

A despeito da boa arrecadação, curva doméstica de renda variável sente nova deterioração das expectativas com os juros nos EUA e a convergência da inflação.

O movimento de realocação de posições dos investidores nas curvas doméstica de renda fixa e variável foi robusto em fevereiro, repetindo janeiro e tende a seguir o padrão em março, caso não se tenham novidades positivas no front fiscal e inflacionário no Brasil. No Brasil, a retirada de capitais externos da Bolsa (B3) foi de R\$ 9,4 bilhões em fevereiro, acumulando saída de R\$ 20,9 bilhões no primeiro bimestre deste ano.

O otimismo de uma parcela do mercado brasileiro, esperando pela valorização do real ante o dólar foi adiada mais uma vez, com a manutenção da taxa de juros do fed fund de 5,25-5,5% a.a. por mais tempo, significando menor diferencial de juros. Nossas últimas cartas, de dezembro e janeiro, apontavam essa resiliência da economia norte-americana e a desconfiança com a sustentabilidade de valorização do real

No tocante à atividade econômica, o “mercado” errou muito nas previsões de crescimento real do PIB de 2023. De fato, no final de dezembro de 2022, a mediana das expectativas do mercado (Focus) apontava uma taxa real de apenas 0,8%, sendo que alguns economistas e gestores de instituições financeiras previam até o risco de recessão no Brasil em 2023. Em janeiro de 2023, o FMI previa uma expansão no Brasil de apenas 1,2% e será mais que o dobro disso! Na minha avaliação, caso o PIB brasileiro surpreenda em 2024, será para cima e não para baixo !!

Na última pesquisa de mercado (Focus), a mediana das expectativas para o PIB de 2024 estava em 1,6%, enquanto, prevíamos uma taxa um pouco superior, de 1,84% (previsão central). Entretanto, isso é uma previsão com modelagem econométrica que não necessariamente estaria captando alguns fatores estruturais que têm gerado uma performance mais positiva do crescimento econômico e do PIB potencial. Não vejo um exagero de superar 2%, a tal ponto que o teto (limite superior) da nossa projeção é de 2,03% para o PIB Brasil de 2024.

Avaliamos que seria ideal que o que o atual Presidente do Bacen passe o basta para Galípolo com a inflação convergindo para a meta. A desvalorização do real para a vizinhança de R\$ 5,0/US\$, a surpresa do IPCA de janeiro e o déficit fiscal mais provável corroboram aumento da probabilidade na curva futura de que a taxa básica de juros Selic termine o ano acima de 9%. O prolongamento da taxa de juros do fed fund em 5,25%-5,5% a,a, fortalece esse cenário.

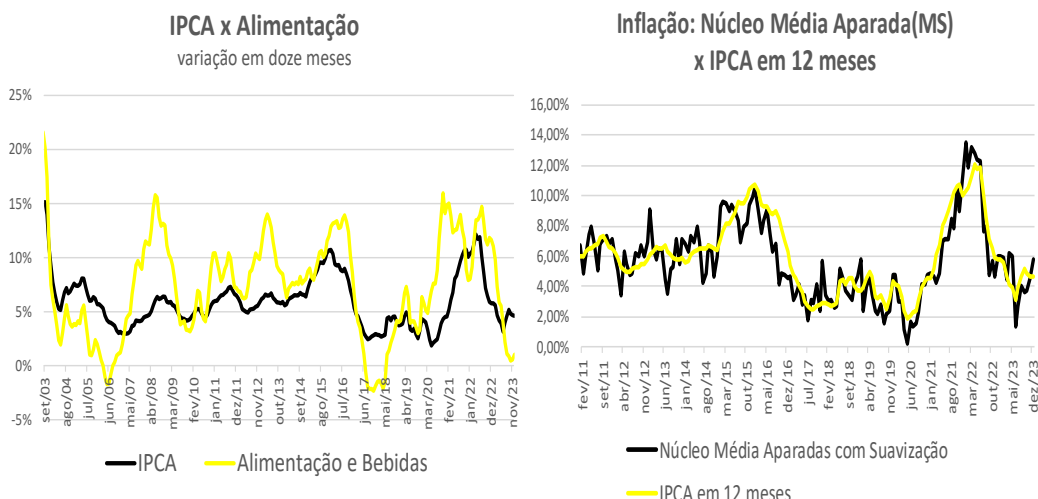
Não há mudança relevante no cenário da inflação em relação à carta anterior, de janeiro. As expectativas de inflação seguem desencoradas da trajetória de metas, com mediana atual do mercado do IPCA em 3,76% contra uma meta central de 3,0%. No segundo semestre do ano passado, nossas estimativas econométricas da persistência inflacionária apontavam taxas 4,3% a 4,67%.

Reiteramos que a probabilidade de que o Bacen desacelere o ritmo de corte da Selic de 50 para 25 pontos é mais elevada, em particular, a partir de junho. O impacto de alta do preço do milho na cadeia produtiva pode ser mais intenso do que o mercado está precificando, em particular, no período da estiagem das chuvas.

A inflação dos serviços no IPCA voltou a acelerar, para níveis até mais elevados que o período pré-pandemia. Além disso, as taxas do grupo alimentação anda estão relativamente elevadas, com variação média em torno de 1% a.m., conforme a abertura do IPCA de janeiro e do IPCA-15 de fevereiro.

Nossa previsão do IPCA de 2024 de 4,18% está um pouco acima da atual mediana do mercado de 3,76%. De qualquer forma, O Bacen não deve interromper o recuo da taxa básica de juros do atual nível de 11,25% para 10,25% em março e maio, pois ainda prossegue em terreno contracionista.

O impacto defasado da transmissão da elevação dos juros (2021-2022) sobre os preços e o movimento de preços das commodities têm permitido uma revisão para baixo das projeções de inflação, a tal ponto que a mediana das expectativas do IPCA de 2024 recuou novamente, de 3,80% para 3,76% (estabilizada em 3,51% para 2025) e na redução dos juros dos títulos prefixados e da inflação implícita nas carteiras de investimento.



Avaliamos que o Bacen - conforme as declarações do Presidente Roberto Campos - está trabalhando com um cenário de que o déficit público primário de 2024 não seja superior à média atual das projeções do mercado, que tem oscilado entre -0,7% e -0,9% do PIB. A arrecadação que já surpreendeu para cima em janeiro, deve registrar outro resultado um pouco acima do esperado em fevereiro

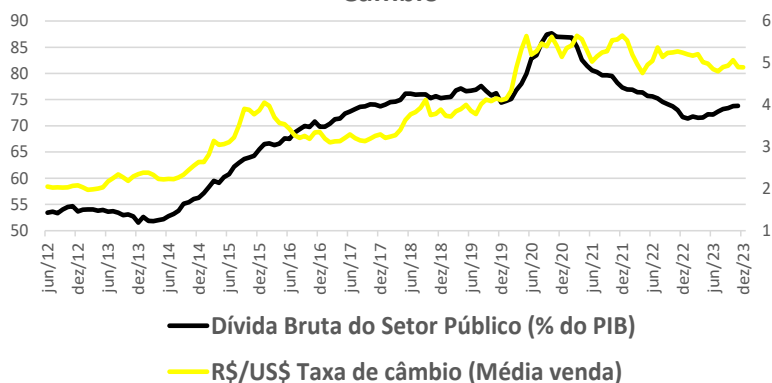
Nesse contexto, é bem provável que por enquanto (no segundo trimestre) o governo não ajuste a meta anual do resultado primário de equilíbrio no curtíssimo prazo para um déficit em 2024. Especula-se também que o governo fará um contingenciamento mais moderado, de até R\$ 20 bilhões, na divulgação da avaliação bimestral das receitas e despesas.

Na margem, o governo “ganhou tempo” com a surpresa positiva da arrecadação, e também se refletiu na continuidade da redução das taxas de juros futuras ao longo da segunda quinzena de fevereiro.

Entretanto, mantemos o cenário das últimas cartas de que o governo terá que reconhecer um déficit primário/PIB em 2024 ou acionar um contingenciamento robusto da despesa pública para atingir o equilíbrio fiscal (0% do PIB) em 2024. Avaliamos que a segunda opção nos parece pouco provável em ano de eleição municipal. O corte de despesas até o final desse ano não deve superar a casa de R\$ 55 bilhões. Quando se remete às questões dos incentivos fiscais, os riscos de judicialização são significativos, o que também levaria à redução da receita fiscal programada.

A dívida pública brasileira continuará a aumentar no segundo trimestre desse ano, o que também fundamenta a rigidez com o dólar mais próximo de R\$ 5,0/US\$ no curtíssimo prazo. Do exterior, também pioraram as expectativas de adiamento do início do corte dos juros nos EUA de maio para a decisão de política monetária em junho, cuja probabilidade seria a mais elevada, em torno de 60% no final de fevereiro ou em julho, para 40%. De fato, a dívida pública bruta aumentou de 71,6% do PIB de dezembro de 2022 para 74,3% do PIB em dezembro de 2023, e o fluxo de ingressos de recursos externos tem ficado aquém do esperado.

Brasil: Dívida Pública Bruta/PIB x Taxa de Câmbio



Fonte: Banco Central Elaboração: JF Trust

No tocante aos desafios da política econômica, o foco do mercado será verificar que o governo cumpra o aumento real dos gastos no limite estabelecido pelo arcabouço fiscal. De fato, há pressão de despesas no curto prazo e não se pode negar que o pagamento de precatórios é demanda fiscal, que tem efeito indireto sobre a inflação.

A precificação para cima na curva de juros de curto prazo nos Estados Unidos tem mantido um fluxo de ingressos de recursos externos limitado para as economias emergentes e corroborado para um movimento preponderante negativo do Ibovespa no primeiro bimestre de 2024.

Já existem membros votantes da Diretoria colegiada do Federal Reserve apontando que a redução da taxa de juros só seja acionada no terceiro trimestre. Para isso, é outro sinal que o ritmo de desaceleração da economia norte-americana será suave e não caminha para uma taxa anual negativa do PIB em 2024 (não seria uma recessão).

Os discursos e entrevistas concedidos pelo Presidente Jerome Powell do Federal Reserve consolidam a “tese” de que a convergência da inflação para a meta de 2% será mais lenta e também não está garantida isso até o final de 2025. O “Livro Beige” ratificou que na média dos indicadores de atividade e do mercado de trabalho seguem resilientes, o que manterá a cautela do Fed com os próximos resultados dos índices de preços.

As palavras de Powell enfatizam que a flexibilização da taxa de juros do fed fund não ocorrerá antes de junho. É fato, que há um retorno da preocupação com o contexto de liquidez dos bancos médios regionais nos EUA, após o robusto prejuízo do *New York Community Bancorp* do último trimestre do ano passado. Entretanto, o Fed ainda não vê sinais preocupantes como risco sistêmico dos bancos regionais

Na região da Zona do euro, mantemos a avaliação de que os números da atividade econômica na Europa deverão seguir apresentando maior contração comparativamente aos EUA, revertendo os ganhos recentes do euro ante o dólar no final de 2023 e deve seguir nessa linha em março. Nesse sentido, não vislumbramos valorização predominante do euro ante o dólar, ainda inferior à US\$ 1,10 nos próximos trinta dias.

Seguiremos em março com um cenário externo mais volátil, captado pelas preocupações do Federal Reserve com o impacto do prolongamento dos conflitos geopolíticos sobre a inflação e também do ritmo dos ganhos salariais. Em suma, o risco de surpresa inflacionária nos EUA não foi reduzido. No Brasil, o cenário de flexibilização da Selic não será interrompido, mas, curva futura reduziu um pouco a probabilidade de que a taxa de juros atinja um dígito anualizado em 2024.