



Carta Mensal Macroeconômica



Política e Cenário | Jan. 2023

Economistas: Étore Sanchez | Guilherme Sousa | André Coelho

www.ativainvestimentos.com.br



Resumo

Começaremos 2023 atualizando nossas perspectivas de cenário. Como adiantamos na Carta Macro anterior, estávamos aguardando informações concretas para poder reavaliar a piora fiscal e quais serão os desdobramentos para as outras variáveis econômicas.

É importante destacar que estamos mais pessimistas que a média do mercado no sentido de que alertamos frequentemente que o "waiver" não será de apenas um ano, afinal o teto de gastos será desconstitucionalizado através de uma (provável) Lei Complementar, que o novo governo irá mandar até agosto do ano que vem.

Dito isso, avaliamos que as despesas recentemente aprovadas serão incorporadas a qualquer que seja o novo arcabouço fiscal. Assim, teremos esse aumento de 168 bilhões de maneira perene, não de apenas 1 ano.

Com essa piora fiscal, os agentes deverão incorporar em suas projeções um aumento de nível e uma piora de trajetória da dívida. Dessa forma, fizemos um estudo, presente abaixo, que estima o quanto essa provável alteração de projeção de dívida impactará na inflação.

Além disso, avaliamos que o desejo de expansão da atividade através desse aumento de gastos, bem como da utilização de bancos públicos, será parcialmente anulado pelo efeito de crowding out. Ou seja, além de não ter o efeito desejado no PIB, assistiremos uma queda no PIB potencial.

Em suma, elevamos a perspectiva de inflação de 2023 em diante, nosso PIB melhorou para 2023, mas recuou fortemente de 2024 a frente, ao passo que a Selic terá trajetória mais austera do que prevista anteriormente. Evidentemente a elevação de risco tem desdobramento sobre a perspectiva cambial.

Todos estudos e novas perspectivas estão esmiuçados no texto abaixo.

Tabela: Projeções da Ativa Investimentos

Indicador	2018	2019	2020	2021*	2022*	2023*	2024*	2025*
IPCA (%)	3,7	4,3	4,5	10,1	5,6	6,0	3,6	3,5
Meta de Inflação (%)	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
PIB (Real %)	1,3	1,1	-4,2	4,6	2,9	1,2	0,9	1,5
Taxa de Câmbio (R\$/US\$ e.o.p.)	3,87	4,03	5,20	5,57	5,25	5,50	5,55	5,60
Selic (% - e.o.p.)	6,5	4,5	2,0	9,3	13,75	13,75	10,75	8,50

* Números em branco indicam projeção



A piora das perspectivas

Janeiro/2023

Na esteira do que havíamos pontuado na última Carta Macroeconômica divulgada, aguardávamos a definição da PEC fura-teto/transição para estabelecer as alterações em nosso cenário. Assim, sob efeito da expansão fiscal, elevamos nossa perspectiva inflacionária, de juro e de PIB no curto prazo, mas discutiremos diversas outras práticas estruturais que deverão ser adotadas implicando em uma piora adicional da conjuntura.

Começando pela expansão fiscal e seus desdobramentos. Após algumas dificuldades na tramitação, a PEC fura-teto/transição, conforme o esperado, foi promulgada no congresso. Autorizou-se que a partir de 2023 haja uma expansão dos gastos, para além do teto, da ordem de R\$168bi. O prazo de licença para o maior dispêndio contemplado na emenda a constituição foi de 1 ano, mas conforme temos alertado frequentemente, não será necessária nova licença no teto visto que a própria PEC exige que uma lei complementar traga um novo arcabouço fiscal, derrubando o teto e, muito provavelmente, já levando em conta toda essa despesa comprada como mínima para os próximos anos.

Assim, avaliamos que a licença para gastar não será de apenas 1 ano, visto que não precisará de nova autorização para expandir um instrumento de controle inexistente. O próprio Ministro da Fazenda, Fernando Haddad, afirmou que a expansão do teto tinha vistas a “neutralidade” do fiscal, denotando que a nova âncora já contará com a expansão de R\$168bi, o que tornará o gasto perene.

Apesar de o governo eleito ter adotado o discurso de que não se trata de uma política fiscal expansionista, e que a PEC estaria “apenas” corrigindo uma contração imposta pelo governo anterior, não se pode negar que as expectativas foram, no mínimo, construídas mediante a tal contração, ao passo que sua inexistência removerá da conta um efeito acomodatório relevante. Deste modo, estimamos que a “descontração” fiscal gerará alguns efeitos imediatos e diretos já sobre as expectativas de 2023.

Do lado da receita, tínhamos dúvidas se o governo do PT restabeleceria os impostos desonerados, visto que isso acarretaria em um choque inflacionário imediato. Desde a última semana de dezembro passamos a adotar a hipótese de que não apenas a volta da arrecadação de PIS/Cofins e Cide sobre combustíveis ocorrerá já em janeiro, o que elevará o recolhimento de tributos de 2023 em R\$53,9 bilhões, como também passamos a incorporar ao cenário fiscal a reversão das desonerações de IPI promovidas pelo governo Bolsonaro (cerca de R\$10 bilhões) ao longo do ano.

A dúvida sobre a “reoneração” acabou sendo esclarecida ao passo que, em entrevista, Fernando Haddad afirmou que as contas públicas estarão melhores do que o previsto já no primeiro ano de governo. Para tal, com os dispêndios praticamente todos obrigatórios, a “solução” para melhorar as contas no primeiro ano é subir a arrecadação, como passamos a adotar em nosso cenário. Para além das “reonerações”, o ministro terá que elevar alíquotas de impostos, o que nos parece pouco provável no momento, sendo inclusive negado pelo mesmo.

Contudo, como se sabe, a avaliação fiscal de uma nação não se dá exclusivamente pelo resultado primário do ano corrente, tendo peso relevante na análise a dinâmica da dívida, que está muito associada ao arcabouço fiscal. No tocante à isso, para projetar os desdobramentos da política fiscal pretendida pelo PT sobre a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), também tivemos que adotar algumas hipóteses para a nova âncora fiscal.



Assim, para além do movimento da PEC e a política de “reonerações”, como dito anteriormente, também consideramos que o novo arcabouço fiscal que será apresentado promoverá um controle das despesas corrigindo-as pelo IPCA do ano anterior com a adição de 1% (aproximadamente o crescimento médio do Brasil na última década).

Deste modo, a expansão líquida perene (de R\$ 104 bilhões) e o novo arcabouço impulsionam a perspectiva da DBGG de 4 anos em cerca de 540bps, na comparação com o cenário com teto de gastos e sem expansão fiscal.

Se considerarmos que os dados sobre a perspectiva da DBGG do Boletim Focus foram elevados em cerca de 220bps desde o início de novembro, incorporando parte dos efeitos da nova diretriz, ainda deveriam ser adicionados outros 320bps a perspectiva.

Adiante, avaliamos que o pulso gerado pela “descontração” fiscal deveria apenas mudar a curva da DBGG de patamar, mas com o novo arcabouço observa-se a mudança na dinâmica da curva, denotando a piora na percepção de qualidade da dívida pública.

Não obstante, avaliamos que a piora na perspectiva fiscal elevará a inflação corrente, mas também as expectativas inflacionárias, ensejando uma reação da política monetária. Evidentemente que há uma relação intrínseca entre a inflação corrente e as expectativas de inflação, apontado em testes como uma bicausalidade.

A fim de mensurar como o impulso das expectativas de DBGG chegará à política monetária, nos valem do comportamento das expectativas de inflação, haja vista sua maior abrangência em termos de horizonte, além de ser exatamente o objeto de referência do BC nas reuniões do Copom.

Para aumentar a robustez do exercício precisamos que as séries utilizadas fossem longas o suficiente para contemplar diversos regimes fiscais ao longo do governo do PT. Assim, para que o período escolhido fosse satisfeito utilizamos a Dívida Líquida do Setor Público (DSLSP) ao invés de DBGG.

Estimamos o coeficiente (fixo), através de uma regressão entre o diferencial na margem das tendências dos índices da DSLP e da DBGG. Tais índices foram calculados através da diferença absoluta das expectativas das dívidas de 4 anos à frente (t+4) ante as expectativas sobre o ano corrente (t0). Esses dados se estendem de 2018 a 2021 e são diários sobre as medianas das expectativas anuais.

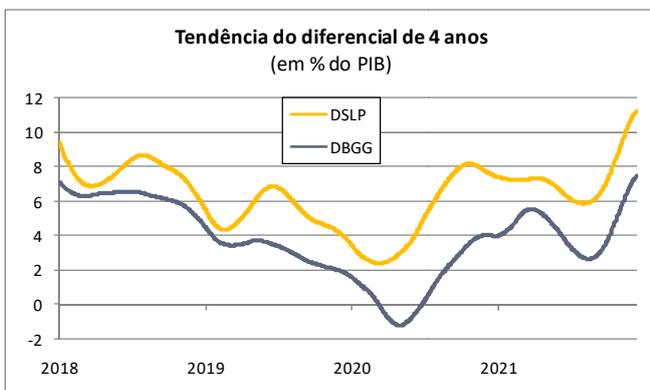


Tabela 1: Coeficientes da Regressão entre Delta DSLP e Delta DBGG

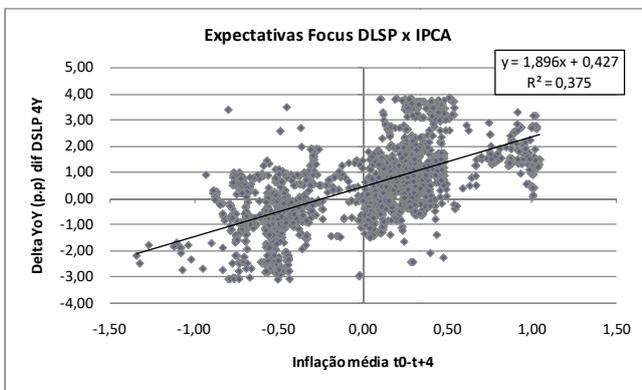
Variável Explicada: Delta DSLP			R ²
Observações: 990			
Variável Explicativa	Coefficiente Estimado	P_Value	
Intercepto	0,00	0,03	0,63
Delta DBGG	0,93	0,00	



Nossas estimativas mostraram-se em linha com o esperado, com coeficiente positivo, sugerindo que a cada 1 p.p que a tendência da DBGG se movimenta há uma reação de 0,93p.p. na DSLP. Assim é de se esperar que os, supracitados, 320bps (projetados de impacto da PEC sobre a DBGG) deverão acarretar em uma elevação da DSLP da ordem de 300bps.

Com o pulso na DSLP estimado pudemos buscar o impacto nas expectativas de inflação. Também com base em dados diários das medianas anuais do Boletim Focus, nosso exercício tinha como hipótese a correlação positiva da diferença absoluta interanual do índice de expectativas da DSLP e o índice de expectativas de inflação (π). O último indicador foi calculado através da média da mediana das expectativas de t0 e t+4 do IPCA no Focus.

Por sua vez, a correlação entre DSLP e IPCA foi estimada, conforme supracitado, com séries que se estendem de 2004 a 2014, ou seja, período do governo do PT já excluindo o choque de expectativas vivido em 2003.



Tab. 2: Coef. Regressão entre YoY Índ. DSLP e YoY Índ. IPCA

Variável Explicada: Delta YoY Índice IPCA			
Observações: 2.516			
Variável Explicativa	Coefficiente Estimado	P_Value	R²
Intercepto	-0,07	0,00	0,38
YoY Índ. DSLP	0,20	0,00	

Como apontado pela tabela acima, o pulso de 300bps adicionados no dado mais recente da DSLP apontam para uma variação adicional de 60bps na média de inflação.

Não obstante, com as expectativas de inflação sendo elevadas em 60bps, inclusive no horizonte relevante de política monetária, estimamos que a Selic deveria contemplar um esforço adicional de 300bps ao cenário de referência.

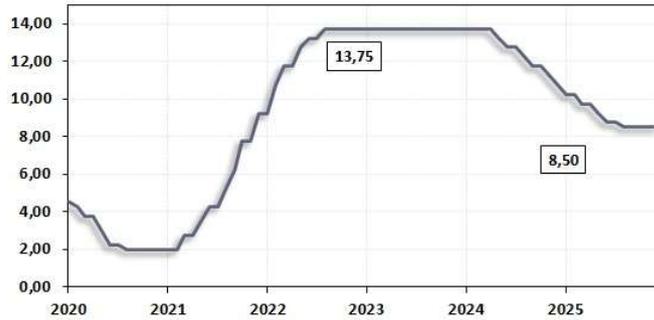
Para chegar a tal conclusão nos valem os coeficientes estimados nos próprios modelos do BC no tocante a potência da política monetária sobre as expectativas de inflação, que coincidentemente, como na regressão de DSLP e IPCA, é de 0,20.

Pontuamos que desde que houve avanço relevante na probabilidade de se implementar a nova diretriz fiscal houve uma elevação de 100bps na expectativa de Selic para o final de 2023, o que reduz a necessidade de esforço monetário adicional a 200bps, de 11,75% para 13,75%.

Deste modo, estimamos que em função do choque fiscal a Selic deverá permanecer estável em 13,75% até o segundo trimestre de 2024, quando será iniciado o ciclo de corte de juros ao ritmo de 50bps por reunião, ao longo de 10 reuniões quando finaliza a trajetória com um ajuste de -25bps na Selic, até o novo juro neutro nominal da economia, projetado para o período em 8,50%.



Gráfico: Taxa Selic (%)



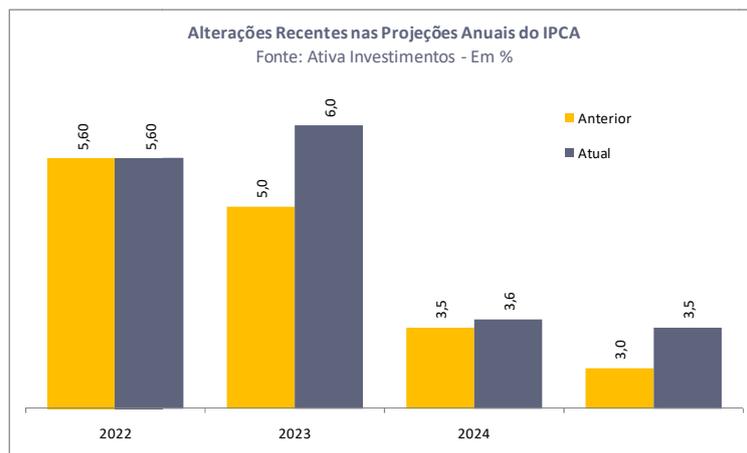
Fonte: Bloomberg e Ativa Investimentos

Antes de adentrarmos nos insumos que elevaram nossa perspectiva sobre a taxa de juro nominal neutra, pontuaremos as alterações em nosso cenário da nova diretriz fiscal e da reação da política monetária.

A começar pelo IPCA, com 2022 terminando com um índice próximo de 5,6%, já estimamos que o esforço monetário ao longo dos últimos anos não foi o suficiente para trazer a convergência da inflação para meta. A injeção de capital direta eleva o PIB, colocará mais dinheiro em circulação, elevará as expectativas de inflação para o 2023 e pressionará o IPCA pela alta de impostos na “reoneração” da economia.

Deste modo, subimos nossa perspectiva para o IPCA de 2023 de 5,0% para 6,0%, com mais de 80bps da “reoneração” e o restante da injeção direta de capital. Na esteira de uma inércia maior, já descontados os efeitos da política monetária mais austera, elevamos nossa perspectiva para o IPCA de 2024 de 3,5% para 3,6%.

De 2025 em diante exploraremos juntamente com a taxa de juro neutra estimada para o período haja vista que as alterações estruturais afetam o cenário de longo prazo como um todo.



Nossas perspectivas para o PIB também foram afetadas pela nova diretriz, conforme supracitado. O PIB de 2023 subiu de 0,9% para 1,2%, visto que, apesar da injeção de capital superar 1,6% do PIB, o efeito crowding out¹ roubará boa parte do crescimento e a restrição monetária, ainda que opere em maior efeito sobre a inflação, tem transmissão mais célere para a atividade, com efeitos já no ano que se inicia.

¹Crowding out: simplificada mente trata-se de fenômeno econômico em que ocorre um aumento de gastos públicos a fim de elevar a atividade econômica, mas tal objetivo é anulado por uma diminuição dos investimentos privados, seja pelo canal do juros ou da atividade concorrencial do estado. Assim, o estímulo inicial dado pelo governo é anulado ou até mesmo invertido.



Para 2024 a revisão de PIB é mais extrema, visto que projetamos que o crescimento será de apenas 0,9% frente à projeção anterior de 2,0%. Além do efeito de o estado promover uma “expulsão” da iniciativa privada, a produtividade da economia tenderá a sofrer visto que o dinamismo do capital é muito mais intenso na iniciativa privada.

Por fim, e não menos importante, mediante a piora na perspectiva fiscal do país, revisamos o câmbio de final de período 2023, de R\$5,35/US\$ para R\$5,50/US\$, patamar que carregado pela paridade de poder de compra aponta para R\$5,55US\$ em 2024.

Tabela: Projeções da Ativa Investimentos

Indicador	2018	2019	2020	2021*	2022*	2023*	2024*	2025*
IPCA (%)	3,7	4,3	4,5	10,1	5,6	6,0	3,6	3,5
Meta de Inflação (%)	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
PIB (Real %)	1,3	1,1	-4,2	4,6	2,9	1,2	0,9	1,5
Taxa de Câmbio (R\$/US\$ e.o.p.)	3,87	4,03	5,20	5,57	5,25	5,50	5,55	5,60
Selic (% - e.o.p.)	6,5	4,5	2,0	9,3	13,75	13,75	10,75	8,50

* Números em branco indicam projeção

Passemos agora a algumas mudanças estruturais que nossos modelos sofreram em função da nova diretriz econômica e fiscal. Em decorrência da participação maior do estado na economia, bem como a volta da utilização da política parafiscal, projetamos que a partir de 2025, o juro real da economia será elevado dos atuais 4,0% para o intervalo de 5,0%-5,5%.

Contribuíram para este forte avanço a perspectiva de que bancos públicos voltarão a ser utilizados como instrumentos de política monetária, reduzindo a potência e a eficiência da mesma, bem como a volta dos aportes ao BNDES, com diferentes atribuições sugeridas a um banco de desenvolvimento, como o aprofundamento de empréstimos para capital de giro e até mesmo crédito para “negativado”.

Ainda no tocante a crédito, vale ressaltar que conjuntamente a situação é grave, com a inadimplência em ascensão e as taxas de juros/endividamento elevadíssimas. Deste modo, as políticas de renegociação conduzidas ao extremo, bem como as críticas ao famoso Refis, favorecem maus pagadores e tornam o crédito mais caro sobremaneira, o que também contribui para uma piora estrutural das condições nacionais.

Nessa esteira, nossos modelos apontam que o PIB potencial brasileiro está entre o intervalo de 1,0% e 1,5%, com o limite superior sendo adotado como nossa referência no cenário de longo prazo.

Para finalizar, alguns debates foram levantados em nosso departamento sobre a manutenção do rigor ao regime de metas de inflação a partir de 2025, quando haverá a troca de comando na instituição, ao passo que sugestões de que voltaríamos a trabalhar com metas implícitas mais altas do que a efetivamente definida.

Em suma, nosso longo texto traz uma avaliação de piora na percepção sobre a economia conjuntamente e estruturalmente em decorrência da prática, efetivação e perspectivas de novas diretrizes econômicas.