

MACROECONOMIA 2023

Comentário Periódico – 12 de maio de 2023

ECONOMISTA RICARDO MARTINS

O Projeto do Arcabouço Fiscal foi entregue ao Congresso Nacional com alterações de véspera, gerando desconforto do mercado. Observou-se exceções altas, descumprimentos de metas isentas de punições e Lei de Responsabilidade Fiscal sendo esvaziada. Ao que tudo indica deve ter aprovação rápida, sem dificuldades já que houve amplo debate anterior. O desenho final incluiu também importante parâmetro para que aumentos inesperados de receita se traduzam em investimentos, melhore trajetória da dívida pública e elimine risco de criação de gasto permanente.

Como o modelo fiscal proposto fundamenta-se no aumento de receitas sem, contudo, aumentar carga tributária, um oportuno levantamento da Associação de Auditores Fiscais da Receita Federal (Unafisco) demonstra que há renúncias fiscais de R\$ 525 bilhões / ano, dos quais R\$ 158 bilhões com contrapartidas à sociedade, e R\$ 367 bilhões considerados privilégios tributários, que apenas beneficiam grupos. Dentre os 10 maiores privilégios tributários que somam R\$ 284 bilhões estão R\$ 58,9 bilhões de “lucros e dividendos distribuídos pelas empresas”, que devem fazer parte da segunda fase da reforma tributária. O governo quer rever e recuperar o que considera benefícios para poucos, mas a necessidade de aprovação pelo Congresso esbarra na frágil base do governo e forte Lobby dos beneficiados.

A Reforma Tributária, que tem expectativa de votação no Plenário da Câmara em junho, vai se basear na PEC 45/2019 e PEC 110/2019, que estabelecem a criação do Imposto de Valor Agregado (IVA). Como toda iniciativa de revisão tributária, há pressões para se garantir tratamentos favorecidos para alguns setores, assim como resistência dos grandes Municípios por manter a segmentação entre ISS e ICMS, o que na verdade tira competitividade e provoca desequilíbrio. O incentivo fiscal de ICMS da Lei Complementar 160, subvenção para investimentos, dado principalmente ao varejo é um exemplo de dependência das empresas do setor, que são grandes empregadoras, e que requer nova lei no Congresso.

Outra questão a ser avaliada pelo Congresso será o “Esqueleto dos Precatórios”, que de R\$ 100 bilhões em 2021 chegaram a R\$ 141,7 bilhões em 2022, fruto das emendas que criaram no governo anterior o Teto Precatórios e postergaram pagamentos. Estudos mostram que em 2026 essa conta chegará a R\$ 460 bilhões e pode ser incluída no Orçamento. Há manifestações de que o Tesouro Nacional, sob o novo arcabouço, possa usar parte de eventuais superávits primários para quitação parcial, mas dada a dependência de receitas não tão factíveis, é provável que isso não aconteça.

Apesar de todo cenário e PIB que se espera, a criação de emprego mantém-se bem. O CAGED de março de 195,2 mil novas vagas de emprego, 526 mil no ano, surpreendeu e veio muito acima das expectativas de mercado de 97 mil. Na Indústria foram criadas 20,9 mil, no Comércio 18 mil e Serviços 122 mil. Houve retomada de obras paralisadas que contribuíram para a geração de empregos na Construção de 33,6 mil, sendo 14,3 obras infraestrutura e 10,3 serviços especializados em construção. Mesmo nesse cenário a taxa de desemprego atingiu 8,8% no 1T23, menor resultado para o período, mas vindo de 7,9% no 4T22. Se considerarmos o trimestre encerrado em fevereiro a taxa era de 8,6%.

O varejo restrito em fevereiro caiu 0,1% sobre janeiro, que havia subido 3,8% por desempenho relacionado às promoções pós festas de fim de ano, mas ainda assim cresceu 1% sobre fevereiro 2022. Neste início de ano o varejo tem nos juros elevados um grande inibidor do consumo, associado a maior seletividade e redução de oferta de crédito provocado pelo episódio Lojas Americanas. O endividamento do consumidor tem evoluído chegando a 11,6% em abril, de 10,9% em abril de 2022, de declarantes sem condições de quitar dívidas, e 29,1% com dívidas em atraso, de 29,6%. Vendas de ativos como lojas, depósitos e até sede tem sido uma saída para as dificuldades de capital, tentando se repor aquela “margem” que permitia às lojas repasse ao consumidor, situação que não existe por enquanto. Na conta da Confederação Nacional do Comércio a relação receita x volume que era de 15% em março 2022 caiu para 13,8% em março 2023.

Nesse ambiente o crescimento do crédito, empréstimos e financiamentos para 2023 caiu de 8,3% para 7,9%, piorando para as empresas de 7,3% para 5,1%. Na modalidade recursos livres, mais sensíveis às taxas de mercado, espera-se agora 6,8%, de 8,2%. Já para pessoa física a redução foi modesta de 8,7% para 8,3%.

Em mais um componente de redução de atividade, juntando-se a escassez de crédito e juros altos, o IPCA de março atingiu 0,71%, de 0,84% em fevereiro, refletindo os impactos da oneração da gasolina com alta de 8,33% e energia elétrica com alta de 2,23%, responsáveis por 0,48 pp ou 67% do índice, sem os quais poderia ter sido de 0,25%. Em 12 meses atingiu 4,65%, acima da meta de 3,25%, mas dentro da tolerância superior de 1,5%. Em 9 categorias 7 desaceleraram permitindo com que o Índice de Difusão chegasse a 59,9%, de 65,3%. A média dos 5 Núcleos monitorados pelo BC foi de 0,37%, de 0,73%.

Já o mercado de câmbio acabou enfraquecido pela divulgação do CPI americano e o desmonte de posições compradas em dólar por investidores Institucionais e Não Residentes, permitindo redução de posição comprada no dólar futuro, cupom cambial e dólar mini em US\$ 8,24 bilhões, além da possibilidade de recessão americana reconhecida em ata pelo FED.

O cenário observado até agora nos trouxe a conclusão de que o Copom, em reunião de 03/5, deixou claro que pelos elementos verificados até agora que não aumentará os juros mesmo “a porta estando aberta”, que o ciclo de manutenção vai durar até ficar explícito o movimento do processo de desinflação e de ancoragem, que “não comprou ainda” o Arcabouço Fiscal e para isso se faz necessário “paciência e serenidade” na condução da política monetária. Ou seja, manteve a Selic em 13,75%. Com mais essa decisão, a meta 2023 de 3,25%, com limite superior em 4,75%, coloca a inflação 12 meses do IPCA-15 de abril de 4,16% em cumprimento, o que se traduz em motivo robusto de pressão política adicional. As inflações negativas de 2022 deturpam a análise, mas sairão da amostra e encerrarão o ano conforme nossa expectativa de 5,81%. Como Cenário alternativo do Copom o encerramento do ano em 13,75% leva a inflação 2024 a 2,90%, já dentro da meta de 3%. Nosso cenário é de 12,25%.

Em todas as questões de debate sobre juros no Brasil, deve-se considerar uma prática comum dos governos de se represar despesas, melhorando resultado fiscal, como ocorrido no governo anterior, mas insustentável, desajustando as contas públicas. Com o Arcabouço Fiscal o reequilíbrio das contas públicas mediante aumento das receitas é uma solução possível, que minimiza o risco de cauda, ou trajetória explosiva da dívida pública, permitindo sua transmissão a política monetária por expectativas, criando ambiente favorável para queda inflação. Contudo, cogitando-se uma forma mais fácil como mudanças na meta de inflação, possibilita desconfiança e conseqüente prêmio adicional.

Como uma das bases de fundamentos para tomada de decisão do FED, o Livro Bege demonstrou que o setor bancário, até então, havia se estabilizado, mas por consequência o crédito se reduziria, impactando o consumo e o mercado de trabalho, contribuindo para um PIB modesto em 2023. De certa forma o PIB americano no 1T23 evoluiu 1,1% constatando forte desaceleração perante a alta de 2,6% no 4T22. O Núcleo do PCE do período, de 4,94%, ou seja, gastos mais fortes do consumidor, proporcionou queda substancial dos estoques, sugerindo pressões inflacionárias continuadas. Ou seja, a produção de março subiu 0,4% em relação a fevereiro, o dobro das expectativas, já anunciada pela alta de 0,9% das encomendas à indústria em março, de queda de 0,7% em fevereiro.

O PCE mensal de março, em alta de 0,1%, veio mais comportado, batendo 4,2% anual, abaixo dos 5,1% de fevereiro, e Núcleo de 0,3%, com 4,6% anual. Já a alta do CPI de março de 0,1%, em relação aos 0,4% de fevereiro, mostrou-se o menor desde dezembro, atingindo 5% anual em março, de 6% em fevereiro, o menor em quase 2 anos. Contudo, custos ainda altos em Serviços mostraram um Núcleo em alta de 5,6%, que tem no aluguel o maior impacto, mas perdendo força, o que é importante. Amenizou o impacto a queda nos preços da gasolina (-4,6%), carros usados e alimentos.

O mercado de trabalho vem dando sinais de arrefecimento, com empresas oferecendo menor número de vagas e crescimento salarial desacelerando em relação a níveis historicamente elevados. Apesar do JOLTS mostrar esse cenário, tanto a ADP como o Payroll continuam gerando vagas substanciais, o que pode ser avaliado por falta de mão de obra específica ou qualificada em alguns setores. O Job Openings and Labor Turnover Survey (JOLTS), ou Vagas de Trabalho e Volume de Força de Trabalho, criado com base em sondagens com empregadores, mostrou vagas disponíveis em março de 9,59 milhões, de 9,974 em fevereiro, ambas abaixo da marca histórica de 10,4 milhões que não era perdida desde maio de 2021. Pela ADP de abril, do setor privado, foram criadas 296 mil novas vagas, de expectativa de 133 mil, vindo de 142 mil em março, com expansão de 6,7% no salário médio anual. Já o Payroll de abril foi de 253 mil vagas, de expectativa 185 mil, com taxa desemprego em 3,4%, de 3,5% em março. O que as manchetes não mostraram é que o Payroll de fevereiro de 326 mil foi revisado para 248 mil e o de março de 236 mil para 165 mil.

Se a reunião do FOMC de 22/3 considerou pausar a alta dos juros por conta da crise bancária, a interpretação pelo Comunicado da reunião do FOMC de 03/5 deixou isso claro na medida que a manutenção da taxa de juros a partir de agora pode fazer o trabalho por si só. Na reunião de março o FED já enxergava o risco ascendente para o desemprego face a crise bancária e o aperto nas condições de crédito e reflexo na economia, passando seu monitoramento de suma importância a partir de agora. Houve pouca desinflação, exceto setor imobiliário, nos preços do Núcleo da inflação, principalmente aluguel, e confirmam recessão moderada para 2023.

Já no FOMC de 03/5 em mais um aumento de 0,25% (5% / 5,25%), o colegiado observou que o efeito de 10 altas consecutivas e rápidas da taxa de juros foi mais drástico no setor bancário do que propriamente na atividade econômica, na inflação e nos hábitos de consumo da população. Se o ambiente já estava sensível, agora, a nova alta inspira maior cuidado. O FOMC deixou explícita essa situação ao não manter no Comunicado a afirmação “prevê que alguma política adicional pode ser apropriada”, presente em março, sacramentando o encerramento do ciclo. Concluiu que não precisará elevar os juros a patamares tão altos como se pensava e a crise bancária é o fator preponderante dessa conclusão, já que não sabem a extensão dos efeitos.

Na Zona Euro a situação não é diferente, exceto quanto à possibilidade iminente de uma crise bancária, com o PIB do 1T23 subindo 0,1%, se recuperação em relação a estagnação do 4T22, e alta de 1,3% sobre o 1T22. O BCE em reunião de 04/5 subiu juros mais uma vez em 0,25% (3,25%), alterando a sequência firme de 0,5%, mas ainda não sinalizando fim do ciclo, já que ainda há riscos significativos associados à guerra Ucrânia / Rússia relativos a petróleo, grãos, fertilizantes, e a continuação da forte dinâmica salarial recente, com o mercado de trabalho mantendo-se robusto. Não se cogita corte de juros em 2023 e se descarta mudança de meta, podendo ser debatido no futuro.

Sem problemas inflacionários ou de política monetária restritiva a China divulgou um PIB robusto no 1T23 de 4,5% anual, tendo como um dos propulsores mercado interno e a região asiática. As vendas no varejo subiram 10,6% em março, mas o investimento no setor imobiliário caiu 5,8%. Aqui fica a dúvida de uma nova dinâmica a ser firmada, já que as exportações subiram 14,8% anual e as importações caíram 1,4%, em grande parte devido a demanda de mercados asiáticos e a volta à normalidade das fábricas, após cinco meses de quedas.

Isso acabou gerando dúvidas em relação ao vigor dessa recuperação e a necessidade de mais estímulos. O PMI Industrial de abril caiu para 49,2, de 51,9%, e o PMI Não manufaturados (Serviços e Construção) desacelerou a 56,4, de 58,2, insinuando que a recuperação se sustenta em Serviços, mais em função da liberação pós Covid-19.

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