

### **“ Cenário pode ser suavizado, mas não removido, com ajustes de juros e piso do dólar mais estruturais na ótica de 2025 ”**

O cenário que traçamos na Carta Mensal de Maio foi ratificado em junho, com deterioração mais acentuada do balanço de riscos da economia brasileira. Por isso, reiteramos algum espaço, mas moderado de revalorização do real, caso a equipe econômica decida fazer um contingenciamento de gastos na primeira quinzena de julho, mas também não vislumbramos um corte expressivo que compense as perdas fiscais e que evite a piora da previsão do déficit e da dívida pública. De resto, nenhuma alteração, com a inflação dos EUA ainda elevada para a meta de 2%, demandando prolongamento mínimo de mais três meses, com juros em 5,25%-5,5% a.a. O discurso de Powell de junho deu mais ânimo para o início da flexibilização dos juros do fed fund em setembro. No Brasil, os ingressos externos pelo fluxo cambial em junho, enfim no segundo trimestre não vingaram, enquanto a fragilidade do arcabouço fiscal na base da receita só cresceu na margem.

Era estranho constatar que até meados de abril, a inflação esperada pelo mercado estivesse na faixa de 3,5%-3,6% a.a. para o biênio 2024-2025, mas o impacto das enchentes no Rio Grande do Sul, em parte, levantou a percepção de que a inflação brasileira estava subestimada, além de outros condicionantes de mudança do patamar do dólar médio e da expansão do déficit fiscal primário e creditícia em curso.

No cenário internacional, não vemos mudança relevante ante às Cartas mensais de abril e maio da JF Trust em relação à perspectiva da curva externa de juros: O Banco Central Europeu iniciou o ciclo de redução de sua taxa de juros de refinanciamento de 4,5% para 4,25% a.a. antes do ciclo de flexibilização pelo Federal Reserve, esse último com probabilidade majoritária superior à 60% de dois cortes de 25 pontos, para ser iniciado em setembro deste ano.

A “novidade” tem sido a desaceleração mais homogênea da atividade econômica dos EUA, com base nos indicadores divulgados nas últimas duas semanas de maio, o que corrobora a eficácia da transmissão defasada do aumento da taxa de juros do fed fund sobre o setor real. O desempenho inferior ao esperado da atividade norte-americana, em particular, do segmento de manufatura aumenta a probabilidade de dois cortes dos juros para 4,75%-5,0% pelo Federal Reserve até dezembro deste ano.

Entre julho e setembro, será importante monitorar eventuais pressões de demanda dos combustíveis do Hemisfério Norte durante a sazonalidade das férias do verão, que carrega incerteza sobre os impactos indiretos na cadeia de preços. Não vemos, mesmo que desacelere a geração de empregos em junho e julho, que o Federal Reserve antecipe o corte de juros para o início do terceiro trimestre, que consideramos de reduzida probabilidade !

No Brasil, as expectativas de inflação prosseguiram desancoradas, mas o stress de alta e a volatilidade excessiva nos mercados de câmbio e de juros futuro foram reforçadas pelas declarações do Presidente da República no tocante ao espaço limitado de corte fiscal, críticas ao Presidente do Bacen e de eventual intervenção do Executivo no Bacen.

(i) Avaliamos que os riscos de descumprimento do teto da meta de 2024 ( e também para 2025) aumentaram e são elevados;

(ii) Um crescimento real da economia de 2% a.a é muito pouco para estabilizar a dívida pública quando temos juro real, dependendo do prazo, superior à 6%;

(iii) Ajuste fiscal exigiria um superávit primário, mas devemos esquecer, não tem nos nossos cenários.

(iv) Com dólar médio mínimo de R\$ 5,2 já apontaria uma inflação muito próxima de 4,5%; Pelo nosso modelo, é pouquíssimo provável um IPCA inferior à 4,3% a.a..

(v) As incertezas da definição do novo Presidente do Bacen a partir de janeiro de 2025 precisam ser eliminadas, assim como a proposta de ajuste fiscal de Haddad tem que compensar no mínimo as perdas de curto prazo;

A tendência é que a votação da Diretoria do Bacen no tocante à decisão de juros seja convergente nas últimas reuniões do Copom de 2024, no sentido de que a taxa de juros Selic não terminará o ano abaixo de 10,5% a.a.

Diferente do cenário do Tesouro Nacional, estimamos com os atuais condicionantes, a necessidade de geração de um superávit primário superior à 2% do PIB para estabilizar a relação dívida pública como proporção do PIB na faixa de 77% , ou seja, não estamos caminhando para esse cenário e a dívida tende a aumentar nos próximos meses.

A estabilização da dívida pública e o cumprimento do arcabouço estão totalmente dependentes de aumento da arrecadação, sendo que muitos projetos não devem ser aprovados ou mesmo adiados pelo atual Congresso no curto prazo.

Em suma, ao parar a taxa básica de juros (meta Selic) em breve, o Bacen estará sinalizando que demanda um “help” para a convergência da inflação à trajetória de metas, ou seja, de um choque fiscal efetivo de gastos e de novas Reformas Previdenciária e Administrativa, para estancar o crescimento da dívida pública e o grau de vinculação orçamentária.

Iniciamos julho como terminamos junho, com o governo brasileiro precisando de receita, pois a regra fiscal não controla a expansão do gasto corrente nominal. Esperamos um dólar oscilando ainda acima do piso informal estimado de R\$ 5,32/US\$. Façam suas apostas novamente !!