

### *Reprecificação da curva de Juros nos EUA demanda contingenciamento e um déficit moderado no Brasil em 2024*

Os ajustes de posições de investidores nas curvas de renda fixa e variável foram significativos em janeiro e tendem a seguir o padrão em fevereiro, caso não se tenham novidades no front fiscal e inflacionário no Brasil. O otimismo exacerbado do mercado financeiro internacional no final do ano passado com a perspectiva da intensidade de corte dos juros nos Estados Unidos em 2024 tem sido ajustada e convergindo para a prudência do Federal Reserve.

A geração de empregos pelo payroll foi robusta em 353 mil postos em janeiro, e com a revisão para cima dos dados de novembro e dezembro, apontaram uma criação média de mais de 250 mil no trimestre móvel. As preocupações com algum impacto inflacionário residem também no ritmo dos ganhos salariais, que tem crescido, em média, entre 4,0% e 4,5% a.a. contra uma taxa desejável de 3%.

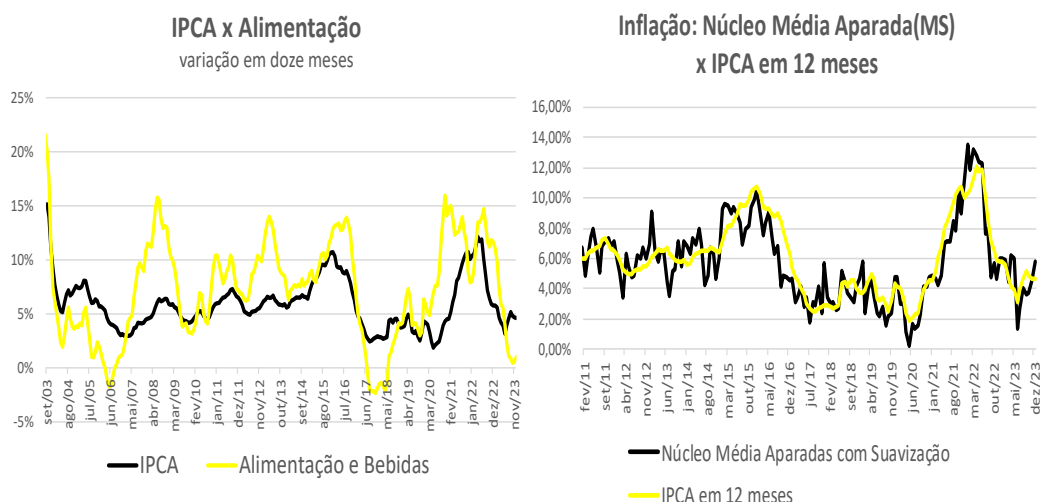
O otimismo de uma parcela do mercado brasileiro com o viés de valorização esperada do real foi adiado mais uma vez, pois, com a manutenção da taxa de juros do fed fund de 5,25-5,5% a.a. por mais tempo significará menor diferencial de juros de atração de capitais. Nossas últimas cartas apontavam essa resiliência da economia norte-americano e a desconfiança com a sustentabilidade de valorização do real no contexto de incertezas fiscais no Brasil.

No tocante à atividade econômica, os sinais do impacto da transmissão da política monetária mais apertada entre 2021 e meados de 2023 e a retirada da contribuição expressiva do PIB agrícola do primeiro semestre do ano passado corroboram a desaceleração da nossa previsão da taxa real do PIB Brasil de uma vizinhança de 3% em 2023 para 1,67% em 2024. Os números do investimento ainda são fracos, mas constatamos resiliência em segmentos de alimentação e serviços mais correlacionados com o consumo das famílias, o que ainda dá probabilidade para nossa previsão teto do modelo do PIB de 1,84%.

Não há mudança relevante no cenário da inflação em relação à carta anterior. As expectativas de inflação seguem desencoradas da trajetória de metas, com mediana atual do mercado de 3,5% 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%. O impacto do El Nino sobre os preços agrícolas ainda pode ser mais intenso do que o mercado está precificando, e com tudo isso, não há espaço para acelerar o corte dos juros no segundo trimestre deste ano.

Os preços dos alimentos seguem em ciclo de alta no IPCA, além de existir incerteza em relação à devolução esperada da inflação desse segmento no segundo trimestre. Nesse primeiro trimestre, temos pressão da reoneração do ICMS e dos alimentos in-natura, além de outros componentes sazonais como educação. Nossa previsão do IPCA de 2024 de 4,18% está um pouco acima da atual mediana do mercado de 3,8%. De qualquer forma, O Bacen não deve interromper o recuo da taxa nominal de juros, pois ainda prossegue em terreno contracionista.

O

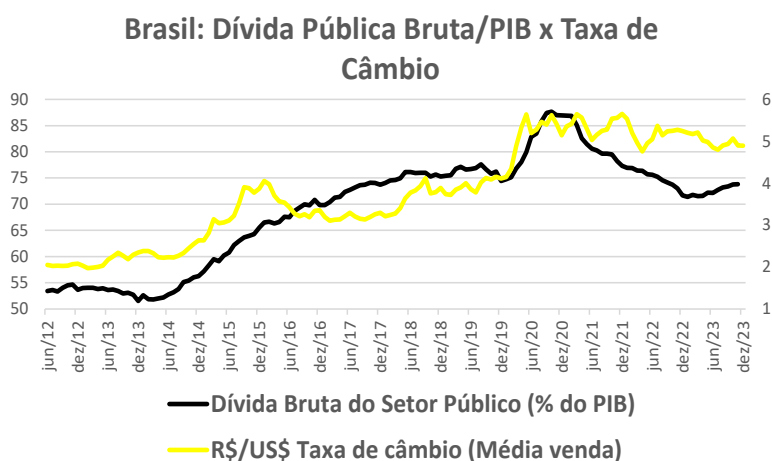


O mês de fevereiro inicia com presença da incerteza fiscal. Avaliamos que após o final do recesso legislativo, o governo não deve conseguir a mesma magnitude de arrecadação fiscal pretendida na Medida Provisória (MP) 1.202/2023, que reonera gradualmente as alíquotas previdenciárias dos setores beneficiados com a desoneração da folha salarial, limita a compensação tributária de créditos decorrentes de decisões judiciais e revoga a isenção fiscal sobre os eventos.

Em suma, sem aprovação dessa MP pelo Congresso, tem-se menos receita e maior déficit público, O governo, através de Lula, tenta negociar um “meio termo”, mas a articulação política de sua equipe palaciana parece estar fraca. Além disso, o parâmetro utilizado no orçamento pelo governo para o crescimento real do PIB também seria superestimado ante a média do mercado, em quase 1 ponto percentual.

Nesse contexto, o governo terá que reconhecer um déficit fiscal/PIB em 2024 ou então fazer um forte contingenciamento de despesas para atingir a meta fiscal de equilíbrio (0% do PIB) em 2024. Avaliamos que a segunda opção nos parece pouco provável, ou seja, dificilmente em ano de eleições municipais, o corte de despesas não deve superar a casa de R\$ 100 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.

No momento que ajustar a meta para um déficit, pode-se ter um impacto negativo de imediato nos mercados domésticos, mas se conseguir convencer ao mercado de que o déficit não será elevado, não superior à faixa de 0,5% a 0,7% do PIB, esse impacto poderá ser minimizado. O fato é que a geração de déficits fiscais em 2023 e também em 2024 significa maior dívida pública na frente e portanto, a rigidez com o dólar mais próximo de R\$ 5,0/US\$ no curtíssimo prazo faz todo sentido, reforçada pela reprecificação também da curva de juros nos EUA. De fato, a dívida pública bruta aumentou de 72,9% do PIB de novembro de 2022 para 73,8% do PIB em novembro de 2023, e o fluxo de ingressos de recursos externos tem ficado aquém do esperado.



Fonte: Banco Central Elaboração: JF Trust

Nessa transição fiscal, será crucial que o governo cumpra um aumento real dos gastos no limite estabelecido pelo arcabouço fiscal aprovado. De fato, há uma pressão de despesa no curto prazo e não se pode negar que o pagamento de precatórios é demanda fiscal, que tem efeito indireto sobre a inflação.

A reprecificação para cima na curva de juros nos Estados Unidos tem mantido - além das incertezas do cumprimento da meta fiscal e do tamanho do déficit no Brasil - um viés mais preponderante negativo do Ibovespa nesse primeiro bimestre. De fato, na primeira semana de fevereiro, a probabilidade da redução mínima da taxa de juros em 25 pontos nos EUA pelo Fed está mais elevada para maio, na faixa de 66%, mas em junho, segue em alta e já está em 36,5%.

O Federal Reserve estaria convencido que a chance de uma recessão ou uma desaceleração acentuada é pouco provável e prefere prolongar a manutenção da taxa de juros em 5,25% -5,5%, pelo menos até o final de final de abril. De fato, tem ressaltado nas palavras do seu Presidente Jerome Powell, que os indicadores de atividade e do mercado de trabalho seguem resilientes, sobretudo após revisão em alta dos números do payroll do último bimestre do ano passado.

As palavras de Powell enfatizam que a flexibilização da taxa de juros do fed fund não ocorrerá em março, o que tende a levar a um ajuste para baixo dos resultados trimestrais de empresas listadas nas bolsas de NY para o segundo semestre. 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 com os bancos regionais e ainda dá probabilidade reduzida de recessão nos EUA.

No mercado de renda variável, a preocupação retorna a “bolha de alta “ dos papéis do setor tecnológico dos EUA, que superou a casa de 50% em 2023, ou seja, a probabilidade de uma correção desses papéis não é desprezível, considerando que a economia norte-americana está desacelerando e algumas empresas do setor já detectaram queda em suas vendas.

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 fevereiro. Em suma, o cenário para fevereiro de 2024 não teve alteração relevante em relação ao traçado no final de dezembro de 2023.

Nesse sentido, não vislumbramos valorização predominante do euro ante o dólar. O diferencial de crescimento econômico e da taxa de juros ainda deve beneficiar a resiliência maior dos EUA ante o euro no curtíssimo prazo. Os indicadores de janeiro da Zona do Euro apontaram recuo das exportações na principal economia da região (Alemanha) e os índices composto e de serviços de gerente de compras (PMI) da Zona do Euro seguiram abaixo de 50, portanto, no ciclo negativo.

Em resumo, temos um cenário externo mais volátil em relação ao final do ano passado, com riscos geopolíticos em evidência, impacto ainda fraco dos estímulos na China e a probabilidade de que a inflação norte-americana apresente surpresas pela resiliência do mercado de trabalho. O cenário de flexibilização da Selic não será interrompido por enquanto, mas um recuo da Selic abaixo de 9% a.a. ainda em 2024, demandará o esforço de contingenciamento das despesas e um déficit fiscal reduzido em 2024. A bola está com o Ministro da Fazenda!