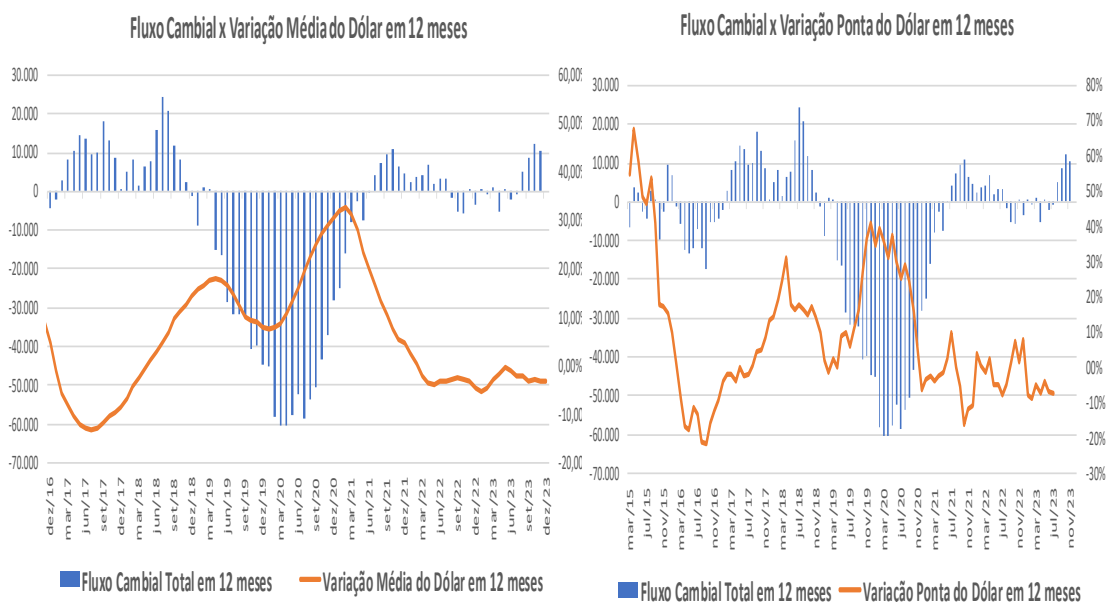


O cenário de redução dos juros em janeiro seguirá descolado entre Mercado e o Federal Reserve

No mercado cambial, o contexto de revalorização do real ante o dólar ‘mais consistente’ inferior aos níveis atuais (na vizinhança de R\$ 4,9/US\$) exigiria uma melhoria adicional de alguns condicionantes: (i) a dinâmica mensal dos resultados fiscais e à reação efetiva do governo, no tocante à necessidades de contingenciamento de despesas à frustração de arrecadação; (ii) um comprometimento do governo de que o déficit não seja tão elevado (qual seria a nova meta ajustada ?) , para não encarecer ainda mais a dívida pública, considerando que a meta fiscal de “equilíbrio” não será alcançada.

Do exterior, será relevante, que a (iii) intensidade da queda dos juros precificada pelo mercado para 2024 seja confirmada, além de uma desaceleração suave da economia norte-americana nos próximos meses, o que sustentaria altas nas bolsas norte-americana. Sim, é possível uma revalorização consistente do real inferior à R\$ 4,9/US\$, mas depende do balanço de riscos dos fatores descritos anteriormente. Constatamos aumento do superávit do fluxo cambial em doze meses no final de 2023, mas ainda com saldos inferiores ao padrão histórico de ciclos positivos de crescimento econômico e inflação reduzida.



Fonte: Bacen Elaboração: JF Trust

No curto prazo, oportunidades na aposta de renda fixa global com compra de papéis (*treasuries*), na consistência de que a inflação seguirá desacelerando com *softlanding* nos EUA e maior probabilidade de desaceleração do dólar no exterior, a não ser que ocorra uma aversão ao risco de forma extraordinária.

A despeito dos resultados positivos da balança comercial, o déficit em transações do último trimestre ratificou o padrão sazonal de saídas, mas os ingressos externos também ainda não estão elevados, o que evitou uma queda maior do dólar doméstico. Mantemos nossa previsão de piso informal no curtíssimo prazo - que não está abaixo de R\$ 4,50/US\$ - estimado por um modelo econométrico com oito variáveis, dentre as quais, o fluxo cambial, prêmio de risco e o diferencial de juros.

Avaliamos que por enquanto, os contextos político e fiscal não beneficiam uma valorização consistente do real. Na pressa de minimizar a perda de receita no orçamento de 2024, os vetos de Lula ao prazo de pagamento das emendas da LDO e a Medida Provisória (MP) de reoneração gradual das folhas de pagamento setoriais criaram ruídos políticos que ameaçam a coesão de uma base mínima governista. De qualquer forma, avaliamos que a probabilidade é elevadíssima de que os vetos e a MP não vingarão, serão derrubados no Congresso. Vamos aguardar!

O governo tentará, entre 2024 e 2025, elevar a tributação sobre rendimentos e estabelecer a cobrança sobre os dividendos também, que deverá ser outro stress de negociação no Congresso, além do fato que sinaliza que o ajuste pelo lado de despesa não ocorrerá ou será muito limitado. No tocante à política fiscal, o cenário da JF Trust não mudou em relação à carta anterior: a meta de equilíbrio fiscal não será cumprida, sendo que um déficit fiscal mínimo do Brasil de 1% do PIB, já está contratado em 2024. Em recente simulação do nosso modelo, prevemos um déficit público primário de 1,27%.

Reiteramos que não há como relativizar as evidências empíricas e econométricas: a persistência do déficit público tem efeitos e dará rigidez à inflação medida pelo IPCA para 2024, que prevemos superior à mediana atual do mercado de 3,9%, por estimativas superiores do impacto do El Nino.

Na política monetária não esperamos surpresas até abril, pois o próprio Bacen já sinalizou pelo recuo da taxa básica de juros em 50 pontos, em cada uma das próximas reuniões do Copom, devendo atingir 11,25% em jan2024 e 10,75% em março. Os núcleos de inflação seguem “comportados”, em queda comparativamente à 2022, mas ainda em ternos anualizados, com taxas superiores às metas centrais de 2024 e 2025.

A probabilidade da taxa Selic (meta) ficar abaixo de 9% até o final de 2024 ainda seria minoritária na curva futura, na dependência dos fatores que temos discutidos em nossos calls de forma exaustiva. Avaliamos que inflação mais moderada, na faixa de 3,9% para 2024 já está embutida nos prêmios.

No exterior, os índices das bolsas dos EUA recuaram nas duas primeiras sessões de 2024, com o S&P 500 registrando seu pior desempenho em dois dias desde o final de outubro. As expectativas dos cortes de juros impulsionaram grande parte dos ganhos em novembro e dezembro de 2023

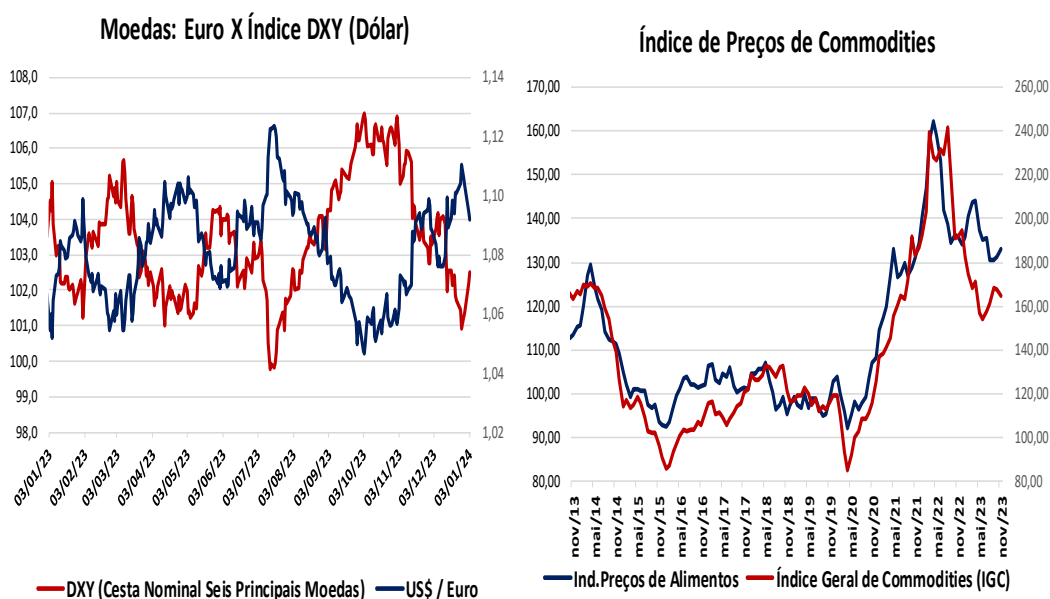
Avaliamos que a Ata do Federal Reserve de dezembro de 2023 não surpreendeu, ao apontar que não existe comprometimento de data para cortar a taxa de juros ao longo de 2024. Há consenso no Fed de que a taxa de juros na faixa de 5,25%-5,5% a.a. já atingiu o pico e que a desaceleração gradual da inflação reforça o movimento da convergência da meta de inflação de 2% ao longo do tempo.

O Fed não tem ratificado a mesma intensidade de otimismo do mercado, levando a redução da probabilidade do corte inicial da taxa de juros em março de 2024 na curva futura, de 72,8% na última semana de dezembro para 62,1% e para a decisão do FOMC de janeiro de 12,3% para 6,7%.

A curva de mercado precificava no final de dezembro de 2023 um recuo mais intenso dos juros (comparativamente ao Fed), de 150 pontos em 2024, portanto para a faixa de 2,75%-3,0% a.a. A diretoria colegiada do Fed segue conservadora ao destacar (i) a inflação elevada dos serviços e (ii) vários integrantes defendendo a manutenção da taxa de juros de 5,25%-5,5% a.a. por mais tempo. Os próximos resultados do mercado de trabalho, em particular, o ritmo do ganho salarial e o *payroll* de dezembro e janeiro serão determinantes para subsidiar uma mudança de postura do Fed ante às expectativas de corte dos juros pelo mercado.

A pesquisa ADP de emprego privado nos EUA do último dezembro apontou criação maior de postos de trabalho, passando de 101 mil postos em novembro para 164 mil, e superou a expectativa de consenso do mercado, que era de 115 mil. Constatamos redução na abertura de vagas na pesquisa de emprego JOLTS – que passou de 8,85 milhões em outubro para 8,79 milhões em novembro. - , mas ainda está em patamar elevado. Caso o payroll de dezembro ratifique a alta e resiliência do ADP, é natural verificar que os yields das treasuries aumentarão um pouco, mas nada que assuste a tendência declinante para o ano.

Para os próximos meses, de forma estrutural, vislumbramos uma queda adicional do dólar em relação ao conjunto de seis moedas consideradas mais fortes. As taxas de juros no mercado de hipotecas seguem em níveis elevadíssimos e a perspectiva é de desaceleração dos ganhos das empresas norte-americanas nas próximas divulgações dos balanços trimestrais.

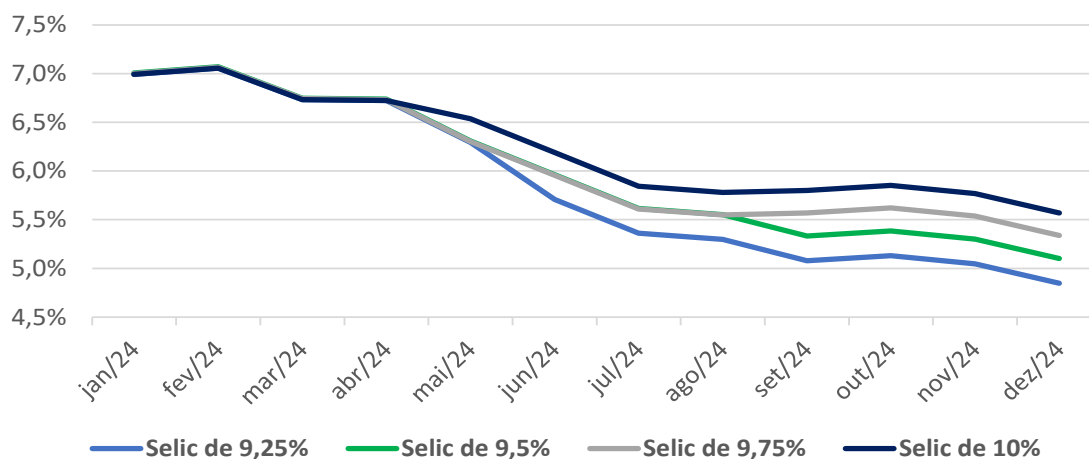


Fonte: Bloomberg Elaboração: JF Trust

Alguns sinais auspiciosos de recuperação da atividade econômica na China no final de 2023, com altas entre 2% e 3% dos índices de gerentes de compras (PMI), mas nada de espetacular, como se constata nos preços das commodities. De fato, na variação (ponta a ponta) entre novembro de 2022 e de 2023, o índice geral de commodities (que inclui metálicos, energia, commodities agrícolas) registrou uma queda de - 2,02% e no caso específico do índice amplo de alimentos, uma alta moderada de 1,13%.

Mantemos a avaliação de que os números da atividade econômica na Europa deverão apontar maior contração comparativamente aos EUA no curto prazo, o que reverterá parte dos ganhos recentes do euro ante o dólar após o movimento de euforia das reduções dos yields e do dólar no final de 2023. Em suma, o cenário para janeiro de 2024 não teve alteração relevante em relação ao traçado no final de novembro de 2023 para dezembro.

Brasil: Taxa Real de Juros Ex-Ante
condicionada pelo prazo, Selic do final do ciclo de flexibilização e
previsão do IPCA mensal



Elaboração e previsão: JF Trust