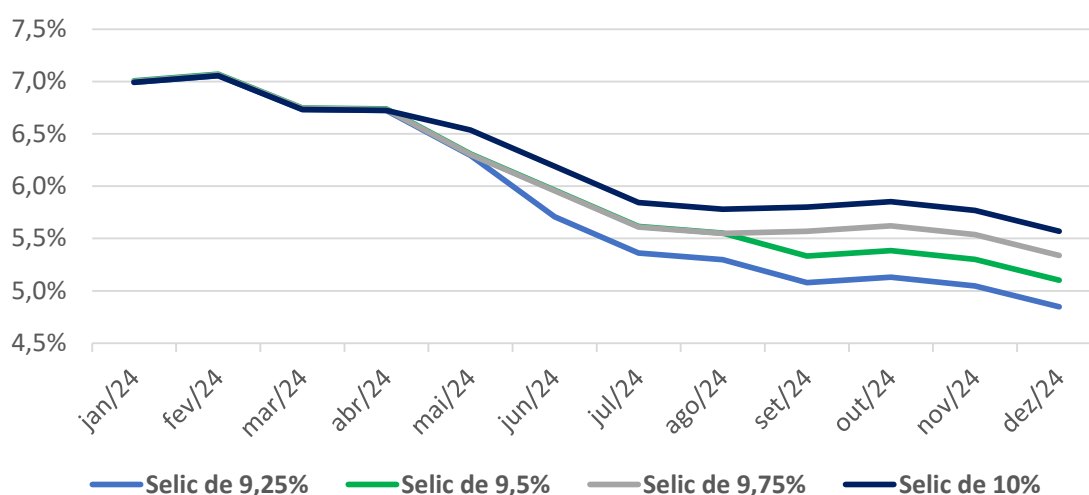


Rompimento da Meta Fiscal Condiciona Taxa de Juros em 2024

As mudanças da meta fiscal no Brasil e a perspectiva de definições de projetos que demandam recursos para minimizar o déficit público para 2024 serão os focos das atenções, no tocante aos impactos nos preços dos ativos dos mercados em novembro. A inflação de 2023 será um pouco menor, até inferior ao teto da meta do IPCA, mas também não vemos mais ajustes para baixo, quando estimamos uma taxa real de juros ex-ante ainda superior à 5% ao longo de 2024: 5,21% em dezembro e de 6,05% na média do ano.

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

Do exterior, a desaceleração na geração de empregos nos Estados Unidos em outubro, tanto no setor privado como na pesquisa *payroll*, reforçam a probabilidade majoritária de manutenção da taxa de juros na faixa de 5,25%-5,5% a.a. nos próximos meses. A despeito do Federal Reserve não descartar plenamente uma nova alta eventual dos juros de 25 pontos, a probabilidade desse evento seria significativamente reduzida em nossa avaliação.

A despeito do término na primeira semana de novembro com menor aversão no mercado de renda variável no exterior e recuo do prêmio de risco Brasil, beneficiando a devolução das posições de dólar, não devemos relativizar os seguintes pontos: (i) a necessidade do acordo de negociação do teto da dívida dos EUA no Congresso para evitar o shutdown em novembro, (ii) o impacto da ampliação do déficit fiscal norte-americano e (iii) no Brasil, a trajetória da política fiscal e dos seus impactos nos preços dos ativos nos mercados.

Está claro que a meta fiscal de resultado primário de 2024 será ajustada de um equilíbrio para um provável déficit de -0,5% do PIB, a ser inserida na Lei das Diretrizes Orçamentárias. O número em si não é tão elevado, mas o que parece é que não há

nenhuma perspectiva de controle de gastos públicos e sim, tentativas de ajuste via aumento da arrecadação tributária, que tende a repercutir na inflação e nas taxas de juros.

Avaliamos que o mercado colocará essa nova meta de déficit como “piso”. De fato, estimamos um déficit primário de -1,07% do PIB em 2024. Outra questão é que não há garantia de contingenciamento automático de despesas, mas, apenas, a obrigação de fazer uma “carta” no início de 2025 que aponte os fatores que geraram o descumprimento da meta.

Esse contexto representa perda de força política do Ministro da Fazenda e consolida a decisão e o direcionamento de Lula na última semana de outubro. Vislumbramos também que os resultados fiscais mensais ao longo de 2024 podem surpreender para baixo e tendem a pressionar ainda a curva de juros mais na frente. A votação da reforma Tributária ainda na primeira quinzena de novembro pode até dar um alívio pontual, mas o arcabouço fiscal será testado, sistematicamente!!

Para o governo, torna-se crucial, antes do recesso legislativo, a aprovação dos projetos de ajuste das subvenções do ICMS e dos juros sobre capital próprio, o que demandará apoio político do Centrão. Há quatro medidas que sofrerão ajustes: a ampliação do prazo da apuração do crédito fiscal para dezembro de 2032; a devolução do crédito pela Receita para ser mensal ou trimestral; utilização do crédito pelas empresas para abater PIS/Cofins e CSLL, e usufruir do benefício a partir da data da lei.

O efeito da mudança da meta pode levar a um patamar um pouco mais elevado da Selic ao final do atual processo de flexibilização monetária, para o intervalo de 9,75%-10%, quando alguns meses atrás, havia um consenso que a Selic recuaria no mínimo para 9% no segundo semestre de 2024.

No tocante aos efeitos no mercado de juros, há um movimento de devolução de posições do dólar, tanto no Brasil como no exterior, após uma interpretação “menos hawkish” do Fed e que a probabilidade de nova alta dos juros é significativamente reduzida. Entretanto, ressaltamos que nossa última estimativa de “piso informal” do câmbio, apurado por um modelo econométrico estrutural ainda estaria acima de R\$ 4,5/US\$, ou seja, sem mudança relevante do nosso cenário.

No cenário referencial, esperamos mais três quedas de juros de 50 pontos da Selic até 10,75% até o final de março de 2024, sendo que no segundo trimestre, há probabilidade de ajuste do ritmo da intensidade do corte da Selic em cada reunião. Se desejar cumprir fielmente a meta do IPCA, a taxa básica de juros não poderia recuar abaixo de 10%, mas como tem a banda de inflação, o Bacen poderia “aceitar uma inflação mais próxima do teto”.

A correlação dos juros (yields) das treasuries com os juros futuros no Brasil já estava evidente, mas também do desenrolar da política fiscal, sobretudo, se o déficit primário for maior que o esperado. Além disso, constatamos uma discreta elevação das expectativas de inflação na curva de 2024, com mediana do IPCA do mercado passando de 3,87% para 3,9% nos últimos trinta dias e a projeção do Bacen de 3,5% para 3,6%.

No curtíssimo prazo, o recuo dos yields das treasuries com desaceleração do emprego nos EUA, menor oferta dos títulos do Tesouro e o discurso menos *hawkish* do Federa Reserve beneficiaram a queda dos prêmios nos juros futuros médios e longos do DI no Brasil nos primeiros dias de novembro.

De fato, o *payroll* nos EUA apontou criação de apenas 150 mil postos de trabalhos em outubro, inferior ao consenso de 180 mil e ao resultado de 297 mil empregos de setembro. Além disso, a taxa de desemprego aumentou de 7,0% para 7,2% na mesma comparação e a geração do emprego privado também desacelerou para 113 mil, inferior à expectativa de 150 mil com ritmo mais moderado de rendimentos. Entretanto, tudo tem limites, e consideramos que o fator fiscal será o condicionante, na reprecificação dos mercados de juros e dólar.

No exterior, os níveis das taxas de juros administrados pelos Bancos Centrais já atingiram seus picos: O Banco do Reino Unido ratificou a manutenção dos juros referenciais, o Banco do Japão manterá sua política monetária acomodatória e o Federal Reserve não deverá elevar mais os juros, mas, deverá prolongá-los até o segundo trimestre para 2024.

Na China, nova queda da atividade industrial do setor privado de 2,17% em outubro, desacelera a alta do preço do barril do petróleo e reforça um contexto mais ****negativo** na margem do mercado de renda variável com a perspectiva da estagnação econômica na Zona do Euro e o movimento de desaceleração dos EUA nos próximos trimestres.

Em resumo, o movimento de menor aversão ao risco beneficia 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 mais uma vez os juros nos próximos meses. Fica o questionamento se o exterior será suficiente ou não para camuflar a mudança negativa da mudança da meta fiscal no Brasil.