



+11,00.00

Carta Mensal Macroeconômica



Política e Cenário | Novembro.23

Equipe: Étore Sanchez | Guilherme Sousa | Matheus Alexandre

www.ativainvestimentos.com.br



O ciclo vicioso brasileiro

Novembro/2023

O mês de outubro terminou com o governo admitindo que dificilmente irá cumprir a meta de zerar o déficit em 2024, levantando severos questionamentos sobre o compromisso fiscal do governo e com as metas de superávit previstas no, ainda não vigente, arcabouço fiscal. Com efeito, é crescente a probabilidade de que se concretize nosso cenário base: com juros mais altos, câmbio mais elevado, inflação mais alta e crescimento mais baixo, conforme exploraremos ao longo dessa carta.

Começando pelo juro, desde a comunicação em prol do início do ciclo de cortes (pré-reunião do Copom de agosto), nossa expectativa de que a autoridade deveria retardar o afrouxamento da Selic em função da desancoragem da inflação foi alterada para a hipótese de que o fim do ciclo baixista teria interrupção precoce.

Com isso, nossa projeção de Selic, que convergia para a estimativa de juro neutro, em 9,00%, foi majorada a 10,50%, taxa que potencialmente será atingida na reunião de 9 de maio de 2024 com um último corte de 25bps, após seguir cortes constantes de 50bps. Assim, a autoridade manteria certo grau de restrição de política monetária em busca do restabelecimento da credibilidade do regime de metas de inflação.

Não é demais apontar que há muitas reuniões, inclusive a de 1º de novembro, o Copom reforça a mensagem que: “O Comitê reforça a necessidade de perseverar com uma política monetária contracionista até que se consolide **não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas.**”

A propósito, a autoridade, na reunião recente, alterou a redação do termo “reancoragem parcial” para “reancoragem apenas parcial”. A simples adição do advérbio esclarece que o BC não resignificou a binariedade da “ancoragem” das expectativas de inflação, tratando-se apenas de uma qualificação do movimento de queda das expectativas de inflação de prazos mais dilatados.

Deste modo, seguimos projetando que a Selic **não** deverá convergir para a neutralidade estimada em 9% por nós, até que haja a consolidação da “ancoragem” das expectativas **como também** da desinflação.

Passado agora ao fiscal, que também está estritamente ligada à política monetária, nosso departamento sempre foi, e segue sendo, bem cético com relação a capacidade de aprovação relevante da agenda econômica do governo junto ao congresso.

Desde a aprovação do arcabouço fiscal esse ano, classificamos que o governo havia “tirado o pino de uma granada”, dado que o mecanismo necessitava de avanço das receitas, sem gatilhos para contenção de gastos, além de garantir o crescimento mínimo sistemático das despesas. Assim, a saúde fiscal da nação dependia e depende da aprovação de projetos e medidas cuja aceitação no congresso parece relativamente baixa.

Vale salientar que nosso cetismo não era apenas na árdua tarefa de zerar o déficit em 2024, mas principalmente sobre as perspectivas de superávit contidas para os anos de 2025 e 2026. Outro aspecto muito preocupante é o fato do mecanismo ignorar o gigantesco volume de precatórios cuja fatura vencerá em 2027.



A conclusão evidente do nosso ceticismo com relação ao fiscal é que o financiamento da máquina pública deverá se dar pela inflação mais elevada, principalmente no médio prazo. As projeções da Ativa Investimentos para o IPCA de 2023, 24 e 25, são, respectivamente, 4,6%, 4,1% e 4,0%, com o longo prazo fixado a 4,0%. Parte relevante dessa desancoragem projetada é em decorrência da hipótese de financiamento do estado através do impostos inflacionário.

Temos alertado nossos clientes que não necessariamente a inflação de 2024, e/ou 25, irá apresentar um sobremovimento por conta da deterioração fiscal, visto que podem ser revividos mecanismos de “represamento” de preços, algo que no médio prazo é insustentável, como já visto em outros períodos da história brasileira, inclusive para problemas de matriz fiscal.

Soma-se a essa percepção fiscal mais cautelosa da nossa parte a retomada do parafiscal na economia, capitaneada por bancos públicos e pelo banco de desenvolvimento do Brasil, que além de injetar recursos diretos na economia através de crédito, também elevam o juro neutro do Brasil e diminuem a eficiência do capital ao promover o crowding out¹, gerando peso morto e, em efeito líquido, diminuindo o PIB de médio prazo.

Vale salientar que não necessariamente é preciso expansionismo fiscal para que o estado promova a expulsão da iniciativa privada, tratando-se de um crescimento sistemático relativo.

Na esteira da deterioração fiscal, inflação mais elevada e juro maior, é natural imaginar que o risco Brasil seja incrementado, fazendo-nos estimar que o câmbio não deverá encontrar alívio, seguindo pressionado ao longo dos próximos anos, notadamente no que tocam os fatores idiossincronicos brasileiros.

Em suma, o juro deve manter-se restritivo por conta, especialmente, da desancoragem das expectativas de inflação para prazos mais dilatados, que, por sua vez, não convergem para meta de inflação porque não há perspectiva de políticas fiscais saudáveis. Nesse interim, o dólar cotado em reais deve subir, contribuindo para que a inflação dentro do horizonte relevante não encontre alívio, ajudando a conter a queda da Selic.

Não obstante, a potencial solução, tal qual em outros períodos no Brasil e no mundo, está na disciplina fiscal, a fim de quebrar o ciclo vicioso que a nação se encontra, permitindo que o país alce voos mais ousados. Salientamos que o processo de quebra do ciclo não se dá de imediato, visto que parte relevante do processo ocorre na construção da credibilidade fiscal e a previsibilidade institucional, que, entre outras coisas, abarca a segurança jurídica e econômica.

¹Expulsão da iniciativa privada por ampliação da intervenção do estado, notadamente no setor financeiro em períodos de restrição monetária.



Projeções Ativas Investimentos	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Longo Prazo
IPCA (%)	2,9	3,7	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	4,1	4,0	4,0
Livres (%)	1,3	2,9	3,9	5,2	7,7	9,4	3,1	3,8	3,6	-
Alimentação no domicílio (%)	-4,9	4,5	7,8	18,2	8,2	13,2	-0,1	4,1	4,1	-
Livres ex alimentação (%)	3,1	2,5	2,8	2,3	7,6	8,4	4,0	3,9	3,6	-
Serviços (%)	4,5	3,3	3,5	1,7	4,8	7,6	5,6	4,3	4,0	-
Bens Industrializados (%)	1,0	1,1	1,7	3,2	12,0	9,6	1,8	3,2	3,1	-
Monitorados (%)	8,0	6,2	5,5	2,6	16,9	-3,8	9,4	5,2	5,1	-
Média dos Núcleos BCB (%)	3,3	2,9	3,2	2,8	7,4	9,1	4,4	4,1	3,8	-
Meta de Inflação (%)	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,3	3,0	3,0	3,0
Selic - Fim de período	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	10,50	10,50	9,00
Selic - Média no período	9,92	6,56	5,96	2,81	4,81	12,63	13,25	10,71	10,50	9,00
Câmbio - Fim de período (R\$/US\$)	3,31	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	5,10	5,20	5,25	-
Câmbio - Média no período (R\$/US\$)	3,19	3,66	3,95	5,16	5,40	5,16	5,02	5,15	5,23	-
PIB	1,32	1,78	1,22	-3,28	4,99	2,90	2,51	1,30	1,60	1,70
Impostos	1,76	1,95	2,69	-3,85	6,23	2,07	1,00	1,79	2,31	-
Agro	14,15	1,31	0,42	4,17	0,28	-1,74	13,00	3,00	-1,00	-
Indústria	-0,50	0,72	-0,67	-2,97	4,78	1,62	0,78	-1,31	0,00	-
Serviços	0,77	2,09	1,51	-3,74	5,22	4,16	2,22	1,92	2,32	-
Taxa de desemprego (%)	12,85	12,39	11,99	13,76	13,23	9,27	8,05	8,25	8,34	9,00
DBGG (% do PIB)	73,72	75,27	74,44	86,94	78,29	72,87	77,23	80,33	81,93	-