



Análise Especial: Macroeconomia



Carta à Carta|Dez. 2024

Étore Sanchez | Guilherme Sousa | Matheus Alexandre

www.ativainvestimentos.com.br



Semelhanças entre 2013 e 2024. Presságio de uma nova recessão?

Dezembro/2024

Desde novembro de 2023, temos alertado sobre os graves problemas conjunturais brasileiros. Destacamos o ciclo vicioso em que o país se encontrava e traçamos paralelos entre os governos Dilma e Lula III. Com a confirmação das semelhanças entre 2013 e 2024, será que se trata de um presságio de uma nova recessão?

Os desafios fiscais foram temas recorrentes em nossas análises, especialmente diante do nível e da trajetória do endividamento brasileiro. Em nossas cartas mensais, detalhamos as etapas da crise de confiança vivida pelo país, traçando paralelos históricos e apresentando projeções que, em sua maioria, infelizmente ou felizmente, acabaram se confirmando.

O ano de 2023 começou sob o impacto das decisões fiscais tomadas no final de 2022, especialmente após a aprovação da PEC de Transição, que ampliou os gastos em cerca de R\$ 200 bilhões. Por sua vez, a fragilidade do arcabouço fiscal e os planos de buscar o equilíbrio fiscal por meio de incremento de receita, não por corte de gastos, foram suficientes para minar parte do otimismo com o Brasil ao final do ano.

Na Carta Macro de novembro de 2023, intitulada "O ciclo vicioso brasileiro", destacamos que o governo reconheceu a dificuldade de cumprir a meta de déficit zero para 2024, ampliando os questionamentos sobre sua credibilidade fiscal.

No campo monetário, 2023 foi marcado por uma persistência inflacionária. Embora o IPCA tenha ficado próximo à meta de 3% no meio do ano, alertamos sobre a influência desproporcional de itens menos sensíveis à política monetária, como preços administrados e alimentos no domicílio, que mascaravam a rigidez inflacionária de serviços e bens industriais.

Apesar disso, o Banco Central iniciou um ciclo de cortes na Selic em agosto, decisão que consideramos prematura, dado, inclusive, a persistente desancoragem das expectativas inflacionárias mais dilatadas. Adicionalmente, somavam-se às preocupações de que o governo buscava financiar o Estado por meio de imposto inflacionário, como vem ocorrendo.

Em março, publicamos nossa carta mais emblemática do ano, na qual traçamos paralelos consistentes entre a conjuntura atual e a do governo Dilma. Alertamos para as semelhanças em termos de políticas fiscais expansivas, déficits persistentes e desancoragem das expectativas inflacionárias. Na época, projetávamos que 2024 apresentaria características semelhantes a 2013, com um ambiente econômico fragilizado por decisões governamentais insustentáveis.

Na carta seguinte, outro receio tomou corpo: a decisão dividida do Copom amplificou a desancoragem, comprometendo a credibilidade da autoridade monetária, o que poderia indicar uma eventual condução imprudente da Selic no futuro — receio que ainda nos ronda.

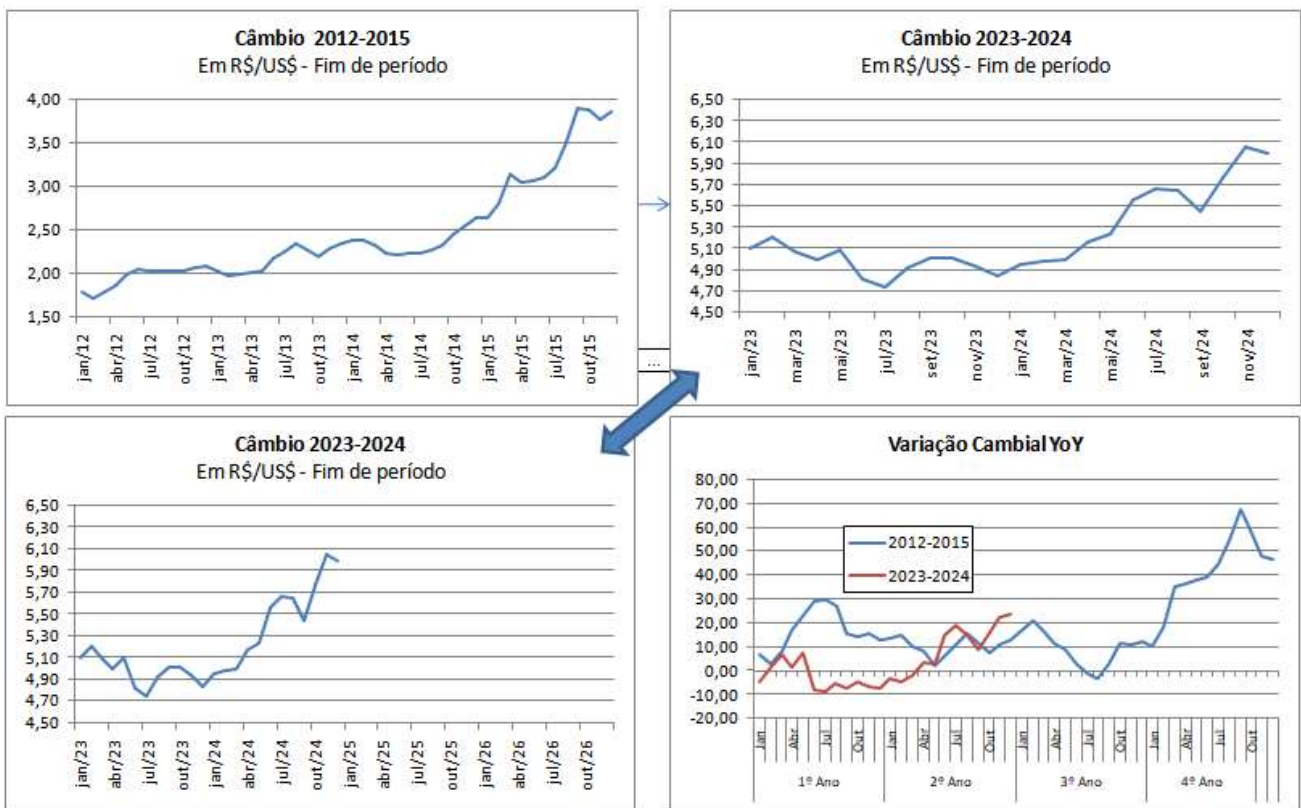
No segundo semestre, revisamos nossas perspectivas diante da deterioração fiscal, notadamente após a alteração do governo nas metas de primário do arcabouço. Após o BC finalmente voltar a se mostrar incomodado com a alta das expectativas de inflação e a desancoragem, elevamos nossa projeção para a Selic para 14%.



Assim, estamos encerrando 2024 analisando o impacto do frustrante pacote fiscal anunciado pelo governo, que consideramos insuficiente para equilibrar as contas públicas. Reforçamos nossa visão de que ajustes fiscais mais profundos e estruturais são indispensáveis para restaurar a credibilidade e a previsibilidade econômica.

Tudo isso nos trouxe à atual conjuntura, com um câmbio em um nível altamente depreciado, sustentando-se acima de R\$ 6,00/US\$, e uma curva de juros indicando taxas acima de 14% por um período prolongado.

Nos gráficos abaixo é possível notar que, ao longo de 2012 e 2013, o câmbio exibiu desvalorização de 27,7% (de R\$ 1,84/US\$ para R\$ 2,35/US\$), variação muito próxima aos 23,9% observados ao longo deste ano (de R\$ 4,84/US\$ para R\$ 6,00/US\$).



A concentração da depreciação acentuada neste ano, em comparação com o biênio 2012-2013, pode ser explicada por alguns catalisadores, sendo o principal o nível e a trajetória de endividamento atuais.

No paralelo entre os períodos, podemos destacar que o Estado, que se ampliou, gerando déficits sistemáticos, esvaziou-se ainda mais do rigor fiscal. O projeto para-fiscal vem se instaurando a passos largos e, como supracitado, houve a intensificação da desancoragem das expectativas de inflação, consolidando a atual crise de confiança. Todos os temas amplamente explorados em nossas análises.

Com a precisão relativa nos paralelos entre os governos do PT ao longo dos últimos meses, temos certo conforto em sinalizar quais serão “os próximos capítulos desse remake”: a queda na expectativa de PIB.



Considerando que não teremos nenhuma ruptura de poder, nossa projeção para o PIB já antecipa os efeitos da crise de confiança atual, com expectativa de crescimento de apenas 1,0% em 2025. A fraqueza nos investimentos da iniciativa privada, devido à falta de confiança, e do Estado, em função da exaustão fiscal, desacelerará o crescimento econômico, especialmente em um ambiente de política monetária restritiva.

Projeções Ativa Investimentos	2012	2013	2014	2015	2023	2024	2025
IPCA (%)	5,8	5,9	6,4	10,7	4,6	4,9	4,6
Livres (%)	6,5	7,3	6,7	8,5	3,1	5,0	4,4
Alimentação no domicílio (%)	10,0	7,6	7,1	12,9	-0,7	8,6	3,7
Livres ex alimentação (%)	5,7	7,2	6,6	7,3	4,1	4,1	4,6
Serviços (%)	8,7	8,7	8,3	8,1	6,2	5,0	4,7
Bens Industrializados (%)	1,8	5,1	4,3	6,2	1,1	2,6	4,3
Monitorados (%)	3,7	1,5	5,3	18,1	9,1	4,5	4,8
Média dos Núcleos BCB (%)	6,0	6,8	6,7	8,3	4,3	4,2	4,4
Meta	4,50	4,50	4,50	4,50	3,25	3,0	3,0
Selic - Fim de período	7,25	10,00	11,75	14,25	11,75	12,00	14,00
Câmbio - Fim de período (R\$/US\$)	2,04	2,34	2,66	3,90	4,90	5,85	5,94
PIB (%)	1,92	3,00	0,50	-3,55	2,9	3,1	1,0
Impostos	3,68	3,74	0,76	-5,99	1,8	4,5	0,5
Agro	-3,08	8,36	2,79	3,31	15,1	-2,9	4,4
Indústria	-0,72	2,17	-1,51	-5,76	1,6	2,8	0,3
Serviços	2,90	2,75	0,99	-2,73	2,4	3,7	0,9
DBGG (% do PIB)	53,67	51,54	56,28	65,50	74,33	78,90	82,01

O Executivo deverá buscar alternativas para mitigar os efeitos da crise, mas sem força suficiente para atacar sua origem: o problema fiscal. Se o passado for um bom preditor para o futuro, são esperadas medidas relacionadas a estímulo de crédito e subsídios de taxas. Contudo, sem grande participação do setor privado, essas ações parecem limitadas.

Por fim, destacamos que os indicadores de crédito já mostram um comportamento mais conservador dos agentes privados. Além disso, o parafiscalismo está muito menos capitalizado do que no governo Dilma, impossibilitando que bancos públicos e o BNDES ocupem plenamente a lacuna deixada pelos agentes privados.