

O Contexto de Redução do Balanço do Federal Reserve

Nosso balanço de riscos para a inflação brasileira continua pior em relação às expectativas do mercado, cuja mediana do IPCA de 2022 aumentou de 7,89% para 8,89% e para 2023, de 4,1% para 4,39%. A JF Trust estima alta superior à 5%, com o teto da projeção em 5,27%, mesmo na hipótese de Selic de 14% a.a. em agosto. A aprovação definitiva do projeto do limite do ICMS sobre combustíveis tira um pouco da inflação prevista de 2002, mas mantido o viés de alta dos preços do barril e/ou da taxa de câmbio, teríamos pressão por saída fiscal expansionista do governo.

Reiteramos que as últimas sinalizações do Diretor de Política Monetária e do Presidente do Bacen são de preocupação com os níveis da taxa de juros e o seu impacto potencial recessivo. Dá a impressão de que o Bacen terminará o ciclo de alta com Selic inferior à 14% a.a. Avaliamos que nesse cenário, a probabilidade do descumprimento do teto da meta de inflação (IPCA) é mais elevada !

Em meados de 2021, já havíamos estimado um grau de persistência inflacionária de 4,3%, e reestimamos para cima em maio de 2022, incorporando maior inércia dos preços, que deve repercutir também na trajetória dos preços administrados e de forma indireta, sobre a cadeia dos preços livres.

Na ausência de uma correção acentuada do mercado acionário norte-americano, seguimos com um cenário de preços médios das commodities ainda elevado no segundo semestre. No caso do petróleo, a despeito do aumento da produção em barris/dia pelos membros da OPEP para compensar o embargo europeu ao petróleo russo, os preços devem seguir acima de US\$ 100.

O ritmo da atividade econômica no Brasil tem surpreendido para cima, com alta real do PIB de 1% no primeiro trimestre deste ano em relação ao I trimestre de 2021. Três fatores parecem impulsionar o crescimento nesse primeiro semestre: o efeito renda com os preços das commodities e os estímulos fiscais adotados, que ainda compensam o impacto da elevação acumulada da taxa básica de juros, mas cujo lag (defasagem) já contribuirá para a desaceleração no segundo trimestre.

Os riscos fiscais da economia brasileira seguem presentes, pois especula-se que o governo poderá até sancionar um Decreto de Calamidade para aumentar gastos públicos com a proximidade da eleição, tendo em vista o desgaste da inflação alta sobre os orçamentos das famílias. Isso tende a dar maior rigidez na curva média e longa das taxas de juros no mercado futuro, mesmo que se tenha

um espaço fiscal adicional para essa flexibilização. De fato, estimamos que o resultado primário (sem juros) do setor público consolidado atinja o equilíbrio em 2022 (superávit de 0,017% do PIB).

No exterior, na margem, há recuperação da atividade econômica da China no segundo trimestre, mas os índices encontram-se na fase de contração do ciclo. Enquanto isso, a probabilidade da recessão técnica nos EUA ainda seria reduzida em nossa avaliação, pelo menos até o final do primeiro semestre de 2023: a taxa de poupança ainda garantirá consumo e a transmissão da alta dos juros será mais intensa no segundo semestre de 2023.

A geração de empregos de quase 400 mil pelo *payroll* nos EUA sustenta que o mercado de trabalho aquecido, pois também segue acompanhado com alta anualizada de 5% a.a. dos salários em maio. Entretanto, a despeito disso, não vemos aceleração, ou seja, avaliamos que o Fed aumentará os juros em 50 pontos base. Esperamos desaceleração desses ganhos salariais e o aumento da oferta de trabalho no segundo semestre.

No cenário internacional, mantemos a avaliação que (i) o Federal Reserve não acelerará a alta dos juros para 75 pontos; (ii) deve aumentar os juros em 50 pontos base nas próximas três decisões da política monetária (iii) consideramos que a taxa de juros deveria aumentar acima do juro neutro estimado em 2,75%, para uma faixa mínima de 3,25%-3,5% até dezembro deste ano. No mercado de trabalho, o crescimento dos salários e a escassez de oferta de trabalhadores mantém pressão sobre os custos e inflação