

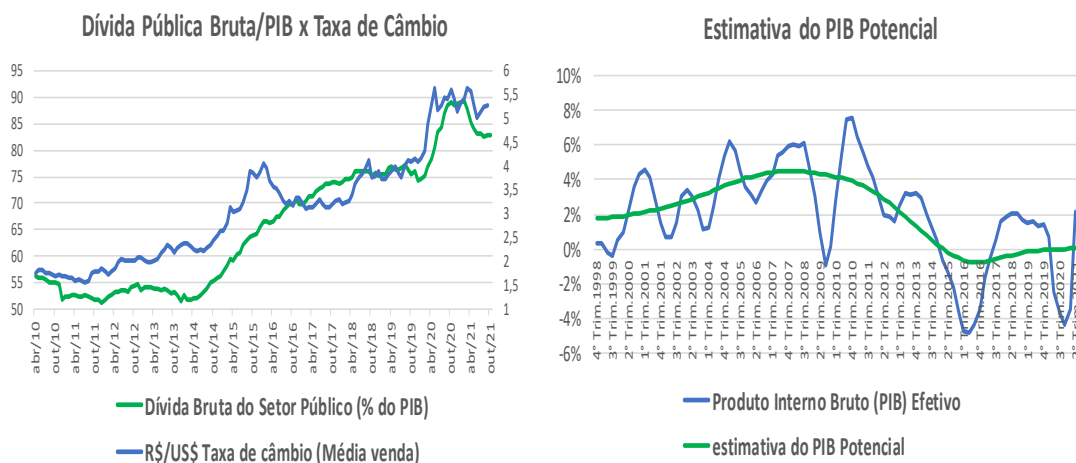
## BALANÇO DE RISCOS MANTÉM RIGIDEZ CAMBIAL

O balanço de riscos segue negativo na margem em nossa avaliação, na linha que traçamos na carta anterior, com o movimento de alta da inflação global de energia, sem reversão no curto prazo e com menor liquidez monetária no exterior. Temos um novo agravante no radar, que é o surgimento da variante Ômicron que adiciona incertezas à atividade econômica, mas, por outro lado, a comunidade científica sinaliza que seu impacto letal tende a ser limitado.

O dólar mostra rigidez na vizinhança de 5,60/US\$, superior aos níveis Pré-Copom de outubro deste ano. A saída líquida do fluxo é desfavorável sazonalmente, mas também condicionado à demanda pelo hedge pré-eleição presidencial e aperto monetário no exterior. Os indicadores moderados da atividade econômica nas últimas semanas e os sinais do Bacen reforçam que um choque dos juros não será acionado, ou seja, a expectativa segue pela manutenção do ritmo de alta da taxa básica de juros em 1,5 p.p. para 9,25% na decisão da política monetária de dezembro.

Estimamos taxa de crescimento real do PIB na margem, de 4,66% em 2021 (limite inferior de 4,42%) e de apenas 0,27% para 2022, enquanto as medianas esperadas pelo mercado, na primeira semana de novembro estavam em 4,51% e 0,51%, respectivamente. Com maior nível da taxa de juros e menor PIB, o resultado ainda será de elevação da dívida pública.

O prêmio de risco, detectado pelo CDS Brasil de cinco anos, aumentou 8,2% em novembro, superando um pouco o nível de 250 pontos base e segue em nossa avaliação, mais associada à dinâmica esperada da dívida pública do que o resultado fiscal de curto prazo.



Fonte: Bacen Elaboração e estimativa do PIB: JF Trust

O contexto deve seguir negativo para a perspectiva de crescimento da economia brasileira, que deverá apontar desaceleração ao longo dos próximos trimestres, já captado parcialmente pelas expectativas do mercado. As declarações recentes do Presidente do Bacen, Roberto Campos, sinalizam preocupação com o ritmo de crescimento reduzido da economia brasileira, de forma implícita com a dosagem do aperto monetário.

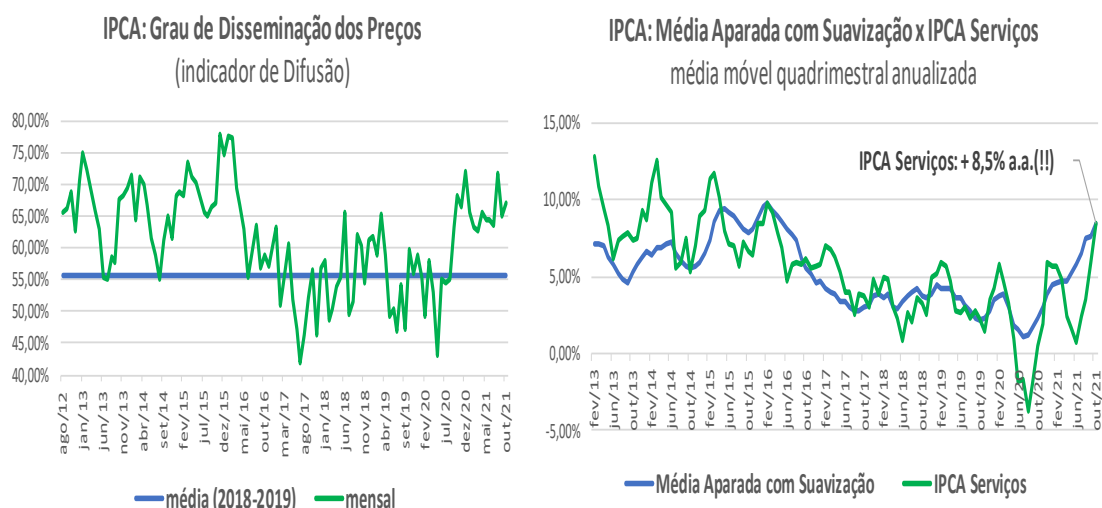
Procuramos estimar o PIB potencial brasileiro, via técnica de filtros e um modelo econométrico de pequeno porte. A expectativa era de que as estimativas fossem reduzidas, mas os resultados surpreenderam com taxas reais de crescimento do PIB potencial no intervalo de 0,24% a 0,47%, portanto, não superando 0,5% a.a. Constatamos que o crescimento do PIB estaria mais ou mesmo estagnado desde 2014-2015, no período de ápice da crise de confiança e de viés de baixa do crescimento durante o mandato de Dilma Rousseff.

Dentre as variáveis que afetam a resposta do Bacen com sua taxa básica de juros, temos o descolamento entre a previsão da inflação (IPCA) ante à meta central e a diferença entre o crescimento efetivo e potencial (denominado hiato do produto) da economia brasileira. Os modelos apontam que o diferencial da inflação contribui de forma mais acentuada que o diferencial desse hiato para explicar o aumento (ou a redução) da taxa de juros pela autoridade monetária. Nesse sentido, a desaceleração do crescimento para 2022 não contribuirá de forma relevante para desacelerar a inflação, pois ainda sofrerá resíduos dos choques de oferta e do aumento da inércia dos preços.

Avaliamos que até a aprovação definitiva da PEC dos Precatórios não será suficiente para remover as incertezas atuais, com o prolongamento da inflação elevada, desaceleração do crescimento nos próximos trimestres e o impacto da normalização da política monetária internacional sobre fluxos de capitais de economias emergentes.

A mediana das expectativas de inflação seguiu piorando desde a última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de 26 e 27 de outubro, com a mediana do IPCA de 2021 passando de 8,95% para 10,18% e para 2022, de 4,40% para 5,02%. A deterioração também bate na expectativa da inflação para 2023, que passou para 3,5%, superior à meta central.

O grau de disseminação dos preços piorou nos últimos índices e permanece com taxas elevadas, na faixa de 65% a 70%, superior à média do biênio 2018-2019, enquanto os indicadores de núcleo do IPCA registram taxas de dois dígitos em termos anualizados, ressaltando que a aceleração da inflação dos serviços capta repasses de custos, quando atingiu 1,04% em outubro e uma média móvel quadrimestral anualizada de 8,5%!



Fonte: Bacen Elaboração: JF Trust

O governo conseguiu aprovar a Proposta de Emenda Constitucional (PEC) dos Precatórios no Senado flexibilizando alguns pontos, como a exclusão do pagamento dos precatórios do Fundef da regra do teto dos gastos, e inclusão da renda básica familiar como direito garantido pelo Estado, mantendo a vinculação do espaço adicional dos gastos pelo novo teto para cobrir programas sociais e Seguridade Social (Auxílio Brasil, correção dos benefícios). Avaliamos que é um “mal menor” com reflexo favorável na curva futura de juros, pois caso o projeto fosse rejeitado, o governo poderia decretar “Estado de Calamidade Pública” e expandir a despesa fora de uma âncora fiscal.

A despeito de todas as incertezas do cumprimento da regra do teto que vigoraram nos últimos meses, a evolução recente tem apresentado uma performance favorável. No início da pandemia e a necessidade de expansão dos gastos com o auxílio emergencial, o déficit primário consolidado do setor público acumulado em doze meses aumentou para quase 10% do PIB em 2020, mas ao longo deste ano, apresentou uma queda consistente para +0,24% do PIB em outubro deste ano. Deve-se ressaltar que se excluirmos o déficit estrutural do INSS, o governo federal até apresentou um superávit de 1,5% do PIB até outubro. Entretanto, para 2022, estimamos um aumento desse déficit primário consolidado para a faixa de 2% do PIB com menor contribuição da arrecadação e do crescimento econômico e maior despesa primária.

No panorama internacional, a inflação alta tem surpreendido a ala mais *dovish* (a favor do prolongamento da liquidez) do Federal Reserve, a tal ponto que o seu Presidente, Jerome Powell, já excluiu a citação “da inflação alta transitória”, com um discurso mais *hawkish* e favorável, implicitamente, à aceleração do corte da liquidez, via redução da compra de títulos (*tapering*), que será debatida na reunião do Comitê de Política Monetária de dezembro.

A despeito do *payroll* de novembro mais fraco, avaliamos que é mais relevante para as decisões da política monetária do Fed, os ganhos acumulados dos rendimentos (que superam 4% nos últimos doze meses) e o recuo do desemprego para 4,2%. A economia norte-americana está aquecida e há o receio que o nível da inflação estará mais elevado em 2022 do que os membros do Fed esperavam há um mês atrás. Nosso cenário base é que ocorra no mínimo duas altas de juros do fed fund para a faixa de 0,50%-0,75% em 2022, mas ressaltando que o mercado futuro precifica até quatro altas de 0,25 p.p.

Por outro lado, existem dúvidas, divergências, se efetivamente o Fed iniciará um ciclo de elevação da taxa de juros imediatamente com o término da redução da compra de títulos, pois a economia norte-americana poderá estar desacelerando, os choques de oferta de abastecimento possam estar suavizados e portanto, contribuirão para a redução da inflação.

Não alteramos o nosso cenário de curtíssimo prazo, com a continuidade de recuperação gradual dos rendimentos (*yields*) das treasuries, acima de 1,5% a.a., e do dólar. De fato, os indicadores do mercado de trabalho dos EUA, de uma forma geral, já recuperaram os níveis próximos ao pleno-emprego apontados pelo Fed.

No tocante à China, não alteramos a perspectiva de desaceleração trimestral, mas por outro lado, as taxas acumuladas de alta dos preços das commodities seguem elevadas, sinalizando que o movimento antecipado das importações chinesas de commodities possa estar ocorrendo, como no segundo semestre de 2020.

Continuamos no “meio do caminho” do ciclo do aperto monetário e a inércia dos preços estabilizará somente no primeiro trimestre de 2022. Será crucial que as expectativas de inflação para 2022-2023 estejam estabilizadas até o final de março, para que o Bacen não seja obrigado a elevar a Selic acima de 12% a.a.. Nosso cenário referencial é de elevação da taxa básica de juros para 12,5% com inflação estimada de 5,94% (e teto de 6,17%) para 2022.

O Fundo Equador teve desempenho negativo em novembro de 0,81%, com contribuição positiva de 0,18 p.p. do segmento de renda fixa e negativa de 0,99 p.p. da carteira de ações.