

### Inflação de 2023 superará a média do mercado, demandando um rígido controle do gasto e nova âncora fiscal, para evitar ajuste da Selic

Estamos terminando o ano de 2022, e claro, o foco dos mercados será a condução da política econômica do novo governo que tomará posse oficialmente em janeiro de 2023. Entre a primeira semana de dezembro e essa última, não ocorreu alteração relevante dos preços dos ativos, sendo que na margem alguns pioraram, captando a percepção do risco das contas públicas (leia-se perspectiva da dívida pública/PIB) e da inflação.

A última mediana das expectativas da inflação (IPCA) de 2023, até o fechamento desse documento, apontou deterioração de 5,02% há quatro semanas atrás para 5,23%, enquanto para 2024, de 3,5% para 3,6%. **Nossas estimativas econométricas apontam taxas mais elevadas, sendo que para 2023, a taxa de 6,12% seria o piso atual da nossa projeção e não o cenário referencial.** Desta forma é racional, uma rigidez do mercado de precificar alguma elevação da taxa básica de juros em 2023 captada no mercado futuro do DI.

Avaliamos que o cenário é desafiador para o Bacen, que deverá conviver com uma deterioração do resultado fiscal, que estimamos de quase 4 p.p. do PIB de impulso na demanda. **A resposta natural esperada na função reação do Bacen seria aumentar os juros** em pelo menos 1 p.p.. O cenário externo terá sua contribuição na dinâmica dos preços internos e não somente o impacto da redução dos subsídios fiscais sobre a inflação dos combustíveis.

No exterior, é fato que as taxas de inflação ao consumidor (CPI) e do relevante índice PCE (*Personal Consumer Expenditure*) dos EUA estão desacelerando - suavemente pela taxa anualizada - o que até provocou um ajuste para baixo do dólar entre novembro e dezembro ante outras moedas fortes, combinado com a desaceleração do ritmo da alta dos juros nos EUA pelo Federal Reserve para 50 e posteriormente para 25 pontos nos próximos meses. Entretanto o debate agora é o prolongamento da taxa do fed fund e o seu nível final no ciclo restritivo.

A inflação pode desacelerar, mas um índice de preços apurado pela regional do Fed apontava uma taxa de 6,6% no final de novembro, e aparentemente, o cenário mais provável é que a taxa do CPI tenha uma “gravitação” entre 4% a 6% a.a. ao longo de 2023, o que seja, ainda ficará distante das taxas de 2,0% a 3,0%.

Não alteramos o nosso cenário referencial já discutido nas cartas anteriores: o ambiente de uma inflação ainda em patamar elevado ante à meta sugere prolongamento da alta dos juros e o aumento da probabilidade da recessão nos EUA,

mas com o cenário mais provável no primeiro semestre de 2023 de uma taxa positiva reduzida.

De qualquer forma, a **configuração deve ser de estagflação nos EUA na virada do segundo semestre para o primeiro de 2024**. Em suma, o juro real ainda é negativo em termos reais e mantivemos. Na carta anterior, havíamos estimado uma necessidade de elevação mínima da taxa de juros do fed fund no intervalo de 6,0% a 6,25%, ressaltando porém, que o lado *dovish* ainda tem peso no colegiado do Fed !!

Não se espera por enquanto, uma queda expressiva das Bolsas dos EUA, ou seja, novos ajustes para baixo do S&P 500 e do Dow Jones ainda poderíamos visualizar um nível estável dos lucros das companhias abertas dos EUA nos próximos trimestres.

Com o incremento das taxas de juros na Zona do Euro de forma mais rápida nessas últimas semanas ante o ajuste nos EUA, e a perspectiva da desaceleração e/ou recessão nos EUA, **devem elevar os juros de 10 anos e o dólar, após uma queda nas últimas semanas (desde novembro de 2022) tende a se manter um pouco mais estável/rígido** ante os níveis de dezembro último. Entretanto, um movimento global de aversão ao risco no mercado de renda variável ainda poderia desgastar uma nova alta do dólar ao longo de 2023. **Nesse contexto, torna-se mais provável uma performance negativa do S&P 500**, que repercutirá globalmente nos mercados emergentes, como o Brasil. E nesse contexto, como seria o desempenho do dólar no Brasil?

Após a sequência de bloqueios e restrições setoriais pelo choque da Covid, a economia chinesa está abrindo gradualmente, o que tende a favorecer a demanda e os preços das commodities. De um lado, seria positivo para o Brasil ganhar mais fluxo cambial pela exportação líquida, mas por outro, tende a pressionar a inflação global de commodities. Com a redução da Covid na China, os preços do barril do petróleo serão beneficiados nos próximos meses, não devendo ficar abaixo de uma faixa de US\$ 80 em média.

O fato de aprovar uma Proposta de Emenda Constitucional (PEC) da Transição mais “desidratada” com prazo de flexibilização de maiores gastos por apenas um ano e não em quatro anos (que era a proposta original) não resolve o problema, ou seja, não é suficiente para reverter a tendência de aumento da dívida pública que tende a ter uma correlação boa com dólar ao longo do tempo. Por isso, será crucial que **a nova equipe econômica proponha e o Congresso aprove uma nova regra fiscal até o final do primeiro quadrimestre de 2023**, que aponte a estabilidade e o financiamento sustentável da dívida pública ao longo do tempo.

