

Carta mensal

Setembro 2024

Enxugando gelo

Viramos o ano com uma expectativa de inflação acima do consenso de mercado, projetando um IPCA em torno de 4,5% em janeiro, significativamente acima da mediana das projeções de mercado capturada pela pesquisa do Focus do Banco Central, que estava em 3,8%.

A surpresa positiva na atividade econômica brasileira também não foi tão surpreendente para nós, já que tínhamos uma projeção para o PIB de 2024 bem mais “otimista” que a do mercado – superior a 2% desde o final do ano passado, enquanto o Focus apontava para apenas 1,5%. Em nosso cenário, o elevado nível de transferências que já se observava naquela época produziria uma forte expansão da demanda.

No caso da economia americana também estávamos mais otimistas: tínhamos 2,5% ante 1,5% da mediana das projeções dos analistas captada pela Bloomberg.

Em nossa [carta mensal de janeiro](#), *Efeitos do duplo estímulo (fiscal e monetário) em pleno emprego*, citamos alguns estímulos fiscais que já estavam dados naquela altura:

“No plano doméstico, os riscos fiscais têm ficado mais evidentes na medida em que o gasto permanente avança em um ritmo superior ao crescimento do PIB nominal, principalmente nas linhas ligadas às transferências para as famílias. Além do ritmo de aumento de 2 dígitos do salário nominal, o governo liberou em dezembro um pagamento de R\$ 93 bilhões em precatórios (...)

Outras medidas que devem turbinar a demanda são o aumento real de 3% do salário-mínimo (s.m.), a possível correção da tabela do IRPF com isenção de quem ganha até 2 s.m., a aceleração dos gastos com benefícios previdenciários e bolsa-família e o programa do Desenrola, que contempla uma “limpeza” do balanço das famílias mais pobres.”

Naquela mesma carta de janeiro, abordamos a questão dos pouco falados canais de transmissão da política fiscal, emendando o jargão de que “política monetária funciona” com o “mas a fiscal também funciona”. Dos 5 canais de transmissão que descrevemos (há certamente outros que não estão ali), o primeiro, e provavelmente o mais importante, é o canal distributivo da demanda agregada, que explicamos na época da seguinte forma:

“Canal da demanda agregada (propensão marginal a consumir): aumento do gasto (“G”) pressiona a demanda se isto ocorrer na mesma proporção ou acima do aumento dos impostos (“T”), e isso ocorre porque a propensão marginal a consumir dos pagadores de impostos é menor que 1, ao passo que a propensão marginal a consumir dos beneficiários das transferências é próxima de 1 (essa mesma conclusão é válida para os demais gastos diretos da administração pública, que se convertem diretamente em PIB;”

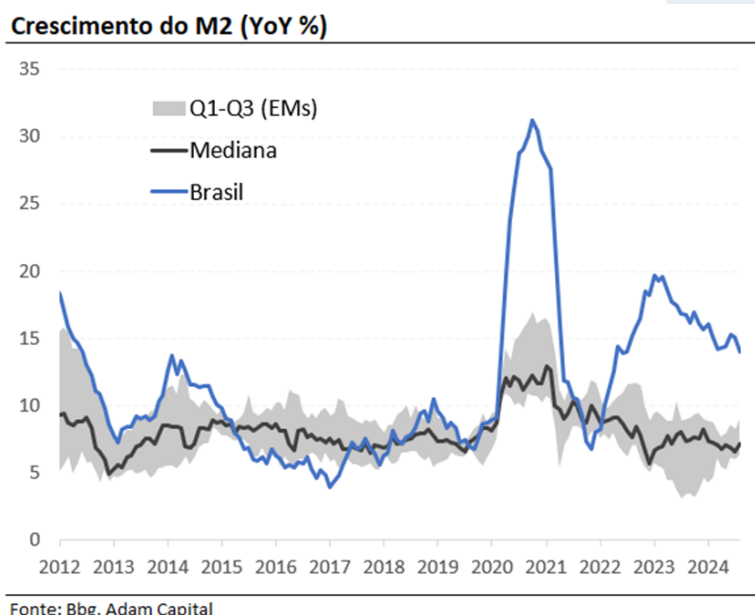
Desde então, o estímulo fiscal se traduziu em um aumento muito expressivo dos agregados monetários aqui no Brasil. É sempre bom lembrar que os bancos centrais controlam apenas a taxa básica de juros e a base monetária (“M0”: papel-moeda em poder do público e reservas bancárias), mas possuem muito menos domínio sobre os agregados monetários ampliados, que inclui depósitos à vista (“M1”), poupança e depósitos a prazo (“M2”). Dessa forma, os agregados se constituem em medidas amplificadas da oferta de dinheiro, dada pela base monetária vezes um multiplicador que depende da conjuntura de outros fatores tais como renda, confiança etc.

Alguns programas de compras de ativos no Japão, EUA e Europa tentaram ampliar o poder de influência da política monetária ao estenderem o poder dos bancos centrais sobre os agregados, como nos casos dos chamados *QEs* (*quantitative easing* ou estímulos quantitativos), e o também do *YCC* (*yield curve control*), que tem sido usado, por exemplo, pelo banco central do Japão. Ainda assim, os agregados monetários acabam sendo sensibilizados por outros fatores como a propensão marginal das pessoas a poupar, o crescimento da massa salarial e o nível ou tipo de gasto público (p.e. as transferências do governo).

Atualmente, o M2 está crescendo muito mais rapidamente aqui no Brasil do que nos demais países, tendo se expandido 14% em agosto, na comparação anual. Isso se comunica com o fato de que o impulso fiscal aqui é mais forte (como já mostramos na [carta de maio](#)).

Estimamos que apenas 4 fatores expliquem cerca de 80% do comportamento do M2 no Brasil desde 2017: juros futuros de 2 anos dos depósitos interfinanceiros (DI) mais altos reduzem o crescimento do M2 (sinal negativo), e o impacto desse fator ocorre com um atraso de 1 a 2 anos; crescimento anual do crédito direcionado (como empréstimos subsidiados) aumenta o M2 (sinal positivo); crescimento anual das transferências do governo às famílias aumenta o M2 (sinal positivo) e resultado primário como percentual do PIB (sinal negativo).

Percebe-se, assim, que há um componente monetário (parte curta da curva de juros), um parafiscal (o crédito direcionado) e um fiscal (o primário e as transferências), evidenciando que a carga da política monetária no combate à inflação é mais pesada quando a política fiscal joga para o outro lado.



De forma mais clara, estamos dizendo que o fardo do Banco Central é maior na atual conjuntura de forte expansão do gasto do governo. Esta combinação de políticas provavelmente exigirá um ciclo de aperto monetário muito mais intenso do que aquele contemplado na curva de juros.

Projetando este crescimento do M2 com base em nosso cenário fiscal/parafiscal e de Selic, encontramos que este agregado monetário seguirá se expandindo acima de 10% ao ano nos próximos trimestres, o que claramente deveria seguir impulsionando positivamente a atividade econômica e a inflação, que seguiria subindo na métrica do IPCA.

De acordo com a teoria quantitativa da moeda¹ e assumindo que a velocidade do dinheiro e os demais preços relativos sejam constantes (inclusive os termos de troca), a condição de equilíbrio de longo prazo para os juros da Selic é que o ritmo de crescimento da oferta monetária seja equivalente à meta de inflação de 3% vezes o crescimento do PIB potencial real (aquele que produz desemprego estável), que hoje estimamos ser em torno de 1,5%. Dessa forma, um IPCA de 3% nos próximos anos requer que o M2² deveria estar se expandindo em torno de 4,5% ao ano, ou seja, a um ritmo equivalente a 1/3 do que está sendo verificado atualmente! Não por acaso, na ausência de choques vindos das 4 variáveis explicativas do M2 (que descrevemos acima), a taxa de expansão “natural” do M2 é dada por uma constante estimada em 4,457% para este período a partir de 2017.

¹ https://en.wikipedia.org/wiki/Quantity_theory_of_money

² É possível considerar o agregado monetário M2 como o “M” da equação da Teoria Quantitativa da Moeda ($MV = PQ$). Na prática, a escolha do agregado monetário depende do contexto e da estrutura da economia analisada. A Teoria Quantitativa da Moeda originalmente fazia referência a M1, que inclui o dinheiro em circulação e depósitos à vista. Contudo, em economias modernas, muitos analistas preferem usar M2, que inclui M1 mais depósitos de poupança e outros ativos líquidos, por refletir melhor o volume de moeda disponível que pode ser rapidamente convertido em dinheiro e utilizado em transações. Então, dependendo da análise, o M2 pode ser utilizado como o “M”, desde que você considere as implicações disso, como o fato de que M2 abrange uma base monetária mais ampla do que apenas os meios de pagamento mais líquidos.

Quais as combinações de políticas que geram este equilíbrio necessário? Na tabela abaixo, simulamos diferentes trajetórias de Selic conforme diversos cenários de resultado fiscal primário e de expansão das transferências, assumindo nesta simulação que o crédito direcionado tenha efeito neutro:

Ajuste de juros necessário para desacelerar crescimento do M2 para 4.5% diante de diferentes cenários fiscais (em p.p.)

Delta das Transferências governamentais em 12 meses	Delta Primário % do PIB em 12 meses				
	-2.50%	-1.50%	-0.50%	0.50%	1.50%
15.0%	6.0	5.3	4.7	4.0	3.3
13.0%	5.4	4.7	4.1	3.4	2.8
11.0%	4.8	4.2	3.5	2.8	2.2
9.0%	4.2	3.6	2.9	2.3	1.6
7.0%	3.7	3.0	2.3	1.7	1.0
5.0%	3.1	2.4	1.8	1.1	0.4
3.0%	2.5	1.8	1.2	0.5	-0.1
1.0%	1.9	1.3	0.6	-0.1	-0.7
-1.0%	1.3	0.7	0.0	-0.6	-1.3
-3.0%	0.8	0.1	-0.6	-1.2	-1.9

Fonte: Adam Capital

Se não quisermos ser tão austeros a ponto de considerar uma taxa de expansão monetária compatível com o cumprimento da meta central de inflação de 3%, podemos mirar no crescimento anual médio de 5,8% do M2 entre os anos de 2018 e 2019, quando a inflação caiu de forma sensível. Essa simulação exigiria uma carga de juros comparativamente menor nos diversos cenário simulados:

Ajuste de juros necessário para desacelerar crescimento do M2 para 5.8% diante de diferentes cenários fiscais (em p.p.)

Delta das Transferências governamentais em 12 meses	Delta Primário % do PIB em 12 meses				
	-2.50%	-1.50%	-0.50%	0.50%	1.50%
15.0%	5.2	4.5	3.9	3.2	2.5
13.0%	4.6	3.9	3.3	2.6	1.9
11.0%	4.0	3.4	2.7	2.0	1.4
9.0%	3.4	2.8	2.1	1.5	0.8
7.0%	2.9	2.2	1.5	0.9	0.2
5.0%	2.3	1.6	1.0	0.3	-0.4
3.0%	1.7	1.0	0.4	-0.3	-0.9
1.0%	1.1	0.5	-0.2	-0.9	-1.5
-1.0%	0.5	-0.1	-0.8	-1.4	-2.1
-3.0%	0.0	-0.7	-1.4	-2.0	-2.7

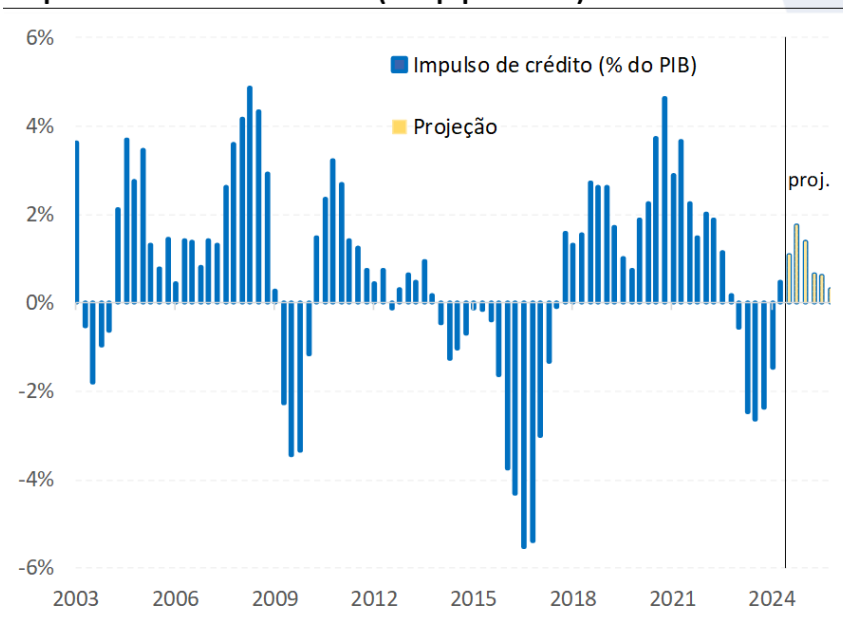
Fonte: Adam Capital

Vale destacar que nos exercícios acima nós mantivemos um efeito neutro do crédito direcionado, assumindo que a política para-fiscal não atuará no sentido de colocar mais fogo na demanda. Para cada ponto percentual de aumento do crédito direcionado, a carga estimada de juros necessários sobe 0,39 p.p. Já a sensibilidade de cada ponto a mais de primário é de -0,66 p.p. (aumentar a economia fiscal reduz a carga da política monetária nesta magnitude). Por último, cada ponto de aumento das transferências amplia o esforço de juros em +0,29 p.p.

Mas este cenário de forte expansionismo fiscal tem também uma outra consequência, que é a de produzir uma rápida piora da conta corrente por meio principalmente da aceleração das importações, mas também devido ao efeito que o aumento da renda e do consumo exercem sobre outras rubricas do balanço de pagamentos, tais como os lucros e dividendos enviados ao exterior, gastos com turismo fora, gastos com sites de apostas, investimento em criptoativos e outros investimentos de brasileiros no exterior.

Além deste impulso fiscal, a demanda também deve se beneficiar do impulso vindo do setor bancário. No gráfico a seguir nós utilizamos as próprias projeções do Banco Central para o crescimento da carteira de crédito dos bancos – de 11,1% para 2024 e de 10,3% para 2025 – a fim de calcular o impulso de crédito ao longo dos próximos trimestres.

Impulso de Crédito no Brasil (em p.p. do PIB)



Fonte: BCB, Adam Capital

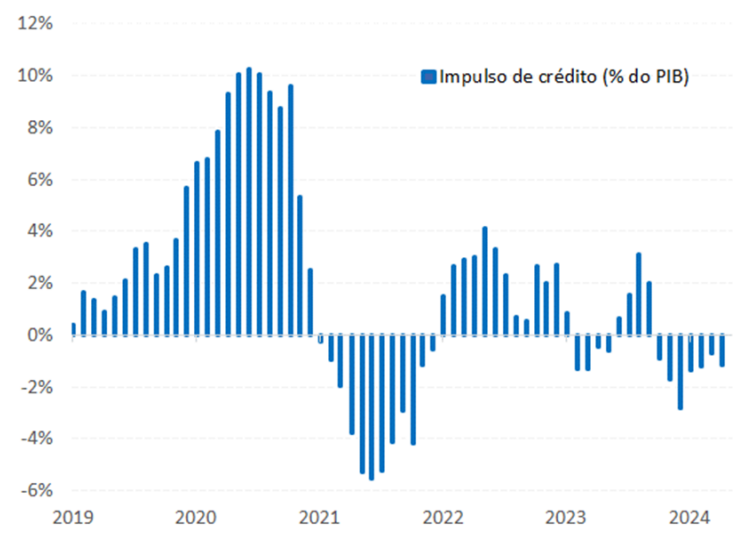
Este cenário de Brasil nos leva a mantermos posições tomadas em juros e vendas em real.

O cenário fora do país, por sinal, também continua não sendo tão favorável como era há 10 anos. Vemos uma China que pe- leja para conseguir crescer de forma a absorver o aumento do desemprego entre os jovens e tenta endereçar os problemas de falta de demanda no segmento residencial e em outros setores de consumo. Não por outro motivo, as autoridades chinesas adotaram medidas de estímulo fiscal nestes últimos dias, caindo juros de empréstimos do banco central e juros bancários como as taxas de hipotecas, relaxando exigências para compras de casas, reduzindo compulsório, comprando ações no mercado e adotando outras medidas que favorecem o consumo e o investimento em infraestrutura.

Nada disso, porém, tem o alcance de resgatar a China de seus problemas estruturais, representados por fatores como o ab- soluto dirigismo estatal (ineficiente por natureza) e a má alocação de recursos em setores incertos como a produção de veí- culos elétricos. Ainda por cima, a abismal piora do crescimento demográfico deve pesar cada vez mais no inevitável excesso de capital físico, o que seguirá conduzindo o país no caminho de uma espiral deflacionária possivelmente pior que a vivida pelo Japão desde os anos 90.

O fraco impulso de crédito observado na China explica essa ansiedade do governo em se mexer para tentar reanimar a atividade:

Impulso de Crédito na China (em p.p. de PIB)

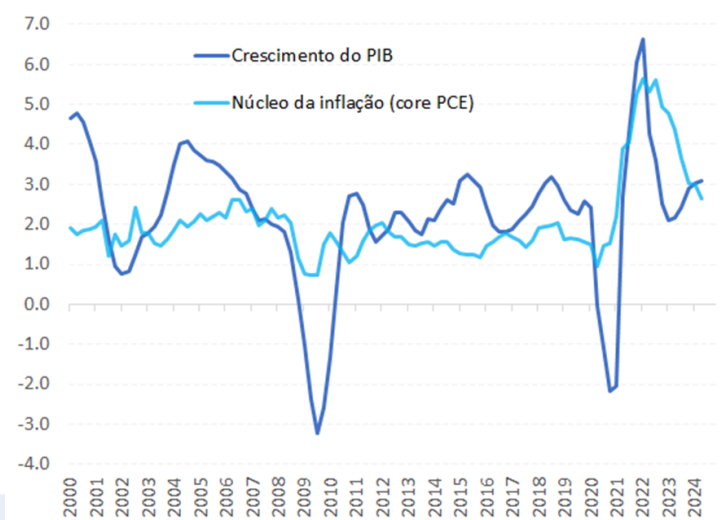


Fonte: Bloomberg, Adam Capital

Muitos argumentam em favor da tese de que a China irá construir uma moeda para concorrer com o dólar, mas como acreditar que isso seja viável na ausência de um arcabouço institucional que contemple regras de mercado estáveis? Moeda é um ativo financeiro que depende muito da confiança do setor privado.

Dentre as demais geografias, seguimos preferindo manter posições compradas em ativos de bolsas americanas porque continuamos observando um cenário de maior crescimento da produtividade nos Estados Unidos. Na última carta já mencionamos alguns dados nesta linha e de um mês para cá surgiram evidências que reforçaram o nosso diagnóstico de que a economia americana está melhorando a relação (*trade-off*) entre crescimento e inflação: agora, mesmo um aumento mais forte do PIB não parece ser tão inflacionário quanto era no passado. As últimas revisões de PIB foram para cima, o 3º trimestre parece manter um crescimento em torno de 3% desde o ano passado e ainda assim o núcleo da inflação perseguida pelo banco central (*Fed*) continua muito bem-comportado e provavelmente convergindo para perto de 2% no acumulado em 12 meses até o 1º trimestre de 2025.

Estados Unidos: PIB x Inflação do núcleo do PCE (% em 12 meses)



Fonte: Bloomberg, Adam

Por outro lado, entendemos que houve um exagero na curva de juros por lá, porque os dados de atividade econômica não suportam a tese da recessão ou mesmo da desaceleração suave. Apenas o mercado de trabalho e a inflação apontam para um resfriamento, mas isso se explica pelo provável aumento da produtividade que temos percebido através de diversas observações. Por este motivo, temos posições tomadas em juros futuros também na curva americana.

A sensibilidade da economia europeia à desaceleração da China é relativamente maior em comparação com os Estados Unidos porque a Europa é mais aberta comercialmente e mantém laços comerciais fortes com a China. Os indicadores de atividade econômica estão vindo mais fracos na margem e isso consubstancia o processo de queda de juros por lá.

Concluindo, acreditamos que o atual cenário econômico requer uma coordenação mais eficaz entre as políticas fiscal e monetária para assegurar a estabilidade dos preços e o crescimento sustentável. A expansão fiscal significativa no Brasil está elevando a demanda agregada e pressionando a inflação, o que, aliado ao crescimento acelerado do M2, dificulta o controle inflacionário apenas via política monetária. Diante disso, continuamos com posições tomadas em juros e vendas em real, antecipando a necessidade de ajustes nas políticas econômicas para equilibrar o crescimento com a estabilidade macroeconômica.

No contexto internacional, mantemos uma postura cautelosa, preferindo ativos nos Estados Unidos devido ao aumento da produtividade, enquanto monitoramos os desafios enfrentados pela China e Europa.



CONHEÇA OS
FUNDOS DA ADAM|CAPITAL

**ADAM
ADVANCED**

[saiba mais](#)

**ADAM
MACRO**

[saiba mais](#)

**ADAM
PREV**

[saiba mais](#)

**ADAM
RENTA FIXA
ATIVA**

[saiba mais](#)

**ADAM
RENTA FIXA
ATIVA PREV**

[saiba mais](#)

Contato

comercial@adamcapital.com.br



ADAM Capital

Rua Dias Ferreira, 190 – sala 502 – Leblon
Rio de Janeiro, Brazil – CEP 22431-050
+55 21 3993-7000

www.adamcapital.com.br