



perspectivas

2023

*Novembro***22**

A política monetária segue como destaque no cenário internacional. Bancos Centrais ao redor do mundo seguem direcionando seus esforços para o controle dos altos níveis de inflação que persistiram ao longo de 2022. No centro desse debate está o Fed, que, ao longo de 2022, subiu 375 bps, para 4% ao ano, e ainda não terminou seu ciclo de aperto monetário.

Mesmo com algum sinal de que a inflação nos EUA já atingiu seu pico, o processo de desinflação ainda não aparenta estar consolidado. Além disso, a atividade e o mercado de trabalho nos EUA se mostram resilientes, fazendo com que o aperto monetário feito até aqui não seja suficiente para garantir o controle da inflação, que deve fechar o ano próxima a 4,5% (na medida relevante para o Fed). Assim, a autoridade monetária deve seguir subindo os juros, ainda que diminua o ritmo das altas.

Um pouco atrás do Fed, o Banco Central Europeu (ECB) também conduziu um rápido aperto monetário, desde meados do ano. Mesmo com uma inflação mais alta do que a observada nos EUA, a expectativa é de que o ECB consiga encerrar o seu aperto com

uma taxa terminal menor do que a americana, pois a região deve ser assolada por uma desaceleração mais severa da atividade econômica em virtude dos efeitos da guerra na Ucrânia. A expectativa é de desaceleração no ritmo das altas de juros.

Citada acima, a guerra na Ucrânia também foi um dos principais temas do ano. O conflito impactou negativamente as cadeias de suprimento e já dura oito meses. Não há, até este momento, expectativa para uma resolução do conflito entre os dois países.

Os dois principais eventos na China foram a continuação das restrições contra a pandemia do Covid e a eleição da liderança do Partido Comunista. A política de Zero Covid ainda é um impeditivo importante para o crescimento econômico do país. A fragilidade apresentada pelo mercado imobiliário chinês mostrou as fragilidades da política econômica chinesa e levantou dúvidas sobre as perspectivas de longo prazo para o país. Recentemente, também vimos a reeleição de Xi Jinping, que, com ainda mais força, reforça a continuidade da condução da economia chinesa.

Assim como no exterior, a inflação foi um dos principais temas no Brasil ao longo de 2022. Em abril, o IPCA chegou a subir 12,13% em 12 meses, mas o corte de impostos em itens importantes da cesta de consumo, principalmente energia elétrica e combustíveis, trouxe três meses de deflação que levaram a alta para 6,47% em outubro. Apesar da queda dos preços observada de julho a setembro, a dinâmica de inflação se mantém preocupante, com preços de serviços e medidas de inflação subjacentes ainda pressionadas.

O Banco Central, após realizar um dos mais velozes apertos monetários de sua história, e ficar à frente das demais autoridades monetárias no ano, julgou que o aperto monetário realizado já é suficiente para garantir a convergência da inflação à meta no horizonte relevante. As elevações na taxa de juros têm sido realizadas desde março de 2021 e seguiram até setembro deste ano. No total, a Selic foi elevada em 11,75p.p. Neste ano, a taxa subiu 4,5p.p. Assim, para as reuniões restantes, não devemos ver mudanças na taxa de juros, de modo que o COPOM deve manter taxa de juros em 13,75% até 2023.

Mesmo com o forte aperto promovido pela autoridade monetária, a atividade econômica seguiu firme ao longo do ano. Os efeitos da forte reabertura desde o final de 2021, em conjunto com uma série de impulsos fiscais (Auxílio Brasil, PEC dos benefícios sociais e cortes de impostos), fizeram com que os dois primeiros trimestres apresentassem crescimento acima de 1%. No ano, o PIB do Brasil deve crescer aproximadamente 3%. Ao longo do segundo semestre, entretanto, os efeitos defasados da política monetária começam a aparecer gradualmente, especialmente no mercado de crédito. Esperamos uma lenta desaceleração nos próximos trimestres.

A inflação alta e a atividade ainda resiliente promoveram bons resultados das contas públicas no ano. Mesmo com os gastos adicionais e alguns cortes de impostos, o governo deve registrar superávit em 2022. As maiores incertezas giram em torno do principal arcabouço fiscal do país, o teto de gastos, que foi mais uma vez fragilizado com a aprovação em julho da expansão temporária dos programas sociais. A substituição do teto de gastos fragilizado será responsabilidade do novo governo, que não deu indicações da governança fiscal nos próximos quatro anos. O risco fiscal é o mais relevante para o cenário econômico doméstico.

Com a eleição realizada no final de outubro, conhecemos o novo presidente assim como a composição das casas legislativas. Ao contrário dos processos eleitorais anteriores, não houve muita volatilidade trazida pela expectativa do pleito. O que não acontece agora durante a transição.

O governo eleito adotou um discurso de expansão fiscal maior do que o esperado e nomeou uma equipe de transição com vários membros que participaram da hecatombe fiscal durante o governo Dilma. O aumento de gastos está sendo discutido por uma "PEC de Transição", que será apresentada ao Congresso para atender as demandas feitas ao longo da campanha. Investidores se assustaram com a possibilidade de que a retirada das despesas do teto seja permanente.

Ainda mais importante, o governo eleito será responsável por criar uma regra fiscal que substitua o teto de gastos e o futuro presidente continua com o discurso de campanha de que não há necessidade de governança para o assunto.

O que esperar de 2023?

Internacional

A política monetária e seus efeitos seguirão como destaques no mundo desenvolvido. O aperto monetário do Fed deve ter prosseguimento no primeiro semestre de 2023. Investidores e economistas, entretanto, ficarão mais atentos à taxa terminal do que à velocidade de elevação. Ao final do processo, que deve ocorrer ao final do primeiro trimestre, esperamos que a taxa de juros americana atinja patamar próximo de 5%. Em relação à dinâmica de inflação que deve ser observada em 2023, ainda não devemos ter uma convergência completa à meta. Esse processo tem tudo para ocorrer lentamente. Por isso, a taxa de juros deve se manter acima do patamar neutro ao longo de todo o ano.

Em virtude do patamar restritivo dos juros, a atividade e o mercado de trabalho devem desacelerar. É difícil dizer se esse movimento será capaz de causar uma recessão na economia americana, mas é esperado que isso se intensifique ao longo do ano e que tenha impacto negativo no crescimento da economia americana, que deve apresentar variação do produto abaixo do seu nível potencial.

Enquanto nos EUA a desaceleração da economia tende a ocorrer de forma lenta, na Europa os efeitos

da guerra, para além dos juros mais altos, fazem com que a região tenha uma probabilidade de recessão maior que os EUA. Em virtude dos maiores impactos à atividade, também antevemos que o ECB será capaz de encerrar seu ciclo de aperto monetário em patamar inferior ao esperado nos EUA.

Em relação ao conflito na Ucrânia, não há expectativa de que haverá solução no curto prazo e, muito embora os principais impactos nas cadeias de suprimento já serem conhecidos, a possibilidade de escalada mantém o tema entre os principais riscos no ano que vem.

Na China, a expectativa é de suavização da política de Zero Covid ao longo de 2023 com medidas mais claras sendo tomadas a partir de março, quando todos os cargos políticos já terão sido assumidos pelos novos representantes do partido comunista. As preocupações com o crescimento do país ainda devem persistir. Existe a percepção de que esse modelo baseado em investimentos e exportação está se esgotando e, apesar de um discurso de mudança de fontes de crescimento, não há ações concretas nesse sentido.

O que esperar de 2023

para o Brasil?

Mesmo com os efeitos defasados da política monetária ganhando força no próximo ano, esperamos ainda uma inflação elevada, que deve superar a meta estabelecida pelo Banco Central (BC), pressionada pela alta inflação de serviços, que tem uma persistência maior. Nas nossas projeções o IPCA de 2023 deve ficar em 5,2% enquanto o centro da meta do BC é de 3,25%.

Para se adequar a inflação mais alta, a expectativa é de que o BC mantenha a taxa de juros por um período mais longo. Esperamos cortes de juros a partir do final do segundo trimestre. Em junho, a primeira redução da Selic deve ser observada e antevemos uma queda de 0,5p.p., levando a taxa para 13,25% e, caso a inflação se mostre mais persistente, há a possibilidade de que a Selic se mantenha em 13,75% ao longo do segundo semestre.

Apesar do impacto que a Selic elevada terá sobre a atividade econômica, ainda esperamos crescimento modesto em 2023. O bom resultado deste ano deve promover um efeito estatístico de 0,6% para 2023, garantindo crescimento entre 0,5 e 1% para o ano que vem. Ainda assim, a expectativa é de uma desaceleração importante nos dados de atividade e no mercado de trabalho que segue aquecido no Brasil.

Atualmente, a taxa de desemprego está abaixo daquela considerada neutra (que não acelera a inflação) para a economia brasileira. Com a recuperação dos empregos, também vimos uma alta real dos salários, que, nos últimos 12 meses, foi de 3%. A forte recuperação dos postos de trabalho, bem como uma mais modesta elevação dos salários, produziu aumento de 10% na massa salarial real nos últimos 12 meses. Em relação ao mercado de crédito bancário, que também apresentou bons resultados ao longo deste ano, já vemos efeitos mais claros da política monetária.

Mesmo com a inflação em patamares elevados, os efeitos positivos vistos na arrecadação federal ao longo de 2022 não devem ser observados no ano que vem. A atividade mais fraca também tende a contribuir negativamente para as receitas do governo. Dessa forma, os resultados fiscais devem piorar em 2023. O orçamento público prevê um déficit na casa de 60 bilhões. Todavia, o cenário fiscal traz consigo um conjunto grande de incertezas.

O governo eleito debate uma PEC para aumentar despesas além do teto de gastos. Uma flexibilização pode levantar dúvidas com a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo, pois essa discussão ocorre antes da proposta da nova âncora fiscal. Além disso, 2023 deve ser marcado pela discussão de uma série de reformas como a tributária e a administrativa que são importantes para o crescimento de longo prazo, mas podem gerar volatilidade de curto prazo.

Agora 2022, a transição política ocorre quando existem menos problemas graves de curto prazo em comparação a 2002 e a 2016, mas com os mesmos desafios de longo prazo. O equilíbrio da dívida pública depende de superávit fiscal que o Brasil não atinge desde 2013 e não há compromisso de médio prazo crível para atingi-lo. A expansão fiscal em 2023 deve ser menor do que o inicialmente proposto, mas haverá aumento de intervenção nas estatais e risco de mudança na regulação setorial, especialmente as recém aprovadas. O aumento de gastos pode provocar maior pressão inflacionária e, consequentemente, atrasar o ciclo de afrouxamento monetário.

Em paralelo, o Brasil tem um crescimento de PIB baixo nos últimos anos e, apesar de avanços em agenda microeconômicas, os desafios demográficos e a estagnação da produtividade devem continuar dificultando resultados melhores no futuro.

Os primeiros sinais do novo governo indicam uma combinação de inflação maior e juros mais altos do que prevíamos anteriormente para os próximos anos.

Projeções	2021	2022*	2023*	2024*
PIB (%)	4.6	2.7	0.7	1.5
IPCA(%)	10.06	6	5.2	3.3
Selic (%)	9.25	13.75	11.75	8