

Bacen reafirma autonomia de ajuste dos juros face à deterioração na margem da inflação para 2024. Exterior beneficia moedas Emergentes

Iniciamos fevereiro e o nosso cenário não apresenta alteração relevante: a inflação esperada pelo mercado deve continuar subindo de forma gradual, tanto para 2023 como para 2024, incorporando os últimos resultados dos índices de preços mas também a perspectiva uma componente inflacionária externa advinda da recuperação da economia chinesa, que suaviza o cenário doméstico com revalorização das moedas emergentes, como o real.

A mediana das expectativas da inflação (IPCA) de 2023, divulgada na última semana de janeiro, apontou deterioração de 5,31% há quatro semanas atrás para 5,74%, enquanto para 2024, de 3,65% para 3,94%. Nossas estimativas econométricas apontam taxas mais elevadas, sendo que para 2023, a taxa de 6,12% seria o piso atual da nossa projeção e não o cenário referencial. Desta forma é racional, uma rigidez do mercado de precificar alguma elevação da taxa básica de juros em 2023 captada no mercado futuro do DI. De acordo com nosso modelo para o cenário referencial anterior, em janeiro, projetava um IPCA de 6,34%, mas hoje, a nova previsão aponta uma probabilidade elevada de superar 7% !!!

Alguns podem argumentar que o horizonte relevante para as decisões da política monetária seria 2024, e por isso, não seria preocupante esse aumento da taxa do IPCA de 2023. De fato, na ótica da inflação de 2023, a resposta natural esperada na função reação do Bacen seria o aumento do nível dos juros até umas 15% no final de 2022

Entretanto, além da parcela em torno de 30% dos preços indexados à dinâmica do IPCA passado, nossa previsão já capta aumento da persistência inflacionária para 2024. Por isso, avaliamos que é racional que o mercado já precifique um IPCA de 4% para 2024, mas, **ressaltamos que essa taxa estaria ao redor do limite inferior da nossa projeção referencial.**

Na carta anterior, havíamos estimado que o impulso da demanda pelo lado fiscal (das contas públicas) em 2023 seria de 3,7 pontos percentuais do PIB quase 4 p.p.) em relação ao resultado de 2022. Não é surpresa que o último comunicado de política monetária, o Bacen alertou que (i) *“...suas diversas medidas de inflação subjacente seguem acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação”*; (ii) *as expectativas de inflação se distanciando da meta em horizontes mais longos* e (iii) *incerteza com o arcabouço fiscal (qual a nova meta e será crível?) e os estímulos fiscais.*

O Bacen pode até aumentar os juros caso seja necessário (frisa que não hesitaria em ajustar para cima caso o processo desinflacionário fique abaixo do desejado), **mas por enquanto, sua previsão no cenário de manutenção da Selic projeta uma inflação pelo IPCA de 2,8%.**

Há possibilidade de reduzir um pouco os juros até dezembro deste ano, mas esse espaço está se tornando mais estreito. O cenário externo terá sua contribuição na dinâmica dos preços internos e não somente o impacto da redução dos subsídios fiscais sobre a inflação dos combustíveis.

Passadas as reeleições dos Presidentes da Câmara e do Senado, o governo de Lula aparentemente teria uma base razoável de apoio político no Congresso. Equipe econômica e Palácio do Planalto devem aproveitar esse momento para acelerar, divulgar e aprovar o novo arcabouço fiscal (regra que estabilize a dívida pública e que seja sustentável) e a Reforma Tributária entre março e maio. Ajudaria e muito a reduzir os juros da Selic no segundo semestre, mas nesse cenário hipotético, ainda deve ficar na faixa de dois dígitos em 2023.

O exterior está ajudando a reduzir a pressão nos ativos, com queda dos yields das treasuries e do dólar. Nos últimos três meses, as taxas de inflação nos EUA seguem desacelerando, mas devemos ressaltar que o relevante índice PCE (*Personal Consumer Expenditure*) dos EUA já rompeu para baixo de 5% a taxa do seu núcleo. Federal Reserve ratificou a desaceleração da alta dos juros para 25 pontos, mas não deve evitar taxas negativas do PIB em termos reais até o final deste ano, o que deve reforçar uma atenuação do dólar frente às moedas emergentes.

O ritmo de crescimento da China vem surpreendendo para cima na margem nesse início do ano e já reflete nos preços no mercado de commodities e também de ações da economias emergentes, como Brasil, que seguiam em dezembro com preços descontados. Mantemos o cenário anterior, de estagflação nos EUA na virada do segundo semestre para o primeiro de 2024.

Na carta de dezembro, havíamos estimado uma necessidade de elevação mínima da taxa de juros do fed fund no intervalo de 6,0% a 6,25%, mas também ressaltamos que o lado *dovish* ainda tem peso no colegiado do Fed! Uma coisa é que o gestor avalia como mais adequado mas o importante no final é que o que a autoridade monetária decidirá de fato. Em suma, Fed prefere que o processo de desinflação seja mais prolongado até atingir taxas de 2% a 2,5% a.a. do que manter uma taxa de juros superior à 5,5% a.a.!

Como citamos na carta anterior, não ocorreu a queda das Bolsas dos EUA em janeiro, muito pelo contrário. Os lucros das companhias abertas dos EUA ainda

apresentariam uma estabilidade relativa ou desaceleração moderada entre o último trimestre do ano passado e o primeiro de 2023.

O crescimento da Zona do Euro no último trimestre até surpreendeu positivamente, mas não é tendência em nossa avaliação. Com o incremento das taxas de juros na Zona do Euro ante o ajuste nos EUA, dados negativos da atividade econômica ainda surgirão, o que limita uma recuperação do euro. Mais uma vez, ressaltamos que a possibilidade de um movimento global de aversão ao risco no mercado de renda variável (cujo *start* passaria por novo ajuste negativo das bolsas norte-americanas com resultados mais fracos do PIB dos EUA) não pode ser descartado até o final de 2023.