

# MACROECONOMIA 2023

BC's, cada qual com seus problemas – 04 de maio de 2023

ECONOMISTA RICARDO MARTINS

O Copom de 03/5 seguiu fiel a sua autonomia e as substâncias que lhe faltam. Convém ressaltar que para uma meta 2023 de 3,25%, com limite superior em 4,75%, a inflação 12 meses do IPCA-15 de abril, de 4,16%, é motivo robusto de pressão adicional. Na conta, as inflações negativas de julho, agosto e setembro de 2022, que deturpam a análise e o número em si, mas que saem da amostra e fecham no nosso número de 5,81%.

Embora desacelerando, o lento ritmo desinflacionário não permite senão ser repetitivo e manter a taxa Selic nos 13,75%, reafirmando sua coerência como temos enfatizado. Os Núcleos ainda estão desconfortáveis, mas pode-se afirmar que os efeitos da oneração da gasolina / etanol foram incorporados, apesar de nova alíquota de ICMS a partir de 1º de junho. No cenário alternativo do Copom a manutenção da taxa Selic em 13,75% em 2023 leva a inflação 2024 a 2,90%, já dentro da meta de 3%. Esse contudo, não é nosso cenário, que estabelece 12,25%.

Por conta de quedas razoáveis da cotação do barril de petróleo no mercado internacional, tem-se observado reduções recorrentes dos preços do diesel, de menor peso no IPCA, mas de maior difusão econômica, e querosene de aviação. Isso é um bom sinal, compensa o ICMS e nos permite considerar o início de movimentos benignos recorrentes e já esperar IPCA de 0,51% para abril e 0,39% para maio, com os núcleos também desacelerando. Dentre os riscos de baixa para a inflação elencados pelo Copom está uma queda adicional dos preços das commodities internacionais em moeda local, que vem se materializando de forma mais evidente no IGP-M.

O que o Copom mais deseja é a ancoragem das expectativas e consequente reflexo nas curvas longas de juros futuros. Dentre os riscos de alta para a inflação relacionados pelo Copom, a desancoragem maior, ou mais duradoura, das expectativas de inflação para prazos mais longos parece estar em desconstrução, sensibilizada na pesquisa Focus de 28/4, com ajustes pontuais do IPCA para 2023, mas estabilizando em 2024 (duas semanas) e mais intensa para 2025 (cinco semanas) e 2026 (seis semanas).

Esse elemento está na ênfase da relação não mecânica entre a convergência de inflação e o Arcabouço Fiscal, mas de grande importância em estabelecer expectativas favoráveis para um horizonte promissor de ancoragem. No entanto, o Arcabouço Fiscal se alicerça no aumento de receitas, sem aumento da carga tributária, o que o amarra na difícil condição de revisões de desonerações, incentivos / benefícios / subvenções para investimentos, o que possibilitaria melhora das contas públicas.

O Arcabouço Fiscal não reduz despesas, tão pouco prevê controles que exijam cortes de gastos ou penalizações de metas não cumpridas. Nesse sentido, o Copom destaca a “incerteza ainda presente sobre o desenho final” a ser aprovado pelo Congresso Nacional e, “de forma mais relevante” para a condução da política monetária, seus impactos sobre as expectativas para as trajetórias da dívida pública e da inflação.

Ou seja, o Copom 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.

Nosso cenário traz evidências coerentes a partir do 3º trimestre nos Núcleos, inclusive exaurindo os efeitos dos Preços Administrados. O Copom inicia o ciclo de baixa em outubro. Para afirmar coerência do processo e incentivar investimentos / retomada econômica que reforcem a confiança do consumidor / empresário as reduções serão consecutivas de 0,75% até a reunião de junho de 2024, encerrando 2023 em 12,25% e 2024 em 9,25%. A revisão de metas pelo CMN só servirá, neste momento, para alimentar a inércia inflacionária.

Já o FOMC sabe que o efeito de 10 altas consecutivas de forma rápida dos FED Funds foi mais drástico no setor bancário do que propriamente na atividade econômica, na inflação e nos hábitos de consumo da população. Nesse movimento 3 grandes bancos regionais quebraram e outros como Pacwest Bancorp, Western Alliance, Comerica e Charles Schwab, pós compra do First Republic Bank, estão em meio à crise, afinal há 186 bancos expostos conforme estudos de mercado. Alguns acabaram tomando empréstimos em programas federais emergenciais, o que mantém o sinal de alerta.

Na reunião de 03/5, se o ambiente já estava sensibilizado, com nova alta de 0,25%, para 5% a 5,25%, ficou mais preocupante e inspira maior cuidado. O FOMC deixou clara e explícita essa situação ao não manter no Comunicado a afirmação “prevê que alguma política adicional pode ser apropriada”, presente em março e cuja intenção de “pausa” do ciclo de alta ficou sacramentada agora por todos os elementos disponíveis, deixando agora a manutenção da taxa por tempo indefinido realizar o trabalho, mesmo porque o colegiado, agora mais fragmentado, estará menos propenso a novas altas. O risco de desemprego aumentou com a crise bancária e aperto nas condições de crédito e reflexo na economia.

Como elemento de grande potencial de risco sistêmico no cenário de busca da meta inflacionária, o setor bancário melhorou desde março e o FED está empenhado para que novos colapsos não se repitam. O importante é que o FED 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. Os fluxos de crédito serão importantes.

A manutenção da taxa a partir de agora se faz necessária, mas os incômodos persistem. Houve pouca desinflação nos Núcleos, exceto no setor imobiliário. Os aluguéis desaceleraram, relevante componente em Serviços, mas mantém-se como principal atenção. Da mesma forma, a prévia do PIB 1T23 em alta de 1,1% demonstra forte desaceleração em relação ao 4T22, mas traz um PCE forte, refletindo gastos do consumidor, além de estoques das indústrias em queda, já refletindo nas encomendas às indústrias em alta de 0,9% em março, vindo de queda de 0,7% em fevereiro.

Apesar do indicador JOLTS de março reafirmar desaceleração para 9,59 milhões de vagas, de 9,974 em fevereiro, cujo nível de 10,4 milhões não se perdia desde maio de 2021, o mercado de trabalho continua firme demonstrado pelos dados da ADP setor privado com geração forte em abril, de 296 mil vagas, diante da expectativa de 150 mil.

Assim como o Copom, o FED passou a ser pressionado pelos legisladores devido a persistência das turbulências do mercado financeiro, com condições de empréstimo mais rígidas e nítidos sinais de desaceleração econômica, onde o próprio FED já considera uma recessão branda no 2º semestre.

Ricardo Tadeu Martins

.Economista, Corecon-SP, OEB

.Analista de Valores Mobiliários, CNPI

[rmartins@planner.com.br](mailto: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