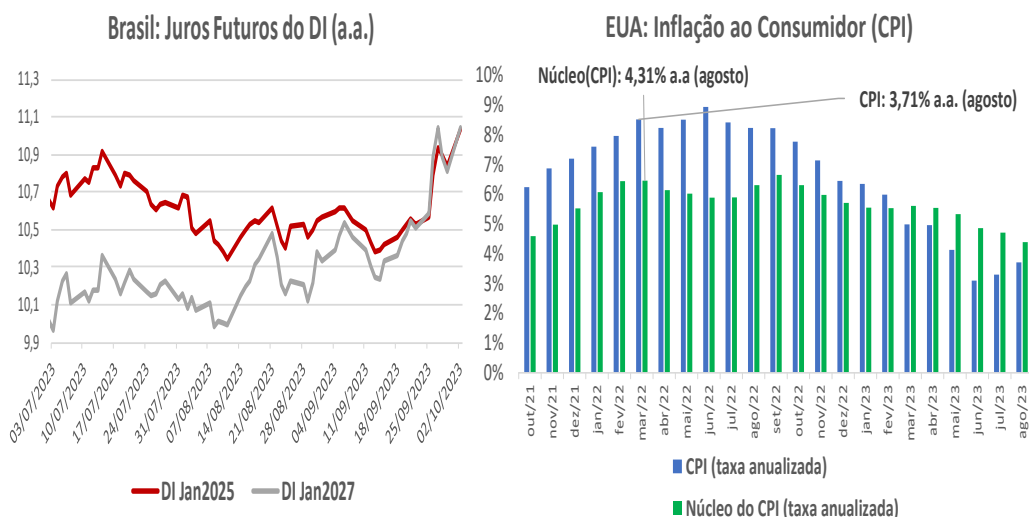


## Os condicionantes do Balanço de Riscos da área fiscal no Brasil e nas taxas de juros nos EUA

O Balanço de Riscos da economia brasileira piorou nas últimas semanas, com elevação da taxa de câmbio (desvalorização do real), alta do preço médio do barril do petróleo e estagnação das expectativas de inflação, sendo que avaliamos que o IPCA para 2024 será mais elevado. Do exterior, um prolongamento maior dos juros nos Estados Unidos até o final do segundo trimestre de 2024 não soa bem para os mercados de Bolsa no curto prazo. Além disso, o risco de paralisação da máquina pública dos EUA ainda não foi plenamente eliminado: o acordo no Congresso financiará a máquina pública até meados de novembro.

As curvas de juros futuros nas últimas semanas têm ratificado o nosso cenário que o recuo das taxas dos depósitos interfinanceiros (DIs) tinha pouco espaço, com maior probabilidade de alta, sobretudo na curva média e longa dos contratos do DI, pois os resultados fiscais mensais “não serão tão bons” no último quadrimestre e ainda a cobrança pela gestão do arcabouço fiscal ainda está na preliminar.



Fonte: Bloomberg Elaboração: JF Trust

Os discursos recentes do Presidente do Bacen e de outros membros da Diretoria colegiada corroboram o prosseguimento de queda da taxa de juros para 50 pontos em novembro para 12,75% a.a., mas a probabilidade de redução do ritmo de queda da Selic para 25 pontos não está descartada até o final do primeiro trimestre de 2024, mas ainda não é majoritária, ressaltando que essa opção não estava precificada no mercado há trinta dias atrás.

Entretanto, (i) os prêmios do mercado futuros de juros podem estressar na medida que os déficits fiscais do último trimestre elevarão a probabilidade de descumprimento da meta fiscal e tentativas de exclusão de gastos minem ainda mais a credibilidade da meta de 2024 e (ii) os níveis de emprego nos EUA considerados elevados nos próximos indicadores do payroll, assim como os ganhos salariais, tendem

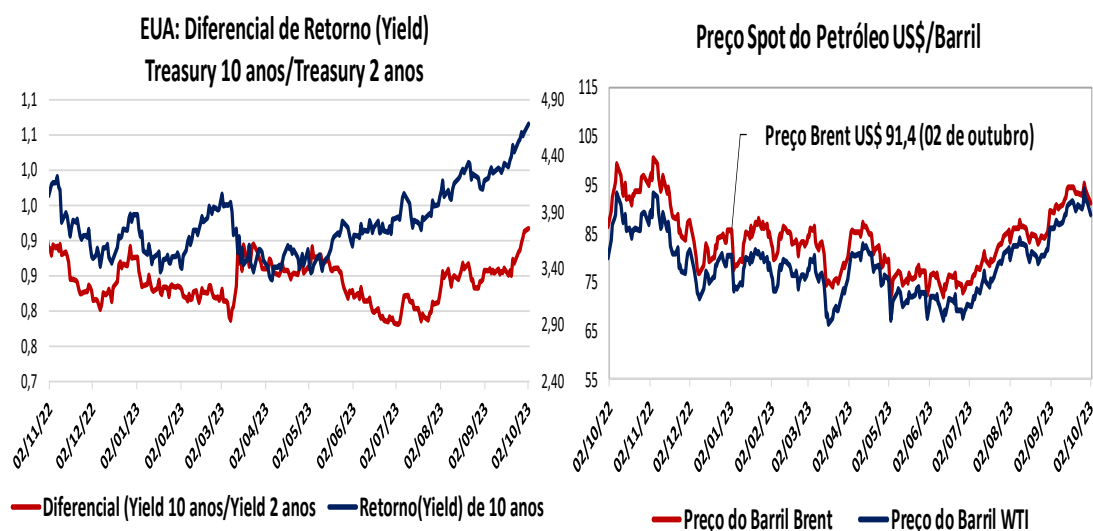
a pressionar a demanda por mais uma alta dos juros do fed fund. No Brasil, esse movimento elevaria a probabilidade de desaceleração do ritmo de queda da Selic para 25 pontos no primeiro quadrimestre de 2024.

Não há como negar que ocorreu uma deterioração fiscal, com um déficit primário de quase R\$ 100 bilhões no acumulado do ano até agosto e queda da arrecadação, o que fortaleceu também o dólar doméstico para níveis de rompimento de R\$ 5,0/US\$, mas também com ausência de fluxos. Além disso, vislumbramos na frente, alguma elevação da mediana das expectativas de inflação (IPCA) para 2024. Reestimamos recentemente o nosso “piso informal” do dólar, que anteriormente era de R\$ 4,53/U\$, com base no nosso modelo econométrico para replicar também a escada dos juros.

Nesse panorama fiscal conturbado, soma-se a incerteza com a “contabilidade potencial criativa” na despesa de precatórios, com a classificação desses encargos como despesa financeira e exclusão na meta fiscal, o que não ajudaria o movimento de flexibilização da taxa de juros, muito pelo contrário.

O governo tentará em outubro “engrenar” a tramitação e aprovar os projetos de tributação sobre offshore e fundos exclusivos e a eliminação dos juros sobre capital próprio, para amenizar as expectativas negativas com a queda da arrecadação e com as metas fiscais, sobretudo para 2024. Deve-se ressaltar que trabalhamos com um déficit médio superior à 1% do PIB no biênio 2023-2024.

O fato é que o mês de setembro teve uma volatilidade acentuada nos ativos de renda variável, mas também nos mercados de renda fixa no Brasil. A despeito da desaceleração da inflação nos EUA, o movimento tem sido lento e a trajetória recente de alta do preço do barril do petróleo pressiona os reajustes da gasolina. De fato, a OPEP não deve reverter o prolongamento dos cortes de produção e os dados de estoques dos EUA corroboram oferta restrita nesse quadrimestre e maior probabilidade do preço médio do Brent permanecer acima de US\$ 90.



Fonte: Bloomberg Elaboração: JF Trust

No exterior, as sinalizações recentes dos membros do Federal Reserve, ainda “duras” (*hawkish*), apontam que a chance de outra elevação da taxa de juros fed fund não pode ser descartada. De fato, a curva futura precificava na última semana de setembro mais um aumento de 25 pontos até o final deste ano, que elevaria a taxa de 5,5% para 5,75% a.a., com probabilidade de 35% a 40%, ainda minoritária, mas aumentou nas últimas semanas.

O nosso cenário de prolongamento da taxa de juros mínima de 5,25%-5,5% a.a. nos EUA está mais do que ratificado, mas também a chance reduzida de corte de juros do fed fund até meados do segundo trimestre de 2024. Na China, os níveis de atividade econômica ainda estão fracos e os estímulos parecem insuficientes no curto prazo, no contexto de uma crise imobiliária significativa, liderada pela construtora Evergrande, ainda sem solução de reestruturação. O único fato positivo na China em nossa avaliação é que o ritmo de crescimento se recuperou dos níveis mínimos das crises de 2008 e de 2020.

No mercado cambial, ainda vemos o dólar na margem um pouco mais fortalecido ante o euro e o iene no curto prazo, em particular com a atividade econômica em franca desaceleração, queda mais lenta da inflação e o sinal recente de estabilização da taxa de juros. A atividade econômica no Japão desacelerou em setembro, corroborando que a sua política monetária expansionista não deve sofrer alteração no curto prazo. Tem quatro meses que o índice permanece inferior a 50, ou seja, no ciclo de contração da atividade.

Em suma, a curva futura dos depósitos interfinanceiros do DI já precifica uma taxa básica de juros (Selic) no final do ciclo de flexibilização, superior à 9% a.a., mas na dependência de que novas exclusões de despesas saiam da meta e influenciam de fato a demanda fiscal inflacionária, curva ainda pode acrescentar maiores variações.