

2023, UM ANO CHEIO DE INCÓGNITAS

Desaquecimento global e o cenário fiscal doméstico definirão os rumos da economia brasileira no ano que se aproxima

Ainda que o resultado das eleições presidenciais no Brasil tenha contribuído para definir melhor o quadro político local, é a conjuntura macroeconômica e geopolítica global que continua a dar o tom às perspectivas dos analistas das casas gestoras de recursos para 2023. Afinal, é inviável dissociar os indicadores brasileiros do pesado impacto externo. No centro do radar estão a pressão inflacionária, juros elevados por um período mais longo, a escalada da guerra na Ucrânia e a crise no fornecimento de ener-

gia, entre outros fatores que levam às projeções de desaquecimento da economia nas diversas regiões do globo. Entre os institucionais, na seara dos investimentos, sinais indicam um novo período de elevada volatilidade, aversão a risco e conservadorismo. Os indicadores externos aparecem como pano de fundo para as variáveis domésticas que, por sua vez, estão ligadas à condução das políticas econômica e fiscal do novo governo do presidente Luiz Inácio Lula da Silva a partir de 01 de janeiro.

A carta mensal divulgada em novembro pela Santander Asset Management alterou pouca coisa nas projeções de indicadores, mas identificou sinais mais construtivos no cenário doméstico e elevou a estimativa de crescimento real do PIB brasileiro para 2023, enquanto mantém o alerta em relação à economia global. “O cenário é muito pautado pelas movimentações lá fora. 80% da precificação dos ativos no mercado doméstico vêm do ambiente externo, que é muito desafiador”, diz Clayton Calixto, Especialista de Portfolio da gestora.

No início de novembro, o *Federal Reserve Bank* (FED) - o Banco Central estadunidense - elevou mais uma vez a taxa de juros dos títulos do tesouro americano (*FED funds*), que subiram 75 pontos-base, para a faixa entre 3,75% e 4,00% ao ano. O FED também sinalizou que poderá reduzir a intensidade desse ajuste para intervalos de 50 pontos-base, mas o mercado não comprou essa versão com entusiasmo.

“80% da precificação dos ativos no mercado doméstico vêm do ambiente externo, que é muito desafiador”

“Acreditamos que a próxima alta deverá ser de 0,75% e que esse percentual só será reduzido para 0,5% a partir de fevereiro de 2023, quando a taxa subiria para 5,25%”, afirma Calixto. Isso porque o *payroll* (relatório econômico com os dados de quantas pessoas estão empregadas e recebendo salário, excluindo apenas o setor primário) continua forte e o mercado de trabalho nos EUA segue firme, indicando que o FED precisará conter uma inflação ainda alta na comparação ano contra ano. A inflação acumulada de 12 meses é de 8%.

Na Europa, a projeção do Santander é de recessão no segundo semestre de 2023. Contudo, olhando apenas os países da zona do euro, ela poderá chegar antes disso. “O crescimento na Europa já era frágil antes da Covid-19. Em 2023, o problema geopolítico e os preços da energia serão uma nova pancada, o que nos faz projetar 0,4% de crescimento na região”, afirma Calixto. Para os EUA, a perspectiva de crescimento é de apenas 0,3%, também indicando recessão. Na China, o PIB sofreu contração de 7,6% no segundo trimestre deste ano e, apesar da melhora no terceiro trimestre, a recuperação não cobre a desaceleração anterior.

Na China, o ponto de dúvida é a condução dos incentivos pelo governo em 2023. “A retirada dos incentivos ao mercado imobiliário, que ocorreu por receio de especulação, somada aos efeitos negativos da política de Covid-zero, desacelerou a economia. O PIB deste ano deve crescer apenas 2,8%”, explica Calixto. No entanto, a projeção de crescimento de 4,6% para 2023 da China poderá ser o *driver* capaz de puxar a economia global para cima, embora haja muitas incertezas quanto a isso.

Difícil para qualquer governo

No Brasil, a Santander Asset Management revisou o crescimento real do PIB de 2022 e 2023 para cima, com destaque sobretudo para o setor de serviços. “Nossa projeção é de crescimento de 2,7% em 2022, alta que veio na esteira do agronegócio. Para 2023, o País deve crescer apenas 1%”, assinala Calixto. Ele acrescenta que o juro de 13,75% coloca o Brasil em território restritivo ao crescimento porque

houve uma defasagem da política monetária, que levou 18 a 24 meses para surgir efeito sobre a inflação, efeito esse que talvez comece a ser percebido já neste último trimestre do ano”, avalia.

O cenário fiscal, diz o gestor da Santander, é desafiador, com expectativa para o próximo ano de déficit primário de 1%. “Qualquer que fosse o presidente eleito enfrentaria problemas nessa frente no próximo ano. A questão será olhar para as contas e tentar equalizá-las de acordo com o cenário”, diz.

A relação dívida/PIB deve ficar em 80,3% este ano, podendo chegar a 83% em 2025. A inflação já passou do seu pico, com a queda puxada por itens voláteis, mas o seu núcleo segue pressionado e o acumulado de 12 meses só deverá ceder no segundo trimestre de 2023. “Isso daria espaço para o Banco Central começar a chamar atenção para um possível ciclo de redução do juro”, pondera Calixto. As estimativas do mercado já são de taxa na casa de dois dígitos, o que significa que o apetite a risco permanecerá baixo. “De modo geral, vemos a renda fixa ainda favorecida no próximo ano”, opina.

Cenário doméstico

“A visão do cenário global avançou muito em relação a três meses atrás. Agora, há um ciclo de alta do juro mais adiantado, com sinais de inflação mais baixa e menor restrição nas cadeias de produção. Porém, a grande discussão é sobre os próximos passos do FED”, analisa Luiz Philippe Biolchini, Diretor de Investimentos (CIO) da Bradesco Asset Management (Bram). Há preocupação com a possibilidade de que o

remédio contra a inflação, ou seja, uma política monetária restritiva, passe do ponto no seu efeito de desaquecimento da atividade econômica. Apesar dos avanços, complementa Biolchini, o ambiente ainda é de risco porque o ciclo de alta não terminou.

A inflação já passou do seu pico, com a queda puxada por itens voláteis, mas o seu núcleo segue pressionado

Do ponto de vista dos investimentos, ele acredita que continua a fazer sentido olhar para os mercados globais como fonte de diversificação de risco nas carteiras no longo prazo. “Quem já tem esse investimento não deve aumentar o risco neste momento, mas para os que ainda não têm, faz sentido começar a alocar para capturar essa diversificação”, afirma.

O momento no Brasil é de atenção à política econômica. Ao mesmo tempo, há a percepção de que a desinflação já está em curso, sem grandes desequilíbrios fiscais ou de preços, e com um volume relevante de reformas concluídas, avalia a BRAM. “Há também um ambiente de crescimento que é positivo para 2023 porque é virtuoso, ou seja, é sempre ruim investir quando a conjuntura sinaliza economia sem crescimento”, afirma Biolchini.

No próximo ano, os resultados deverão se manifestar por meio da manutenção do juro elevado e desaquecimento, mas ele acredita que isso permitirá olhar para 2024 com um horizonte melhor. “Entre 2023 e 2024, o sinal já será de crescimento, com variáveis mais equilibradas. Esse é o nosso cenário básico, que não se altera com o resultado da eleição presidencial porque

o pressuposto é de uma política econômica moderada”, ressalta.

Nos EUA de Trump, assim como no Brasil, a sociedade mandou uma mensagem de moderação. “Há sinais claros, enviados inclusive nas eleições recentes nos EUA, de que eventuais medidas mais radicais não serão aceitas”, pondera. Os grandes problemas da economia são claros: inflação, desequilíbrios sociais e situação fiscal, “mas as soluções deverão ser moderadas porque os radicalismos custam até mesmo perda de poder político”, argumenta o especialista.

Rumo dos mercados

O Brasil já está na sua máxima de política monetária e a variação dos títulos de dois anos indica que não será necessária uma dosagem mais alta, complementa Biolchini. Do ponto de vista dos mercados, praticamente só Brasil e Chile têm hoje um cenário positivo em suas Bolsas. O Brasil, por ter se antecipado no aperto dos juros, apresenta situação um pouco mais favorável e mais descolada do quadro global.

Do ponto de vista dos mercados, praticamente só Brasil e Chile têm hoje um cenário positivo em suas Bolsas

Nesse contexto, Biolchini destaca que os finais de ciclos de alta dos juros costumam tornar as oportunidades na renda fixa mais evidentes. “Com as taxas começando a cair no final do primeiro semestre de 2023, a expectativa é boa para a renda fixa, uma classe que deve ser avaliada com visão mais macro”, diz. Já o mercado de crédito, cujos fluxos na Anbima têm mostrado grande alocação e os melhores retornos, exige uma visão mais micro e acom-

panhamento de dados de inadimplência e situação de endividamento das empresas. Na renda variável, esse final de ciclo de alta exige acompanhamento muito próximo das organizações, aumentando a relevância da gestão ativa. “Há setores que estão com variação muito grande nas expectativas de lucro em 2023, então a análise fundamentalista é essencial”, observa o gestor.

Daqui para a frente, no que tange à avaliação dos ativos, a visão de curtíssimo prazo ainda é incerta, assim como falta visibilidade para o mais longo prazo (horizonte de cinco anos), porque as variáveis estão sendo corrigidas de modo intenso. “No horizonte até 2024 e 2025, porém, conseguimos ver uma economia mais equilibrada”, diz o Diretor da Bram.

Emergentes

Em meio ao ambiente de desaceleração global muito intensa, com a recessão um pouco mais limitada nos EUA, mas prolongada na Europa (e de pelo menos quatro semestres no Reino Unido), o cenário econômico para os emergentes continuará complicado, observa Jaime Valdivia, Economista-Chefe Global da gestora Galapagos Capital. Entre os efeitos da crise energética e da elevação das taxas de juros está a perspectiva de demanda enfraquecida por importações. “A discussão hoje é sobre a capacidade de refinanciamento e sustentabilidade das dívidas por conta das taxas muito altas. O quadro de menos exportações dos emergentes será agravado pelo acesso mais difícil aos mercados financeiros”, complementa Valdivia.

Por outro lado, ele lembra haver esperança de que a China saia de sua política de Covid-zero entre o segundo e o terceiro trimestres de 2023, o que deve melhorar a economia, ainda que faltem sinais mais claros nesse sentido. “Se a economia chinesa começar a se abrir, há possibilidade de ajudar no crescimento global, e países como Chile e Brasil seriam beneficiados porque o cenário para *commodities* se tornaria mais favorável, incluindo *commodities* agrícolas, de metais e outras, com um ambiente menos negativo para os emergentes”, avalia.

A *asset* projeta crescimento de 4% a 4,5% para a China em 2023. Valdivia lembra ainda que, uma vez que as restrições chinesas caíam, o país terá um estoque de poupança interna muito elevado, que tenderá a ser utilizado pelas pessoas. Durante a pandemia, explica o especialista, houve um aumento de 40% na poupança privada, e esses recursos represados, tão logo voltem a fluir para a economia (o que deverá ocorrer em meados de 2023), provocarão impactos sobre a demanda interna.

Outro aspecto preocupante é o da fortaleza do dólar, que se deve à alta dos juros, e deverá continuar em 2023. Depois da última reunião do FED, a Galapagos elevou sua projeção para o juro americano, no próximo ano, para 5% a 5,5% contra 4,5% a 5%. Isso significa um dólar forte pelo menos por mais seis a oito meses, pressionando as moedas emergentes.

Fiscal, fiscal e fiscal

Quando se olha para o ambiente doméstico, a constatação é de que o debate fiscal não será trivial, observa Tatiana Pi-

nheiro, Economista-Chefe do Brasil da Galapagos Capital. “Há coisas mais profundas a discutir, como estabelecer a trajetória e a equalização dos gastos fiscais; é preciso saber qual será a nova âncora fiscal, que deverá ser simples, flexível e crível, sem causar desconfianças”, afirma.

A abertura da economia chinesa pode ajudar o crescimento global e o Brasil ao tornar o cenário para *commodities* mais favorável

Ela lembra que a projeção de crescimento real do PIB para 2023 é pífia e é preciso colocar a questão da produtividade na pauta. “Nesse debate, a reforma tributária, com a criação do IVA, será essencial, assim como a reforma administrativa para os novos entrantes no serviço público. O ponto central para a economia brasileira é fiscal, fiscal e fiscal, seja em curtíssimo como em longo prazo”, diz a economista.

O próximo ano será de debates, até porque o início de governo é sempre aquele em que é mais possível traçar o planejamento. Ao mesmo tempo, é necessário olhar para o exterior. “Além do aperto monetário e desaceleração lá fora, temos uma enorme lição de casa a ser feita, e isso dependerá do caminho traçado pelo novo governo. A margem de manobra para políticas heterodoxas é mais restrita hoje, então temos potencial para performar melhor do que os demais emergentes”, enfatiza Pinheiro.

A regra do teto de gastos deu certo por muito tempo, até que o rumo político, que é o “pecado original”, interferiu, diz ela. Quanto às reações dos agentes dos mercados financeiros neste momento de transição, a economista lembra que “o mercado é sempre muito curtoprazista em suas reações, foca nos nomes da equipe

e no corpo ministerial do novo governo, assim como no andamento da equipe de transição, mas o pano de fundo é a âncora fiscal”, reitera.

Dúvidas

Para o Economista-Chefe da Bahia Asset, Luiz Maciel, a dúvida que permanece a respeito da condução das políticas econômica e fiscal do novo governo está vinculada a quem será o Ministro da Economia e qual a sua postura para definir as prioridades de gastos. Maciel avalia que o discurso do Presidente Lula em sua viagem ao Egito deixou claro que a ancoragem das expectativas dos agentes e a sustentabilidade fiscal não são sua prioridade de curto prazo, “mas sim aumentar os gastos públicos e a presença do Estado na economia, culminando na chamada PEC do Bolsa Família, que fragiliza qualquer âncora fiscal”.

“O mercado é sempre muito curtoprazista, foca nos nomes da equipe e no corpo ministerial do novo governo, mas o pano de fundo é a âncora fiscal”

Até o fechamento desta edição, ainda não havia um nome definido para a pasta da Economia. Nesse cenário, diz Maciel, o sinal é de que a política econômica inicial seria de um estímulo de dois pontos percentuais do PIB em despesas permanentes, o que ele classifica como “um estímulo cavalari”. Como o Brasil tem uma dívida pública muito alta, quando o governo propõe tirar essa rubrica do teto de gastos para sempre, sinaliza que a dívida vai crescer sistematicamente ao longo do tempo, e isso pode levar a um aumento dos prêmios de risco, gerando uma crise de confiança.

“Se o Presidente eleito mantiver esse discurso de gastar sem cortar outros gastos ou instituir uma regra fiscal que ancore as expectativas dos agentes, ele vai perder apoio. Acho difícil conseguir governar nesse ambiente”, analisa Maciel. O mais provável, admite o economista, é que o próximo governo flexibilize o discurso e, embora queira gastar mais, parte disso terá que ser disciplinado, ora pelo futuro Ministro da Economia, ora pelo próprio mercado financeiro, que reagirá a essa fragilidade com menor demanda por títulos públicos, restringindo, portanto, o espaço para que o Banco Central reduza o juro. O balanço de riscos ligados às políticas fiscal e econômica, diz o economista, poderá mudar com a discussão da PEC no Congresso.

Uma perspectiva mais otimista seria o juro dos “FED Funds” parar nos 5%, com efeito altista sobre os preços das *commodities* e positivo para o Brasil, que hoje exporta 30% acima do período pré-pandemia. “Se isso se mantiver, estaremos mais ricos. Se cair, estaremos em maus lençóis, com juro a 6% e recessão global. Nesse caso, o Brasil teria necessidade de fazer um ajuste fiscal de 3% a 3,5% do PIB para compensar a perda com a queda nos preços das *commodities*.” Quando esses preços subirem, o País ganhou 7% de renda, mas se caírem, será preciso aumentar a carga tributária, estima Luiz Maciel. ■

Por **Martha Corazza**