

A deterioração nas curvas de juros e dólar aponta também para o ritmo da desaceleração dos preços e as perdas fiscais no Congresso.

O balanço de riscos piorou tanto no exterior, como na economia brasileira em relação à carta mensal passada, o que não dá alívio e sim, maior volatilidade nas curvas do dólar e dos contratos futuros de juros. O desempenho do ingresso externo de recursos tem sido frustrante, ressaltando a saída de mais de R\$ 20 bilhões da Bolsa B3 no primeiro trimestre. O Bacen está correto em não se comprometer com o ritmo de queda da taxa de juros nas próximas reuniões, e além disso, elevamos a probabilidade de que as votações nas decisões da taxa básica de juros partir de junho não sejam unânimes. Isso deve gerar volatilidade adicional no mercado de juros. Nessa mesma linha, são fatores que corroboram nossa previsão econométrica de um piso informal do câmbio, cuja estimativa tem oscilado na vizinhança de R\$ 4,80-4,85/US\$.

O governo mostra muita resistência de contingenciar e do lado da receita, alguns projetos relevantes terão dificuldade de aprovação no Congresso, como por exemplo, a tentativa de reoneração dos municípios. De fato, o governo teve uma derrota política relevante, quando o Senado derrubou a Medida Provisória 1.202, que elevava a contribuição previdenciária dos municípios, o que seria uma perda de arrecadação de R\$ 9,7 bilhões e apontando articulação política fraca do governo com o Legislativo.

A Ministra do Planejamento também dá incerteza quando afirma “que as metas fiscais, inclusive a de 2025, dependem da arrecadação” No tocante às reformas, a Tributária agora é que vai começar, onde serão definidas as alíquotas do CBS do IBS, a repartição do bolo fiscal entre os entes federativos etc.

Avaliamos que o governo terá que admitir um déficit primário fiscal superior à - 0,1% do PIB até junho e consideramos provável que o Bacen revise sua projeção de inflação atual do IPCA um pouco superior à 3,6% no final de junho.

A expectativa de desaceleração sazonal da inflação de serviços no cenário do Bacen pode não se confirmar, pois os condicionantes de crédito e da massa salarial vão na direção oposta. “Mirando” 2025, os núcleos, indicadores de tendência, apontam taxas superiores à meta central faz tempo. Dessa forma, vale a pena o Bacen sustentar o ritmo de queda dos juros mais pronunciado com a previsão do IPCA de 2025-2026 acima da meta central?

O questionamento no mercado e também do Bacen é constatar se efetivamente a desaceleração do IPCA é consistente para a trajetória de metas. Por isso, vamos focar na inflação de serviços, da subjacente e no grau de disseminação dos reajustes dos preços (índice de difusão).

É fato que a sazonalidade sempre gera (e gerou novamente) uma inflação alta em fevereiro, puxada por alimentos (in natura, domicílio) e educação. Por isso, a desaceleração do IPCA em março não será surpresa. Do lado dos preços do atacado (IPA), a dinâmica dos preços das commodities ou em queda ou com alta moderada têm beneficiado um movimento benigno dos Índices Gerais dos Preços (IGPs).

A despeito do impacto de queda da produção agrícola doméstica no curto prazo, tem-se verificado um aumento da oferta global, em particular de milho e soja. A inflação

em doze meses deve desacelerar para uma faixa em torno de 4,0% no segundo trimestre, mas ainda não é garantia da convergência de médio prazo, pois dependerá

O cenário da taxa de câmbio considerada pelo Copom para as projeções do IPCA está alinhado com a realidade, sendo que a média do ano tem oscilado ao redor de R\$ 4,95/US\$. Considerando o cenário da mediana das expectativas do mercado, com Selic atingindo 9,0% a.a. em novembro e uma taxa real de juros neutra de 4,5% no horizonte das simulações. Na curva do preço do petróleo, o Copom utilizou uma média de US\$ 80/barril para os próximos seis meses, mas, a elevação recente dos preços Brent para US\$ 90 incorpora restrições de estoques e o risco de ampliação de outros participantes no conflito do Oriente Médio.

Considerando que o horizonte atual relevante para as decisões dos juros já é 2025 e não 2024, o Bacen terá que desacelerar o ritmo de queda dos juros em breve. Está clara a mensagem do Bacen: o cenário atual exige maior cautela nesse trimestre em relação ao anterior, demanda ajuste fino e mais moderado da flexibilização dos juros até junho. De fato, o Bacen também já constatou maior resiliência da inflação de serviços em diversas economias, a despeito de uma condução da política monetária internacional mais apertada desde 2023.

Os sinais emitidos nos discursos nas palestras do Presidente do Bacen (do final de março e nessa primeira semana de abril) reforçam a exigência de uma postura mais cautelosa na gestão na taxa de juros:

- (i) As expectativas de inflação de médio prazo seguem acima da meta central de forma sistemática;
- (ii) Há uma leve piora na inflação na ponta dos preços do consumidor;
- (iii) A inflação de serviços segue superior ao período pré-pandemia;
- (iv) Quando analisa o exterior, Campos Neto aponta que a desinflação futura no exterior analisada em fevereiro mostrou-se otimista e agora, está mais complicada;
- (v) Campos ressalta que se o Fed não cortar a taxa de juros em junho, terá uma reprecificação na sua taxa terminal. Nesse cenário hipotético avalio que o mercado deve ajustar sua mediana das expectativas da Selic para uma taxa para 9,5% ou mesmo 9,75% a.a.

No exterior, a probabilidade da recessão nos EUA diminui a cada mês, a despeito de uma revisão do corte dos juros para junho ou no segundo semestre, lembrando que a curva futura no final de 2023, apontava para março deste ano. A expectativa segue positiva para os balanços trimestrais do I trimestre e para os números do mercado de trabalho norte-americano no curtíssimo prazo. A confiança do consumidor, apurada pelo índice da Universidade de Michigan persiste em alta ao final do primeiro trimestre.

O impacto da divulgação da inflação da Despesa de Consumo Pessoal PCE (*Personal Consumer Expenditure*) sobre os ativos de renda fixa e variável do mercado foi moderado, pois as projeções do Federal Reserve referentes ao gráfico de pontos se

mantiveram com queda acumulada esperada dos juros de 75 pontos até o final de 2024. Até a edição dessa carta, a probabilidade da redução da taxa de juros de 25 pontos nos EUA em junho ainda era majoritária, mas com viés de alta para as reuniões seguintes, de julho à setembro.

O Presidente do Federal Reserve, J. Powell, não achou desfavorável o PCE de fevereiro, a despeito de apontar um ritmo de desaceleração menor. A inflação do PCE aumentou de 2,4% a.a. em fevereiro para 2,5% a.a. em março, o indicado mensal desacelerou de 0,4% a.m. para 0,3% a.m., enquanto o núcleo (core) do PCE desacelerou de 0,5% a.m. (2,9% a.a.) para 0,3% (2,8%), ambos na linha do esperado do mercado.

Na Europa, estamos também próximos da flexibilização da taxa de juros pelo Banco Central Europeu e o da Inglaterra (BoE), com números mais fracos da inflação do varejo na Alemanha e contração real de -0,3% do PIB do Reino Unido no quarto trimestre.

Nos EUA, os resultados da atividade econômica, em particular do ritmo de salários e do emprego e das taxas de inflação de março e abril serão decisivos para balizar o prolongamento da manutenção da taxa de juros do fed fund em 5,25%-5,5% a.a. para além de julho ou não. A incerteza aumentou entre março e abril, com o risco potencial de expansão do conflito no Oriente Médio e resiliência na inflação de serviço ao nível global.

Nossas cartas, de dezembro à fevereiro, já apontavam a resiliência da economia norte-americana e a desconfiança com a sustentabilidade de valorização do real. A dívida pública brasileira continuará a aumentar no segundo trimestre desse ano, o que também fundamenta a rigidez do dólar igual ou superior à R\$ 5,0/US\$ no curtíssimo prazo. Em suma, seguiremos em abril com um cenário externo mais volátil e o risco de alguma surpresa inflacionária no Brasil.