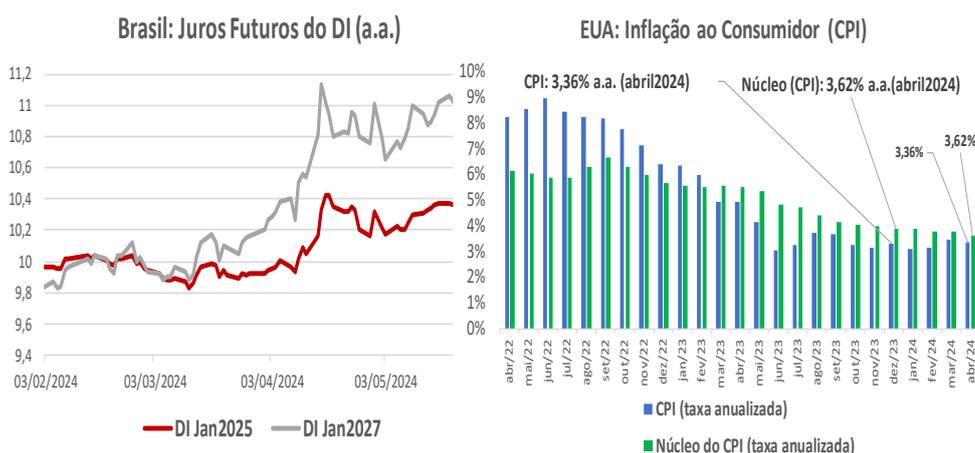


“Balanço de Riscos Fiscal e do IPCA 2024-2025 sob pressão, ratifica previsões de alta do juro neutro e do piso do dólar”

Avaliamos que a deterioração mais intensa do balanço de riscos da economia brasileira em maio deverá se estender em junho. Por isso, não vislumbramos espaço para uma revalorização do real e para uma devolução sistemática dos juros futuros. A Inflação dos EUA segue elevada para a meta de 2%, demandando prolongamento mínimo de mais três meses, com juros em 5,25%-5,5% a.a.. Os ingressos externos pelo fluxo cambial no segundo trimestre não vingaram, enquanto a fragilidade do arcabouço fiscal na base da receita só crescia na margem.



Era estranho constatarmos 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 à Carta mensal de abril da JF Trust em relação à perspectiva da curva externa de juros: O Banco Central Europeu deverá iniciar 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” do panorama internacional entre abril e maio foi 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. A contração do relevante índice de atividade de manufatura ISM/PMI em maio - pelo segundo mês consecutivo – e das novas encomendas industriais, que recuaram mais de três pontos percentuais.

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. De forma implícita, a intensidade recente da redução dos yields das treasuries levanta o receio de uma recessão futura nos EUA (mas, ainda com menor probabilidade) e portanto, uma realização no mercado acionário mais pronunciada.

Por outro lado, sem qualquer pressão do calendário eleitoral e visando somente o cumprimento de suas metas, o Federal Reserve não aliviará o discurso ortodoxo (hawkish) em junho, pois existirão pressões de demanda dos combustíveis do Hemisfério Norte durante a sazonalidade do verão, que carrega incerteza sobre os impactos indiretos na cadeia de preços.

Será necessária uma desaceleração acentuada da criação de empregos nas pesquisas de emprego privado (ADP) e do payroll de maio a julho mas, sobretudo um queda mais forte do salário médio por hora - atualmente com alta entre 3,9% e 4,0% a.a. - para viabilizar uma chance de 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 suas taxas pioraram no curtíssimo prazo, mas, parte dessa mudança já estaria sendo comunicada pelo Bacen, em particular, pelo seu Presidente, Roberto Campos, entre as últimas duas decisões do Copom.

(i) Na última pesquisa de mercado (divulgada no início da primeira semana de junho) anterior à elaboração desse documento - com mediana do IPCA de 2024 passando de 3,86% para 3,88% e de 3,58% para 3,60% para 2025;

(ii) Esperamos outra surpresa inflacionária para cima no IPCA de maio, que deve registrar uma taxa superior à 0,5% a.m., ressaltando que a mediana das projeções do mercado apontava há trinta dias atrás taxas de 0,32% a 0,35% a.m.;

(iii) Não vemos estabilização das projeções anuais do IPCA em junho. Faz “um tempinho” de um consenso que a meta central de 3% do biênio 2025-2026 não será cumprida, mas também, aumentou o risco da taxa superar o teto da banda!;

Na estrutura a termo da taxa de juros, a probabilidade de manutenção da taxa básica de juros em 10,5% no Copom de junho tornar-se-ia tecnicamente fundamentada e amparada pelas nossas projeções.

A tendência é que a votação da Diretoria do Bacen no tocante à decisão de juros seja menos divergente, no sentido de que a taxa de juros Selic não terminará o ano, inferior à 10,25% a.a. A dúvida está exatamente, na possibilidade de que o Bacen decida pela manutenção da Selic em 10,5% a.a. em agosto, cuja decisão terá um efeito positivo de reputação para o Bacen, no caso de uma votação unânime.

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. Nesse contexto, seguiremo dependentes de um fluxo robusto de ingressos de investimentos externos para sancionar uma revalorização do real, como ocorrido entre 2003 e 2007, mas também esse movimento parece distante da realidade.

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. Juro Neutro não é 4%. Façam suas apostas !