



Carta Macro



Política e Cenário | Nov.Dez.24

Economistas: Étore Sanchez | Guilherme Sousa | Matheus Alexandre

www.ativainvestimentos.com.br



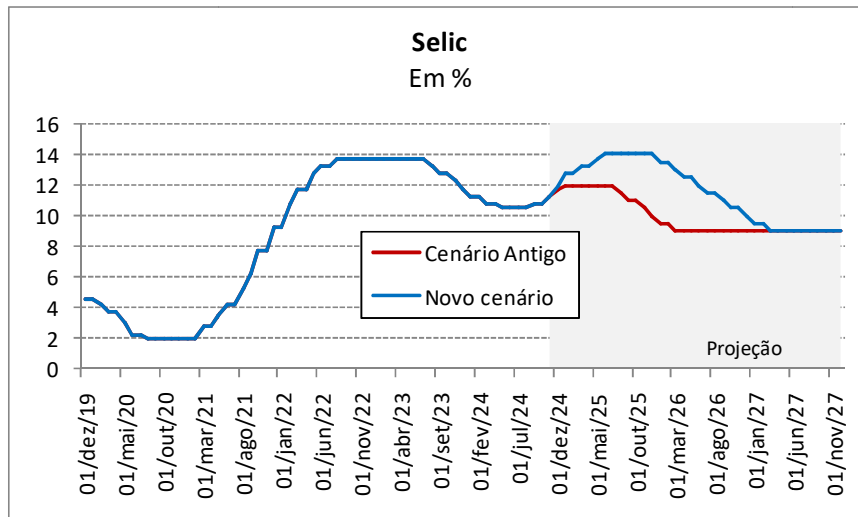
Selic em Alta e Crise Fiscal: Até Onde Vai o Aperto?

Novembro/2024

Com o anúncio do pacote fiscal sendo sistematicamente adiado para a semana seguinte, optamos por publicar a Carta Macroeconômica da Ativa com nossa revisão de cenário, abordando o tema fiscal apenas de forma provisória.

Após a comunicação oficial do Copom de 6 de novembro, ajustamos nossa projeção para a Selic, elevando-a de 12,00% para 14,00% ao fim do ciclo. A postura firme da autoridade monetária não apenas nos levou a aumentar o patamar da Selic, mas também a estender nossa expectativa sobre a duração da política monetária austera.

Como ilustrado no gráfico abaixo, a restrição da política monetária se intensificou significativamente, refletida pela área entre as linhas. No entanto, não incorporamos uma necessidade de elevação adicional da taxa básica de juros devido ao avanço técnico das expectativas de inflação, como será detalhado adiante. Nossa principal alteração decorre do persistente, reiterado e firme compromisso da autoridade em cumprir o regime de metas de inflação.



Nas últimas duas reuniões do Copom, a autoridade introduziu uma perspectiva aberta, mas com compromissos rígidos para a convergência da inflação à meta: “O ritmo de ajustes futuros na taxa de juros e a magnitude total do ciclo de aperto monetário serão ditados pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta e dependerão da evolução da dinâmica da inflação, em especial dos componentes mais sensíveis à atividade econômica e à política monetária, das projeções de inflação, das expectativas de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos.”

Adicionalmente, no 15º parágrafo da última ata, a autoridade acrescentou que “uma deterioração adicional das expectativas pode levar a um prolongamento do ciclo de aperto de política monetária.”

Essas condições, somadas à deterioração das expectativas de inflação – incluindo as do BC, implícitas e do Focus –, já justificariam uma política monetária mais restritiva. Entretanto, há algum tempo não observamos a convergência das expectativas de inflação ao centro da meta, embora até então mantivéssemos uma visão acomodatória para os juros.

Ou seja, mesmo antes da recente deterioração das expectativas, um cenário mais restritivo para os juros já era justificável. Nossa alteração na projeção da Selic decorre da postura cada vez mais inflexível do BC em relação aos desvios inflacionários, nas comunicações recentes.



Anteriormente, considerávamos a possibilidade de que o BC amenizasse a mensagem para manter o ritmo de elevação em 50bps e possivelmente encerrar o ciclo em 12,00% na primeira reunião de 2025, principalmente após a formação de uma maioria mais "dovish" indicada pelo atual Executivo. Contudo, o compromisso do BC com o regime de metas de inflação, a consistência de sua comunicação oficial e a proximidade do fim do ano sem alterações no discurso nos levam a interpretar que uma tentativa de suavização da mensagem acarretaria em custos maiores impostos pela curva de juros do que a condução mais agressiva da taxa básica.

Ressaltamos que, apesar da mudança em nossa interpretação sobre a rigidez na execução do regime de metas, nossa curva não incorpora uma restrição suficiente para "salvar" 2025 conforme as expectativas do BC. Estimamos que, mesmo com a Selic em 12,00% ao fim deste ano e chegando a 14,00% em meados do próximo, o Banco Central ainda projetará o IPCA de 2025 em 3,8%, alcançando a plena convergência para 3,0% apenas em 2026.

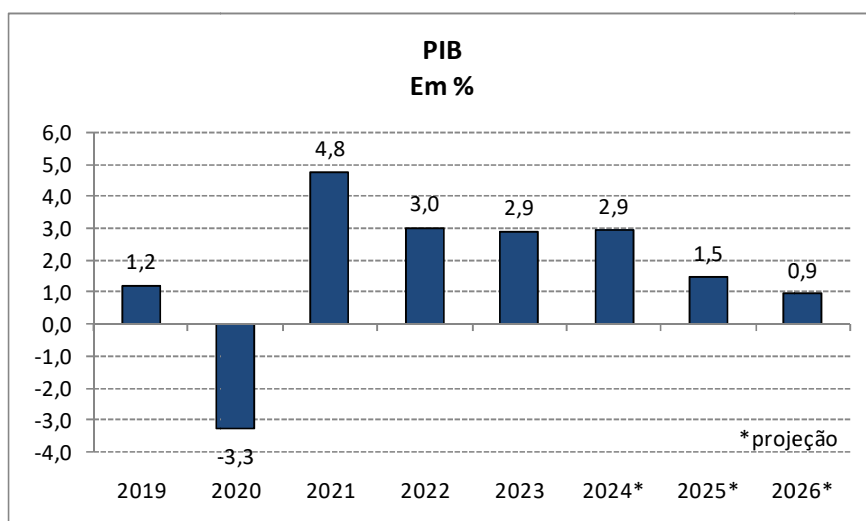
Adicionalmente, esperamos que o ciclo de afrouxamento monetário tenha início em 2026, com reduções contínuas de 50bps até a taxa atingir o juro neutro de 9,00%, o que projetamos para o primeiro trimestre de 2027.

Outro aspecto que continuamos deixando de lado é a reancoragem das expectativas de inflação para prazos mais longos, o que, para ser cumprido à risca, exigiria um grau ainda maior de restrição na política monetária. Isso geraria um undershooting no curto prazo, de modo que a inércia negativa ajudaria na convergência, restabelecendo a percepção de que, em quaisquer condições, a autoridade monetária fará o necessário para cumprir a meta. Consideramos esse cenário apenas parcialmente em nossas projeções.

Sob uma ótica eleitoral do executivo, o plano do BC não parece excessivamente agressivo diante dos planos de reeleição do PT, uma vez que a política monetária austera deverá ser criticada pela retórica do partido, mas permitirá um afrouxamento que poderá ser capitalizado politicamente no ano eleitoral de 2026.

Como resultado da elevação da Selic, nossa projeção para o IPCA de 2025 foi revisada de 4,1% para 3,7%. O ciclo austero também nos levou a reduzir a previsão para 2026 de 4,0% para 3,1%, próximo ao alvo da meta.

Como nem tudo são flores: a atividade econômica será o canal de transmissão para a acomodação dos preços. Assim, mesmo projetando um PIB de 2,9% em 2024, esperamos crescimento de apenas 1,5% em 2025 e de 0,9% em 2026.





Para que esse cenário de crescimento se concretize, é essencial evitar um aprofundamento da crise de confiança fiscal. Consideramos que o pacote fiscal que será anunciado deverá ter alguma credibilidade, embora não resolva o problema de expansão sistemática dos gastos.

Importante notar que acreditamos que o pacote fiscal apenas mitigará parte da crise de confiança, sem resolver definitivamente as tensões que têm impactado os preços dos ativos devido à perda de credibilidade orçamentária.

Por fim, após o anúncio do pacote de gastos, esperamos um "momentum Brasil" que poderá levar a uma apreciação marginal do câmbio, com nossa projeção para o fim deste ano ajustada para R\$5,60/US\$ e R\$5,65/US\$ ao final de 2025.

Com isso, mantemos a perspectiva de um cenário econômico desafiador, em que a atuação rigorosa do Banco Central e as possíveis limitações do pacote fiscal moldarão o desempenho dos indicadores macroeconômicos no curto e médio prazo. Ainda que o aperto monetário busque a estabilização das expectativas inflacionárias, o crescimento econômico deve sofrer impactos substanciais, exigindo maior atenção para eventuais políticas que possam fortalecer a confiança fiscal e dar suporte à atividade econômica.

Projeções Ativa Investimentos	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Longo Prazo
IPCA (%)	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	4,7	3,7	3,1	4,0
Livres (%)	3,9	5,2	7,7	9,4	3,1	4,6	3,3	-	-
Alimentação no domicílio (%)	7,8	18,2	8,2	13,2	-0,7	7,5	4,3	-	-
Livres ex alimentação (%)	2,8	2,3	7,6	8,4	4,1	3,9	3,5	-	-
Serviços (%)	3,5	1,7	4,8	7,6	6,2	4,4	4,0	-	-
Bens Industrializados (%)	1,7	3,2	12,0	9,6	1,1	3,2	2,7	-	-
Monitorados (%)	5,5	2,6	16,9	-3,8	9,1	5,0	4,8	-	-
Média dos Núcleos BCB (%)	3,2	2,8	7,4	9,1	4,3	4,2	3,4	-	-
Meta	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,0	3,0	3,0	3,0
Selic - Fim de período	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	12,00	14,00	10,00	9,00
Câmbio - Fim de período (R\$/US\$)	4,11	5,14	5,65	5,24	4,90	5,60	5,68	5,77	-
Câmbio - Média no período (R\$/US\$)	3,94	5,15	5,39	5,16	4,99	5,40	5,65	5,73	-
PIB	1,2	-3,3	4,8	3,0	2,9	2,9	1,5	0,9	1,7
Impostos	2,7	-3,8	6,2	2,1	1,8	3,9	1,2	0,5	-
Agro	0,4	4,2	0,0	-1,1	15,1	0,5	3,0	2,0	-
Indústria	-0,7	-3,0	5,0	1,5	1,6	1,9	1,3	1,0	-
Serviços	1,5	-3,7	4,8	4,3	2,4	3,4	1,4	0,9	-