



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Insights

Perspectivas Econômicas

Seu boletim mensal de economia



01.12.2022

Dalton Gardimam
Economista - Chefe



Incertezas Fiscais Devem Diminuir, Mas Ainda Pautarão Os Mercados

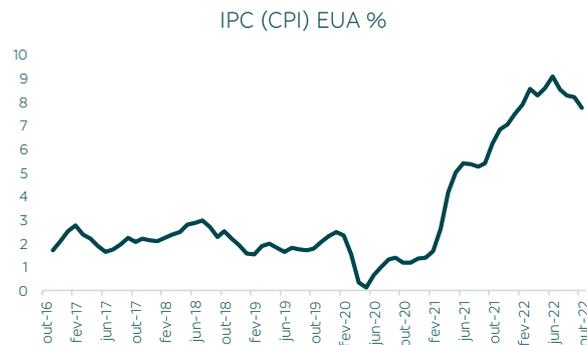
Recentemente temos visto um “pêndulo de preocupações” a ditar os mercados locais. No mês passado, a “pauta internacional” dominou os jornais e as análises, especialmente com os jornais mostrando uma série ampla de preocupações com a economia global em 2023. Recessão e/ou desaceleração nas principais regiões do mundo, notadamente na Europa, política de Covid-Zero na China (que aumentou ainda mais as restrições nesses últimos dias), sem contar a inflação alta em praticamente todo lugar. Nesse mês, após a definição da eleição, o pêndulo das preocupações voltou-se para os aspectos domésticos, notadamente os fiscais. A indefinição do novo regime fiscal, de uma (nova?) regra fiscal, do gasto extra fora do teto de gastos em 2023 castiga o humor dos mercados, justamente porque o tamanho da dívida pública é muito alto (ligeiramente abaixo de 80% do PIB). Com endividamento alto, a margem de manobra fica baixa ou inexistente, daí a necessidade de uma definição no campo fiscal nos próximos meses para aliviar os mercados.

Nesse ponto, o pêndulo se voltando para fatores domésticos, notadamente com um olho no fiscal, acreditamos que a definição, nas próximas semanas, de um ministro da Economia, de sua equipe, e da proposta para navegar no plano fiscal em 2023-2026 deverá diminuir o tamanho dessa incerteza. Entendemos que anúncios serão feitos, planos tendem a ter alguma consistência quando do momento de seus anúncios, de modo que a “ansiedade” dos mercados se voltará ao longo do tempo para a execução do plano fiscal a ser proposto. Nesse processo, é lícito imaginar um período de menor incerteza (ainda que isso não signifique um relaxamento). Claro, que a retórica de mais gasto quando se tem dívida alta, alta de gastos, juros altos e inflação ainda fora da meta, parece ser inconsistente com uma melhora dos mercados. O problema aqui reside no tamanho da percepção de risco. De novo, é muito improvável que o novo ministro da Economia não venha a fazer anúncios no plano fiscal. Aqui, as oportunidades de investimento na curva de juros, nas posições pré-fixadas, apesar de seu risco mais elevado e sua volatilidade intrínseca, parecem oportunas, pois estão em níveis relativamente extremos.



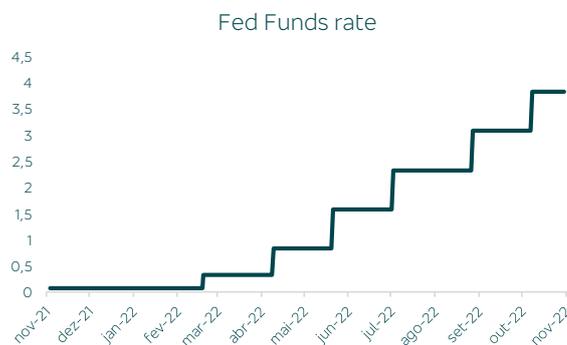
A melhora da inflação nos EUA

Talvez, a melhor mensagem para os investidores vinda dos dados foi a melhora no índice de preços ao consumidor nos EUA. Esse índice havia chegado a 9,1% em junho desse ano, e na última divulgação chegou a 7,7% em outubro num claro alívio na comparação interanual.



Fonte: Bloomberg

É importante mencionar que a meta de inflação (implícita no caso dos EUA) é de 2%. Mesmo com essa melhora recente, o caminho para a convergência ainda é gigante, pois os juros nos EUA ainda estão no patamar de 3,75%-4%.

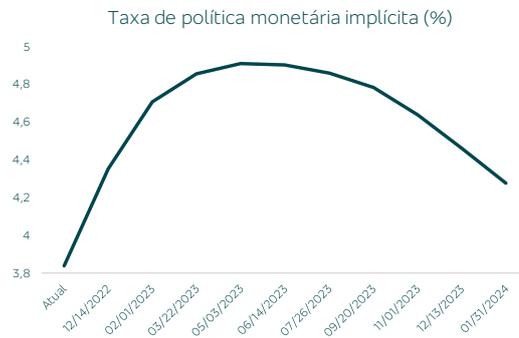


Fonte: Bloomberg

Não é necessário sofisticar muito a análise aqui para vermos que a taxa de juros suficiente para deter uma inflação que está em 7,7% e bateu 9,1% é maior que as taxas atuais. Os mercados estimam em 5% o pico dos juros básicos nos EUA no início de 2023, esse número está poucos decimais abaixo do pico prévio, de modo que a pergunta a ser feita é se o pior já passou em termos de inflação e de aperto de juros (*peak tightening*, *peak inflation*). Acreditamos que sim. Aqui a mensagem para os investidores em ativos de risco é menos positiva do que parece: os mercados dão conta que a inflação cede, mas cede muito lentamente, e uma das razões é que a probabilidade de uma recessão nos EUA é alta. Ao se celebrar que os juros não subirão ao ponto de superar muito os 5%, isso vem acompanhado



de uma recessão com natural compressão dos lucros. Como é de praxe nesses momentos, é muito difícil precisar o tamanho da desaceleração dos lucros e o potencial de baixa nos mercados de ações nos EUA.



Fonte: Bloomberg

Por último, o rendimento dos títulos do tesouro americano de 10 anos, atingiu 4,24% em 24/out/22 e fechou em 3,7% no dia 28 de outubro. Parece pouco, mas diz muito: os mercados mostram uma aposta mais forte numa desaceleração mais forte nos EUA, essa é a leitura que esse indicador está mostrando nas entrelinhas.

Importante salientar que as últimas comunicações do FED sugeriram nas entrelinhas que o ritmo de aumento dos juros (+0,75% por reunião) pode ser reduzido para +0,5% em cada reunião.



Fonte: Bloomberg

China: Covid Zero até quando?

O mais importante elemento a justificar um desempenho fraco da economia chinesa é a política estrita de combate à pandemia, a política de Covid-Zero. Com as recentes manifestações de revolta vistas em nas mídias sociais, a questão é se a China cederá (aliviando) a política de Covid-Zero. Pela própria natureza do regime chinês, a opinião do Ocidente é imaterial para balizar decisões dentro da China, assim como, ainda, pressões da



natureza que estamos vendo. Acreditamos que a China está a muitos meses de abandonar plenamente a política de Covid-Zero, o que pode significar muitos lockdowns em muitas regiões na China. Esse cenário se une à combatida trajetória de crescimento em 2023. Repetimos o resumo das projeções do FMI para a economia mundial em 2023 abaixo:

Projeções de crescimento da perspectiva econômica mundial – outubro 2022



Fonte: Internacional Monetary Fund

Com isso, o cenário para o preço das commodities e para o preço do petróleo, no curto prazo, não nos parecem favoráveis. Nossa visão para o preço do petróleo é estruturalmente favorável (essencialmente aos investimentos em produção insuficientes nos últimos), mas no curto prazo a economia global desfavorável deve pesar nesse ativo.

Em resumo, na economia global, a inflação mais alta por mais tempo continua como o grande empecilho para o deslanchar dos mercados, assim como o fraco desempenho na atividade em 2023 pode não estar totalmente integralizado nos preços atuais dos ativos financeiros. O momento deve ser ainda de muita cautela.

Brasil

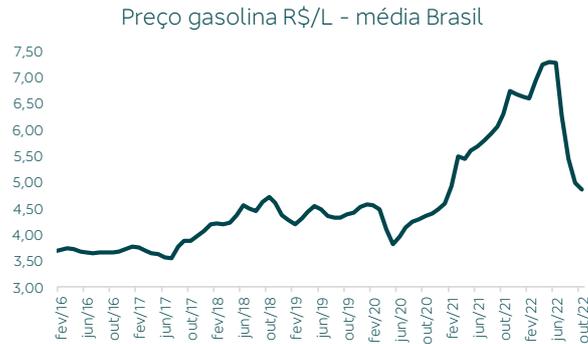
Crescimento 2023: números pouco inspiradores ainda

Nossa visão de um crescimento baixo para o ano que vem continua pouco inspiradora (nossa última projeção é de 0% para o crescimento do PIB em 2023). Na quinta-feira, dia 1 de dezembro soubemos o resultado do PIB trimestral de 3T22 (crescimento de 0,4% no 3T22 ante o 3T21), e com isso atualizaremos nossa projeção, mas cremos que os números para 2023 não devem se alterar substancialmente. As chances de crescimento abaixo de 1% em 2023 são elevadas.



Inflação: números devem parar de melhorar, mas não há forte deterioração à vista

A melhora agressiva nas taxas de inflação em meados do ano com a queda do ICMS e impostos federais nos combustíveis e na energia se esgotou. A inflação deve fechar o ano em 6,1% nesse ano (nossa projeção no mês passado era de 5,9%). O fim da melhora se deve ao fim da queda dos preços dos combustíveis. Para 2023, nossos modelos mostram números praticamente iguais à projeção do cenário de novembro: IPCA de 5% para 2023 de 4,9% anteriormente.



Fonte: Bloomberg

No início do texto mencionamos a chance de moderação do Federal Reserve americano com a melhora da inflação e da possibilidade de juros menores para deter o processo inflacionário ou um ritmo menor de aumento dos juros nos EUA. Um dos efeitos colaterais de juros menores (ao menos aos olhos de hoje) é implicar em um dólar americano menos agressivamente forte. O DXY (taxa ponderada do dólar nos mercados globais de câmbio) teve seu primeiro alívio importante em meses. De fato, o DXY se depreciou 6,4% desde fins de setembro de 2022. A implicação importante é uma menor pressão sobre moedas emergentes, com o Real incluído. Claro que aqui o componente externo (favorecendo o Real) e componente interno (essencialmente fiscal) se contrapõem.



Fonte: Bloomberg



Dilemas fiscais

O grande balizador das perspectivas e do humor dos mercados está sendo o fluxo de notícias sobre o orçamento de 2023 e, de maneira geral, a política fiscal no quadriênio 2023-2026. E o ponto mais importante a ser considerado no curto prazo é o tamanho do gasto acima do limite do teto (dado pela emenda constitucional 95). Há números desde R\$ 80 bilhões até R\$ 200 bilhões. Algo como R\$ 80 bilhões a mais (fora do teto) com validade para 1 ano seria, nessa altura, algo relativamente neutro para os mercados, ainda que o Brasil volte a postar déficits primários em 2023. Com tanta indefinição, déficits em torno de -1,5% do PIB parecem prováveis, ainda que os detalhes precisem ser definidos. Déficit em alta significam dívida em alta. A dívida pública deve voltar a crescer. Temos uma projeção de 81% do PIB para fim de 2023.

Mais do que números (que definirão o curto prazo), o novo governo precisa definir qual será a regra a ser seguida, ou se abandonar regras fiscais (como a emenda constitucional 95 – o teto de gastos) o que será posto no lugar. Fica difícil ancorar expectativas sem uma regra ou um modelo a ser seguido (meta de dívida pública por exemplo). Aqui também as informações são muitas e as definições praticamente inexistentes. Acreditamos que, de maneira geral, haverá alguma racionalidade no anúncio das medidas a serem propostas. Até mesmo poderemos ver uma redução no nível de incerteza no curto prazo, com o desafio maior sendo a implementação ao longo do tempo, especialmente se o Brasil flertar com uma recessão (ou PIB próximo de zero em 2023).

- > **Em resumo, nossa visão para a economia brasileira:**
- > O ajuste fiscal necessário terá o componente de (a) anúncio de medidas e promessas e (b) a execução de tais medidas. O mercado pode ver um alívio quando de novidades em (a), ao passo que verá dificuldades ao longo do tempo em (b), dadas as dificuldades intrínsecas de implementar um ajuste fiscal sem um grande consenso e um governo sem grande e sólida maioria congressual.
- > Inflação parou de melhorar no Brasil (6,1% IPCA 2022), mas não vemos uma deterioração forte no curto prazo. Aqui continua válida a ideia de que o problema de alta inflação é, ironicamente, um problema maior no resto do mundo que aqui. Nossa projeção para o IPCA de 2023 é de 5%.
- > Prevemos um crescimento de 2,7% para 2022 e 0% para 2023, sendo que esses números podem se alterar conforme a divulgação do PIB para 3T22). Ainda que escapemos de uma recessão (PIB negativo em termos anuais), a desaceleração de quase 3% é muito forte numa comparação histórica.

Nossa visão sobre juros (taxa Selic) continua sendo que, com uma adequação da política fiscal



minimamente consistente (anúncios seguidos de uma longa implementação), o BACEN terá condições de cortar juros no ano que vem. Com todas as incertezas associadas, vemos os juros chegando a 11,5% em 2023 com os cortes se iniciando no meio do ano de 2023 (no mês passado imaginávamos juros em fins de 2023 em 11,25%).



Fonte: Bloomberg e Ágora Investimentos

- > A última adequação é a nossa projeção para o Real. Nossa estimativa para 2022 foi de R\$5,20/US\$1 para R\$5,30/US\$1 com o maior ruído fiscal.

Resumo das projeções	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Crescimento PIB real (% IBGE)	1,2	-3,9	4,6	2,7	0,0	2
IPCA (fim de período, IBGE, %)	4,3	4,5	10,1	6,1	5	3,3
SELIC meta (dezembro, %)	4,5	2	9,25	13,75	11,5	8
R\$/US\$ (fim de período)	4,03	5,2	5,58	5,2	5,4	5,45
Resultado primário (% do PIB)	0,8	9,4	-0,8	-0,5	0,2	0,2
Dívida pública bruta (% do PIB, dez)	74,4	88,6	80,3	78,8	80,9	82,3
Crédito Total (% anual)	6,4	18,3	14,1	14,5	8,2	8,4
Conta Corrente (% do PIB)	-3,5	-1,7	-1,7	-3	-2,5	-3,1

Fonte: Ágora Investimentos



Região Metropolitana (RJ e SP)
4004 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282



ÁGORA
INVESTIMENTOS

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:

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.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição de Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - Usiminas.

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., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão,, Banco Pan S.A. , BRF S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Companhia Brasileira de Alumínio,, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista,, Diagnosticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confecções S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A.,Iochpe Maxiôm S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporeos S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Pet Center Comércio e Participações 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., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Unidas 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., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., BRF S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Companhia Brasileira de Alumínio, CSHG Logísitca - FII, CSHG Recebíveis Imobiliários - FII, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista,, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Diagnosticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confecções S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A.,Iochpe Maxiôm S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Livetech da Bahia Industria e Comércio S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporeos S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Pet Center Comércio e Participações 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., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Três Tentos Agroindustrial S.A., Unidas 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 Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).