariais maiores, mercado de trabalho forte e buscas por recomposições de renda. O bom é que, pela proximidade com o conflito Ucrânia / Rússia, a pressão inflacionária em energia vem caindo, mas Serviços mantém-se aquecido (Núcleo 5,6% em fevereiro). A política monetária já se transmitiu ao crédito e não há risco iminente de crise financeira ampla.

Mesmo com a decisão da OPEP+ que de surpresa cortou em 1,1 milhão de barris / dia a produção de petróleo para maio, acrescidos ainda em +500 mil barris pelo corte da Rússia, os preços devem oscilar entre US\$ 80 / 85. O movimento foi considerado uma manobra de break-even fiscal da Arábia Saudita pelos preços abaixo de US\$ 75, com mercado bem abastecido.

Em sua linha de atuação para recompor atividade o BC da China reduziu taxa de compulsório para a grande maioria dos bancos em 0,25 pp. Além de garantir liquidez visa sustentar ritmo acelerado de empréstimos em janeiro e fevereiro. Houve recuperação dos gastos do consumidor com vendas no varejo em alta de +3,5%, mas a recuperação econômica continua incerta, com desemprego alto 5,6% em fevereiro (setor urbano) e investimento imobiliário em baixa.

As exportações mais fracas arrastaram a produção industrial a uma alta de +2,4% no bimestre, abaixo do consenso. Ou seja, a queda do PMI industrial S&P em março para 50, de 51,6 anterior, demonstra que fim da rigorosa política Covid-Zero ainda não permite afirmar total reflexo na atividade, face desaceleração global. Precavendo-se ainda quanto a crise bancária nos EUA, o governo pretende fortalecer a supervisão de dados de bancos.

Pelo Brasil o Arcabouço Fiscal enfim veio a público, diante de tanta apreensão do mercado e mesmo com a pressão da ala política, que buscava maior flexibilização e potencializar o PIB de 2023, combinou curva da dívida pública, superávit fiscal e controle de gastos públicos, permitindo os investimentos necessários. Tem a previsão de zerar déficit primário em 2024, evitará gastos acima das receitas e buscará que receitas não caiam abaixo de 19% do PIB. Gastos com saúde e educação serão “Investimentos”, com gatilhos que permitam aumentos de despesas. Contudo, para ter bom encaminhamento o déficit primário 2023 tem que confirmar números do Ministério da Fazenda de -1%, ou R\$ 100 bilhões em 2023.

Como base do Arcabouço Fiscal, receitas nominais e despesas com crescimento real trazem desequilíbrio por receitas em parte esperadas por reonerações, inclusive revisões de setores com incentivos e benefícios fiscais, tendo como fundamento ainda estudo que demonstra potencial de R\$ 400 bilhões, onde o governo precisa de R\$ 150 bilhões. No alvo, situações como por exemplo combate à elisão fiscal de multinacionais com sede offshore. Diante da proposta o Ministério do Planejamento e Orçamento apresentou nova projeção de Déficit Primário para 2023 de -R\$ 107,6 bilhões, passando de 2,1% para 1% PIB, considerando +R\$ 54 bilhões de Cofins, +R\$ 26 bilhões de repasse de PIS não retirados, entre outras.

No setor externo o cenário de economia mais fraca ajudou a reduzir o déficit em Conta Corrente de 12 meses (fevereiro) em -10%, para US\$ 54,4 bilhões, refletindo ambiente global em desaceleração, com exportações caindo mais que importações e redução de despesas com fretes e continuidade da normalização das cadeias produtivas. O Investimento Direto no País (IDP) de +US\$ 88 bilhões desacelerou em relação a janeiro (+US\$ 92 bilhões), mas não se pode afirmar tendência do fluxo, já que ainda se observa aspectos econômicos e setoriais, que tem impactos menores e de desaceleração pontual. Em fevereiro o IDP foi de +US\$ 6,5 bilhões e até 22/3 +US\$ 9 bilhões).

Já a Dívida Pública Federal (DPF) em fevereiro subiu +1,51%, para R\$ 5,856 trilhões, com destaque para aumento líquido de emissão, +R\$ 33,5 bilhões em títulos (Dívida Pública Interna +1,48%, Dívida Externa +2,21%). A instabilidade externa e incertezas local significou piora do perfil, procura por taxas flutuantes, prazo retraindo-se de 4,03 anos para 3,99 e Reserva de Liquidez reduzindo-se de 7,62 meses para 6,87, a quarta queda consecutiva.

Por outro lado, a arrecadação em fevereiro atingiu +R\$ 158,9 bilhões, uma alta real de +1,28% sobre fevereiro de 2022, acumulando no ano +R\$ 410,7 bilhões, +1,19% real. Um detalhe importante a ser observado é a manutenção de crescimento de desonerações no bimestre de R\$ 24,9 bilhões (IPI R\$ 3,8 bilhões, PIS / Cofins R\$ 7,5 bilhões, Simples R\$ 10,7 bilhões), quando em igual período de 2022 foi de R\$ 12,8 bilhões. A preocupação em não tirar competitividade ou manter condições tributárias com fundamento, a tendência é de que haja continuidade desse crescimento.

O estoque de crédito bancário, conforme dados do BC, destinados ao Varejo atingiu R\$ 228,3 bilhões em janeiro, uma alta de +10,6% sobre janeiro de 2022, o que é importante. Da mesma forma, Bens não duráveis atingiu R\$ 191,7 bilhões (+13,1%), mas bens duráveis R\$ 36,5 bilhões uma queda de -0,8%, setor que continuará sensível a magnitude das taxas de juros. A crise dos bancos regionais nos EUA e o Credit Suisse não são observadas em reflexos de crise de crédito no Brasil, mas serão sentidas nas captações externas dos bancos.

O cenário até aqui só tende a recrudescer a atividade, com efeitos negativos ou em desaceleração. A produção industrial de janeiro caiu -0,3% sobre dezembro de 2022, que já havia se estabilizado, e uma modesta alta de +0,3% sobre janeiro de 2022. Essa performance mantém-se abaixo pré pandemia em -2,3% (fevereiro) e -18,8% abaixo do recorde de maio de 2011. Em 3 das 4 categorias houve retração, apenas Bens semi e não duráveis subiram modestos +0,1%. A geração de empregos pelo CAGED mostrou uma indústria de transformação com +37,1 novas vagas, em um total de +241 mil em fevereiro (353,3 mil fevereiro/22), que continuou tendo como destaque Serviços +164 mil, acompanhado de Construção +22,2 mil e Comércio -1,3 mil.

Tanto o CAGED de janeiro, +83,3 mil novas vagas, como de fevereiro vieram bem pelo cenário verificado no bimestre. Foram bons números apesar das fortes quedas em relação a igual período de 2022. Se olharmos pela taxa de desemprego da PNAD no trimestre encerrado em fevereiro de +8,6%, de +8,1% do trimestre encerrado em novembro, a ideia é de fechamento de vagas, mas acabou por refletir acréscimo de 5,5% no número de desempregados (+9,224 milhões). A taxa, contudo, deve crescer pelas condições econômicas. O rendimento médio real (1,6% sobre outubro de 2022) vai se descolar e continuar melhorando moderada por conta da taxa neutra (8,5%).

A inflação prevalece e motiva o posicionamento do Copom. Não há fortes evidências e substâncias que façam avaliar de outra forma, enquanto a política monetária não for totalmente incorporada. O IPCA de fevereiro de +0,84%, assim como o IPCA-15, demonstraram os efeitos da Educação, de +6,28%. Os Núcleos na média de 0,73% em fevereiro, de 0,52% em janeiro. Em março o IPCA-15 de +0,69%, de +0,76% em fevereiro, ainda apresenta os efeitos dos preços administrados (Energia Elétrica / Gasolina subiu de 0,57% para 1,91%). A gasolina foi a principal influência (+5,76% ou 0,26 pp) pela reoneração. Mais confortante, embora não tão evidente na tendência, observou-se altas menos disseminadas e desaceleração dos Núcleos e dos Serviços. Índice de Difusão 61,3% de 67,03%. Média Núcleos +0,43, de 0,68%.

Com essa avaliação o Copom de 22/3 manteve Selic em 13,75%, inclusive não tirando do Comunicado / Ata “trechos duros”. A deterioração com o cenário externo, com bancos (EUA / Europa) elevando incertezas e volatilidade trouxe novo elemento e assimetria de riscos. Internamente o cenário evoluiu para o esperado. A Ata esfriou possíveis cortes, cujo cenário alternativo do BC, de manutenção em 13,75%, possibilita atingir exatamente o centro da meta de 2024 (3%). Pelo RTI - Relatório Trimestral de Inflação a taxa de juros até final de 2025 ficará acima do juro neutro (estimado em 4%), observando-se no 1º semestre de 2023 em torno de 7,7% / 7,8%, passando a cair no 3º trimestre de 2023 (7% em 2023, 5,6% em 2024 e 4,8% em 2025).

Convém chamar atenção como novo embate e pressão à frente, a inflação em 12 meses, pelo IPCA-15 por exemplo, de +5,4%, que irá desacelerar para em torno de 4% no período julho a setembro, aumentando a pressão política e críticas ao BC. Trata-se, contudo, de alívio temporário e voltará em torno de 6% no 2º semestre e se transferindo para 2024. Isso porque em 2022 houve desinflação de -0,68% em julho, -0,36% em agosto e 0,29% em setembro por conta da desoneração da gasolina / etanol. Além disso, o mercado de trabalho continua aquecido, embora taxa de desemprego tenha parado de cair.

Já o câmbio até certo momento respeitou R\$ 5,30 que, apesar do estresse do sistema financeiro internacional com quebra bancos regionais americanos e compra forçada do Credit Suisse, o Real suportou pressão. De qualquer forma, dadas as instabilidades a posição vendida dos bancos diminuiu de -US\$ 20,388 milhões em janeiro para -US\$ 15,878 milhões em fevereiro. Rapidamente amenizados os problemas externos o Real se valorizou, chegando a R\$ 5,05. A posição cambial líquida até 24/3, com Comercial +US\$ 11,8 bilhões e Financeiro +US\$ 3,1 bilhões, apresentou saldo de +US\$ 14,9 bilhões. A Balança Comercial de março foi surpreendente, a maior da história para meses de março, trouxe um superávit de US\$ 10,956 bilhões, +286,2% sobre fevereiro, destacando-se alta de 18,5% no volume exportado, com destaque para petróleo, milho e soja.

Ricardo Tadeu Martins

.Economista, Corecon-SP, OEB

.Analista de Valores Mobiliários, CNPI

rmartins@planner.com.br

11-2172.2605 / 95684.9639



Av. Brigadeiro Faria Lima, 3.900, 10º andar

São Paulo - SP - CEP 04538-132

Tel.: +55 (11) 2172.2600