

Credibilidade do ajuste fiscal brasileiro e a melhora do cenário externo

Em janeiro, houve dois eventos econômicos que marcaram a retomada do risco financeiro por meio da alta das bolsas, da desvalorização do dólar nos EUA e da valorização do real com relação ao dólar e ao euro no Brasil. Nos EUA, o evento marcante que ajudou na alta do S&P 500, de 4,4% em uma semana, foi a divulgação do PIB (trimestral, anualizado e dessazonalizado) norte-americano de 2,9%, acima da mediana das expectativas de 2,6%. Na verdade, somado às leituras mensais de inflação ao consumidor relativamente baixas em novembro e dezembro e à perspectiva de mais dois aumentos (no máximo) da taxa do Fed Funds (FFR, de 0,25% cada), levando-a à 5%, o número do PIB deu fôlego para o S&P fechar janeiro em forte alta.

Já no Brasil, a apresentação do ministro Haddad no início de janeiro sobre o pacote fiscal, que visa reduzir a expectativa de déficit do governo central (que abrange o resultado do Banco Central, o do Tesouro Nacional e o do INSS) de 2,2% do PIB para 0,5% a 1% do PIB ainda em 2023, foi suficiente para trazer especificamente o real para níveis inferiores a 5,10/US\$ após a segunda semana de janeiro. Aliás, a estratégia política de “colocar o bode na sala”, estressar os preços de mercado e “retirar o bode” (já testado) o mais rapidamente possível do recinto não deveria ser novidade.

Análise de eventos - EUA

Começando pelos EUA, apesar do PIB trimestral do 4T22 de 2,9%, acima do já elevado consenso de 2,6%, a sua decomposição mostra o enfraquecimento da demanda agregada doméstica privada (DADP), a qual é igual à soma do consumo das famílias ao investimento privado tanto das empresas (em equipamentos, estruturas, propriedade intelectual e **estoques**) quanto das famílias (em residências). De fato, a DADP **sem estoques** desacelerou de 0,8% (tri contra tri) no 3T22 para 0,4% no 4T22 (taxas anualizadas), enquanto que, com estoques, ela aqueceu de -0,4% para 0,9% no mesmo período. Ou seja, em primeiro lugar, o desaquecimento dos componentes de demanda privada, os quais são afetados pelo nível de juro real (que está subindo com a alta da FFR e com a desaceleração da inflação) e pelas condições de crédito, já sente os efeitos do juro real atualmente mais alto. Aliás, a

DADP sem estoques vem mostrando desaceleração contínua e gradual desde o 1T22, sendo que os efeitos da alta de juros nominais e reais nos EUA sobre o desaquecimento econômico se fizeram presentes a partir do primeiro trimestre de 2022.

Em segundo lugar, no âmbito do PIB, a subtração da contribuição da acumulação de estoques do crescimento do PIB no trimestre passado leva a taxa (anualizada) de crescimento econômico para 1,44%, bem abaixo da expansão do PIB de 2,9% no 4T22 e de 3,2% no 3T22, lembrando – ainda por cima – que os estoques contribuíram com -1,2% no PIB do trimestre retrasado. Ou seja, sem estoques, a exemplo da DADP, o PIB sofreu desaceleração expressiva no 4T22 com relação ao trimestre imediatamente anterior.

Em terceiro lugar, a excessiva acumulação de estoques em um dado trimestre tende a contribuir para a desaceleração, ou mesmo queda, da produção de bens em um ou dois trimestres seguintes, de modo que as expectativas de crescimento do PIB no primeiro e no segundo trimestre de 2023 devem desacelerar com relação ao 4T22. Isso pode ser ilustrado pela relação entre estoques e produção industrial. A desaceleração anual da produção industrial (PI) acompanha o desaquecimento da DADP, mas a variação dos estoques cresceu fortemente, descolando da desaceleração da PI principalmente a partir de 2022. O descasamento entre as duas variáveis é mais um indício na direção da desaceleração, ou até mesmo diminuição, da produção de bens no primeiro semestre.

Produção industrial e estoques (A/A%)

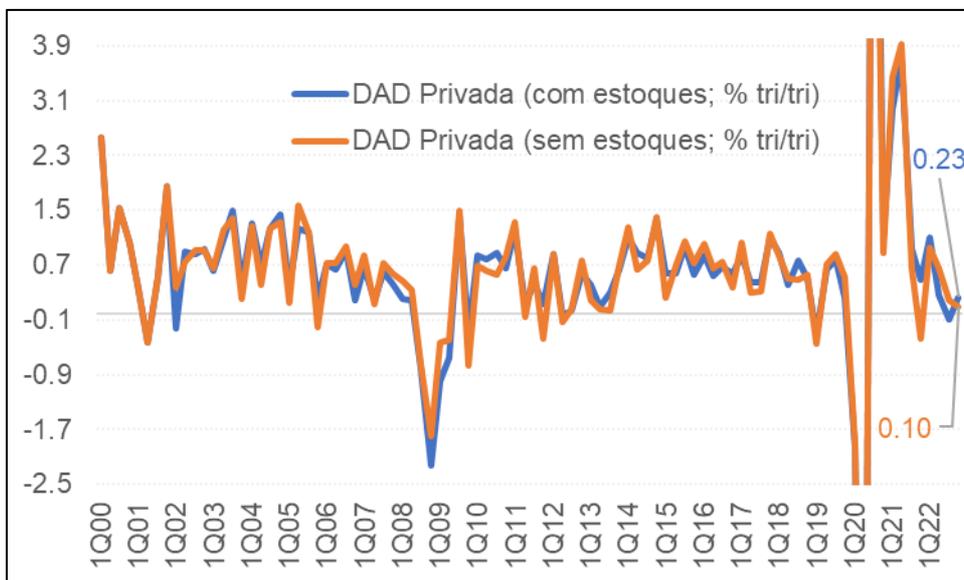


Fontes: U.S. Census Bureau, Federal Reserve Board, Kairós Capital

As importações, similarmente, também ajudaram muito o número do PIB (lembrando que importações são compras externas de bens e serviços e, por isso, são um vazamento do PIB para o exterior). Ao variarem negativamente, as importações mostram o enfraquecimento do investimento privado em máquinas e equipamentos e a desaceleração esperada da economia no curto e longo prazo. De fato, a queda das importações contribuiu 0,71% para PIB no 4T23 (contra 1,21% no 3T22), acompanhando em parte a queda dos investimentos privados em equipamentos.

Finalmente, o gasto do governo mais uma vez ajudou o PIB no 4T22 ao contribuir 0,64% e ao crescer 3,7% no trimestre passado (igual ao 3T22). Como exercício, se excluirmos a contribuição dos estoques, a queda de importações e o aumento dos gastos do governo do crescimento do PIB, a soma da demanda agregada doméstica privada com as exportações de bens e serviços cresceu apenas 0,09% no 4T22 em relação a 2,53% no 3T22. Há uma desaceleração da DADP e do PIB ajustado nos EUA, aumentando a probabilidade de recessão no 2T23 ou no 3T23.

Demanda Agregada Doméstica Privada (T/T%)



Fontes: Bureau of Economic Analysis, Kairós Capital

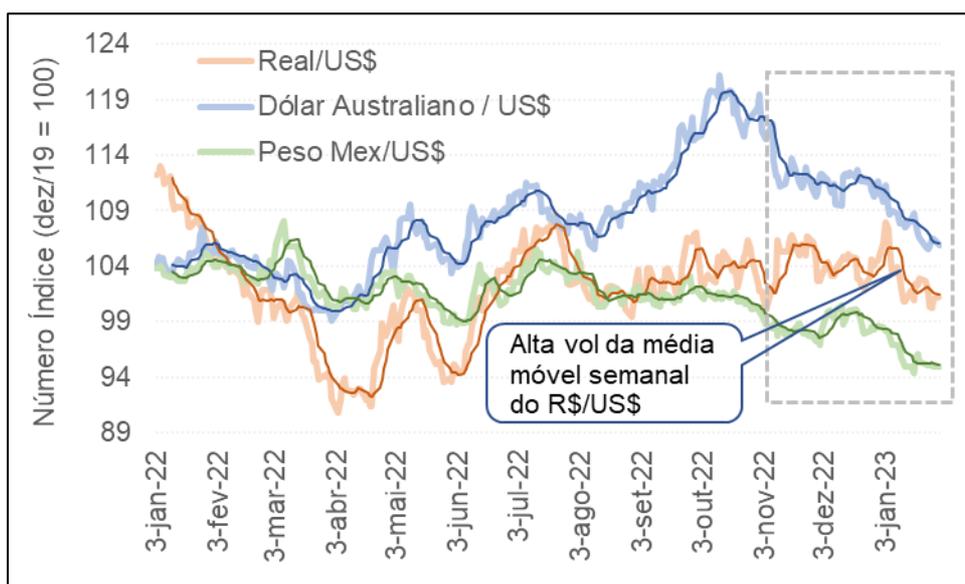
Porém, apesar da desaceleração da DADP nos EUA, os investidores deram mais importância ao número cheio do PIB no 4T22, à (muito) baixa inflação ao consumidor em novembro e dezembro e à consequente perspectiva de fim do ciclo de alta de juros nos EUA, o que desencadeou a valorização das bolsas e a desvalorização do dólar (por exemplo, o dólar depreciou 2,5% ante o euro no final de janeiro com relação à média de dezembro). No mesmo período, o dólar canadense, o dólar australiano, o peso mexicano, apenas para exemplificar casos tanto de economias desenvolvidas exportadoras quanto de emergentes, também valorizaram em relação ao dólar. O real, por seu turno, também valorizou, mas a sua trajetória em janeiro foi relativamente mais volátil, o que nos leva à mudança de postura fiscal no Brasil.

Análise de eventos - Brasil

Especificamente, entre dezembro e a primeira semana de janeiro, a discussão pós-eleição sobre o aumento do teto de gastos em R\$ 200 bilhões e a possibilidade de o superávit primário do governo central de 0,55% do PIB (excluindo as despesas de juros) em 2022 se transformar em um déficit de mais de 2% do PIB em 2023 foram os principais eventos que geraram a desvalorização e a alta volatilidade do real ante o dólar e em relação à cesta de moedas (ver o gráfico a seguir). Mesmo com

a Selic em 13,75%, o que deveria atrair investimentos estrangeiros em renda fixa, o fluxo financeiro líquido (entradas menos saídas) de recursos para o Brasil até janeiro de 2023 somava -US\$ 909 milhões, contribuindo para a desvalorização do real no período até a primeira semana do mês passado.

Valorização das moedas contra o dólar



Fontes: Bloomberg, Kairós Capital

Foi na direção da dissipação de ruídos que o ministro Haddad (em 12 de janeiro) buscou conduzir a apresentação sobre o pacote fiscal, o qual visa reduzir a expectativa de déficit do governo central de 2,2% do PIB para 0,5% a 1% do PIB ainda em 2023. Aliás, na tentativa de acalmar a incerteza quanto à trajetória fiscal, a apresentação foi suficiente para trazer o real para níveis inferiores a 5,10/US\$, apesar da saída líquida de dólares pelo segmento financeiro no Brasil e da forte volatilidade relativa que ainda caracteriza o real. De fato, os elevados níveis de incerteza e volatilidade ainda presentes na cotação real/US\$ estão associados, em parte, à expectativa de que a maior parte do ajuste fiscal virá do aumento planejado de receita do governo central e da reoneração tributária parcial ao invés da contenção de despesas operacionais.

Abordando, portanto, alguns detalhes, o aumento esperado de receita pelo governo está associado:

(A) à recomposição do PIS-Cofins sobre combustíveis (0,27% do PIB),

(B) à receita de PIS-Pasep não reclamado (0,21% do PIB),

(C) às receitas do incentivo à redução de litígios no CARF em 2023 (0,47% do PIB),

(D) aos incentivos à denúncia espontânea junto à receita federal por conta da confissão do contribuinte de infração tributária junto à Receita Federal (0,19% do PIB),

(E) à reestimativa de receita tributária subestimada no orçamento de 2023 (0,34% do PIB),

(F) à restrição ao aproveitamento dos créditos de ICMS para fins de dedução na base de cálculo do PIS-Cofins (0,28% do PIB).

Já no lado da despesa, os ministérios da área econômica estimam uma contenção de 0,46% do PIB por conta da execução de gastos inferior à autorizada na Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2023 (0,23% do PIB) e da revisão de contratos no âmbito dos ministérios, também somando 0,23% do PIB.

A maior parte do ajuste fiscal prometido será, portanto, realizada pelo lado da receita e é suficiente para levar o déficit primário para perto de 1% do PIB em relação à (ruim) expectativa anterior de 2,2% do PIB. O problema é que há muita incerteza na geração de receitas associadas à limitação ao uso de créditos do ICMS utilizados na dedução na base de cálculo do PIS-Cofins (em função da provável evasão fiscal), à redução da litigiosidade no CARF, à adesão de denúncia espontânea junto à Receita Federal e ao início da reoneração do PIS-Cofins sobre combustíveis (em outras palavras, é incerto se a reoneração começará em março, abril ou maio, por exemplo).

No âmbito das despesas, as estimativas de contenção em cima da revisão de contratos por parte dos ministérios estão sujeitas à contestações; além disso, a execução de gastos inferior ao valor orçado na Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2023 se baseia na experiência dos técnicos do ministério da Fazenda em anos anteriores e não em contenção efetiva de despesas.

Assim sendo, o fato é que, no âmbito doméstico, mesmo levando em conta as medidas adotadas necessárias para limitar o déficit primário do governo central em 2023, o Brasil corre o risco de não surfar apropriadamente o momento de menor aversão ao risco e de elevada liquidez no exterior, o

que mantém a volatilidade da cotação real/dólar elevada ante os seus pares. Ao mesmo tempo, como exemplificamos para o PIB norte-americano, os indicadores internacionais de atividade mostram a desaceleração progressiva da DADP até o 4T22 não só nos EUA, mas também na Zona do Euro e no Reino Unido. Ou seja, o cenário externo de menor aversão ao risco pode ser temporário e durar até o susto com recessões em economias desenvolvidas no 2T23 ou no 3T23, tornando o cenário mais difícil para o aumento de receita fiscal e para a contenção de despesas governamentais no Brasil.



Rua Baltazar da Veiga, 634, 10º and, cj. 101/102
Vila Nova Conceição – São Paulo – SP – 04510-001
Tel.: +55 (11) 3135-7730 | www.kairoscapital.com.br

A Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda. (Kairós Capital) não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Este material não constitui em oferta de venda de cotas dos fundos geridos pela Kairós Capital e também não deve ser considerada como recomendação de investimento. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela Kairós Capital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate, e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário de fundos de longo prazo. Qualquer divulgação de informação sobre os resultados dos fundos só poderá ser feita, por qualquer meio, após um período de carência de 6 (seis) meses, a partir da data da primeira emissão de cotas. A data de constituição do fundo Kairós Macro FIC FIM é o dia 30 de abril de 2019. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da Kairós Capital.



Gestão de Recursos

Signatory of:

