



consenso
macroeconômico

Abril/23

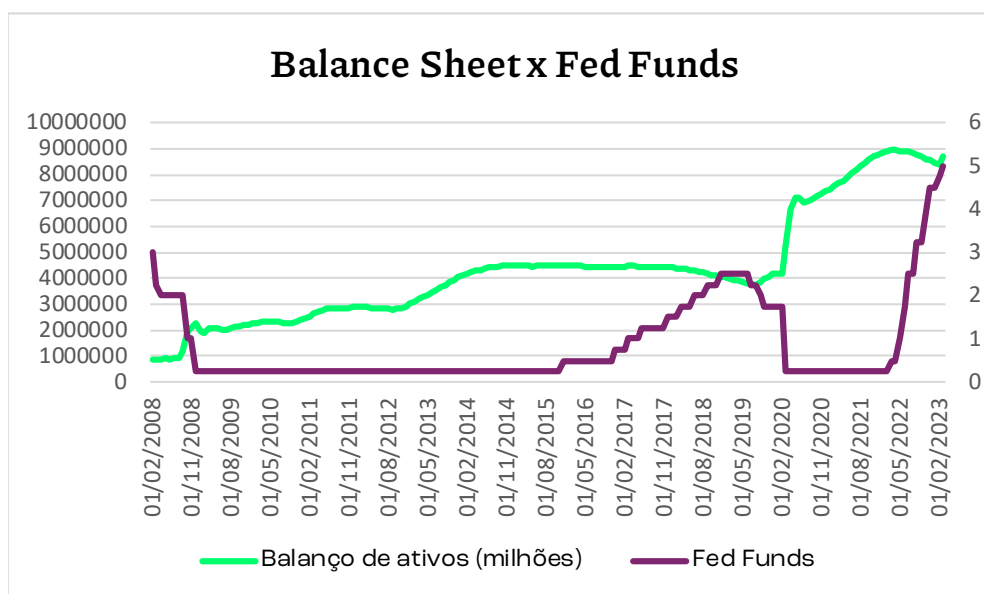
- Cenário internacional em alerta para a possibilidade de contágio da quebra dos bancos ao sistema financeiro. Mesmo com o risco, bancos centrais foram rápidos em reagir, provendo liquidez ao mercado;
- No Brasil, o foco foi para a divulgação do arcabouço fiscal que, apesar de controlar o aumento dos gastos, não é suficiente para equilibrar as contas públicas;
- Na política monetária, o BC se manteve firme. Assim, a despeito da melhora de curto prazo da inflação, a autoridade monetária deve manter a taxa de juros no atual patamar;

Desde o final de fevereiro, a quebra de bancos no mundo desenvolvido tem sido destaque no cenário internacional. Nos EUA, o principal evento foi o colapso do Silicon Valley Bank (SVB), enquanto na Europa a aquisição do Crédit Suisse pelo UBS, orquestrada pelo Banco Central Suíço (SNB), ficou em evidência. Apesar das incertezas acerca do sistema bancário, os bancos centrais no mundo desenvolvido continuaram subindo os juros e mantendo um tom rígido com o controle da inflação.

que retirou a liquidez da economia dos EUA. Desde o início do plano de redução do balanço, em abril de 2022, o banco havia tirado aproximadamente 500 bilhões de dólares de liquidez da economia americana. O contexto, então, gerou uma crise de confiança nos bancos, causando uma corrida bancária e impedindo, assim, que as instituições fossem capazes de arcar com suas obrigações junto aos clientes. Desse modo, os bancos tiveram que sofrer intervenções das autoridades americanas.

Nos EUA, o evento de corridas bancárias observadas se iniciou com a reprecificação dos títulos públicos detidos pelas instituições bancárias. O preço desses ativos caiu, haja vista a rápida elevação das taxas de juros conduzida pelo Fed. Ao mesmo tempo, houve aumento no volume de saques por conta do processo de redução do balanço de ativos do BC americano,

Balanço do Fed



Com um alto volume de saques e perdas relevantes no balanço, os bancos não conseguiram cumprir com suas obrigações com os clientes. Em resposta, o Fed, o tesouro americano e o FDIC tiveram de interferir. O FDIC cobriu todos os depósitos dos bancos que quebraram e o Fed, por sua vez, abriu uma nova linha de liquidez para que os bancos tenham como arcar com os saques, caso necessário.

Apesar das medidas macro prudenciais, entretanto, o Fed não interrompeu seu processo de aperto monetário. A autoridade monetária americana alegou que há separação entre o controle de inflação e a garantia de estabilidade do sistema financeiro. E dado que os altos níveis de inflação da economia americana permanecem, o Fed entendeu que era adequado seguir elevando as taxas de juros dos EUA. Por outro lado, a autoridade monetária dos EUA reconheceu que o aperto de crédito causado pelos eventos bancários pode representar uma pressão negativa para a inflação. Mesmo assim, as projeções ainda não contemplam cortes de juros para este ano.

Na Europa, o evento do Crédit Suisse (CS) não ocorreu da mesma forma, mas certamente os ruídos americanos tiveram papel decisivo. Quebras de bancos carregam consigo preocupações sistêmicas. Nesse sentido, os sinais registrados nos EUA afetaram a confiança no setor bancário ao redor do mundo.

O CS, por decisões equivocadas no passado, perdeu parte de sua credibilidade e há algum tempo os investidores já tinham preocupações com o futuro do banco. O risco de contágio afetou ainda mais o já fragilizado banco, fazendo com que os CDS disparassem. Em virtude do tamanho elevado do banco, a possibilidade de falência representava um risco para a estabilidade financeira global. Por esse motivo, o SNB decidiu orquestrar a compra do banco pelo também suíço UBS. Outros bancos europeus continuam sob observação atenta dos investidores e ainda vemos penalização nos ativos do setor.

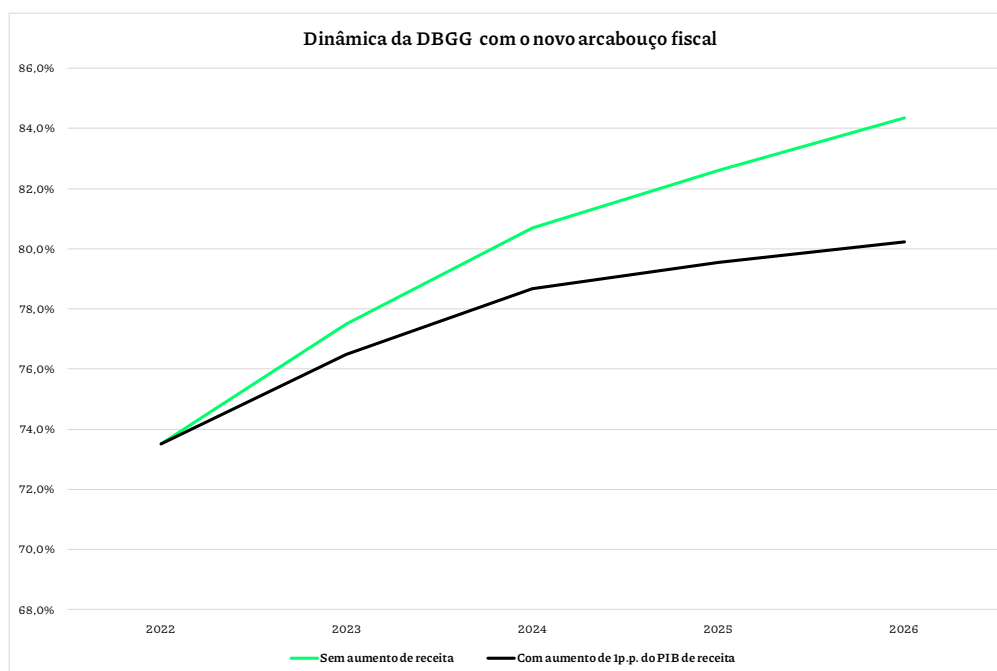
Em resposta aos ruídos, o Banco Central Europeu (ECB) disse que seguirá elevando a taxa de juros e, assim como o Fed, realizou mais uma alta. Para a autoridade monetária europeia, vale o princípio da separação e a inflação continua alta na região.

Março, portanto, foi um mês turbulento, mesmo sem grandes alterações na tendência das variáveis macroeconômicas divulgadas. A inflação permanece elevada no mundo desenvolvido e a atividade, resiliente. Nos Estados Unidos, as preocupações com um mercado de trabalho, que desacelera de forma bastante gradual, também seguiram.

No Brasil, mais uma vez vimos a discussão se voltar para a política econômica, com a divulgação do novo arcabouço fiscal e mais uma manutenção da taxa de juros, a contragosto do governo.

Finalmente, a nova regra para as contas públicas foi apresentada. Ainda que o arcabouço caminhe na direção correta e tenha um mecanismo de controle

de despesas, o conjunto de medidas parece longe de ser o suficiente para que o governo consiga atingir a estabilidade da dívida pública. Para que isso aconteça, a arrecadação terá que aumentar, e ainda não está claro como o governo atuará para alcançar esse objetivo. Dito isso, vale destacar que conhecemos apenas a apresentação feita pelo ministro. O texto da lei, definindo os detalhes, ainda não foi publicado.



Mesmo assim, apenas a divulgação já promoveu uma movimentação de fechamento da curva de juros, com o auxílio das quedas de juros globais. A ideia de que, pelo menos, há uma regra, foi bem recebida, apesar das incertezas quanto à eficácia do novo arcabouço fiscal. Os detalhes que aparecerão no texto da lei podem, entretanto, mudar a percepção para o bem ou para o mal. Como já diz o ditado: “O diabo mora nos detalhes”.

Na outra ponta da política econômica, mais precisamente no campo monetário, o Banco Central não cedeu à pressão do governo e continuou a adotar uma postura firme no que se refere ao controle da inflação, realizando mais uma manutenção da taxa de juros. A autoridade monetária deu bastante ênfase

à desancoragem das expectativas, que seguem também em horizontes mais longos e precisam voltar à meta para diminuir o custo da política monetária.

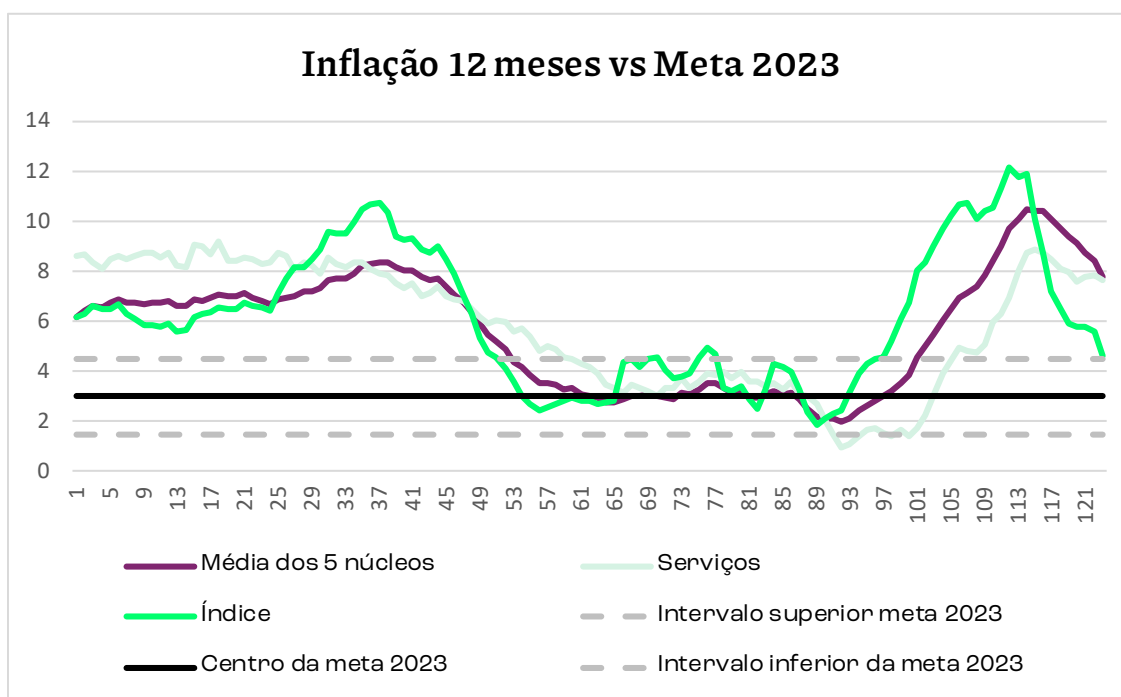
Além do tema inflacionário, o Copom também acentuou o fato de que, apesar da desaceleração do mercado de crédito, não estamos em um momento compatível com um credit crunch, mesmo após os eventos envolvendo Americanas e Light. Se estivéssemos nesse contexto, o BC alegou que medidas macroprudenciais seriam utilizadas e que o juro só seria usado com objetivo de estabilizar o sistema financeiro em casos extremos.

O BC, que deve continuar a lidar com as frequentes críticas do governo, também terá outro

desafio à frente. O governo poderá indicar dois novos diretores da autarquia, que terão, pela primeira vez, que lidar com um Copom ainda escolhido pelo governo anterior. As indicações do Copom podem provocar instabilidades para os ativos brasileiros, especialmente se os nomes forem antagônicos à diretoria atual.

Para as variáveis macroeconômicas, a história a ser contada está de acordo com o que indicavam as expectativas. A atividade continua dando sinais de desaceleração, seguida pelo mercado de crédito que, como já citado, é uma das maiores preocupações. O mercado de trabalho também dá sinais de lento enfraquecimento, com uma taxa de desemprego baixa para padrões históricos.

No cenário inflacionário, entretanto, houve surpresa. A inflação subjacente segue elevada, mas vimos sinais positivos nesta última divulgação, especialmente para inflação de serviços e para os núcleos. Na variação anual, o IPCA chegou a flertar com o teto da meta de 2023. Em que pese o mês positivo, o cenário mudou pouco, tanto para as expectativas para o ano quanto para a política monetária. O BC precisará ver mais sinais de que a inflação desacelera de forma consistente e os efeitos base da redução de impostos no ano passado ainda não foram sentidos, devendo elevar a inflação no segundo semestre. Por fim, a decisão dos estados de elevar o ICMS da gasolina e do etanol pode significar mais uma pressão relevante para o ano, distanciando ainda mais a inflação da meta.



Mesmo com os ruídos políticos, o mês foi de fechamento da curva de juros, seguindo os ativos no exterior. A divulgação do arcabouço fiscal, que afastou os cenários mais pessimistas, também ajudou para

o fechamento. Assim, a curva chegou a fechar 80bps em ramos intermediários, enquanto o Ibovespa caiu 3%.