

Se você estiver com problemas para visualizar este e-mail, [acesse a versão online](#).

Fibra Macro • Comentários Econômicos

3 de outubro de 2023

Determinantes Externos e Domésticos na Depreciação do Real

– A saga da desvalorização do real com relação ao dólar norte-americano (USD) continua viva e correlacionada (no âmbito externo) com a depreciação da cesta de moedas ante o USD. No lado doméstico, a depreciação do real está associada à alta da curva de juros futuros, principalmente do vértice longo vincendo em janeiro/31, explicada pelo aumento do risco fiscal.

– O real se encontra levemente acima de 5,13/USD, bem superior ao intervalo justo que estimamos para outubro, entre 5,0/USD e 5,10/USD, sendo que a nossa expectativa para o final do ano se situa entre 5,05/USD e 5,15/USD. A deterioração e os ruídos fiscais no Brasil, principalmente no âmbito da receita tributária, e a perspectivas de mais altas da taxa básica de juros nos EUA (de 5,5% para 6%) em função da atividade econômica ainda aquecida, o que tende a pressionar a inflação ao consumidor no final de 2023 e no 1S24, fundamentam a queda dos preços dos ativos brasileiros. Os dois gráficos a seguir mostram a correlação entre as altas das curvas de juros no Brasil e no EUA e a desvalorização do real (bem como da cesta de moedas) em relação ao USD.





– Nossas simulações indicam que cerca de 65% da desvalorização do real é explicada pela piora dos preços dos ativos e dos fundamentos domésticos e que, ao juro futuro vencendo em janeiro/31 perto de 12%, o valor justo do real se situa entre 5,0/USD e 5,10/USD no curto prazo. Já a curva de juros futuros de 2 anos nos EUA perto de 5,15%, que embute o prêmio atual de 65 pontos base sobre a taxa básica de juros em 4,5% (que estimamos para setembro/25), tende a sustentar o real entre 4,95/USD e 5,05/USD, mantida constante a correlação elevada entre a cesta de moedas e o real. Portanto, o real acima de 5,05/USD mostra a maior influência relativa da piora dos fundamentos domésticos sobre a desvalorização cambial atual.

– O aumento do risco da economia norte-americana pode ser visto por meio da alta do spread entre o juro futuro vencendo em 10 anos e em 2 anos. Parte dessa elevação se deve à expectativa de que a dívida bruta do Tesouro norte-americano continue se elevando, mesmo que marginalmente, em relação ao patamar do 2T23 (igual a 119,5% do PIB) e aos sinais de que a economia norte-americana permaneça aquecida, principalmente o mercado de trabalho.

– Sintomaticamente, o número líquido de vagas de emprego em aberto nos EUA (JOLTS), divulgado hoje, mostrou um estoque de 9,6 milhões em agosto, acima: (i) da (já elevada) leitura de julho, igual a 8,9 milhões, (ii) do consenso de 8,8 milhões e (iii) da média histórica entre 6 e 6,5 milhões. De todo modo, vagas em aberto na magnitude de agosto são consistentes com o aumento anual do salário médio nominal de 4,6% a 4,8% nos próximos 3 meses e com o núcleo de inflação ao consumidor (que exclui leituras mais voláteis de inflação, como alimentos e energia) acumulado em 12 meses próximo a 4,5% até o 1T24 em relação à leitura de 4% em agosto/23. O receio com a economia ainda aquecida, com o risco de persistência inflacionária e com números fiscais que indicam fragilidade da relação dívida do Tesouro/PIB elevou o spread (atualmente negativo) entre o juro futuro de 10 anos e o de 2 anos e, concomitantemente, o valor do dólar norte-americano (Broad USD Index) em relação à cesta de moedas (índice para cima indica valorização do USD). Isso contribui para o real permanecer acima de 5,05/USD, como mostra o gráfico a seguir.



- No âmbito doméstico, a frustração com a receita líquida do Governo Central no mês retrasado, cuja queda real atingiu 7,1% ante agosto de 2022, traz preocupações, apesar de as despesas totais terem diminuído 18,5% em termos reais no mesmo período. Isso porque, em primeiro lugar, boa parte do ajuste fiscal repousa no incremento de receita tributária recorrente e extraordinária. Em segundo lugar, a diminuição das despesas em termos nominais e reais em agosto se deve, principalmente, à alteração no calendário de pagamento de sentenças judiciais e de precatórios. No ano passado, esses gastos (nominais) foram executados em agosto, enquanto os pagamentos em 2023 ficaram concentrados em maio.
- Finalmente, em terceiro lugar (e mais importante), os nossos cálculos indicam que a piora do resultado primário (como proporção do PIB) é mais sensível à frustração da receita tributária do que ao aumento da despesa (para 1% do PIB em frustração de receitas, o resultado primário deteriora 2,0% a 2,3% do PIB, enquanto para 1% do PIB em aumento de gastos, o resultado primário piora 1,0% a 1,3% do PIB). Os números de nossas simulações e a continuidade da frustração com a trajetória das receitas totais e líquida do Governo Central levam-nos a projetar o déficit primário do Governo Central e do setor público em 2023 em 1,2% do PIB e 0,8% do PIB, respectivamente. Esses números são consistentes com a piora atual dos preços dos ativos domésticos e com o real perto de 5,15/USD no final do ano.

Mercados	Último	Dia	5 dias	MTD	YTD	2022
IBOVESPA	114,153.9	-0.78%	-0.03%	-2.07%	8.59%	4.7%
S&P 500	4,226.2	-1.45%	-1.11%	-1.44%	15.97%	-19.4%
R\$/US\$	5.135	1.42%	2.81%	1.96%	-8.92%	-5.3%
R\$/EUR\$	5.365	1.15%	1.66%	0.82%	-9.35%	-10.7%
CDS 5Y	196.6	5 p.b.	10 p.b.	8 p.b.	-60 p.b.	49 p.b.
Taxa de juros prefixada 252 dias úteis - Swap Pré-DI (% aa)	11.235	8 p.b.	31 p.b.	20 p.b.	-212 p.b.	162 p.b.
Contrato futuro de DI com vencimento em jan/25 (%)	11.110	10 p.b.	39 p.b.	26 p.b.	-183 p.b.	206 p.b.
Contrato futuro de DI com vencimento em jan/27 (%)	11.170	13 p.b.	36 p.b.	35 p.b.	-185 p.b.	200 p.b.

Commodities	Último	Dia	5 dias	MTD	YTD	2022
Índice de Commodities CRB (US\$)	282.5	-0.72%	-0.79%	-0.72%	4.27%	19.5%
Petróleo Brent (US\$/barril) - 1º futuro	91.3	0.68%	-2.80%	-4.18%	10.29%	10.5%
Ouro (US\$/t oz) - 1º futuro	1,830.9	0.05%	-3.72%	-0.93%	5.71%	-0.1%
Soja (US\$/bu) - 1º futuro	1,264.0	-1.02%	-2.97%	-0.86%	-13.10%	14.3%
Milho (US\$/bu) - 1º futuro	486.0	-0.56%	1.30%	1.94%	-30.69%	14.4%
Algodão (US\$/lb) - 1º futuro	87.5	0.69%	1.20%	0.69%	2.42%	-26.0%
Café (US\$/lb) - 1º futuro	148.4	-0.47%	-1.62%	1.54%	-5.41%	-26.0%
Trigo (US\$/bu) - 1º futuro	568.5	0.66%	-3.48%	4.99%	-25.47%	2.8%
Açúcar (US\$/lb) - 1º futuro	25.6	-2.69%	-1.46%	-2.40%	34.73%	6.1%
Boi (R\$/arroba) - BMF, 1º futuro	237.8	-0.94%	4.41%	3.73%	-22.56%	-12.7%
Minério de Ferro (US\$/mt) - 1º futuro	118.1	-0.77%	-2.13%	-2.23%	10.17%	-1.1%
Alumínio (US\$/mt) - 1º futuro	2,321.0	-1.11%	3.92%	-1.11%	-7.91%	-15.3%
Anidro (R\$/m) - 1º futuro	2,342.5	-0.43%	1.85%	2.92%	-21.42%	-12.7%
Aço (US\$/T) - 1º futuro	685.0	-1.44%	-2.42%	-2.70%	-5.38%	-48.2%
Níquel (US\$/mt) - 1º futuro	18,749.0	0.29%	-1.94%	0.29%	-33.69%	44.8%
Cobre (US\$/mt) - Spot	8,100.5	-1.58%	-0.08%	-1.58%	-0.13%	-13.46%

Marco Maciel

marco.maciel@bancofibra.com.br

Solucionar o agora para as pessoas que fazem o amanhã.



Se não deseja receber nossos emails, clique aqui!