

Relatório Econômico Mensal

O foco (excessivo) nas receitas

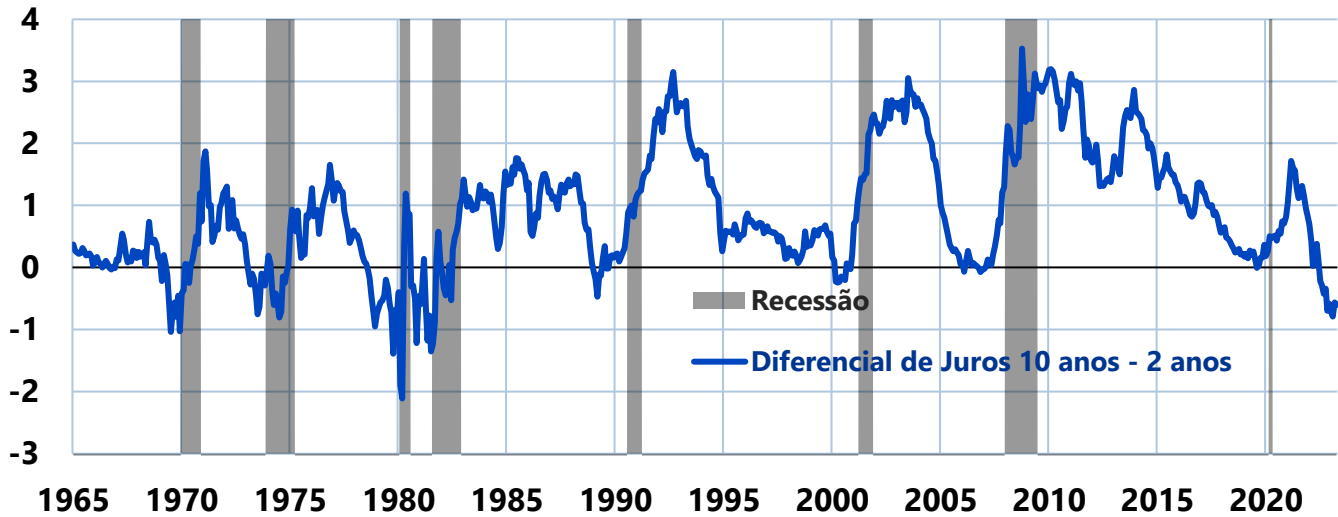
Porto Asset Management



Maio - 2023

A quebra de dois bancos regionais em março nos EUA consolidou de vez a expectativa de que os EUA, e consequentemente, a economia global, estariam à beira de uma recessão. Essa possibilidade, aliás, era considerada antes mesmo daqueles episódios, uma vez que diversos indicadores que tipicamente antecipam os ciclos econômicos já apontavam nessa direção. Um exemplo é a inclinação da curva de juros americana: em períodos de expansão econômica, a taxa de juros de 10 anos normalmente se situa acima do juro de 2 anos. Quando essa relação se inverte, uma recessão tipicamente ocorre meses depois.

Inclinação da Curva de Juros - EUA
Fontes: Federal Reserve, Porto Asset Management



Entretanto, desafiando esses prognósticos, o PIB americano ainda segue mostrando um vigor bastante razoável, a taxa de desemprego permanece em níveis historicamente baixos e os salários seguem com crescimento sustentado. À medida em que os problemas com os bancos regionais vão ficando para trás, a probabilidade de uma recessão iminente no EUA se reduz. Com isso, a persistência da inflação em patamares elevados segue como principal foco de atuação do Fed, sugerindo que o processo para trazê-la de volta para a meta será longo. Assim, mesmo que a elevação da taxa básica de juros na reunião deste início de maio se mostre a última do atual ciclo, tudo indica que a autoridade monetária norte-americana manterá as taxas inalteradas por um período maior que o atualmente precificado pelo mercado.

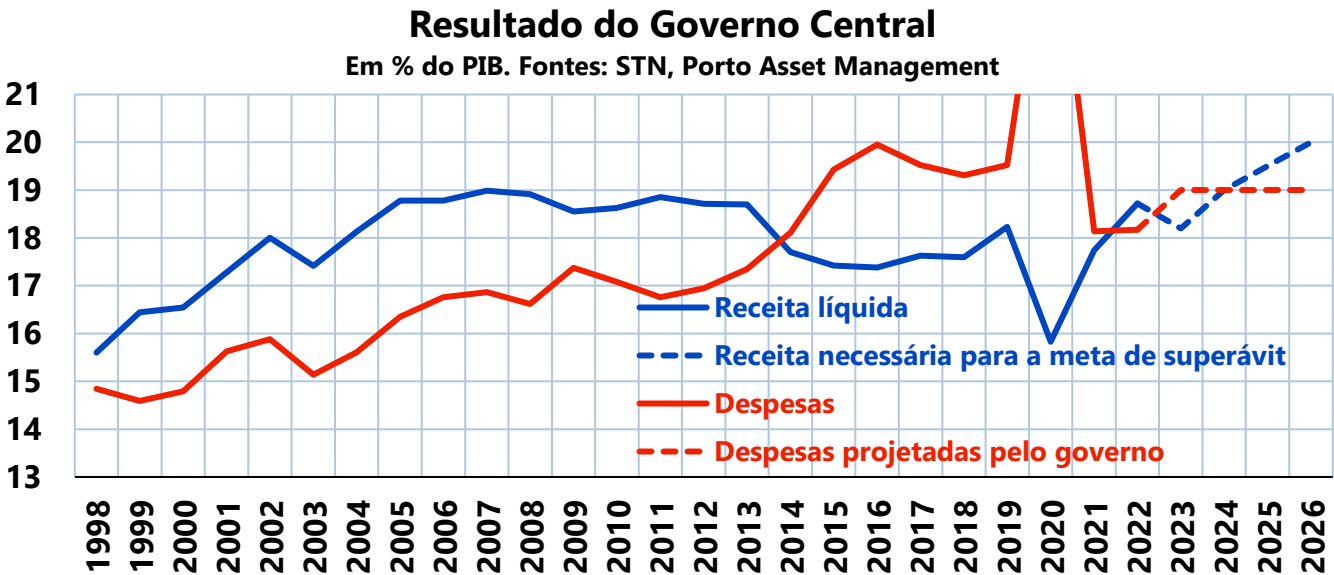
Aqui no Brasil também observamos sinais de resiliência da economia. O desempenho do setor de serviços e das vendas do varejo tem surpreendido positivamente, e indicadores de confiança sugerem que o momento mais agudo/veloz de desaceleração da atividade pode ter ficado para trás. Igualmente importante tem sido o vigor demonstrado pelo mercado de trabalho. Embora sejam desdobramentos positivos, eles vão na direção contrária ao esperado pela autoridade monetária, que tenta controlar a inflação através de contenção da demanda. Dito de outro modo, esse é um quadro que no mínimo retarda o processo de desinflação e, consequentemente, de queda da Selic.

Nesse sentido, a política fiscal poderia contribuir decisivamente para trazer a inflação de volta para a meta de forma mais rápida. Isso porque sinalizações firmes de empenho com a agenda fiscal, mesmo que no futuro, contribuiriam para reduzir prêmios de risco, valorizando o BRL desde já e, conseqüente, impactando a inflação no curto prazo.

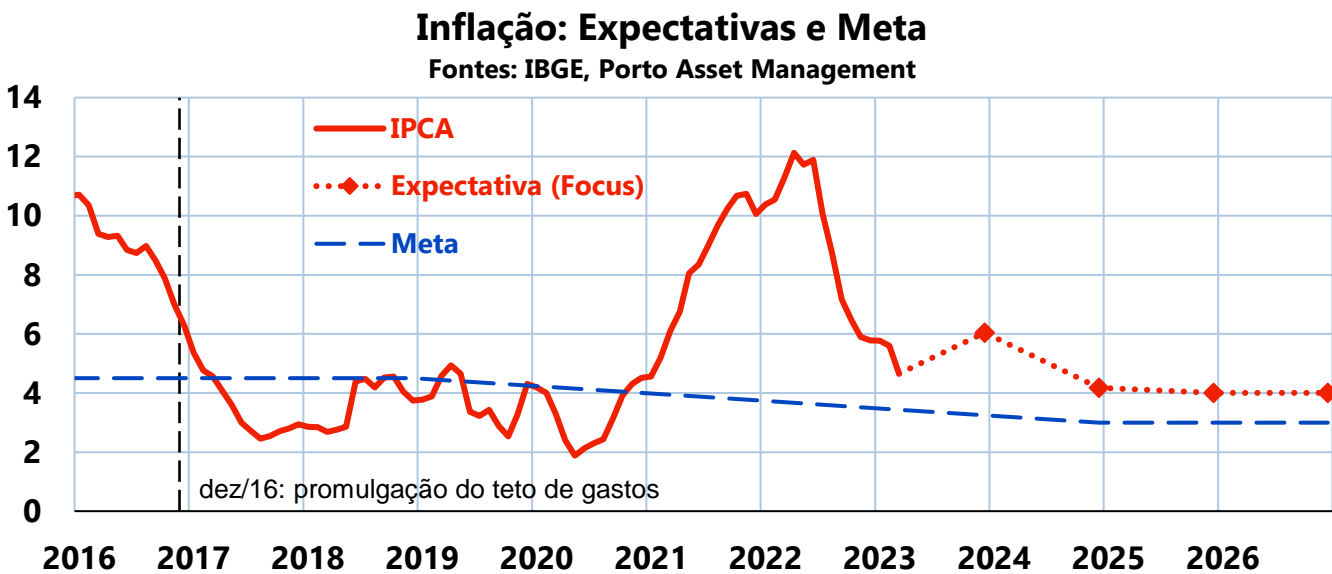
A experiência recente com o teto de gastos exemplifica esse processo. O teto prometia uma ajuste das finanças públicas ao longo de vários anos, mas foi importante fator para que a inflação corresse abaixo da meta logo após a sua promulgação, muito antes de ter efeitos concretos sobre as contas do governo. A proposta era essencialmente corrigir as despesas apenas pela inflação. Assim, contanto que o PIB crescesse em termos reais, as despesas como proporção do PIB cairiam ao longo do tempo. Já as receitas, mantida a mesma carga tributária, cresceriam conforme o PIB se elevasse. Com isso, o governo gradualmente passaria a gerar resultados positivos, endereçando a sustentabilidade da dívida pública.

Já o novo arcabouço fiscal propõe que as despesas cresçam de 0,6% a 2,5% acima da inflação. Logo, as receitas precisarão crescer ainda mais para se obter resultados primários que reduzam a dívida, ou ao menos a estabilizem. A grande fragilidade do novo arcabouço é justamente depender tanto do crescimento das receitas públicas, que já representam uma parcela significativa do PIB.

O gráfico a seguir mostra a trajetória necessária das receitas para garantir o cumprimento das metas de resultado primário sinalizadas pelo governo Lula. Por outro lado, a hipótese de despesas estáveis (como % do PIB) a partir deste ano parece difícil de ser concretizada diante do histórico do último quarto de século. Diante da inescapável restrição fiscal, sem a realização dos resultados primários devidos, a sustentabilidade da dívida será obtida através do perverso *imposto inflacionário*.



Com a demanda ainda aquecida e sem a ajuda do lado fiscal, a inflação ao consumidor segue em patamar muito alto, ainda que cadente, bem longe do centro da meta. Se por um lado o ritmo de avanço dos preços de alimentos e outros bens já caiu substancialmente, a inflação de serviços segue elevada. Os núcleos de inflação, para os quais o Banco Central dedica maior atenção, também não sinalizam alívio. E para além dos números correntes, as expectativas de inflação seguem distantes do centro da meta por todo o chamado horizonte relevante da política monetária.



Diante de todos esses fatores, a missão de trazer a inflação de volta para a meta parece ainda longe de concluída. Uma recessão global certamente teria reflexos no Brasil mas, como mencionamos anteriormente, ela não parece iminente. Enquanto isso, a atividade doméstica mostra uma certa resiliência, sustentada em grande medida por uma política fiscal expansionista que vai na direção oposta da ação da política monetária. A resultante desses fatores é uma inflação persistentemente elevada, que requer juros igualmente altos por mais tempo.

		2020	2021	2022	2023 (p)	2024 (p)
PIB	var. acum. %	-3,3	5,0	2,9	1,0 (0,7)	1,5 (1,8)
IPCA	var. acum. %	4,5	10,1	5,8	6,4 (6,5)	4,3 (4,3)
Câmbio	R\$/US\$, dez	5,20	5,58	5,22	5,25 (5,50)	5,35 (5,55)
Selic	%, dez	2,00	9,25	13,75	13,75 (13,75)	10,50 (10,50)

(p): atual (anterior)

A Porto Asset Management é responsável pela elaboração desse material, mas não se responsabiliza por quaisquer atos e/ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por meio de suas publicações e projeções. Todos os dados e/ou opiniões aqui presentes não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados e/ou análises desta publicação deverão ser assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo a Porto Seguro Investimentos de todas e quaisquer responsabilidades decorrentes do uso deste material.