

“Arranjo Fiscal e Deterioração da Curva de Juros externa precificam ajuste do Juro Neutro”

Um ritmo mais moderado de criação de empregos (*payroll*) nos EUA em abril proporcionou alguma esperança que o Federal Reserve promova dois cortes de juros até o final deste ano. Isso foi crucial para uma recuperação dos preços no mercado de renda variável e de renda fixa e no Brasil, para a redução das taxas de juros futuras, sobretudo as médias e longas. Essa surpresa positiva teria reforçado a divisão das apostas do mercado com a decisão de redução da taxa básica de juros entre 25 e 50 pontos na decisão do Copom de maio.

Foram criados 175 mil postos de trabalho em abril nos EUA, ratificando a desaceleração esperada ante março, mas foi inferior à expectativa de consenso do mercado de 240 mil. Além disso, a taxa de desemprego aumentou 0,1 p.p. de 3,8% em março para 3,9% em abril e um ritmo um pouco mais moderado do salário por hora trabalhada, mas ainda próximo de 4% a.a.. Entretanto, consideramos que os números ainda são robustos! De qualquer forma, possibilitou um discurso menos hawkish do Presidente do Federal Reserve

O governo tem muitos desafios na área fiscal para que esse movimento de recuperação seja sustentável, a tal ponto do dólar tentar romper para baixo o nível de R\$ 5,0\US\$ ainda em maio. O Congresso analisará em maio os vetos presidenciais no montante de R\$ 5,6 bilhões em emendas e à tentativa de fixar um calendário para liberação das emendas até junho, além da desoneração da folha de pagamentos. O fantasma da bomba fiscal da PEC do quinquênio jurídico está no radar, mas em princípio, ainda não deve ser aprovada, sobretudo, pela comoção social das enchentes no Rio Grande do Sul.

Não podemos negar que a revisão para cima do rating do Crédito do Brasil pela agência de classificação de risco Fitch, que ainda pode ser seguida pela Moody's, é positiva, mas consideramos que o seu impacto seria mais de curtíssimo prazo e não sustentável ao longo do tempo, pois foi puxada de forma preponderante por revisão em alta do crescimento econômico e menos de se atentar à perspectiva fiscal e dos reflexos potenciais da deterioração dos juros externos no Brasil.

Avaliamos também que as dificuldades do cumprimento dos resultados fiscais de avanços dos projetos de arrecadação sancionarão volatilidade acentuada nos mercados domésticos e dúvidas, em relação à trajetória da dívida pública e dos níveis praticados da taxa Selic de juros, com uma diretoria colegiada do Banco central plenamente renovada a partir de janeiro de 2025.

Nosso call referencial de juros segue com espaço menor para cortar a meta Selic em 25 pontos em maio para 10,5%, pela deterioração na margem do ajuste da meta fiscal, pela percepção de um juro neutro mais elevado nos Estados Unidos do que se imaginava, ressaltando que a nossa projeção central do IPCA de 2024 também está elevada ante a curva do mercado, com cenário referencial ao redor de 4%, inclusive para 2025.

Não vislumbramos a elevação dos juros longos em abril como pontual, ou seja, mesmo com uma realização recente de venda de juros, a probabilidade dos patamares alcançados serem totalmente revertidos no curtíssimo prazo seria reduzida, (i) sem o governo sancionar um choque positivo de expectativas de corte de gastos, (ii) ausência de um retorno mais consistente dos investidores externos no fluxo e (iii) sem avanço na aprovação dos projetos de receita no Congresso. A certeza atual é que na regra do arcabouço atual, o gasto cresce na medida que a receita aumenta.

A despeito da inflação de abril, medida pelo IPCA-15, ter ficado em 0,21% inferior às expectativas do mercado de 0,29%, as nossas previsões de inflação para o biênio 2024-2026 seguem superiores à mediana da Focus do mercado de 3,8%, e corroboram a desaceleração do ritmo de queda da taxa básica de juros em maio pelo Copom de 50 para 25 pontos.

Na abertura do índice de preços, estimamos que os núcleos da inflação de serviços e subjacentes seguem em níveis elevados, entre 5,5% e 6% a.a. Além disso, a medida da média de todos os indicadores de núcleo apontava leve alta de 3,57% para 3,88% a.a. em abril e o núcleo por média aparada (MS) do IPCA vem oscilando na faixa de 4,3% a.a., incompatível com a convergência à meta de 3%.

Pelo lado da atividade econômica, os impactos da transmissão uma política creditícia mais flexível, dos ganhos de massa salarial e do emprego são inflacionários em nossa avaliação, com aceleração da expansão do crédito direcionado para quase 8% a.a.!, enquanto o volume dessazonalizado de concessões de crédito livre cresceu 8,4% para o segmento de empresas.. No total, o saldo de crédito em termos reais cresceu 4,2% em março, sendo que para pessoa física, o ritmo de alta foi de 6%!

No exterior, a ausência de novas retaliações de Israel e Irã foi relevante para reduzir a aversão ao risco no final de abril. Entretanto, trabalhamos na gestão dos ativos com o cenário de que Israel efetivará uma operação militar em Rafah, no sul de Gaza, com prováveis impactos de aumento da volatilidade dos ativos e rigidez do dólar. Por isso, a despeito de uma suavização do índice do dólar no exterior, vislumbramos rigidez da moeda da moeda norte-americana ante à média de 2023.

Nos EUA, as expectativas de inflação apuradas pela renomada U.Michigan seguem persistentes entre 3,1% e 3,0% tanto para o prazo de 1 como de 5 anos, e os gastos de consumo cresceram em março 0,8%, superior à expectativa de ,5%. Avalio que o índice do dólar (DXY) persistente no exterior superior à 105 na média, sinaliza que a probabilidade de queda única dos juros nos EUA ou mesmo sua manutenção em 5,25%-5,5% até dezembro está consolidada, mas a chance da correção do mercado ainda seria maior que a opção de aceleração das cotações.

Avaliamos que a manutenção da taxa de juros pelo Banco da China (3,4%% para 1 ano e 3,95% para 5 anos) não beneficia o mercado de renda variável. Para piorar o início do mês de maio, o índice de atividade de serviços (PMI/Caixín) registrou queda de 0,2 pontos percentuais.

Não ocorreu alteração em nosso cenário referencial de um *softlanding* nos EUA no curto prazo: (i) o diferencial de juros e sobretudo a atividade econômica mais fraca da Zona do Euro favorecem o dólar ante uma cesta de moedas e com os yields das treasuries refletindo maior resiliência do mercado de trabalho nos EUA e (ii) A inflação já atingiu um pico, tanto na Zona do Euro, como no Reino Unido e nos Estados Unidos. Com uma demora maior de queda dos juros nos EUA ante às decisões de flexibilização iminentes dos juros pelo Banco da Inglaterra e do Banco Central Europeu (BCE), esse diferencial anda beneficiaria o dólar antes de um ciclo mais consistente de desaceleração nos EUA.

O contexto para economias emergentes, como o Brasil, será de ingressos de recursos externos inferiores aos níveis do período da “bonança” de 2003 à 2017” além do fato, que a taxa de juros do fed fund nos EUA poderá ser mantida em 5,25%-5,5% a.a. até setembro, ressaltando que essa probabilidade na curva futura alcançava quase 70% no final de abril.

Iniciaremos maio, com o governo brasileiro precisando de receita, pois a regra fiscal não controla a expansão do gasto corrente nominal. Não há sinal de corte de despesas, mas sim, a tentativa do arcabouço fiscal de controlar a taxa de expansão dos gastos públicos. Esperamos um dólar oscilando mais próximo de R\$ 5,0/US\$ sem um retorno robusto das captações robustas das empresas brasileira no exterior e não contamos com a Reforma Administrativa.

No tocante à Reforma Tributária, pela proximidade de um calendário municipal eleitoral, os preços dos ativos ainda não estariam refletindo dificuldades, no avanço e na aprovação referente à “divisão do bolo” do Comitê Gestor. A regra do “arcabouço fiscal” continuará sendo testada, na medida da divulgação do resultado fiscal primário mensal. Com tudo isso, nossa taxa de juros neutra foi reestimada um pouco para cima no final do processo de flexibilização da meta Selic (que deveria atingir pelo menos 9,75%, considerando as prováveis votações do colegiado mas com estimativa do nosso modelo em 10,25%).

...

...