Relatório Macro LCA

junho de 22

Efeitos do conflito entre Ucrânia e Rússia

Impacto nos mercados globais

O conflito armado na Ucrânia, iniciado a partir da invasão russa ao país vizinho, já completou mais de 100 dias. O avanço de negociações em direção a um cessar-fogo parece menos provável agora do que há dois meses, uma vez que as sanções tem sido contornadas pela Rússia (ao menos parcialmente, com exportação de petróleo redirecionada, por exemplo, para China e Índia), ao mesmo tempo em que a Rússia encontra dificuldades para avançar militarmente (as defesas ucranianas têm se mostrado mais resistentes do que o esperado) e a aceitação de uma derrota traria consequências políticas indesejáveis para o líder russo, Vladmir Putin. Deste modo, o prolongamento do conflito no tempo é a hipótese preponderante. Do ponto de vista econômico, a hipótese adotada para a construção de cenários é de que não haverá escalada adicional do conflito (envolvimento de mais países, armas mais potentes etc.) e das sanções econômicas (pelo menos daquelas que produzam novos choques no curto prazo, como um corte abrupto do fornecimento de gás pela Rússia à Europa).

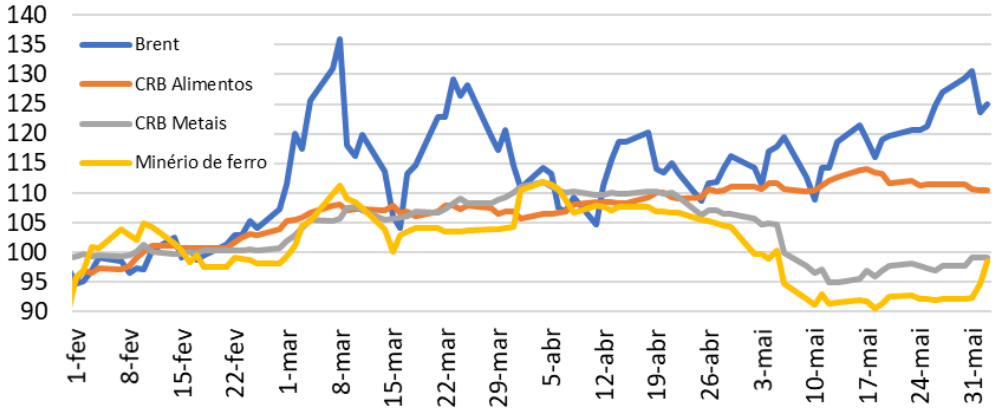
No curto prazo, o principal choque ocasionado pela guerra foi sobre os preços de *commodities*. Rússia e Ucrânia são importantes produtores e exportadores de várias commodities agrícolas (em especial, trigo e óleos alimentícios), metálicas (paládio, níquel e alumínio) e energéticas (petróleo, gás natural), além de fertilizantes. A interrupção do suprimento destes produtos tem afetado as cadeias globais, que ainda enfrentam outros desajustes. No caso do trigo, por exemplo, além da redução da oferta ucraniana, o clima adverso tem imposto dificuldades ao plantio da safra norte-americana, bem como suscitado questões quanto à produtividade; ainda, a Índia passou por uma forte seca e limitou as exportações do grão. No caso do petróleo, os países da OPEP não têm conseguido expandir a oferta conforme o estabelecido e o xisto norte-americano, por enquanto, não reagiu aos preços mais elevados. Assim, a oferta de commodities, em geral, tem enfrentado obstáculos além dos impostos pelo conflito Rússia-Ucrânia, estabelecendo uma dinâmica altista para os preços. De fato, as altas de preços têm sido moderadas apenas pela desaceleração esperada do crescimento chinês – na esteira do fechamento de Xangai e outras cidades importantes, por conta da política de Covid-zero – e das economias avançadas – que estão reduzindo os estímulos monetários e fiscais dos anos anteriores. Esta preocupação com a desaceleração da atividade econômica global é visível, especialmente, nos preços de commodities metálicas, como pode ser visto no gráfico a seguir.

Publicação produzida pela LCA exclusivamente para clientes. Reprodução proibida.

Este relatório foi preparado com informações de acesso público, analisadas rigorosamente pela LCA. O usuário deste material assume integralmente a responsabilidade pelas consequências da sua utilização.

Rua Cardeal Arcoverde, nº 2450 | Conjunto 301 ao 309 | Bairro Pinheiros | CEP 05408-003 | São Paulo – SP | Tel + 55 11 3879-3760 | fax 3879-3737 | contato@lcaconsultores.com.br | www.lcaconsultores.com.br

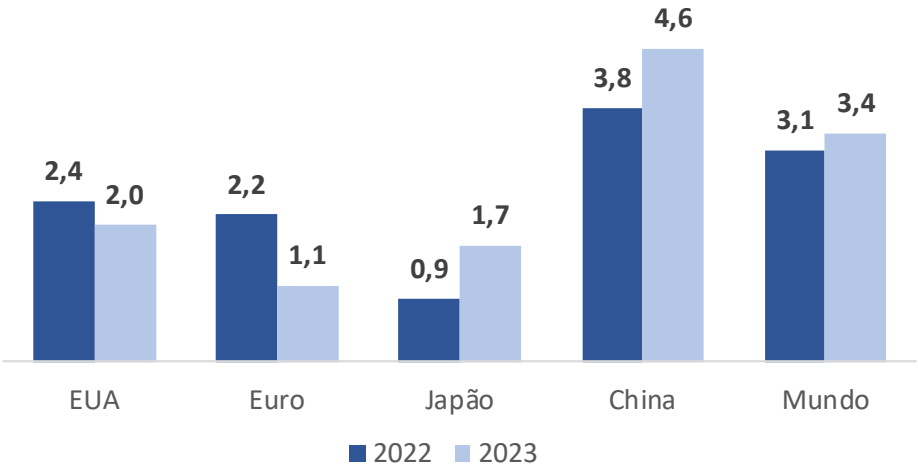
Preços de *Commodities*
fev/22=100. Fonte: Bloomberg. Elaboração: LCA.



Os choques de oferta citados, que incluem a guerra entre a Rússia e a Ucrânia, mas não se limitam a ela, já seriam suficientes para reduzir a atividade econômica no curto prazo. No entanto, o pressionado ambiente inflacionário mundial tem levado as autoridades monetárias dos países desenvolvidos a acelerar o processo de ajuste monetário. Na última reunião do FOMC (comitê de política monetária do Banco Central Americano, Fed), realizada em 04 de maio, houve o aumento da taxa básica para o intervalo de 0,75% a 1,00% ao ano, aumentando o ritmo do ciclo de alta iniciado em março. A comunicação da autoridade monetária aponta para mais duas altas de 50 pontos base nas reuniões de junho e julho, para reduzir o ritmo a 25 pontos base apenas a partir da reunião de setembro. A ideia é trazer a taxa de juros norte-americana a um patamar neutro ou levemente restritivo mais rapidamente, de modo a evitar que os choques inflacionários de curto prazo se perenizem.

Assim, a inflação mais salgada e o aperto mais rápido das condições monetárias tendem a moderar o dinamismo da atividade econômica nas economias centrais. O gráfico a seguir mostra a revisão das nossas projeções, que já incorpora a expectativa de resultados fracos para o PIB chinês no segundo trimestre do ano.

Projeções para o crescimento do PIB em 2022 e 2023
Em % no ano. Elaboração e projeções: LCA.



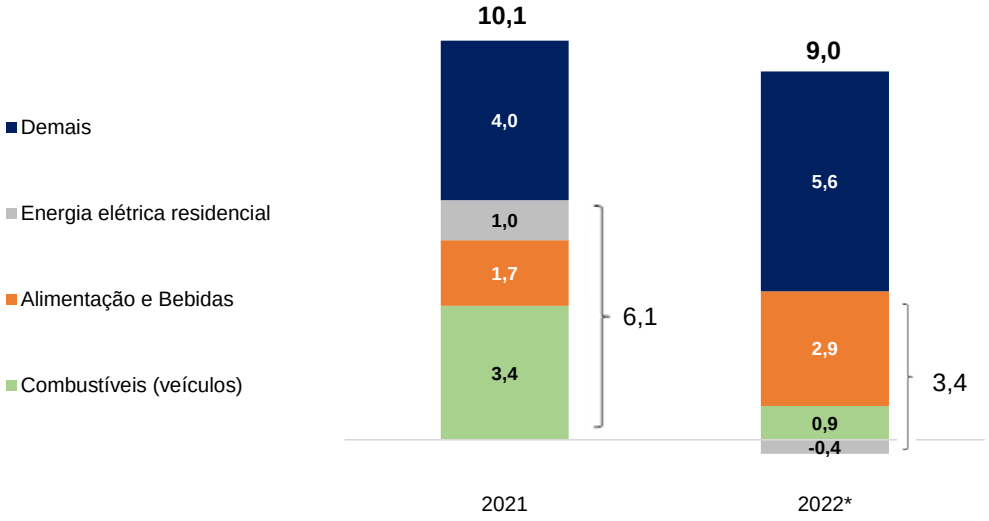
A Europa tende a sofrer mais pelo conflito, dada a proximidade geográfica e a maior relação comercial com a Rússia. Os EUA, por sua vez, sofreram uma maior revisão baixista para o ano que vem, muito por conta do maior ajuste monetário previsto pelo FOMC. A China, por sua vez, é mais influenciada por sua política de Covid-zero.

Vale ressaltar novamente que essas projeções pressupõem que as sanções econômicas suscitadas pela guerra não serão aprofundadas, gerando novos choques.

Impacto doméstico

Como dito na seção anterior, o principal efeito econômico da guerra ocorre sobre os preços globais, o que afeta também o ambiente doméstico. Vale notar que a conjuntura doméstica antes da guerra já se caracterizava por uma alta e generalizada inflação em diversas categorias. Indicadores de tendência inflacionária corrente do IPCA, como taxa de dispersão e núcleo, registraram aceleração na margem em fev/2022, apontando para uma pressão mais persistente sobre os preços – o que havia nos levado a revisar a projeção de inflação de 6,0% para 6,7%. As surpresas negativas em março, abril e maio, que incluíram reajustes de combustíveis – tanto os que afetam os índices de preços ao consumidor diretamente, como a gasolina, como os que afetam indiretamente, como o diesel – nos levaram a revisar novamente a projeção de IPCA neste ano para 9%, com destaque para os grupos de Alimentação e Bebidas e Transportes. No gráfico e tabela a seguir é possível verificar a importância destes grupos na inflação projetada para 2022. Vale notar, ainda, que nossas projeções para a inflação estão com viés de alta - e só não foram novamente elevadas porque o governo vem tomando iniciativas casuísticas para conter a alta de preços de energia, combustíveis e alimentos.

Principais contribuições para a inflação anual (em p.p.).
Fonte: IPCA/IBGE. Em p.p. Elaboração e Projeções: LCA.



Variação acumulada nos últimos 12 meses (%)						
Grupos	2017	2018	2019	2020	2021	2022
IPCA Total	2,9	3,7	4,3	4,5	10,1	9,0
1.Alimentação e bebidas	-1,9	4,0	6,4	14,1	7,9	13,5
11.Alimentação no domicílio	-4,9	4,5	7,8	18,2	8,2	15,5
12.Alimentação fora do domicílio	3,8	3,2	3,8	4,8	7,2	8,5
2.Habitação	6,3	4,7	3,9	5,3	13,0	2,7
3.Artigos de residência	-1,5	3,8	-0,4	6,0	12,1	10,6
4.Vestuário	2,9	0,6	0,7	-1,1	10,3	13,3
5.Transportes	4,1	4,2	3,6	1,0	21,0	11,5
6.Saúde e cuidados pessoais	6,5	4,0	5,4	1,5	3,7	8,9
7.Despesas pessoais	4,4	3,0	4,7	1,0	4,7	6,4
8.Educação	7,1	5,3	4,8	1,1	2,8	7,3
9.Comunicação	1,8	-0,1	1,1	3,4	1,4	2,4
Categorias	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bens Não Duráveis	-2,7	3,3	6,7	13,2	9,4	11,2
Bens Semi Duráveis	2,4	0,9	0,6	-0,1	10,0	11,8
Bens Duráveis	-1,2	1,7	0,0	4,6	13,0	9,5
Serviços	4,5	3,3	3,5	1,6	5,1	7,0
Industriais	1,0	1,1	1,7	3,2	11,9	10,4
Monitorados	8,0	6,2	5,5	2,6	16,9	6,5
Livres	1,3	2,9	3,9	5,2	7,7	10,0

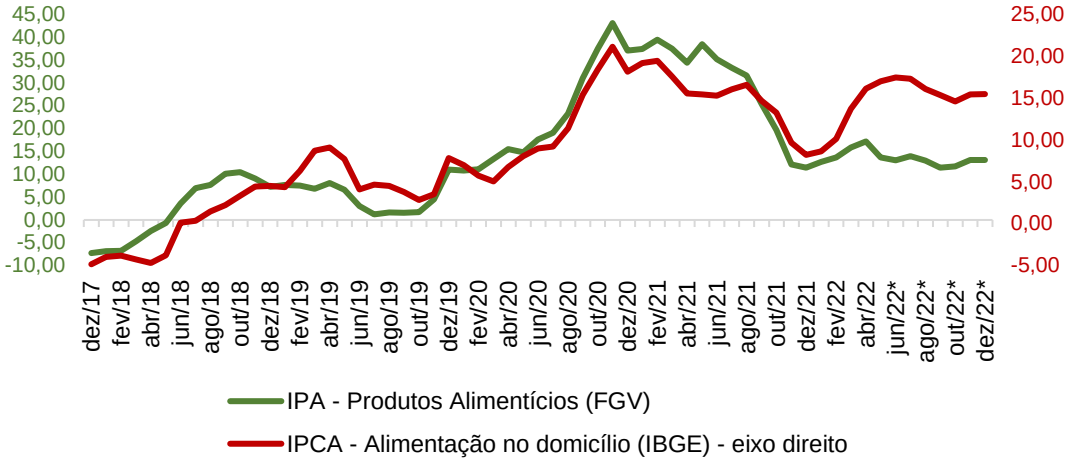
Fonte: IBGE. Elaboração e *Projeções: LCA.

A Tabela abaixo mostra que o conjunto de preços agropecuários no atacado acumulou alta de +49,4% em 2020, seguida de +16,6% em 2021, o que, ainda que de maneira defasada e irregular, se desdobrou sobre os preços de alimentos industrializados no atacado e, é claro, na alimentação no varejo. Especificamente sobre a evolução dos alimentos industrializados no atacado, aqui representados pelo item *Produtos Alimentícios* do IGP-M (FGV), respeitados volatilidade e defasagens, explicam em boa medida os passos prospectivos dos preços da *Alimentação no domicílio* no varejo (IPCA/IBGE).

IGP-M: Variação Anual (%).						
Categoria	2017	2018	2019	2020	2021	2022
IGP-M	**-0,5**	**7,6**	**7,3**	**23,1**	**17,8**	**13,4**
IPA	**-2,5**	**9,4**	**9,1**	**31,6**	**20,6**	**15,0**
Produtos agropecuários	-13,0	7,8	16,8	49,4	16,6	14,7
Produtos industriais	1,5	10,0	6,6	25,3	22,2	15,1
IPC	**3,1**	**4,1**	**3,8**	**4,8**	**9,3**	**8,2**
INCC	**4,0**	**4,0**	**4,1**	**8,7**	**14,0**	**12,0**
Materiais e serviços	2,9	6,4	3,2	15,9	21,4	14,8
Mão-de-obra	5,0	2,0	4,9	2,5	6,9	9,3

Fonte: FGV. Elaboração e Projeções: LCA.

Variação acumulada nos últimos 12 meses (%).
Fonte: FGV e IBGE. Elaboração e *Projeções: LCA.

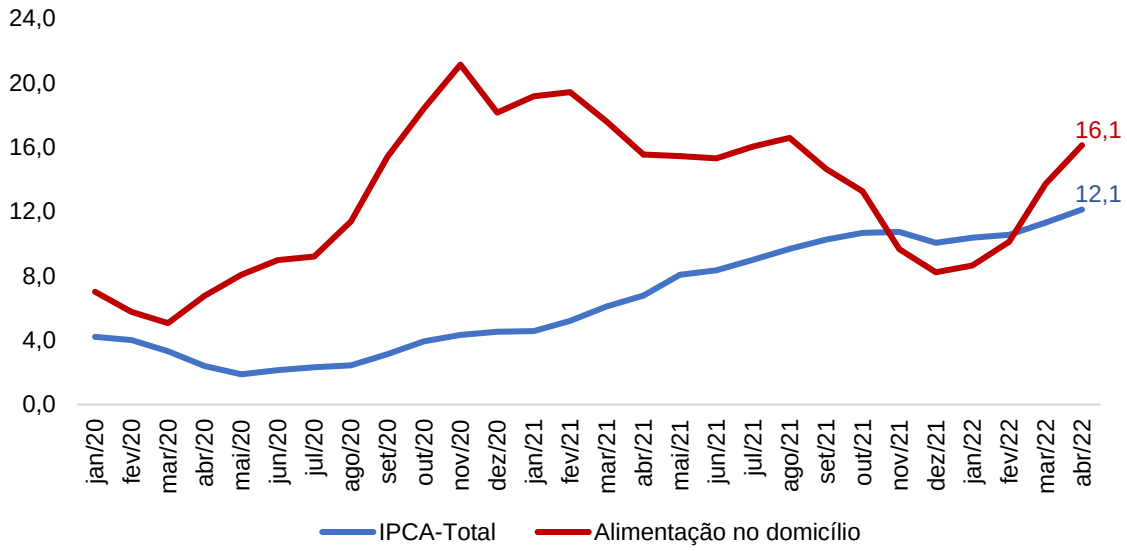


A figura acima destaca que a forte alta de preços agropecuários – na esteira do descasamento das cadeias produtivas globais via pandemia – se desdobrou em importante aceleração do item *Produtos Alimentícios* do IPA-Industrial em 2020 (+37,0%), o que, por sua vez, influenciou na forte alta da *Alimentação no domicílio* no IPCA no mesmo ano (+18,2%).

Sobre 2022, as pressões de preços agropecuários no atacado ligados (i) à menor produtividade em algumas safras, (ii) aos efeitos da guerra Rússia-Ucrânia sobre algumas *commodities* e (iii) pressões pontuais em itens *in natura* no mercado doméstico (ligadas a questões climáticas e custos de fretes) promoveram nova aceleração dos *Produtos Alimentícios* no atacado industrial (FGV) no começo deste ano (figura acima), o que já se desdobra em importante alta da *Alimentação no domicílio* (IBGE) e nos fez projetar alta de dois dígitos para *Alimentação no domicílio* no IPCA no acumulado de 2022.

Não por acaso, em 12 meses, a *Alimentação no domicílio* – que tinha encerrado 2021 abaixo do IPCA como um todo – superou o IPCA-Total na leitura de março de 2022, o que foi reeditado em abril.

Variação em 12 meses (%).
Fonte: IPCA/IBGE. Elaboração : LCA.



Com isso, conforme destacou a figura que trouxe as participações de alguns itens do IPCA, a importância do grupo *Alimentação e bebidas* na composição da taxa anual de 2022 é, em pontos percentuais, superior à de 2021.

As revisões altistas do índice de preços para este e o próximo ano geram uma expectativa de ajuste da política monetária em maior intensidade. Se anteriormente projetávamos uma taxa Selic encerrando 2022 em 12,25% e 2023 em 8,75% ao ano, nossas projeções passaram para 13,25% e 9,5%, respectivamente.

Na contramão do que vem ocorrendo na maioria das principais economias mundiais, no Brasil as expectativas de crescimento para 2022 vêm registrando sensível melhora. Isso ocorre porque a atividade registrou expansão surpreendente no 1º trimestre e no começo do 2º trimestre. O bom momento da atividade doméstica é explicado pela injeção de ânimo proporcionada: (i) pela superação da pandemia, que estimulou o setor de serviços; (ii) pelas diversas iniciativas pontuais de estímulo adotadas pelo governo desde o final do ano passado; e (iii) pela valorização dos preços internacionais das commodities.

Esperamos um desempenho menos vistoso no segundo semestre, com recuperação mais lenta e irregular do mercado de trabalho, quando a economia doméstica seguirá enfrentando ventos contrários importantes. Dentre os principais, destacam-se a moderação do crescimento global, a perda de fôlego dos serviços, a diluição das várias medidas pontuais de estímulo que vêm sendo adotadas recentemente, a inflação ainda elevada (sobretudo de alimentos e serviços) e o aperto das condições financeiras.

Assim, a nossa projeção para o crescimento do PIB do Brasil em 2022 foi elevada de 0,7% para 1,6%, enquanto a projeção para o crescimento do PIB de 2023 foi revista de 1% para 0,8%.

Continua o alerta de incerteza sobre uma eventual intensificação das sanções econômicas à Rússia, pontuado na seção anterior. Mais do que isso, preocupa um quadro em que a inflação global se torne ainda mais persistente, levando os Bancos Centrais a serem ainda mais enfáticos no aumento de juros, redundando em uma recessão na virada de 2022 para 2023. Domesticamente, o período eleitoral poderá ainda ser fonte adicional de incerteza. Um ambiente político conturbado pode ser fonte de instabilidade no quadro macroeconômico.

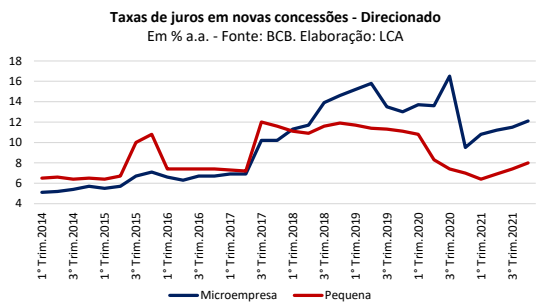
Impacto nas MPEs

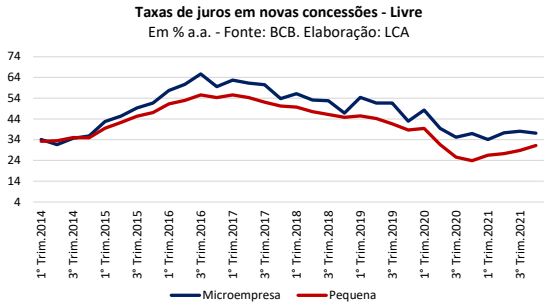
O cenário econômico mais desafiador afetará a atividade das empresas no país, em especial, as micro e pequenas, estas mais vulneráveis ao ciclo econômico quando comparadas às empresas de maior porte. Este impacto ocorrerá em duas frentes: demanda e custos.

No que tange à primeira frente, a demanda por bens e serviços oferecidos por MPE sofrerá retração na medida em que inflação alta e juros maiores comprimem o orçamento das famílias brasileiras, estas já com alto nível de endividamento com relação à renda (de acordo com dados do Banco Central, o comprometimento da renda com dívidas em novembro atingiu o maior valor histórico desde 2005), a partir do segundo semestre do ano e em 2023. A perspectiva mais lenta de recuperação do mercado de trabalho até o fim de 2023 também impacta negativamente o ambiente de negócios das empresas. O impacto maior será sentido nos setores de varejo e serviços, estes com maior participação das MPE do que outros setores.

Já na frente de custos, o impacto sobre a atividade empresarial ocorre tanto via custos operacionais quanto custos financeiros. Se a alta de preços de combustíveis encarece de forma sistêmica os fretes, a inflação dos alimentos pesa sobre um setor com alta participação das MPE, que é o de bares e restaurantes. Vale ressaltar que este setor ainda sofre para se recuperar após o forte baque da pandemia sobre seus negócios.

Já o aumento do custo financeiro se dará via aumento de parcelas de crédito atreladas à taxa básica e encarecimento de novas concessões. As taxas de juros de novos empréstimos em crédito livre já vêm em ritmo de alta desde a metade do ano passado. Isso só piorará com o aumento previsto para a Selic, conforme mencionado na seção anterior.





Como forma de atenuar este impacto negativo sobre o acesso ao crédito das MPE, o governo implementou programas especiais de crédito direcionado a estas empresas:

- Programa de Estímulo ao Crédito (PEC): sancionado em 25/05 (PL 3.188/2021), o programa passou a incluir médias empresas (aquelas que faturam até R$ 300 milhões anualmente) no enquadramento. A principal característica se manteve, na medida em que a instituição financeira concede o crédito sob próprio risco, contudo contam com créditos presumidos de tributos federais.

- Pronampe: na mesma lei sancionada em 25/05, o Pronampe tornou-se oficialmente uma política permanente de governo. A nova norma permite que o governo federal aumente o aporte de recursos ao Fundo Garantidor de Operações (utilizados como garantia parcial às operações do Pronampe) em qualquer ano e utilize recursos recuperados para a contratação de novas operações.

- MP do Crédito: A Medida Provisória 1.114/2022, lançada em 20 de abril, altera leis do Fundo Garantidor de Habitação Popular (FGHab) e do Fundo Garantidor para Investimentos (FGI) para aumentar a utilização dos recursos destes fundos em novas operações de crédito.

- Estas três novas medidas de crédito têm estimativa de conceder R$ 87 bilhões em novos créditos.

Diante das pressões de demanda e custo descritas acima, avaliamos que estes programas terão adesão por parte das MPE. Contudo, importante ressaltar que, diferentemente dos programas em 2020, quando a taxa Selic estava em torno de 2,00% e, assim, tiveram seus recursos amplamente utilizados, a taxa básica hoje está num nível consideravelmente mais elevado, o que deverá afetar a demanda por crédito novo. Mesmo com as operações destes planos oferecendo condições melhores que aquelas do crédito livre, ainda será um crédito mais caro do que aquele utilizado em 2020.

Conclusão

Deste modo, os impactos do conflito Rússia-Ucrânia devem se concentrar, no Brasil, nos aspectos relacionados à inflação mais elevada e em mais altas de juros a fim de conter esta alta de preços. Para as MPEs, o impacto ocorre tanto através de uma demanda mais retraída – pelo efeito sobre os orçamentos familiares – como de altas de custos, de fretes a matérias primas, além de encargos financeiros. No primeiro semestre, programas governamentais de incentivo a demanda e linhas de crédito especiais para as MPEs podem mitigar, porém não compensar plenamente, tais efeitos.