



Carta Mensal Macroeconômica



Política e Cenário | Julho e Agosto.23

Equipe: Étore Sanchez | Guilherme Sousa | Matheus Alexandre

www.ativainvestimentos.com.br



Desde nossa última Carta Macroeconômica diversos foram os eventos que nos fizeram revisar o cenário econômico. Nesse sentido, a mudança mais relevante ficou por conta da projeção de juro, revisado para níveis mais acomodatórios, gerando inegáveis desdobramentos de curto prazo, mas inegavelmente insuficiente para solucionar imbróglio brasileiro de médio prazo.

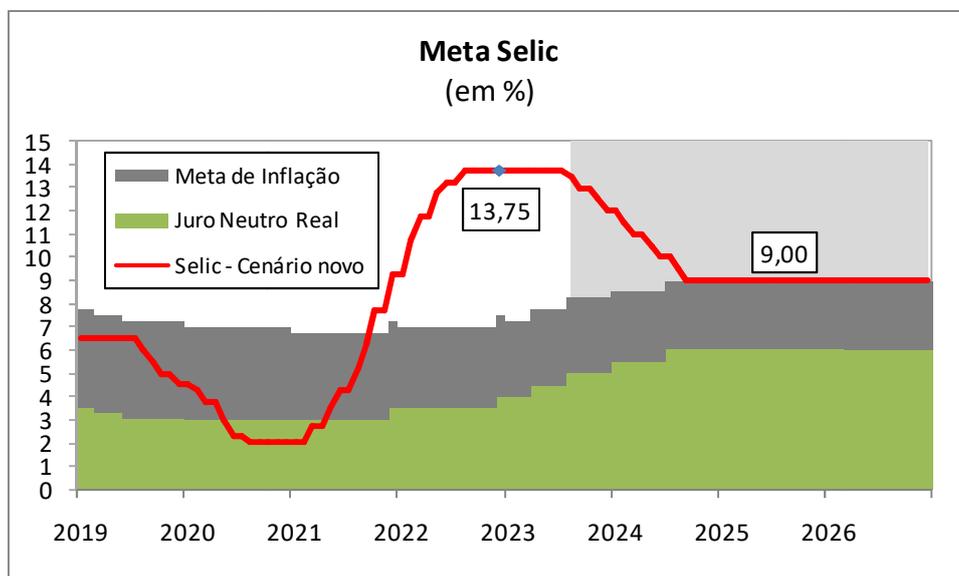
Dos juros

Após o comunicado da decisão do Copom, que parecia sinalizar uma postura austera do BC, a ata divulgada na semana subsequente mostrou-se muito mais acomodatória. Dessa forma, para além da revisão altista de juro neutro, que de fato foi para 4,50% (+50bps) e outras avaliações mais duras sobre a conjuntura, a autoridade escreveu que: "A avaliação predominante foi de que a continuação do processo desinflacionário em curso, com consequente impacto sobre as expectativas, pode permitir acumular a confiança necessária para iniciar um processo parcimonioso de inflexão na próxima reunião."

Em outras palavras, já havia maioria (5 a 6 diretores de 8 participantes naquela reunião) avaliando que o processo desinflacionário em curso poderia permitir o corte em agosto. Com isso, para a próxima reunião adiciona-se dois novos diretores mais dovish que deverão elevar esse quórum em prol do corte de juro para 6 a 7 participantes de 9 votantes na próxima reunião, tornando a queda inequívoca.

Não obstante, a deflação do IPCA de junho trouxe consigo o índice acumulado em 12 meses para próximo de 3,0%, mitigando quaisquer obstáculos na inflação corrente, notadamente no headline.

Deste modo, alteramos nossa perspectiva para a Selic do final de 2023 de 13,75% para 12,00%, ainda se atendo aos sinais de parcimônia com o ciclo se iniciando com corte de -25bps, mas se intensificando para -50bps nas 3 reuniões que encerram o ano. Nesse panorama, o próximo ano deverá terminar com a Selic em 9,0%.

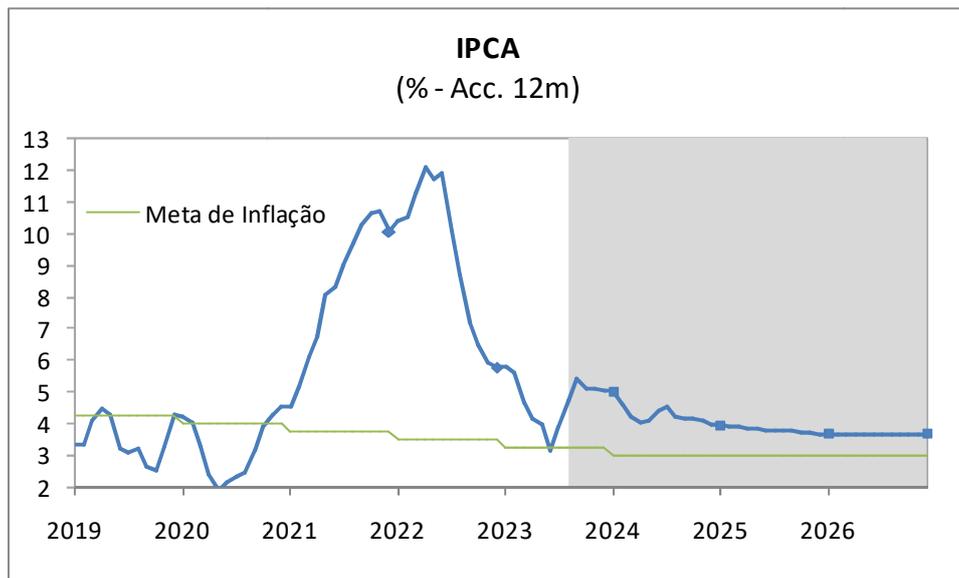




Da Inflação

Dado o efeito da política monetária mais acomodatória, elevamos nossa perspectiva para o IPCA de 2024 para 4,0% (de 3,7%) e de 2025 para 3,7% (de 3,5%). Em relação ao ano atual, o qual não pode ser mais influenciado pela política monetária, mantivemos nossa projeção em 5,1%.

Vale salientar que a decisão por manter inalterada a meta de inflação em 3,0% no Conselho Monetário Nacional já era contemplada em nosso cenário e fez com que mantivéssemos a desancoragem da inflação para horizontes mais dilatados, como 2026, em cerca de 70bps, como podemos observar no gráfico abaixo.



Do PIB

No que tange o crescimento econômico, revisamos nossa perspectiva de PIB para 2023 de 1,6% para 2,0%. Tal mudança se deu na esteira de diversos indicadores correntes mostrando mais força do que o esperado, dentre eles serviços.

Medidas anunciadas pelo governo associadas ao crédito, em nossa perspectiva, apenas anteciparão parte do crescimento futuro, o que significa que, embora tenhamos um vetor positivo de crescimento do PIB em 2024 em reflexo de uma política monetária mais acomodatória, as ações de crédito e renegociações de dívida anteciparão para 2023 parte do crescimento de 2024.

Outro aspecto relevante são as injeções de capital do governo em 2023, que em nossa perspectiva cobrarão sua conta já em 2024, visto que não haverá capital disponível para sustentação de tamanha participação estatal na economia, haja vista o nível de endividamento crescente da nação.

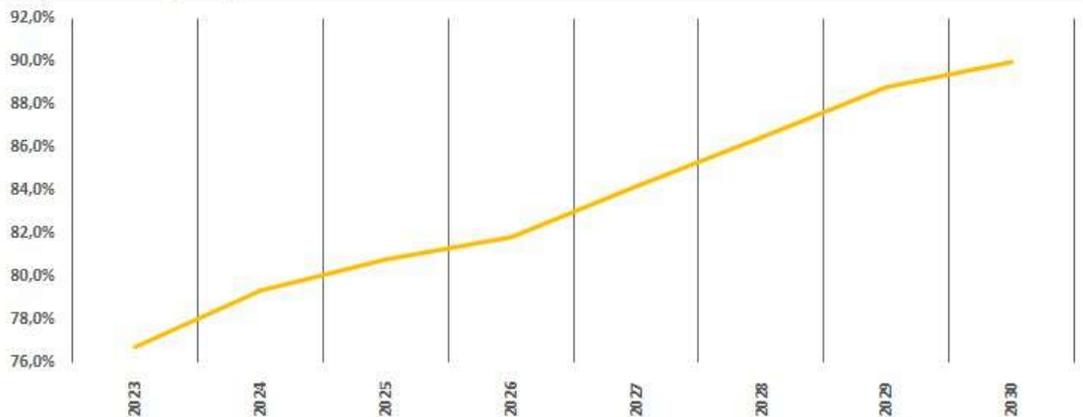
Deste modo, não alteramos nossas projeções para o PIB de 2024 e 2025, que permanecem respectivamente em 1,0% e 1,5%.



Do Fiscal e Câmbio

Por fim, conforme supracitado, a perspectiva para a relação dívida/PIB segue muito ruim para o Brasil. Cenários que mostram a dinâmica da DBGG até 2026 ignoram um grande passivo de precatórios cuja fatura entrará nos orçamentos a partir de 2027, como podemos observar no gráfico abaixo.

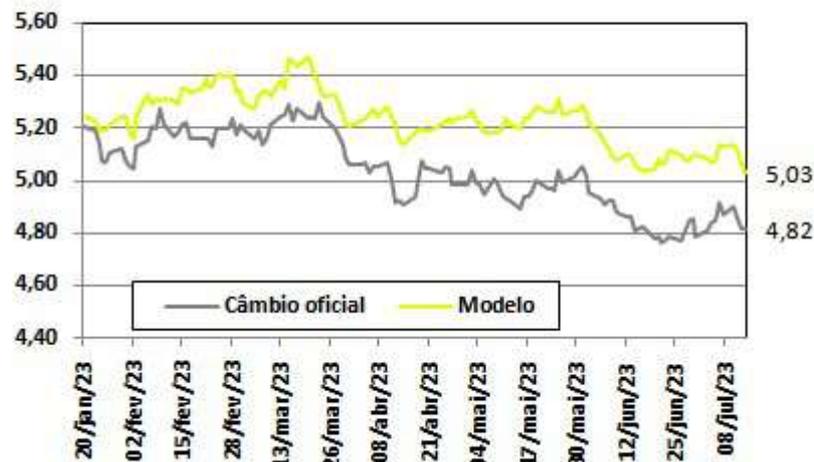
Cenário para a DBGG (% PIB)



Não obstante, ainda que haja um *Momentum Brasil*, o qual gera uma apreciação do real frente ao dólar, projetamos que não se trata de um movimento perene e que grande parte do processo se deu em função de um dólar mais fraco.

Como podemos observar no gráfico abaixo, nosso modelo para BRL, baseado no comportamento de países pares, apontou para uma apreciação de cerca de R\$5,40/US\$ para algo próximo de R\$5,00/US\$. Com prêmio favorável ao Brasil, a moeda oficialmente trabalha em patamar melhor do que o sugerido pelo nosso modelo.

Câmbio oficial vs Modelo (Em R\$/US\$)



Fonte: Ativa Investimentos [última atualização em 12h30 minutos do dia 13.07.2023]



Contudo, grande parte desse movimento pode na realidade estar antecipando benesses em prol da nação, as quais não deverão ocorrer ou se darão em um futuro mais dilatado.

Notadamente, a eventual aprovação do arcabouço fiscal não nos gera perspectivas tão positivas, visto que se trata de uma peça pouco factível, extremamente dependente das receitas e que garante o passivo do crescimento real das despesas independentemente do cenário da nação.

Adiante, a perspectiva sobre a eventual aprovação da reforma tributária, que aparenta precisar de muitas rodadas de negociação no legislativo, ainda que possa ser muito frutífera para a nação, terá seus benefícios colhidos apenas após um longo período de transição, podendo iniciar-se apenas em 2027, algo que ainda nem foi sacramentado no congresso.

Nessa linha, mediante ao enfraquecimento do dólar perante o globo, revisamos nossa perspectiva de câmbio ao final de 2023 de R\$5,50/US\$ para R\$5,10/US\$, operando ainda com perspectiva de haja um prêmio negativo do Brasil frente a nossos pares.

Portanto, como antecipado na introdução, ainda que a rodada de revisão nas nossas perspectivas tenha sido favoráveis a um *Momentum Brasil*, avaliamos que os fundamentos de médio prazo ainda não conseguem convergir para os patamares nos quais os ativos estão precificando o país no curto prazo.