



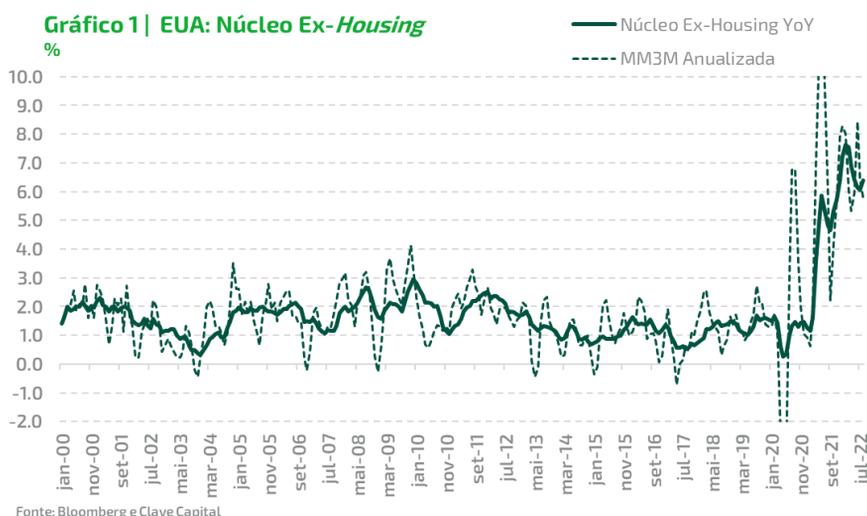
**CARTA TRIMESTRAL
MULTIMERCADO MACRO
3° TRIMESTRE 2022**

CENÁRIO INTERNACIONAL

EUA - Aperto adicional das condições financeiras é necessário

Em nossa última carta trimestral, assumíamos como cenário-base a manutenção ou pequeno aperto adicional das condições financeiras para arrefecer a demanda de forma ordenada, desacelerar os salários e colocar a inflação em trajetória de convergência para a meta ao final de 2024. No entanto, os dados na margem de inflação nos fizeram repensar e postergar, por ora, este cenário.

A divulgação do *CPI* de agosto foi um choque de realidade. A surpresa altista e disseminada na inflação de bens e sobretudo serviços evidencia que o problema inflacionário pode ser ainda mais persistente. O Gráfico 1 mostra que os núcleos, mesmo não considerando o setor de *housing* (item mais pesado da cesta, com 42%), estabilizaram em patamares muito distantes da meta. Cabe ressaltar que a metodologia de cálculo dos preços de aluguéis utilizada no *CPI* tornará ainda mais lenta a desaceleração dos núcleos tradicionais.



Os choques em série ocorridos desde a pandemia tornam os dados econômicos naturalmente mais voláteis, de forma que não devemos dar peso excessivo a um dado isolado. Dito isso, é inegável que o dado foi muito ruim, quando analisamos as aberturas sob diversas métricas, bem como a tendência dos núcleos, reforçando a necessidade de se apertar ainda mais as condições financeiras.

Em sua última reunião, o FOMC foi mais *hawkish* que o esperado ao indicar um juro terminal mais alto por um período prolongado, ressaltando que o objetivo principal é trazer a inflação para a meta, mesmo sob o risco de *overtightening* e alguma “dor” econômica. Dessa forma, aumentamos as chances de uma recessão mais aguda na distribuição dos nossos cenários plausíveis, e revisamos a projeção do PIB de 2022 para 1,6%, e de 2023 para 0,7%.

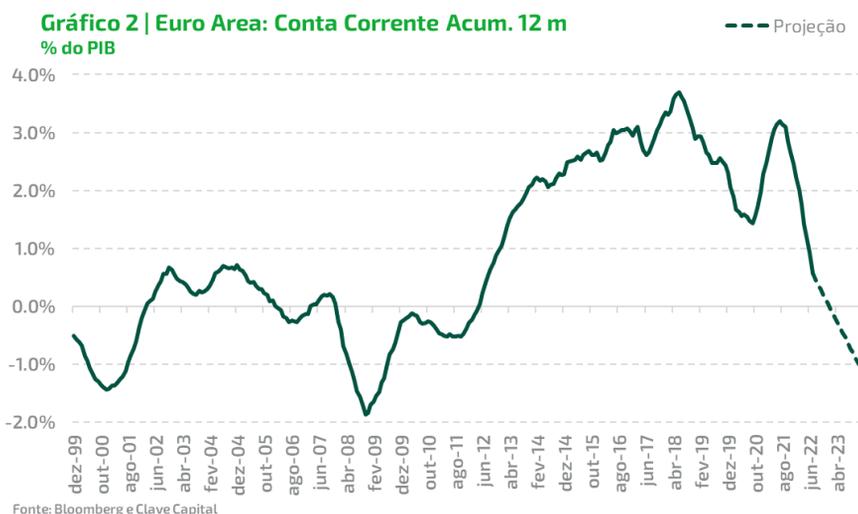
Essa necessidade de mais aperto monetário, somado à desaceleração já observada e contratada da atividade global, mantém o cenário de curto prazo para os ativos de risco bastante desafiador.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Europa – Recessão

Na Europa, o cenário de recessão que antecipávamos está se materializando e a conjuntura econômica para os próximos meses segue extremamente complexa. Os pacotes fiscais implementados ao longo dos últimos meses ao redor de 3,5% do PIB ajudam, mas não resolvem o problema do aumento dos custos de energia, na ordem de 5% do PIB. As quedas abruptas na renda real disponível, nos indicadores de confiança e nos *PMIs* apontam para recessão já no trimestre em curso. As incertezas quanto aos desdobramentos da guerra tornam os riscos para a atividade assimétricos para baixo. A nossa projeção para o PIB de 2022 não foi revisada devido aos efeitos estatísticos positivos no primeiro semestre desse ano. Para 2023, projetamos contração de 1%.

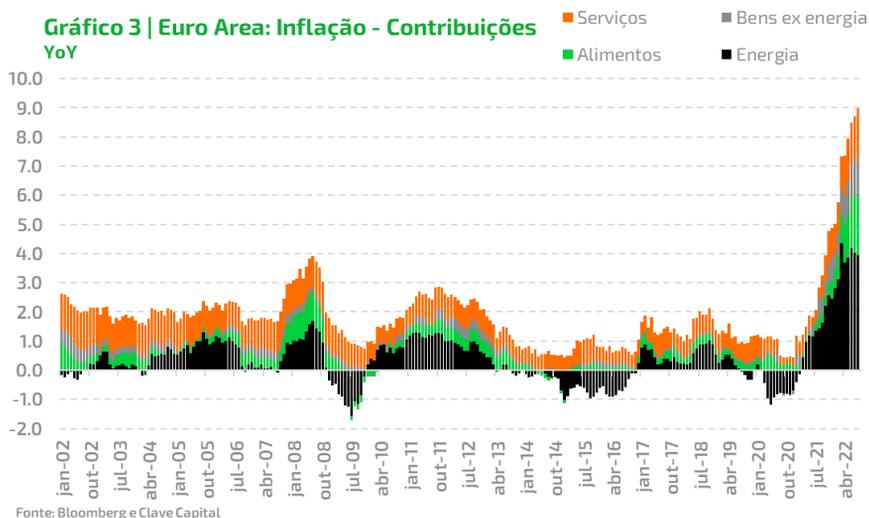
A recomposição mais rápida do que o esperado dos estoques de gás natural é positiva, mas somente um inverno ameno e uma diminuição importante da demanda serão capazes de postergar a utilização total dessas reservas até março de 2023. Se por um lado a Alemanha já mostra queda de quase 15% na demanda, por outro a Itália continua com o mesmo padrão de consumo dos anos anteriores. Cabe ressaltar que grande parte do aumento dos estoques se deve à fraqueza das economias asiáticas, possibilitando que o fluxo de *LNG* fosse direcionado para a Europa. Para o próximo ano, mantida a interrupção do fluxo russo, as importações de *LNG* serão menores, pois o fluxo voltará a ser direcionado para a Ásia. Sem uma nova fonte de gás natural ou corte relevante na demanda, a Europa terá a mesma dificuldade de recomposição dos estoques para o inverno de 2024. O problema na matriz energética é estrutural e não cíclico. O modelo econômico alemão baseado em energia barata e câmbio depreciado que tornava a indústria altamente competitiva terá que ser repensado. Nesse contexto, a depreciação no câmbio real efetivo esse ano ao redor de 4% não nos parece refletir a queda brutal dos termos de troca e a inversão da conta corrente, conforme o Gráfico 2.



Pelo lado da inflação, o nível extremamente elevado dos preços, as surpresas altistas recorrentes e o aumento das expectativas não permitem ao Banco Central desviar a atenção do seu mandato. O ECB ainda com projeções muito otimistas para a atividade, mostrou-se ainda mais preocupado com a inflação na sua última reunião, acelerando o processo de normalização das condições monetárias e sinalizando altas de juros significativas à frente.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Mesmo ainda distante do pico, a composição da inflação na zona do euro é majoritariamente de oferta, diferentemente do observado nos EUA, e os choques de energia e alimentos representam aproximadamente 62% da alta na inflação (Gráfico 3). Acreditamos que, conforme os impactos na atividade se tornem mais latentes e a recessão se concretize num ambiente de condições financeiras apertadas, risco de fragmentação e dinâmica salarial benigna, a percepção do *overtightening* permitirá a autoridade monetária dar mais peso para o crescimento, diferenciando-se significativamente do curso monetário norte-americano.



Pelo lado político, os desdobramentos recentes em UK merecem monitoramento. Na tentativa de diminuir os custos de energia para as famílias e aumentar o PIB potencial do país, o novo governo cometeu um grave erro de diagnóstico. Ao anunciar um teto para os preços da gasolina e do diesel para os próximos dois anos, os incentivos para a redução do consumo são anulados e os custos fiscais podem ser insustentáveis. Em termos comparativos, se toda a Europa replicasse o exemplo britânico, os custos chegariam ao valor estimado do plano de investimento em infraestrutura (*Next Generation EU Budget*) para os próximos 10 anos.

Na mesma direção, os agressivos cortes de impostos para as empresas e famílias aumentarão a renda disponível da economia, estimulando a demanda agregada e gerando mais pressões inflacionárias no médio prazo.

Na conjuntura atual com o mercado de trabalho apertado, inflação extremamente alta, déficit em conta corrente ao redor de 5,5% do PIB e dívida pública elevada, aumentar o déficit do governo nessa magnitude (aprox. 6,2% do PIB) gera dúvidas sobre a sustentabilidade e financiamento da dívida pública.

A falta de credibilidade do governo Truss e do BOE pioram ainda mais essa dinâmica e o mercado vem punindo os ativos locais. Acreditamos que sem uma correção no curso fiscal e com reservas internacionais insuficientes para diminuir a volatilidade do câmbio, caberá a autoridade monetária dar um choque de juros na tentativa de recuperar a confiança dos agentes econômicos.

Esse abrupto movimento nos ativos em UK serve de alerta para os países mais endividados, especialmente a Itália com dívida/PIB de 150%. A proposta de aumento dos gastos públicos na ordem de 3,5% do PIB do novo governo de centro-direita deveria ser reavaliada.

CENÁRIO INTERNACIONAL

China - *Housing*. Esgotamento do modelo e o médio prazo

Ao longo dos últimos 20 anos, o setor imobiliário chinês foi um dos principais vetores de crescimento do país. Contudo, os desequilíbrios criados neste percurso e mudanças estruturais importantes mostram que o período de bonança e crescimento de dois dígitos ficaram no passado. Além disso, muito provavelmente veremos contribuição negativa de *housing* para o crescimento nos próximos anos.

De forma resumida, o modelo do setor imobiliário chinês consiste na venda das terras pelos governos locais para as construtoras, que por sua vez, elaboram projetos e vendem para o consumidor ou investidor final. Em números, a venda de terras corresponde a 46% das receitas das províncias; pré-vendas correspondem a 90% das vendas residenciais e 50% do financiamento dos projetos das construtoras; e 60% do patrimônio das famílias está alocado em imóveis. Em ciclos de expansão, com preços das casas em alta, as receitas dos governos locais aumentam possibilitando gastos em infraestrutura, as construtoras se alavancam para novos projetos e as famílias ficam mais ricas. O problema ocorre quando o ciclo se reverte - os preços caem, as famílias perdem poder de compra via efeito riqueza, as construtoras têm problemas de financiamento para continuar os projetos e os governos locais perdem capacidade de investir em infraestrutura e sustentar os gastos correntes. Vale ressaltar que o setor imobiliário representa aproximadamente 25% do PIB chinês.

Podemos dividir o ciclo deste setor em três períodos importantes:

i) Rápido crescimento (2004-2013): a conclusão do processo de privatização e chegada das construtoras privadas em 2003 somada a demografia favorável, baixas taxas de urbanização, qualidade precária das moradias, facilidade ao crédito e rápida expansão econômica do país com a inclusão da China na Organização Mundial do Comércio permitiram ao setor imobiliário crescer em média 20% a.a nesse período;

ii) Aumento dos desequilíbrios (2014-2020): os estímulos de aproximadamente 12% do PIB implementados após a crise de 2008 tornaram evidente os excessos, como o aumento significativo da oferta de moradias e as cidades fantasmas. Na tentativa de conter o avanço desses desequilíbrios, os apertos regulatórios e das condições financeiras por parte do governo levaram a problemas de liquidez nas construtoras, uma desaceleração importante do setor e queda dos preços das casas em 2014 e 2015.

De forma a minimizar os impactos no crescimento e conter os efeitos em cadeia na economia, o governo expandiu o crédito, criou o programa de “reconstrução de favelas” e distribuiu *vouchers* para que a população dessas áreas pudesse comprar novas moradias, ao custo de mais desequilíbrios e alavancagem. Esse programa reacelerou o setor ao final de 2015 e 2016. Entre 2014-2020, o crescimento do setor foi de 12% a.a. e a alavancagem das construtoras (*total liabilities - pre-sales deposits*)/(*total assets - pre-sale deposits*) saltou de 70% para 82%.

iii) Reversão das políticas e diminuição da alavancagem (2020-atual): ciente das vulnerabilidades criadas e no esgotamento do modelo, o governo impôs uma série de medidas severas para desalavancar o setor. Em destaque: os *Three Red lines* em agosto de 2020 que parametricamente limitavam novas emissões de dívidas das construtoras e a exposição do balanço dos bancos ao setor imobiliário, com tetos específicos para empréstimos as famílias (hipotecas) e as construtoras ao final de 2020.

CENÁRIO INTERNACIONAL

A implementação dessas medidas em ambiente de desaceleração econômica causada em grande medida pela política do *Zero-Covid* afetou significativamente o setor imobiliário. Estranguladas financeiramente, as construtoras começaram a atrasar a entrega dos projetos, o que acarretou perda da confiança das famílias no modelo de pré-vendas e boicotes aos pagamentos das hipotecas. A queda nas vendas e nos preços das casas afetou simultaneamente os três principais agentes dessa equação: as famílias, as construtoras e os governos locais, que sem a venda de terras, comprometem o seu orçamento e não conseguem investir em infraestrutura, acarretando desaceleração econômica ainda maior.

Acreditamos que o governo precisa agir de forma mais contundente e interromper esse ciclo vicioso, caso contrário os desdobramentos econômicos e a desaceleração da atividade serão enormes. A garantia do governo central para a entrega das casas vendidas, mas ainda em construção; linhas de crédito para as construtoras com baixa alavancagem; cortes adicionais nas taxas de hipotecas e relaxamento da regulação são algumas das medidas que poderiam retomar a confiança das famílias, afrouxar as condições financeiras e impulsionar a demanda no setor.

A exposição dos bancos chineses ao setor imobiliário, incluindo hipotecas e empréstimos para as construtoras, correspondem a aproximadamente 55% da carteira de crédito e 30% dos ativos dos bancos. O risco de uma crise financeira local e um *credit crunch* existe, mas alguns mitigadores importantes precisam ser considerados: a taxa de poupança das famílias é bastante elevada; o sistema financeiro é altamente bancarizado; os principais bancos são estatais; as provisões são elevadas; o governo garante os depósitos; o controle de capital e a baixa exposição de investimentos estrangeiros limitam uma eventual fuga de capitais.

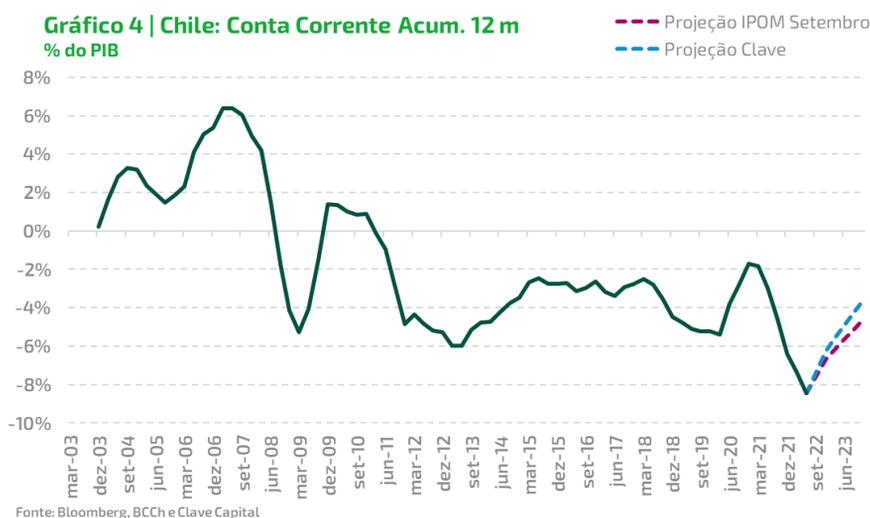
Além disso, ao somarmos a rolagem de dívida das construtoras para os próximos doze meses e o valor estimado para a finalização dos projetos em construção, chegamos ao montante de 3% do PIB – valor que está longe de representar um grave problema para uma economia com excesso de poupança como a chinesa. Obviamente, quão mais demorada for a resposta do governo, maiores serão os custos e os impactos na economia.

A necessidade de mudança do modelo e consolidação do setor torna tênue o limite entre *moral hazard* e estabilização do crescimento, mas ciclicamente é preciso e o custo é relativamente baixo. No médio prazo, os fatores estruturais que impulsionaram o setor e a economia entre 2004 e 2013 - demografia favorável, urbanização acelerada e baixo endividamento - não estarão mais presentes e serão vetores negativos para a atividade. O crescimento estrutural mais baixo, menos focado em *housing* e infraestrutura, trará consequências importantes para a demanda de *commodities* metálicas.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Chile - Insustentabilidade das contas externas e piora do prêmio de risco

O Chile vive uma dinâmica insustentável nas contas externas. Pelo lado doméstico, o excesso de estímulo fiscal realizado na pandemia do Covid-19 (aproximadamente 15% do PIB, maior entre os países emergentes) gerou um acúmulo de poupança que continua impulsionando a demanda e impactando negativamente a conta corrente. Pelas nossas projeções, o déficit diminuirá lentamente nos próximos trimestres (Gráfico 4) devido à desaceleração da atividade, mas permanecerá em níveis significativamente deficitários. Cabe ressaltar que com exportações para a China na ordem de 12.3% do PIB, o Chile é um dos países mais expostos a uma potencial desaceleração maior da atividade chinesa.



Esse enorme desequilíbrio das contas externas não nos parece condizente com o ajuste do câmbio real dos últimos meses. A intervenção massiva do Banco Central para conter a depreciação da moeda (aproximadamente 45% do volume diário no período de atuação), oculta o problema.

Adicionalmente, as incertezas institucionais e jurídicas geradas pelo processo de elaboração da nova Constituição diminuíram significativamente os investimentos diretos no país. Pelo lado fiscal, mesmo que o ponto de partida seja favorável, a resolução política para a Carta Magna passará por aumento significativo dos gastos públicos. Desta forma, acreditamos que o prêmio de risco do país não reflete os desafios estruturais de médio prazo do Chile.

CENÁRIO LOCAL

Antes de entrarmos nas idiossincrasias locais, cabe ressaltar que seguimos com a visão expressada em cartas anteriores de que o Brasil parece bem posicionado para a nova organização mundial que vem se desenhando. Num mundo mais multipolar e crescentemente sensível a incidentes geopolíticos, questões como segurança no fornecimento de insumos básicos por países politicamente neutros e mercado de capitais desenvolvido como alternativa de investimentos tornam-se cruciais, e nos dão uma vantagem relevante no universo de países emergentes.

Brasil – O fim do Teto de Gastos e o novo *framework* fiscal

Desde a introdução do Teto dos Gastos em 2016, os gastos discricionários vêm sendo reduzidos dentro do orçamento para dar espaço às despesas obrigatórias (previdência, gasto com pessoal, dentre outros). As despesas discricionárias estão em nível que estimamos ser o mínimo necessário para o funcionamento da máquina pública, ou seja, não podem sofrer reduções adicionais. Essa impossibilidade de cortes nas despesas discricionárias, aliado ao crescimento vegetativo da previdência e a manutenção do Auxílio Brasil em R\$ 600 (promessa de campanha dos dois candidatos que lideram as pesquisas), colocam os gastos públicos de 2023 R\$ 65 bilhões (0,7% do PIB) acima do limite permitido pelo teto. Além disso, nos parece improvável que o novo presidente, seja quem for, fique mais um ano sem conceder reajuste salarial aos servidores federais.

Em nosso cenário-base, o aumento atribuído aos servidores custará cerca de R\$ 15 bilhões no próximo ano, valor próximo ao orçado pelo governo na PLOA (Projeto de Lei Orçamentária) de 2023. Com isso, a nossa projeção é que os gastos do governo federal fiquem, no mínimo, R\$ 80 bilhões (0,9% do PIB) acima do teto em 2023.

Ainda que o teto fosse aumentado pontualmente para atender a essa demanda, seria novamente impossível cumpri-lo em 2024 porque os gastos previdenciários, que compõem mais de 40% dos gastos do Governo Federal, tem um crescimento vegetativo entre 1,5% e 2,0% acima da inflação, sendo necessário o corte nas demais despesas. Como o espaço para reduzir gastos discricionários é inexistente, aconteceria outra quebra do teto de gastos em 2024, reforçando a insustentabilidade do regime fiscal atual.

Em 2023, o Brasil terá que construir um novo *framework* fiscal e o próximo presidente deverá escolher entre acabar ou alterar o teto dos gastos. Caso a decisão seja alterá-lo, terá que ser modificado tanto o limite máximo de gasto quanto o indexador, de forma a permitir o crescimento deste acima da inflação. Outra possibilidade seria a exclusão de determinados gastos do teto, solução que nos parece mais frágil na medida em que seria aberto um precedente perigoso a exclusões crescentes.

Para evidenciarmos os enormes desafios das contas públicas, iremos analisar diferentes cenários de aumento do teto e de mudanças do indexador para então simularmos a elevação da carga tributária necessária para a estabilização da dívida/PIB do país.

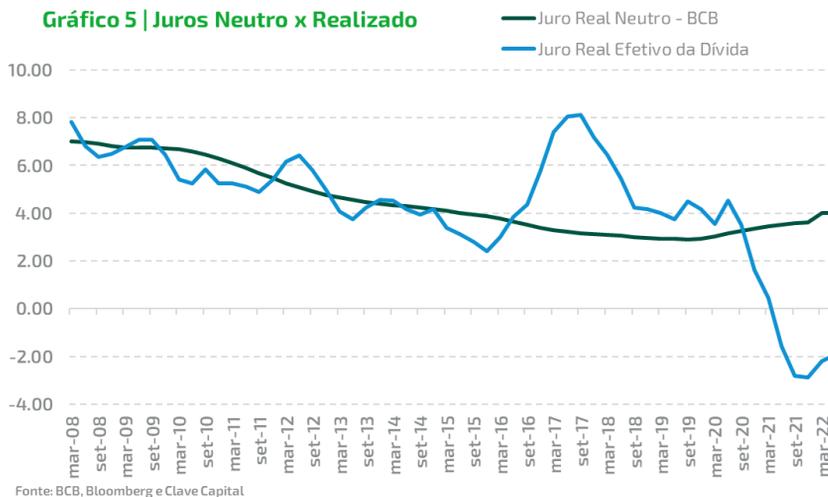
As duas possibilidades de aumento consideradas serão o incremento do teto em R\$ 80 bilhões e R\$ 130 bilhões em 2023 (aqui supõe-se que além do mínimo necessário, o governo abriria espaço para mais R\$ 50 bilhões para recomposição das despesas discricionárias e investimentos). Por sua vez, as duas alterações de indexador serão: as despesas crescendo a taxa de inflação passada somada ao crescimento do PIB do ano anterior, mantendo assim as despesas como percentual do PIB estáveis; e outra no qual os gastos crescerão pela taxa de inflação somada a metade do crescimento do PIB, levando a uma redução das despesas como percentual do PIB ao longo do tempo.

CENÁRIO LOCAL

A permutação dessas hipóteses gera quatro cenários possíveis, desde o mais austero, com incremento do teto de R\$ 80 bilhões e novo indexador de IPCA mais metade do crescimento do PIB, até um mais “irresponsável” com aumento do teto em R\$130 bilhões reajustado pelo IPCA adicionado do crescimento do PIB. Acreditamos que até o cenário mais rígido é crível e não geraria grande esforço para ser cumprido, diferentemente da regra atual. Deixaria, porém, pouco espaço para crescimento dos investimentos, que já estão em nível extremamente baixo.

Para calcularmos o aumento de carga tributária necessário para a estabilização da dívida/PIB no longo prazo em 82%, nível que projetamos para 2023, consideramos os cenários de despesas discutidos acima, premissas para a taxa de juros reais e crescimento do produto.

Utilizaremos dois cenários para a taxa de juros real de longo prazo: 3% e 4%. O Banco Central do Brasil (BCB) calcula a taxa neutra de juros hoje em 4%. No entanto, durante o período 2018-2019, quando as regras fiscais eram rígidas e críveis, o juro neutro calculado pelo BCB estava abaixo de 3%. Outro ponto importante é que desde 2007 o juro real efetivo da dívida bruta ficou levemente abaixo do estimado pelo BCB, conforme o Gráfico 5.



Para a premissa de crescimento do PIB, utilizamos a taxa média de 2,0% a.a.. Aqui, consideramos a evolução da População em Idade Ativa (PIA) de acordo com as projeções demográficas do IBGE e expansão conservadora da produtividade total dos fatores.

Os resultados para o aumento de carga tributária necessário estão nas Tabelas 1 e 2. É importante pontuar que já consideramos o aumento de arrecadação proveniente do petróleo para os próximos anos, conforme exposto na carta do 2º trimestre (ao redor de 1,2% do PIB dentro de 10 anos). Os resultados a seguir são os incrementos adicionais de impostos.

Tabela 1

Simulação com crescimento médio de 2,0% e Juros Reais de 3,0%			
Cenário	Aumento do teto em 2023	Novo indexador	Aumento de Carga Extra Necessário
Cenário A	80 Bilhões	IPCA + PIB/2	0.80%
Cenário B	80 Bilhões	IPCA + PIB	1.90%
Cenário C	130 Bilhões	IPCA + PIB/2	1.30%
Cenário D	130 Bilhões	IPCA + PIB	2.40%

*Nossas projeções já embutem os ganhos recorrentes de arrecadação com petróleo que chegam, dentro de 10 anos, a 1,2% do PIB

CENÁRIO LOCAL

Tabela 2

Simulação com crescimento médio de 2,0% e Juros Reais de 4,0%			
Cenário	Aumento do teto em 2023	Novo indexador	Aumento de Carga Extra Necessário
Cenário E	80 Bilhões	IPCA + PIB/2	1.60%
Cenário F	80 Bilhões	IPCA + PIB	2.70%
Cenário G	130 Bilhões	IPCA + PIB/2	2.10%
Cenário H	130 Bilhões	IPCA + PIB	3.20%

*Nossas projeções já embutem os ganhos recorrentes de arrecadação com petróleo que chegam, dentro de 10 anos, a 1,2% do PIB

Mesmo no cenário mais benigno (Cenário A), é necessário um aumento adicional de carga tributária (0,8% do PIB) para estabilizar a dívida. Posto de outra forma, no cenário A teríamos que aumentar a carga em mais 0,8% além dos ganhos de petróleo, levando a um aumento total de carga tributária de 2% do PIB, em relação ao nível que temos hoje. No cenário mais “irresponsável” e com a taxa de juros maior (Cenário H) a carga teria que ser elevada em 3,2% do PIB (além de +1,2% do PIB do petróleo), de maneira permanente. Cabe ressaltar que, quanto mais rígida for a regra fiscal, maiores as chances de que a taxa de juros real se aproxime de 3% em detrimento dos 4% atuais, auxiliando na dinâmica fiscal de longo prazo.

Acreditamos que os cenários B e C são os mais prováveis e o Brasil precisará de novas leis que aumentem a arrecadação de tributos em aproximadamente 1,5% do PIB. Via de regra, aumentos de imposto são detratores ao crescimento potencial do país. Não obstante, no atual caso brasileiro, se o aumento de carga for combinado com uma boa reforma tributária que simplifique o nosso complexo sistema, a resultante poderá aumentar a produtividade do país. Uma outra opção seria a redução de incentivos fiscais válidos hoje, muitos dos quais não geram os benefícios a que se propõem. Nesse caso o crescimento potencial também não seria alterado.

Para 2022 estimamos um superávit primário ao redor de 1% e para 2023 um déficit primário de 1,5% do PIB.

Brasil – A fábula do Hiato do Produto

Após a forte recessão causada pela pandemia, o PIB brasileiro vem se recuperando significativamente e este ano deverá crescer 2,8%, surpreendendo as expectativas do Focus que projetavam 0,3% no início deste ano. Mais do que a atividade, o que nos impressiona é o desempenho do mercado de trabalho, com a taxa de desemprego se encaminhando para 8% (menor patamar desde 2014). Diante desse quadro, muito se discute sobre o grau de ociosidade da economia brasileira, o chamado Hiato do Produto (diferença entre o PIB efetivo e o PIB potencial).

Estimar o nível de ociosidade de uma determinada economia permite avaliar se há algum descompasso entre oferta e demanda, ou seja, sinaliza se a economia está sobreaquecida e sujeita a pressões inflacionárias ou se está operando com ociosidade dos fatores produtivos. Sendo assim, o hiato do produto é uma variável chave para a condução de políticas macroeconômicas, como as políticas fiscal e monetária. A medida do hiato é estimada e utilizada por diversos Bancos Centrais para determinar a taxa de juros que melhor responde à inflação.

CENÁRIO LOCAL

Entretanto, apesar de ser extremamente relevante para a decisão de juros, o PIB potencial é uma variável não observável e de difícil mensuração. Há diferentes metodologias para o seu cálculo, podendo ser citado o Filtro Hodrick Prescott (HP), Filtro de Kalman e Função de Produção, todas essas com vantagens e desvantagens. Apesar de não haver consenso na literatura sobre a técnica mais adequada para estimar o PIB tendencial, a abordagem da função de produção traz benefícios interessantes, como relacionar um nível de produção (PIB) com uma determinada quantidade de insumos (trabalho e capital). Adicionalmente, é possível extrair o cálculo da produtividade total de fatores (PTF) que é a parcela do crescimento da economia não explicada pelo acúmulo de trabalho e/ou capital, também utilizado como uma mensuração da eficiência econômica.

O Gráfico 6 exibe o resultado da nossa estimativa de hiato do produto através da abordagem da Função de Produção entre o segundo trimestre de 1996 e o segundo trimestre de 2022. É possível perceber que durante a forte recessão entre 2015 e 2016, o PIB efetivo ficou bem abaixo do potencial, alcançando -6,2% no final de 2016. Após esse período, a ociosidade da economia foi sendo reduzida lentamente até alcançar -3,1% ao final de 2019.

A pandemia e seus efeitos negativos sobre a atividade voltaram a ampliar a ociosidade da economia (com aumento da taxa de desemprego e redução da capacidade instalada da indústria). Mesmo com a forte queda do PIB durante a Covid-19, a atividade se recuperou fortemente, levando a um fechamento rápido do hiato do produto. Nossas contas já mostram sinais de sobreaquecimento, com o PIB efetivo 0,8% acima do potencial no segundo trimestre deste ano.

Gráfico 6 | Hiato do Produto Função de Produção — Função de Produção



Fonte: IBGE, FGV e Clave Capital

É importante destacar que o resultado é condizente com os dados de inflação que apontam núcleos ainda em patamares desconfortáveis, principalmente nos itens relacionados a serviços, reforçando sinais de que a economia estaria operando acima de sua tendência de longo prazo. Nesse contexto de menor ociosidade do que o antecipado, o próprio Banco Central no último Copom introduziu no balanço de riscos a possibilidade de o hiato do produto estar mais fechado.

CENÁRIO LOCAL

Embora a recuperação da atividade seja bem mais forte do que o antecipado por nós e pelo mercado, nossos cálculos pela Função de Produção apontam perda de produtividade da economia brasileira nos últimos trimestres (Gráfico 7). Como pode ser observado, no segundo semestre de 2020 houve melhora do índice de produtividade diante das mudanças na composição setorial da economia, com aqueles mais produtivos (indústria, intermediação financeira e serviços de informação) se recuperando mais rápido do que os menos produtivos e mais intensivos em trabalho (serviços prestados às famílias, transporte e construção). Contudo, o avanço da vacinação e da reabertura levaram a uma migração da demanda para o setor de serviços, o que tem contribuído para que a produtividade total de fatores tenha desempenho pior do que o observado no período anterior a pandemia.

Gráfico 7 | Índice de Produtividade



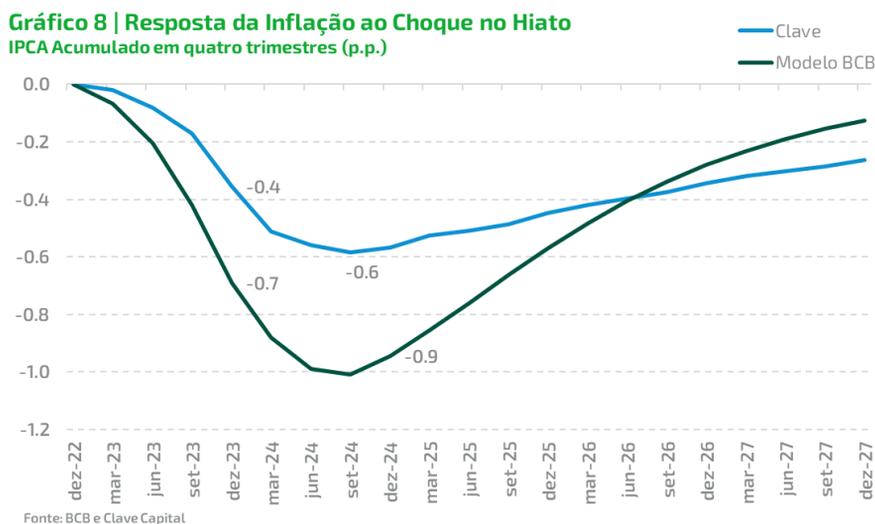
Fonte: IBGE, FGV e Clave Capital

Diante desse pano de fundo, nossas estimativas para a função de produção apontam uma perda de PIB potencial no pós-pandemia pior do que ocorreu após a recessão de 2015/2016. Na nossa avaliação, isso não nos parece um movimento permanente, uma vez que fizemos reformas relevantes que deveriam contribuir para aumento do PIB potencial no longo prazo, com destaque para a reforma da Previdência, redução da participação do BNDES no crédito total da economia e, principalmente, a reforma trabalhista. Dessa forma, com a perda de produtividade recente, o fechamento do hiato tem se dado não apenas pelo lado da demanda, mas também pelo lado da oferta da economia.

Sabemos que o aperto monetário irá afetar a inflação ao desacelerar a economia pelo lado da demanda (abertura do hiato do produto), mas pouco se fala sobre os impactos na convergência da inflação numa possível “normalização” da oferta da economia que levaria ao aumento do PIB potencial. Poderia ser uma melhora adicional das cadeias de produção que ainda estão incompletas ou migração do crescimento da economia de setores menos produtivos para mais produtivos, por exemplo.

CENÁRIO LOCAL

Dessa forma, fizemos um exercício simples em que o hiato do produto volta a se ampliar pelo lado da oferta. Sendo assim, demos um “choque” no hiato pelo lado do PIB potencial, fazendo com que ele retorne gradualmente para a tendência que prevaleceu entre 2017 e 2019. O resultado está exposto no Gráfico 8 que exhibe a resposta de um choque gradual no hiato do produto no IPCA acumulado em doze meses. De acordo com a nossa simulação, essa normalização pelo lado da oferta poderia impactar o IPCA de 2023 e de 2024 em cerca de -0,40% e -0,60%, respectivamente. Fizemos a mesma simulação utilizando as elasticidades do modelo do Banco Central e chegamos em impacto ainda mais acentuado, sendo -0,70% em 2023 e -0,90% em 2024. O exercício exposto aqui reforça que a desinflação poderá ser mais forte do que a esperada por nós, caso a economia brasileira siga normalizando. Nesse cenário, nossa previsão de IPCA poderia ficar em 4,1% (de 4,5%) em 2023, e 2,4% (de 3,0%) em 2024, portanto, bem abaixo da meta no horizonte relevante para a política monetária.



Brasil – Até quando vai perdurar a vigilância?

Após algumas cartas seguidas trazendo perspectivas piores para o quadro inflacionário, finalmente, o cenário começa a se mostrar mais benigno com o IPCA dando sinais mais claros de desaceleração na margem. Sem dúvida, os números recentes estão sendo influenciados pelas medidas de redução de impostos federais e estaduais que levaram a forte redução nos preços de energia elétrica, etanol e gasolina – os dois últimos intensificados pela queda do preço do petróleo no mercado internacional. Porém, os componentes subjacentes também começaram a arrefecer, apesar de ainda permanecerem em patamares desconfortáveis.

O IPCA deverá encerrar o ano em 5,4%, bem abaixo do consenso que há alguns meses projetava inflação ao redor de 9%, implicando em uma inércia menor à frente. Sendo assim, a desinflação seguirá ocorrendo nos próximos trimestres, intensificando-se com os efeitos defasados da política monetária, com a continuidade da normalização das cadeias produtivas e pela desaceleração da atividade econômica, com o IPCA de 2023 em 4,5% e em 2024 em 3,0%.

CENÁRIO LOCAL

Com o cenário de desinflação ficando mais claro e com o término do ciclo de alta anunciado pelo Banco Central no último Copom, a grande pergunta é: quando a taxa de juros poderá começar a cair? Parece ser consenso no mercado que a Selic permanecerá em 13,75% a.a. por um longo período (segundo a pesquisa Focus, os cortes começam apenas em junho, terminando o próximo ano em 11,25% a.a., patamar ainda altamente restritivo). O posicionamento do mercado e dos economistas vai na linha da sinalização recente da autoridade monetária: “O Comitê se manterá vigilante, avaliando se a estratégia de manutenção da taxa básica de juros por período suficientemente prolongado será capaz de assegurar a convergência da inflação”. Apesar disso, ainda achamos que a queda de juros poderá ocorrer antes do que o mercado espera e de maneira mais pronunciada.

Diante desse cenário, com o fim do ciclo de alta dos juros, revisitamos a nossa carta passada, onde fizemos o exercício de manter a taxa de juros Selic estável em 13,75% a.a. por todo o horizonte (similar ao antigo cenário de referência). Atualizando o cenário para a situação do Focus atual (Expectativas de inflação para 2023 em 5,00% e para 2024 em 3,50%), com taxa de câmbio mantida em R\$5,20/US\$ e mantendo a taxa de juros Selic estável no atual patamar por todo o horizonte de previsão, as projeções segundo nossa simulação utilizando o modelo do Banco Central seriam de: 5,8% em 2022, 4,3% em 2023, 1,8% em 2024, e 3,1% no 1º trimestre de 2024. Sendo assim, no primeiro trimestre de 2023, a projeção ponderada (25% de peso para 2023 e 75% de peso para 2024) seria em torno de 2,5%, cerca de -0,60% abaixo da meta ponderada (3,06%) para o período, reforçando que a taxa de juros altamente contracionista neste patamar já poderia ser reduzida no início do próximo ano, bem antes do consenso do mercado.

Apesar de acharmos que no início do próximo ano os juros já poderiam começar a cair, acreditamos que a autoridade monetária deverá se manter conservadora e aguardará um pouco mais para iniciar um ciclo de afrouxamento monetário. Projetamos que a Selic comece a ser reduzida apenas no 2º trimestre, com a taxa de juros Selic encerrando 2023 em 9,75% a.a.. Contudo, seguimos vendo assimetria clara para um início de cortes mais cedo e mais célere.

Brasil – Eleições

Seguimos com o cenário de que o ex-presidente Lula é o favorito. Caso seja confirmado, não esperamos uma grande alteração da conjuntura econômica atual. Com a guinada ao centro de Lula, evidenciada pela escolha de Geraldo Alckmin como vice, acreditamos que o ex-presidente teria mais facilidade que no passado para montar uma boa equipe econômica, se assim desejar. Além disso, mesmo que a composição do ajuste fiscal seja diferente, independentemente do vencedor, acreditamos que uma regra crível que coloque a relação dívida/PIB em trajetória estável ou cadente ao longo do tempo será implementada.

INTERNACIONAL | TEMAS DE INVESTIMENTO

Apesar de ainda mantermos um portfólio global liquidamente vendido em Bolsa e comprado em USD, esse tema de aperto das condições financeiras com mais de-rating de ativos de risco parece bastante maduro e consensual. Dessa forma, temos nos preocupado crescentemente na construção do portfólio com as possíveis caudas positivas que julgamos pouco esperadas e precificadas, dentre elas: o fim inesperado da guerra, e/ou uma desinflação na margem maior do que a esperada pelo mercado e Banco Centrais. Seguem os principais temas que temos explorado no portfólio:

Global Reflation - Powell Capitulation

A combinação de um mercado de trabalho ainda bastante resiliente com uma inflação que segue surpreendendo por sua maior persistência, mantém o FED em ritmo de aperto monetário acelerado, aumentando significativamente as chances de termos uma recessão mais forte na economia americana. Neste cenário, com juros reais ainda mais altos e expectativas de lucros das empresas em trajetória descendente, devemos ter prêmios de risco de ativos financeiros mais elevados.

Desta forma, temos mantido posições vendidas na bolsa americana que neste estágio do ciclo econômico nos parece ter melhor assimetria do que posições tomadas nos juros - mesmo porque com o tamanho do aperto já ocorrido, o foco do mercado deve ser crescentemente o tamanho da recessão à frente. Apesar dos indicadores técnicos e de posicionamento indicarem que os investidores profissionais estão com baixa exposição à bolsa, preocupa-nos possíveis realocações dos investidores de varejo nessa nova realidade de juro real americano acima de 1,50% a.a..

USD Global

A força da economia americana vis a vis a desaceleração da atividade europeia, atingida pelo choque energético, ou a fraqueza da economia chinesa ainda sem apresentar sinais de recuperação mais sustentável, mantém o dólar em trajetória ascendente, apesar de sua valorização em termos reais nos parecer bastante esticada para padrões históricos.

Neste contexto, temos mantido posições compradas em dólar principalmente contra o euro e a moeda chinesa. Zeramos com lucro nossa posição comprada em franco suíço.

Em EM, temos mantido uma pequena posição vendida em CLP e MXN versus BRL.

Europa – Crise Existencial

O ECB inicia a normalização de sua política monetária com o enorme desafio de desinflacionar um choque externo em economias que já caminham para uma recessão. Além disso, enfrenta o risco de precipitar uma nova crise fiscal nos países periféricos quando interromper o processo de reinvestimento dos pagamentos de juros e principal dos títulos que mantêm em seu balanço.

Neste contexto, acreditamos que o trabalho do ECB será progressivamente mais difícil e por isso temos mantido posições de *flattening* na curva curta europeia, e posição aplicada na parte curta versus posição tomada no mesmo prazo na curva norte-americana.

China – Recuperação Cíclica

Depois de sucessivos sinais frustrados de recuperação econômica, aumentou o ceticismo dos investidores sobre a capacidade do governo chinês de endereçar de forma contundente a crise do setor imobiliário e adotar novas práticas no combate ao Covid que evitem a utilização de *lockdowns*. Esta deterioração das expectativas mantém os ativos chineses bastante depreciados. Desta forma, apesar de estarmos zerados no momento, continuamos com a percepção de assimetria a favor de posições compradas na bolsa chinesa, por acreditar que estas questões devem ser resolvidas no próximo governo Xi.

BRASIL | TEMAS DE INVESTIMENTO

O *valuation* atrativo e a expectativa crescente que caudas econômicas mais à esquerda do novo governo eleito tem probabilidade relativamente baixa (pelo menos inicialmente), explicam a resiliência recente dos ativos brasileiros à piora do humor global. Seguimos com a visão de que os ativos brasileiros estão bastante descontados para padrões históricos e temos mantido um portfólio comprado em Brasil, mesmo cientes de que essa resiliência tem limites que seguimos avaliando com cuidado.

Temos gradativamente mudado o mix do portfólio em função da nossa avaliação de maior probabilidade de vitória do ex-presidente Lula nas eleições.

Seguem as principais posições:

BRL

Temos mantido uma posição zerada ou comprada em BRL no *book* de moedas. Mesmo tendo sido uma das poucas moedas a se valorizar contra o USD esse ano, o ponto de partida era um nível extremamente desvalorizado. O câmbio real efetivo ainda está 16% mais desvalorizado do que a média dos últimos 10 anos, numa realidade de contas externas saudáveis e posição relativa no mundo potencialmente bastante favorável como já mencionamos.

Juros Brasil

Mantemos posições na parte curta da curva que se beneficiam de um corte mais cedo do que o esperado pelo mercado. Num provável novo governo do ex-presidente Lula, aonde o parafiscal deve voltar para um padrão estimulativo numa realidade de meta de inflação de 3%, a assimetria *ex-ante* para posições aplicadas na parte intermediária da curva nos parece inferior às demais com a precificação atual (cortes ao redor de 400 bps a partir do 2º semestre de 2023).

Montamos inclusive uma posição de Valor Relativo tomada em inclinação de curva versus posições compradas em algumas ações ligadas ao setor doméstico. Se os cortes atualmente precificados na curva se realizarem, acreditamos que o *upside* dessas ações é bem superior a posições aplicadas na renda fixa.

Bolsa

Temos mantido posições líquidas compradas ao redor de 15% do fundo com um *gross* em torno de 35%. A posição comprada consiste numa carteira de ações com maior peso no setor financeiro e no setor doméstico.

Acreditamos que a bolsa seja o ativo brasileiro mais descontado no momento - seja por métricas de lucro e preço, seja por provavelmente sermos um dos primeiros países a inflexionar o ciclo de política monetária, dado o estágio já bastante avançado e restritivo.

Preferimos carregar posições compradas em ativos ou *proxy* de ativos reais descontados, do que em ativos nominais, dado o desafio fiscal de médio prazo que temos.

CLAVE ALPHA MACRO FIC FIM

OBJETIVO DE INVESTIMENTO

O CLAVE ALPHA MACRO FIC FIM (CNPJ: 37.319.496/0001-70) tem como objetivo aplicar seus recursos em cotas do CLAVE ALPHA MACRO MASTER FIM (CNPJ: 19.941.720/0001-80), cuja política de investimento consiste em buscar atingir retornos superiores ao CDI por meio da utilização de um processo de investimento disciplinado e diversificado, com base em análise macroeconômica. As estratégias são montadas em função da análise de retorno e risco, e compostas não só com base em mérito individual como na composição total do portfólio. O foco do fundo investido é aplicar em ativos de renda fixa, câmbio, ações e seus respectivos derivativos tanto no Brasil como no exterior. O fundo investido busca explorar estratégias direcionais, com exposição a movimentos de alta e baixa dos preços dos ativos, e estratégias de valor relativo.

RENTABILIDADE ACUMULADA¹



¹ Dados calculados desde o início do fundo em 30/06/2020, considerando o fechamento de 30/09/2022.

INDICADORES¹

RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (FUNDO)	32.80%
RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (CDI)	14.81%
RENTABILIDADE EM 12 MESES (FUNDO)	13.39%
RENTABILIDADE EM 12 MESES (CDI)	10.90%
VOLATILIDADE ANUALIZADA	6.57%
SHARPE	1.08
NÚMERO DE MESES POSITIVOS	22
NÚMERO DE MESES NEGATIVOS	5
MAIOR RENTABILIDADE MENSAL	3.44%
MENOR RENTABILIDADE MENSAL	-2.25%
PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATUAL (R\$MI)	275.7
PATRIMÔNIO MÉDIO EM 12 MESES (R\$MI)	290.5
PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA ESTRATÉGIA (R\$MI)	4,884.6

RENTABILIDADES (%) ²

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	ANO FUNDO	ANO CDI	ACUM. FUNDO	ACUM. CDI
2020							1.68%	1.73%	0.80%	0.31%	1.74%	1.69%	8.20%	0.99%	8.20%	0.99%
2021	1.05%	2.22%	2.38%	0.29%	1.54%	1.13%	-2.13%	1.94%	-0.37%	-2.25%	0.94%	2.89%	9.89%	4.40%	18.89%	5.43%
2022	-0.31%	2.33%	3.44%	2.09%	1.71%	-0.67%	0.19%	0.84%	1.59%				11.70%	8.90%	32.80%	14.81%

² Rentabilidade líquida de administração e performance e bruta de impostos. Dados calculados desde o início do fundo em 30/06/2020, considerando o fechamento de 30/09/2022.

INFORMAÇÕES GERAIS

Data de Início 30/06/2020	Aplicação Inicial Mínima R\$ 500,00	Cota de Aplicação D+1 até às 15h	Taxa de Administração 2,00% (incluindo a taxa do fundo Master)	Gestor Clave Capital
Status Fechado para aplicações	Movimentação Mínima R\$ 100,00	Cota de Resgate D+30	Taxa de Performance 20% do que exceder 100% do CDI (Semestral)	Administrador Intrag DTVM Ltda.
Classificação / Código Anbima Multimercado Macro / 540285	Saldo Mínimo R\$ 100,00	Liquidação do resgate 1º dia útil após cotização	Taxa de Saída 10%, com cotização em D+5 e pagamento em D+1	Custodiante Itaú Unibanco S.A.
Público Alvo Investidores em geral	Horário 9h00 às 15h	Dados Bancários Banco Itaú (341) – Ag. 8541 C/C 47261-2	Tributação O fundo perseguirá o tratamento de longo prazo.	Auditoria Deloitte Touche Tohmatsu

Em 30 de junho de 2021, houve a mudança da gestão do Clave Alpha Macro FIC FIM ("Fundo"), passando a Clave Gestora de Recursos Ltda. ("Clave Capital") a ser a gestora responsável pelo Fundo, com a consequente alteração de sua denominação. As informações contidas neste material de divulgação ("Material") têm caráter exclusivamente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento, consultoria, análise ou oferta de valores mobiliários, não devendo, portanto, ser utilizados com este propósito. A Clave Capital não realiza distribuição de cotas. Para investir em nossos fundos, contate um distribuidor autorizado. OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS. Os fundos da Clave Capital podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento; tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos. Não há garantia de que os fundos da Clave Capital terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA DE SAÍDA. Recomendamos a análise mínima de 12 (doze) meses para a avaliação de performance de fundos de investimento. Fonte dos índices de referência: www.b3.com.br/pt_br. LEIA A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE TOMAR SUA DECISÃO DE INVESTIMENTO, ESPECIALMENTE A SEÇÃO RELATIVA AOS FATORES DE RISCO, E CONSULTE SEUS PRÓPRIOS ASSESSORES JURÍDICOS E/OU FINANCEIROS. Esses documentos podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: <http://www.intrag.com.br/intrag-pt/pesquisa/Ouvidoria> Corporativa Itaú (0800 570 0011), em dias úteis, das 9 às 18 horas, Caixa Postal 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, dias úteis, das 9 às 18 horas, 0800 722 1722. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao cidadão em www.cvm.gov.br. MAIORES INFORMAÇÕES SOBRE A CLAVE CAPITAL ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE: www.clavecapital.com.br.



São Paulo: Av. Brigadeiro Faria Lima 3144, Cj 132 | Jardim Paulista | CEP: 01451-000

Tel: 55 11 3181-2312

[/clavecapital](https://www.clavecapital.com.br)

Rio de Janeiro: Av. Afrânio de Melo Franco 290 | Leblon Executive Tower | CEP: 22430-060

www.clavecapital.com.br

Clave Capital



São Paulo: Av. Brigadeiro Faria Lima 3144, Cj 132 |
Jardim Paulistano | CEP: 01451-000



Rio de Janeiro: Av. Afrânio de Melo Franco 290 |
Leblon Executive Tower | CEP: 22430-060



Tel: 55 11 3181-2312



www.clavecapital.com.br



[/clave.capital](https://www.instagram.com/clave.capital)



Clave Capital