



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Insights

Perspectivas Econômicas

Seu boletim mensal de economia



27.04.2023

Dalton Gardimam
Economista-Chefe



Arcabouço conhecido: juros devem continuar elevados por mais algum tempo

Desde o início do ano, no Brasil, houve uma grande expectativa para o anúncio de medidas fiscais e a divulgação dos detalhes do que seria a nova regra fiscal ou o conjunto delas, o dito “arcabouço fiscal”. Passados quatro meses, a versão final do Executivo para o arcabouço fiscal é conhecida, o que permite os investidores “fazerem suas contas” para determinar a trajetória dos principais agregados macroeconômicos. Com o conhecimento dos detalhes divulgados entendemos que os principais pontos das regras são:

- *De maneira geral, o arcabouço propõe limites para o crescimento da despesa mediante sua vinculação ao crescimento da receita corrente (despesa cresce a 70% da receita).*
- *Há metas de superávits primários para os anos de 2024 a 2026 (0%, +0,5% e 1% do PIB respectivamente).*
- *Mesmo dependente da receita, as despesas públicas têm um limite mínimo e máximo de crescimento: +0,6% e 2,5% em termos reais.*
- *No projeto, dispensou-se punições para o descumprimento das metas fiscais.*
- *O projeto prevê várias exceções, isto é, despesas que poderão ser executadas que não entrarão na restrição de crescimento. Entre elas, o Fundeb, piso da enfermagem, mínimos constitucionais da saúde e da educação, precatórios, aumento de capital de empresas estatais e créditos extraordinários (para uma pandemia por exemplo).*

Os pontos acima são a arquitetura do “pacote”, ao passo que devemos nos concentrar nos prováveis impactos. O real significado da estrutura anunciada para o arcabouço pode ser sumarizado abaixo:

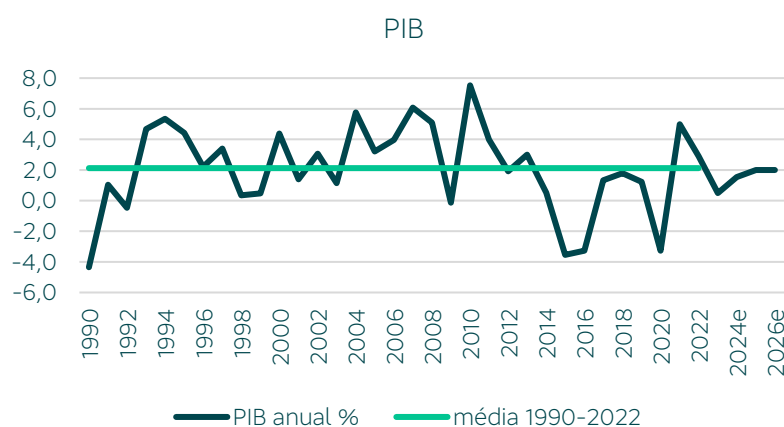
- *Um ajuste fiscal genuíno, com corte de despesas, não está presente.*
- *Para qualquer das metas fiscais serem cumpridas será necessário aumento de impostos muito significativo ou corte de gastos tributários (subsídios) da ordem de 2% do PIB ou mais ao longo de 3 anos.*
- *O crescimento da dívida pública deverá caminhar para expandir o nível da dívida bruta do governo em mais de 10 pontos percentuais do PIB ao longo da década.*

O impacto nas variáveis econômicas ao longo do tempo depende, como sempre em Economia, de muitas hipóteses, mas, de maneira simplificada, as principais consequências de um arcabouço fiscal que não garanta, com algum grau razoável de previsibilidade, uma importante redução da dívida pública, são a manutenção, via elevado prêmio de risco advindo das incertezas fiscais presentes e futuras, de uma taxa



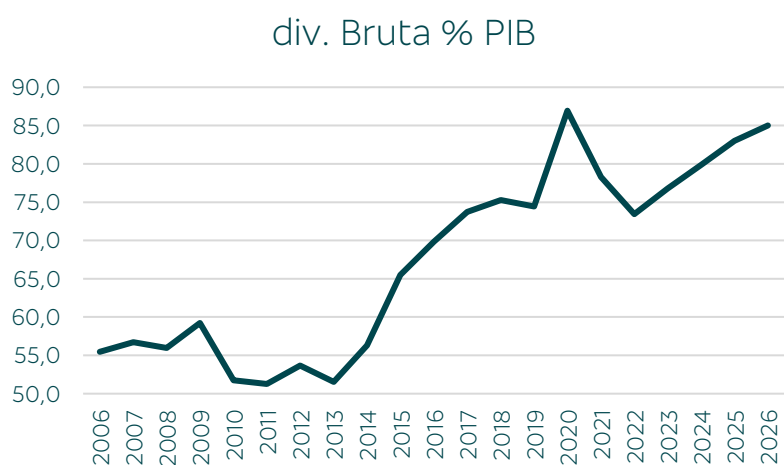
real de juros relativamente elevada e uma pressão baixista sobre o crescimento. Como consequência, mas não somente por essa razão (há outras razões estruturais), a perspectiva é de baixo crescimento. Vamos detalhar algumas dessas previsões.

Nossa projeção média para o crescimento do PIB para os próximos anos até 2026 é de 1,5%. Desde 1990, o crescimento médio do PIB brasileiro foi 2,1%. Porém, nos últimos 10 anos o crescimento médio foi de 1,3%. Por que nossa projeção de 1,5% para os próximos 4 anos parece bastante factível?



Fonte: Bacen, projeção Ágora Investimentos

Baixo crescimento é um desafio adicional para o controle das finanças públicas. Países dificilmente entregam uma redução da dívida pública sob baixo crescimento. Lembrando de maneira simples, que a razão dívida/PIB depende tanto de diminuir os valores nominais da dívida como também ter uma evolução mais favorável do PIB. Vemos a dívida pública em torno de 85% do PIB em fins de 2026.



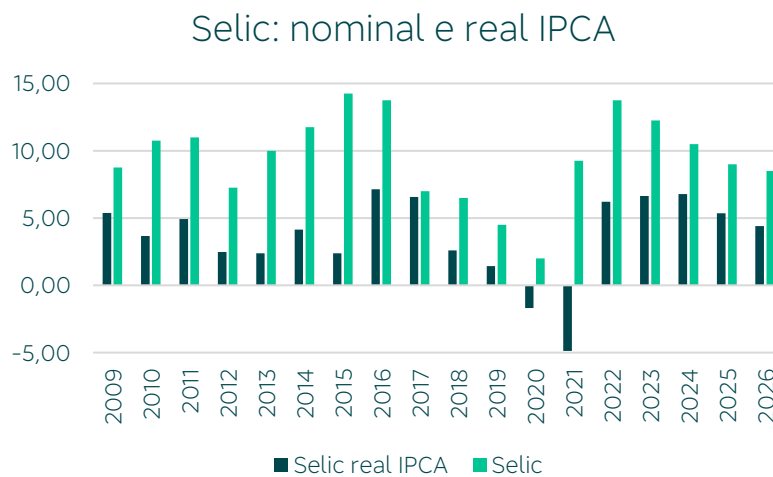
Fonte: Bacen, projeção Ágora Investimentos

Esse gráfico seja talvez o mais essencial para entender o ambiente de negócios e de investimentos no Brasil nos próximos anos. Países, especialmente emergentes, convivem mal com elevada dívida (por ter de pagar juros altos para rolá-la). Um ajuste deve ser forte e crível para que “catapulte” o crescimento do



PIB, o que, por seu lado, ajuda na queda da razão dívida/PIB. É justamente o impulso decisivo e forte que não consta no arcabouço fiscal anunciado: não há nele uma forte alavanca de ajuste.

Com isso, tanto as taxas de juros nominais como as taxas de juros reais continuarão em patamares mais elevados que seriam outrora no caso de um ajuste mais enfático das contas públicas. Vemos taxas de juros nominais para o final dos próximos 4 anos (2023-2026) em 10%. A Selic anual deflacionada pelo IPCA esperado será de 5,8%, número, aliás, não muito diferente do rendimento de um título NTN-b de maturação similar. A Selic mensal média até dezembro de 2024 é de 12,1% em nossas estimativas.



Para o final do ano vemos a Selic em 12,25% e 10,5% em fins de 2024. Esse é o ambiente que vemos permeando a decisão de investimentos ao longo dos próximos anos. Desnecessário dizer que isso propicia ganhos muito favoráveis em aplicações de renda de fixa e ações que tenham comportamento semelhante aos títulos (bond proxies).

Juros americanos: pressão continua

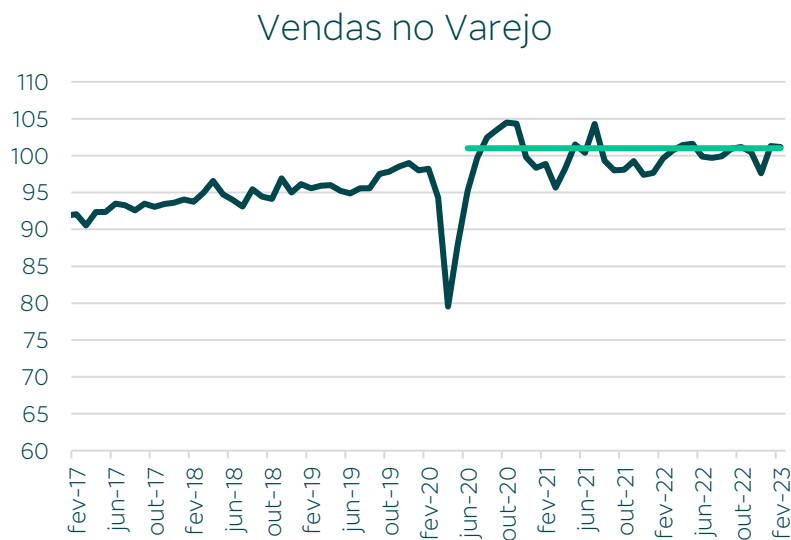
Em nosso último relatório mensal em fins de abril tínhamos uma visão de que os juros americanos chegassem a 5,5%. Com idas e vindas provenientes dos problemas no sistema bancário americano (SVB e Signature Bank), continuamos firmes na ideia de que os juros não deram conta de conter o processo inflacionário por lá. Em fins de abril vimos novos bancos com problemas nos EUA, mas nossa convicção continua: os juros sobem com certeza mais uma vez na reunião do dia 3 de maio (+0,25%) e muito provavelmente mais 0,25% em 26 de julho, levando o Fed Funds para 5,5%.

De maneira geral vemos a economia americana desacelerando (o que seria bom para inflação), mas não o suficiente. O único processo (ou evento) que pode alterar nossa perspectiva para os juros nos EUA é uma ampliação dos problemas nos bancos, o que requereria uma atuação mais forte do FED.



Projeções Brasil: mesmas incertezas, pequenas alterações em nossos números

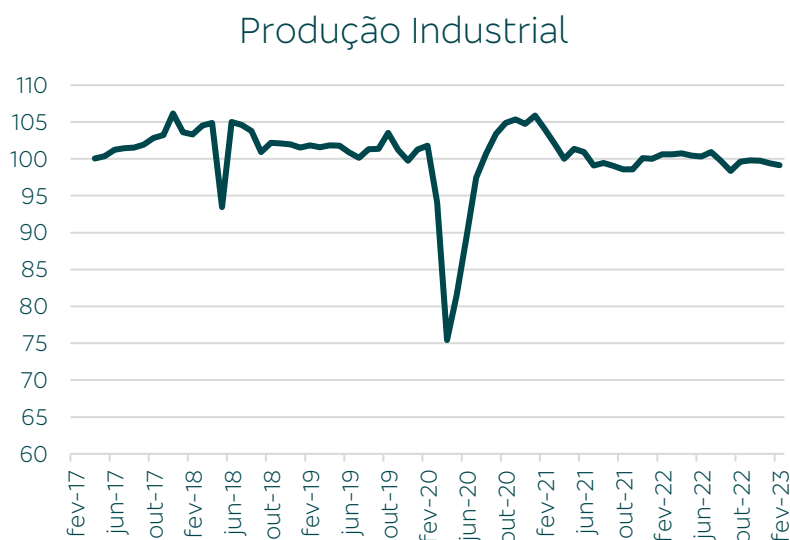
PIB: projeção para 2023 em 0,5%. Com alguns dados ainda atrasados em suas divulgações (IBGE) temos que navegar um pouco no escuro em relação ao nível de crescimento esperado da economia brasileira em 2023. Vemos uma economia um pouco mais resistente à desaceleração (bom para atividade, ruim para inflação). Vendas no varejo no mês de fevereiro mostraram decréscimo em termos reais de -0,1% ante o mês anterior no conceito restrito (+1,0% na comparação com igual período do ano anterior) e +1,7% na comparação mensal em fevereiro de 2023 no ampliado (-0,2% a/a). Chega a ser até estranho com tanto acontecendo no país (fim da pandemia, inflação, aperto monetário, incerteza fiscal, eleições, etc.) que as vendas no varejo tenham permanecido estáveis por tanto tempo (gráfico abaixo). Com o resultado de fevereiro, podemos observar que esse valor está praticamente no mesmo nível da média vista desde meados de 2020.



Fonte: Bloomberg

Em outras palavras, nesse importante indicador parece que a economia não está indo “para lugar algum” numa relativa estabilidade. É um pouco mais complicado trabalhar com essa conclusão, pois seria isso bom (atividade resiliente), mas a inflação não cede como se desejaria. Essa é, de fato, nossa conclusão: a economia não está desacelerando fortemente, e até apresenta alguma resiliência para uma economia que tem juros básicos 13,75% e juros reais acima de 7% por vários trimestres.

Do lado da produção industrial (PI), os números não são positivos. PI caiu -2,4% na comparação mensal em fevereiro desse ano. Intrigante é que o nível de produção industrial está -6,4% abaixo do pico pós-pandemia e -2,7% abaixo no nível registrado um mês antes da eclosão da pandemia.



Fonte: Bloomberg

Somando tudo isso e admitindo que nos próximos trimestres o impacto dos juros altos ainda serão sentidos é que acreditamos em um desempenho da economia abaixo de 1% de crescimento em 2023.

Inflação apenas ligeiramente mais pressionada, mas o panorama sugere desinflação no futuro. Usando os números mais recentes do IPCA-15, vimos que, em abril de 2023, esse índice apresentou alta de 0,57% em relação ao mês anterior levando o índice de inflação em 12 meses a reportar alta de 4,16%. De preocupante, claro é o fato de que se anualizarmos 0,57% chegamos uma inflação “rodando” a 7% diante de uma meta oficial de 3,25%. Temos ainda preços monitorados em alta mensal de 1,41%. Combinando tudo o que sabemos e incorporando aos nossos modelos, alteramos nossa projeção para o IPCA de 6,2% para 6,3%, mantendo inalterada nossa projeção para 2024 em 4,2%.

Selic. Queda vai levar alguns meses. Apesar das pressões para o BC cortar os juros, entendemos que as condições objetivas para a queda dos juros ainda não estão presentes. Ajustando marginalmente nosso cenário, vemos apenas duas quedas da Selic nesse ano. Com isso a Selic passaria de 13,75% para 12,75% nesse ano (projeção de 12,5% em nosso cenário de abril). A atividade ainda resiliente como observamos pode prolongar os dilemas do Bacen para com o controle da inflação e, das expectativas de inflação (variável crucial para o COPOM). Para 2024, vemos cortes sucessivos da Selic até o Bacen leva-la para 10,5% (antes 10,25%).

- > **Dólar.** Pode parecer estranho, mas temos mais convicção em nosso cenário para o Real que em muitas outras variáveis. Juros altos, e que continuarão altos, não permitem apostas sistemáticas contra o Real. Nossa estimativa para 2023 foi reduzida para R\$5,15/US\$1 para fins de 2023 (antes R\$5,35/US\$1) e reduzimos também nossa projeção de R\$5,60/US\$1 para R\$5,35 em 2024. Juros médios em torno de 12,1% de hoje até dezembro de 2024 é um forte sinal contrário para apostas mais agressivas contra o Real.



Conclusões para nossa visão para a economia brasileira e para preço dos ativos financeiros:

- > A divulgação do arcabouço fiscal com as novas regras definiu muito, mas as indefinições de como cumprir tal arcabouço (com aumento de impostos ou redução de subsídios) continua. O ajuste fiscal depende de nova arrecadação em múltiplas fontes. Como escrevemos no mês passado, “o tema fiscal permanecerá essencial e presente para os investidores ao longo dos próximos meses, mesmo com a divulgação do novo regramento fiscal”. Parecem palavras oportunas e ainda válidas. Vemos apenas uma pequena redução do prêmio de risco nesse ambiente, que em boa parte se concretizou, por exemplo em quedas nos rendimentos (yields) de títulos longuíssimos do Tesouro de 0,3% a 0,4%. Daqui para frente novas e fortes quedas do prêmio de risco parecem improváveis.
- > Dificuldades no sistema bancário nos EUA (que não terminaram) continuam a sugerir pouca atratividade dos mercados acionários de lá. No Brasil, é importante salientar que a bolsa está tão ou mais “barata” (em relação aos múltiplos) que em 2008, mas, os verdadeiros gatilhos com uma resoluta e claríssima execução do arcabouço fiscal não estão no campo da alta probabilidade
- > De repetitivo, mas não menos importante, aplicações em renda fixa no Brasil continuam extremamente favoráveis. Empresas capitalizadas continuam a pagar taxas favoráveis. O prêmio de risco elevado empresta alta atratividade aos títulos públicos com maturidade mais longa. Vemos com cautela as posições pré-fixadas, mas com a sugestão de incorporação de uma fração do capital nessas, pois nosso cenário para Selic contempla sua queda ainda esse ano e importante queda no ano que vem.



Região Metropolitana (RJ e SP)
4004 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282



RESEARCH ÁGORA

Dalton Gardimam

Economista-Chefe

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI - Estrategista de Análise -
Pessoas Físicas

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo

CNPI-T - Analista Gráfico

Ernani Teixeira R. Júnior

CNPI-T - Analista Gráfico

Maria Clara W. F. Negrão

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Henrique Procopio Colla

CNPI-T - Analista Gráfico

Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente de
Investimentos

DIRETOR GERAL

Luis Claudio de Freitas Coelho
Pereira

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A, empresa controlada pela Cosan S.A, emissora objeto de relatórios de análise.

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Aliansce Sonae Shopping Centers S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Cogna Educacao S.A., Companhia Brasileira de Alumínio S.A., CSHG Logística - FII, CSHG Recebíveis Imobiliários - FII, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista., CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeccões S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Iguatemi S.A., Iochpe Maxiôm S.A., JHSF Participacoes S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporeos S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo, Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A e Yduqs Participacoes S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Aliansce Sonae Shopping Centers S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Cogna Educacao S.A., Companhia Brasileira de Alumínio S.A., CSHG Logística - FII, CSHG Recebíveis Imobiliários - FII, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista., CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeccões S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Iguatemi S.A., Iochpe Maxiôm S.A., JHSF Participacoes S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., Localiza Rent A Car S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A e Yduqs Participacoes S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Econômico Mexicano FEMSA (FMXB34).