

### Redução dos Riscos Político e Institucional nos mercados, mas rigidez orçamentária demanda ajustes para 2023

Finalizada a eleição presidencial que confirmou Lula como novo Presidente do Brasil, avaliamos que revalorização do real ante o dólar, inferior à R\$ 5,4/US\$ que tende a prevalecer, pelo menos, na primeira quinzena de novembro, não foi surpresa. De fato, **o risco de contestação jurídica do resultado recuou , além de considerarmos que foi eliminada a possibilidade de acirramento político institucional** entre Executivo, Legislativo e Judiciário com a derrota de Bolsonaro, pois em caso de sua vitória havia o risco, por exemplo, de avanço no Congresso do projeto de ampliação do número de Ministros do STF.

O investidor estrangeiro tem uma memória positiva com Lula, em particular, com o seu primeiro mandato presidencial de 2003 à 2006, onde foram realizados ajustes relevantes da política econômica, como a elevação do superávit primário do setor público e a alta dos juros, para combater a inflação elevada herdada de 2002. O fluxo de retorno de ingressos também seria beneficiado com o comprometimento de uma agenda governamental de reforço ao meio ambiente e da política de relações internacionais.

**Há uma percepção que o novo Presidente buscará uma coalização política no Congresso** para aprovar projetos e reformas relevantes, pois reconhece que o Legislativo tem maioria centro-direita. Entretanto, essa é uma dúvida que ainda não está plenamente precificada pelo mercado. São esperados também nos primeiros dez dias do governo , a oficialização de nomes da equipe econômica, que **terá que tratar rapidamente como adequar o aumento das despesas no orçamento de 2023.**

Na ótica de curtíssimo prazo, as contas públicas continuam “boas”, com superávit primário consolidado de quase 2% do PIB no final do terceiro trimestre deste ano, **que estimamos um saldo anual em 2023 positivo de 0,91% do PIB.**

Entretanto, as benesses fiscais de gastos e redução das estimativas dos impostos deverão elevar o **déficit para uma faixa de 1,3% do PIB em 2023, mas também “não é o fim do mundo”**. O viés é mais negativo do fiscal em 2023 ante 2022 e desafiador, **mas a nova equipe econômica tem o dever de definir uma nova âncora fiscal que possua garantias de um crescimento sustentável da dívida pública/PIB,** em revisão à regra do teto dos gastos, abalada nos últimos dois anos.

Com as condições financeiras mais apertadas do exterior e enfrentando rigidez orçamentária, o governo brasileiro terá que ser criterioso na definição da expansão dos gastos públicos, que podem superar em mais R\$ 150 bilhões à proposta original para 2023.

Ao contrário de 2022, Lula não contará com o cenário externo favorável em 2023 (as condições mais restritivas das políticas monetárias, em particular dos EUA, Zona do Euro, Reino Unido e a normalização das cadeias de suprimentos são fatores relevantes para evitar altas desenfreadas dos preços das commodities), , lembrando que a taxa real de crescimento do PIB brasileiro estimada não supera 1% para o próximo ano.

O Bacen estaria trabalhando até o momento com uma projeção de inflação de 4,8% para 2023, um pouco superior ao teto de 4,75% da meta, mas as decisões futuras da taxas de juros dependem da trajetória esperada de 2024, estimada pela autoridade monetária em 2,9% e de 3,2% para o final do segundo trimestre, ou seja, **praticamente empatadas com a meta central de 3%**. Com isso, **mantemos o cenário de probabilidade mais elevada de que o Copom inicie a redução dos juros no segundo trimestre**, pois a inflação estimada, mesmo que suba, ainda ficará do teto da meta de 2024.

Estimávamos até a divulgação dessa carta, uma inflação, medida pelo IPCA, mais elevada para 2024, próxima de 4% em relação à mediana do mercado.

No exterior, as condições ainda restritivas referentes ao Covid na China e o prolongamento da guerra Ucrânia-Rússia **corroboram a persistência de um viés negativo da desaceleração da atividade global com inflação ainda elevada**. O índice de atividade (PMI) industrial da China cresceu de 48,1 para 49,2 entre agosto e setembro, mas de forma geral, os indicadores do setor privado e oficial seguem no terreno de contração, com número índice inferior à 50.

O impacto da alta dos preços dos combustíveis e seus efeitos indiretos continuam expressivos na Zona do Euro, com aceleração da inflação anualizada para o seu histórico, que passou de 9,9% a.a. em setembro para 10,7% a.a. em outubro e com o núcleo (core) de 5,0% a.a.. Para piorar, a perspectiva da recessão é mais iminente da Europa !!

Avaliamos que não há perspectiva de que interrupção da alta dos juros nos Estados Unidos no curto prazo, enquanto não ficar consistente o movimento de desaceleração esperada dos preços em termos anualizados. De fato, após elevar o juro do fed fund em mais 75 pontos para 3,75%-4,0%, o Federal Reserve deverá

caminhar para mais aumentos , quando estimamos (i) **uma taxa de pelo menos 5% em 2023** e (ii) elevação de 50 pontos base na decisão do FOMC de dezembro para a faixa de 4,0%-4,5%. De fato, deve-se ressaltar que em setembro, os membros do Fed apontavam que a taxa poderia atingir 4,6% ao final do ciclo, e na recente Ata de novembro, O Presidente do Federal Reserve afirmou que o “nível final das taxas de juros será maior do que o esperado anteriormente em setembro”. O efeito é um yield da treasury de dois anos superior à 4,5% a.a. !

O problema é que o mercado de trabalho segue com desemprego reduzido e pressão de reajustes de salários, portanto, de custos, além da volatilidade dos preços do barril do petróleo. De qualquer forma, avaliamos que mais um indicador de inflação anualizada desacelerando **deverá fazer com que o Fed seja mais moderado com os juros a partir de dezembro e no primeiro trimestre de 2023**.

O receio é o tamanho da desaceleração da atividade econômica que está prometendo para 2023 : os custos dos empréstimos estão em níveis crescentes e **esses níveis juros do fed fund como referência já devem repercutir nos resultados das empresas**. Para piorar, avaliamos que os membros da diretoria colegiada do Fed parecem divididos e/ou indecisos na calibragem dos juros-inflação. **O Balanço do Fed está se contraindo, mas ainda incipiente para debelar rapidamente a inflação**, com nível da liquidez ainda superior à US\$ 8 trilhões no final de outubro.

O índice do dólar no exterior devolveu um pouco nas últimas semanas, com o sinal de que as próximas altas dos juros e os resultados na inflação em termos anualizados serão um pouco mais moderados. **Reiteramos que o Fed escolheu o ajuste mais devagar da liquidez** , considerando os riscos de impactos negativos sobre os resultados das empresas e de nova correção dos mercados acionários.

O Fed deseja preservar os mercados financeiros, reconhecendo que o impacto de que uma nova correção negativa dos mercados acionários provocaria na renda interna. Nesse sentido, a autoridade monetária dos EUA deverá sustentar essa moderação do ajuste dos juros se efetivamente os fundamentos de preços internos caminharem para o cenário traçado para o último bimestre deste ano.