

Teste da Independência Operacional para o Bacen na próxima decisão da Taxa Selic e Deterioração do ambiente dos Juros nos EUA

O cenário externo dos preços dos ativos, em particular referente à dinâmica da economia norte-americana, mudou significativamente no final de fevereiro. Os indicadores recentes seguem apontando um mercado de trabalho aquecido, recuperação da atividade comercial, mas, sobretudo uma desaceleração mais lenta da inflação, corroborando a reprecificação de prolongamento do nível dos juros externos superior à 5% a.a. e espaço limitado para a queda do juro fed fund em 2023.

De fato, no mês anterior, de janeiro deste ano, as Bolsas norte-americanas apresentaram desempenho positivo com a expectativa de continuidade da desaceleração anualizada da inflação anualizada ao consumidor (CPI) e do Índice de Preços dos Gastos de Consumo (PCE) e de uma taxa de juros não superior a 5% a.a. no final do ciclo do aperto monetário. Além disso, a alta mais moderada de 25 pontos do fed fund foi confirmada na decisão de política monetária do Federal Reserve de fevereiro.

Entretanto, a divulgação da inflação dos EUA de fevereiro frustrou as expectativas de desaceleração persistente, a tal ponto, que o mercado aumentou a volatilidade e já precifica uma taxa de juros de 5,35% no final do ciclo e com probabilidade próxima de zero de corte da taxa até dezembro. A inflação acumulada em doze meses do PCE que desacelerou de 6,98% em junho-2022 para 5,29% em dezembro-2022, passou para 5,38% em janeiro deste ano, enquanto o core (núcleo) do PCE aumentou de 4,6% para 4,71% em termos anualizados entre dezembro e janeiro. Deve-se ressaltar que o PCE é mais relevante para as decisões da taxa de juros do Fed em relação ao índice CPI.

Avaliamos que a taxa de juros do *fed fund* deverá aumentar para a faixa de 5,25%-5,5% a.a., o que vem sendo apontado pela recuperação dos yields das treasuries nos prazos mais curtos, com expectativa implícita de mais três elevações os juros em 25 pontos nas decisões do Fed de março, maio e junho. A curva futura do *fed fund* aponta possibilidade do juro atingir 6% a.a. mas nesse caso, a probabilidade seria inferior à 10%.

A inflação do mercado imobiliário tem desacelerado, mas os números apontam que a oferta limitada (estoques reduzidos) de residências frente à demanda tende a limitar esse movimento, assim como as taxas ainda apontam aumentos e preços mais elevados: de fato, o índice nacional de preços de residências *S&P Case Shiller*, que cobre todas as nove divisões do censo dos EUA, aumentou 5,8% em

relação ao ano anterior em dezembro. Esse foi o menor ganho anual desde meados de 2020 e seguiu um aumento de 7,6% em novembro.

Outro detalhe é que há sinais de que a desaceleração vai ser revertida, pela alta das vendas pendentes de residências e novas casas. Na mesma linha, as taxas de hipotecas estão aumentando novamente, acompanhando a alta dos gastos de consumo: a taxa de hipoteca fixa de 30 anos aumentou para uma média 6,50% na última semana de fevereiro ante 6,32% da semana anterior. Outra pesquisa, da *Federal Housing Finance Agency*, apontou que os preços das casas avançaram 6,6% nos 12 meses até dezembro, o menor aumento desde junho de 2020, depois de aumentar 8,2% em novembro e alta anual de 18,0% em 2021.

Com a proximidade do verão no Hemisfério Norte, a sazonalidade da inflação tanto na Europa como nos Estados Unidos tende a ser de alta ou pelo menos, apontar rigidez, o que exigirá o prolongamento de um juro externo mais elevado pelos objetivos inflacionários.

Outro risco que será monitorado será a negociação política no Congresso norte-americano entre democratas e republicanos pela necessidade de aumentar o teto da dívida pública nos próximos meses. De fato, com a arrecadação vindo abaixo do esperado, a Secretária do Tesouro dos EUA admitiu que o limite de US\$ 31,4 trilhões já teria sido alcançado em janeiro, quando a expectativa era para junho ou julho.

O núcleo da inflação do CPI da Zona do Euro superior de 5,6% a.a. em fevereiro é significativamente elevado e não alteramos nosso cenário de incremento das taxas de juros na Zona do Euro de forma mais rápida e a perspectiva da desaceleração e/ou nos EUA, que devem sustentar um viés de alta do dólar no curtíssimo prazo no exterior, sendo que um novo movimento global de aversão ao risco no mercado de renda variável ainda poderia desengavetar uma nova alta do dólar ao longo de 2023.

Após a sequência de bloqueios e restrições setoriais pelo choque da Covid, a economia chinesa está abrindo gradualmente, o que tende a favorecer a demanda e os preços das commodities. A atividade econômica do primeiro bimestre já voltou para um nível superior ao índice de 50, portanto, encontra-se na fase ascendente do ciclo econômico. De um lado, seria positivo para o Brasil ganhar mais fluxo cambial pela exportação líquida, mas por outro, tende a pressionar a inflação global de commodities. Com a redução da Covid na China, os preços do barril do petróleo serão beneficiados nos próximos meses, não devendo ficar abaixo de uma faixa de US\$ 80 em média.

Para contrabalançar, os dados da atividade econômica da China apontam recuperação e com ajuda da manutenção das taxas de juros, após as decisões recentes do Banco do Povo da China de não alterar as taxas de juros referenciais, com empréstimo (LPR) de 1 ano de 3,65% a.a. e para o prazo de 5 anos, estabilizada em 4,3% a.a.,

No Brasil, as projeções de inflação ainda não estabilizaram e seguem sendo revisadas para cima. De fato, apurada na pesquisa de mercado pelo Bacen, a mediana das expectativas para o IPCA de 2023 aumentou de 5,7% para 5,9% entre os finais de janeiro e fevereiro e para 2024, de 3,9% para 4,02%.

Avaliamos que a inflação vai estourar novamente o teto de 4,75% do regime de metas em 2023, mas a probabilidade também seria elevada para 2024!! Entretanto, como ressaltamos na carta mensal anterior, nossas previsões seguem mais elevadas e os resultados do IPCA do primeiro bimestre deverão corroborar para uma inflação de mais um ponto percentual acima da mediana do mercado.

Estimamos um piso do IPCA ao redor de 7% em 2023, com a previsão central (referencial) superior à 7% e para 2024, superior à 4,5%, ambos com maior probabilidade. Nessa simulação do nosso modelo econométrico, trabalhamos com o cenário de redução máxima de 1,5 p.p. da taxa de juros Selic até o final deste ano.

Deve-se ressaltar que a despeito da desaceleração da atividade econômica trimestral no Brasil nos próximos meses, o modelo segue captando uma inflação ainda elevada com impacto inercial nos preços de 2024. Nosso modelo ainda não estima uma contração real do PIB em 2023, mesmo no cenário mais pessimista, mas esse risco não pode ser eliminado plenamente, pois depende das próximas decisões sobre políticas fiscais e monetária.

A reoneração do ICMS sobre os preços dos combustíveis a partir de março, mesmo que seja gradual, foi uma alternativa favorável para o resultado fiscal comparativamente à alternativa de “congelamento” dos preços. Por outro lado, a taxação das exportações de petróleo teria sido uma opção ruim na ótica microeconômica e carrega implicitamente incertezas sobre eventuais ajustes para cima da carga tributária na medida que ocorrer frustração da receita fiscal esperada e deterioração esperada do déficit público.

As pressões políticas para a redução da taxa básica de juros aumentaram nas últimas semanas, mas o reflexo foi apenas piorar as expectativas da inflação e o impacto para cima dos juros no mercado futuro. Não se deve pressionar as ações do Bacen e no momento atual em que as projeções de inflação não se estabilizaram, uma decisão prematura de queda dos juros seria prematura na próxima decisão do Copom

e com impactos de alta dos juros na curva média e longa dos juros domésticos. Mantemos a linha que o Bacen deve ajustar a taxa de juros de forma independente e condicionada com a suavização das previsões da inflação e a perspectiva de implementação de uma regra fiscal crível que impeça o crescimento insustentável da dívida pública, sendo que essa última prevista para ser anunciada em março.