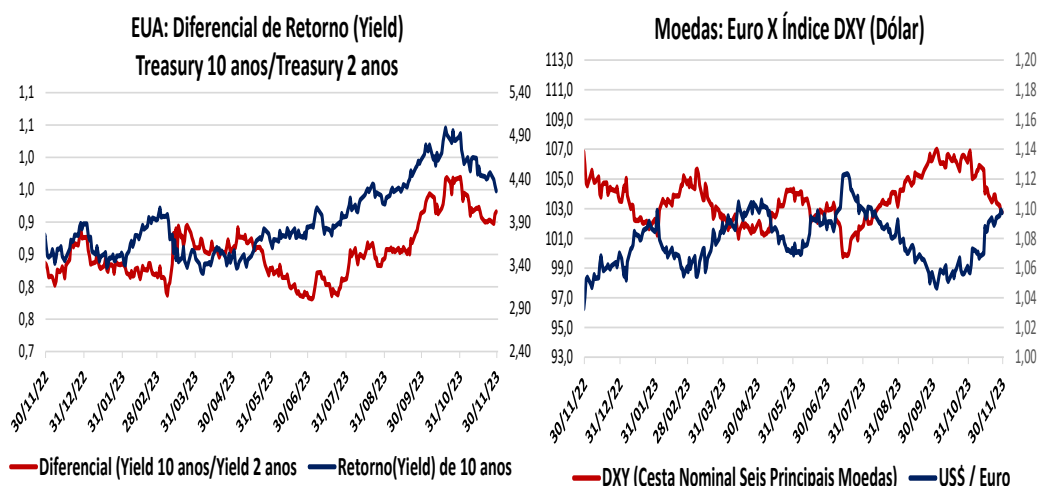


Softlanding beneficia moedas emergentes e renda variável, mas impacto fiscal na inflação limita “ganhos” de 2024.

O mercado segue com a “euforia do rali do final de ano” na esteira do ciclo de recuo da taxa básica de juros e também nos EUA, a reboque da desaceleração da inflação, com o Ibovespa tendo um ganho de dois dígitos e a revalorização do real inferior à R\$ 5,0/US\$, ambos em novembro. No curto prazo, oportunidades na aposta de renda fixa global com compra de papéis (*treasuries*), na consistência de que a inflação seguirá desacelerando com *softlanding* nos EUA e maior probabilidade de desaceleração do dólar no exterior, a não ser que ocorra uma aversão ao risco de forma extraordinária.



Fonte: Reuters Elaboração: JF Trust

Entretanto, não há como relativizar as evidências empíricas e econométricas: a persistência do déficit público tem efeitos e dará rigidez à inflação medida pelo IPCA para 2024, que prevemos na vizinhança de 4,32% que é a nossa estimativa do “grau de persistência inflacionária”, com potencial de limitar o ritmo de crescimento econômico, na dependência do grau de elevação dos juros e dos prêmios de risco.

Não podemos relativizar o efeito da política fiscal sobre as decisões da política monetária. A maioria dos trabalhos acadêmicos sobre a dinâmica macroeconômica ressalta os efeitos dos choques monetários sobre as variáveis econômicas, como inflação e atividade, mas também são relevantes a análise dos impactos das contas públicas sobre as taxas de juros domésticas. Um estudo de Thomas Laubach (*"New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt"* do Federal Reserve de 2007) para a economia americana verificou a correlação positiva entre déficit fiscal e a taxa de juros de longo prazo, concluindo **que um aumento de um ponto percentual do déficit primário/PIB provocaria a elevação de 20 a 30 pontos base nas taxas de juros** e a elevação de 1 p.p. da dívida pública/PIB provocaria um aumento de 3 a 4 pontos base nos juros longos

Estimulado pelo tema, estruturei um modelo econométrico para o Brasil considerando apenas a variação do indicador fiscal com o nosso mercado futuro de

juros do DI até 2019 (antes da pandemia), **gerando uma queda de 50 a 70 pontos base no juro longo no cenário de aumento (reco) do superávit (déficit) primário em 1 ponto percentual**, corroborando as conclusões anteriores. De fato, a postergação da tramitação e aprovação de projetos fiscais que priorizavam a austeridade, elevaram por diversas vezes, ao longo de 2016, as taxas de juros da curva futura, mesmo em períodos de menor incerteza no exterior e/ou com recuo das projeções de inflação

O déficit primário fiscal de 2023 não faz preço na curva futura curta de juros, pois já estamos no último mês do ano (o déficit primário acumulado em 12 meses atingiu R\$ 102 bilhões até setembro), **mas, o projeto de subvenção do ICMS tem que ser aprovado até o início do recesso legislativo, pois em caso contrário, novo stress na curva de juros, estará contratado**. A tramitação e aprovação da Reforma Tributária frustraram as expectativas de que tudo seria finalizado até o final de novembro. Além disso, a mediana das expectativas de inflação para 2024 parou de cair, estabilizada na faixa de 3,92%

Para 2024, reiteramos nossa previsão de um déficit público primário de 1,43% do PIB. A despeito da exclusão dos precatórios da meta, um déficit primário ajustado um pouco menor de 1% do PIB ainda significará - somando com a despesa de juros – déficit nominal, **e contribuirá para aumentar a demanda fiscal e a dívida pública bruta, que deverá atingir o patamar de 80% do PIB no final do segundo semestre de 2024**. Existem sérias dúvidas em relação ao grau de comprometimento do contingenciamento de gastos em ano eleitoral, sobretudo, com frustração da arrecadação e/ou com uma desaceleração mais intensa do PIB.

Não há pressão de alta sobre o dólar, muito pelo contrário, pelo menos no curto prazo: as contas externas brasileiras estão ajudando (e muito) o movimento recente. O superávit comercial acumula um saldo ao redor de US\$ 90 bilhões em doze meses encerrado em novembro, **com recuo relevante do déficit em transações correntes do balanço de pagamentos para nossa previsão de 2023 inferior à metade do déficit de 2022, passando de -2,8% do PIB para -1,32% do PIB**.

No tocante ao ritmo real do produto Interno Bruto (PIB), considerando nossas previsões de 2023 e 2024, de 2,73% e 1,62%, teríamos uma taxa média de 2,13% a.a. nesse biênio. Não é uma “taxa ruim”, considerando o histórico dos últimos anos e uma média em torno de 4% a.a. verificada em período de surto do crescimento mundial entre 2003 e 2007. **O Brasil estará desacelerando, mas com maior resiliência que outras economias emergentes**, contas externas melhores e uma inflação superior à meta, mas não tão alta: dá para levar, conforme os otimistas de plantão no mercado de renda variável.

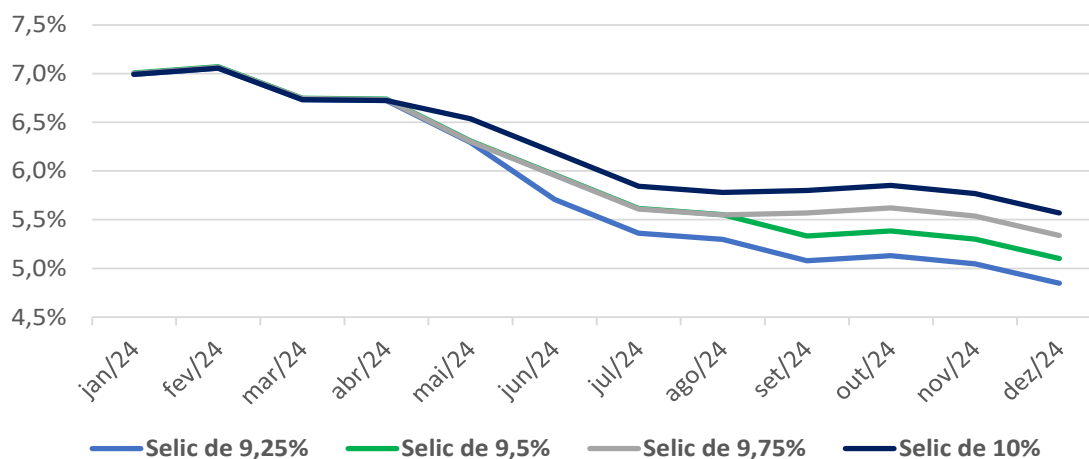
Na política monetária não esperamos surpresas até abril, pois o próprio Bacen já sinalizou pelo recuo da taxa básica de juros em 50 pontos, em cada uma das próximas reuniões do Copom, devendo atingir 11,75% em dez2023, 11,25% em jan2024 e 10,75% em março.

Os núcleos de inflação seguem “comportados”, em queda comparativamente à 2022, mas **ainda em ternos anualizados, com taxas superiores às metas centrais de 2024 e 2025.**

No exterior, o “pior” cenário seria a manutenção das taxas de juros em 5,25%-5,5% nos Estados Unidos, sendo que essa trajetória já está precificada até março. O que vier é lucro, sobretudo para o mercado de renda variável. De fato, se a sequência dos indicadores de atividade e/ou de inflação mantiverem a tendência de desaceleração, **a probabilidade de antecipar a queda dos juros pode ser reforçada na curva futura**, a despeito do Fed tentar evitar se comprometer com expectativas de corte de juros.

Repetimos o cenário de novembro, com movimento de menor aversão ao risco beneficiando a revalorização das moedas emergentes e o recuo das taxas de juros no mercado futuro, acompanhando a desaceleração do mercado de trabalho norte-americano e menor disposição do Federal Reserve de elevar a taxa de juros nos próximos meses. **Deixamos para os próximos meses, o cenário de quando o mercado vai precificar o retorno de uma nova elevação da taxa de juros entre 2025 e 2026.**

Brasil: Taxa Real de Juros Ex-Ante
condicionada pelo prazo, Selic do final do ciclo de flexibilização e
previsão do IPCA mensal



Elaboração e previsão: JF Trust