

“Reacceleração da Inflação, ritmo da Demanda e deterioração das expectativas corroboram estrutura em alta do dólar e das taxas de juros em 2024-2025”

Persistiu mais uma vez a deterioração do balanço de riscos da economia brasileira em novembro, e não vislumbramos mudança relevante em dezembro, mesmo com o anúncio do pacote fiscal, que ficou aquém do esperado, como por exemplo, a proposta de estímulos de demanda pela isenção do imposto de renda no curso de reacceleração da inflação e dúvidas da aprovação do pacote antes do recesso. O ritmo de crescimento do PIB está acima do seu potencial, com contribuição inflacionária e também sinalizada pela diretoria colegiada do Bacen.

De fato, a isenção do Imposto de Renda para quem ganha até R\$ 5 mil/mês deve gerar um impacto estimado a menos de arrecadação de R\$ 40 a R\$ 45 bilhões, ou seja, significaria elevação do déficit público e da demanda pelo consumo, pois não está garantido o impacto fiscal neutro. Do exterior, ainda persiste frustração com o ritmo da atividade econômica da China e as incertezas da política protecionista da Trump sob a inflação e o contexto de aversão ao risco nos mercados de moedas emergentes. Na ausência de melhoria das expectativas fiscais, seguirá a pressão do câmbio acima de R\$ 6,0/US\$ no curto prazo.

As expectativas de inflação seguem des ancoradas, pois as medianas do IPCA para 2025 e 2026 não estabilizaram e subiram novamente nos últimos trinta dias, situando-se em 4,4% e 3,81% (que ainda avaliamos subestimadas), respectivamente. Em nossas cartas mensais desde março já apontávamos risco elevadíssimo do descumprimento do teto da meta, como previsões de inflação superiores à 4,5% de 2024 (**com limite superior da projeção de 5,06% no modelo da maior capacidade preditiva**) como para 2025.

Há despeito da curva futura doméstica do mercado precisar que a taxa de juros Selic no final do ciclo de aperto monetário possa atingir até uma taxa superior à 13,5% ou mais, a inflação esperada de 2025 - já superior ao centro da meta - continua sendo revista para cima. Isso pode dar margem que outros fatores expansionistas devem estar puxando o IPCA para cima na margem. Nesse caso, a elevação da taxa básica de juros não está sendo suficiente para a convergência. O déficit fiscal nominal tem crescido, de 7,2% em agosto de 2023 para 8,9% em dezembro e para 9,8% em agosto deste ano, e a despeito do maior crescimento do PIB, a dívida pública bruta está em rota ascendente.

Nossas estimativas apontam que o governo teria que gerar nas condições atuais, um superávit primário na média entre 3,1% e 3,3% do PIB para estabilizar o patamar da dívida bruta na faixa de 78,6% (nível mais recente, de outubro deste ano) à 80% do PIB. Além disso, a pressão política pró-gasto pós eleição municipal, a sazonalidade do ciclo, a perspectiva da desaceleração da economia

brasileira, cenário com pouca probabilidade de superávit primário no biênio 2025-2026, ou seja, todos esses fatores ponderados corroboram que a estabilização da dívida ainda está distante.

Como o mercado já está bem precificado, apenas uma aceleração “surpresa” da meta Selic, igual ou superior à 100 pontos e/ou um ajuste fiscal bem robusto de cortes de despesas, suavizaria um pouco a inflação esperada. Entretanto, consideramos como pouco provável que o Bacen e o governo sancione esses dois choques não antecipados.

O ritmo da expansão acumulada das concessões de crédito do BNDES para pessoa jurídica está crescendo a uma taxa de 18,2% no acumulado de janeiro-setembro de 2024, mais que o dobro da taxa de 2023, enquanto no segmento de pessoa física, a taxa de 10,1%. Considerando o dado de estoque, o saldo total da carteira de crédito direcionado crescia a taxa de 11,2% em setembro, enquanto o crédito total do BNDES com taxa de 7%. Resta saber se essas taxas seguem consideradas expansionistas pelo Banco Central.

No exterior, as últimas pesquisas de empregos nos EUA seguem apontando na margem, um esfriamento gradual (e não expressivo) do seu mercado de trabalho, consolidando a trajetória de redução da taxa de juros pelo Federal Reserve para as decisões do FOMC de novembro e dezembro.

O resultado do emprego do payroll de outubro foi fraco, mas foi influenciado pelos furacões e também pela greve do setor aeroespacial. A curva futura precificava uma probabilidade superior à 60% do Fed de reduzir a taxa de juros de forma mais moderada, de 25 pontos na última decisão de política monetária deste ano para a faixa de 4,25%-4,5% a.a.

A incerteza com o desfecho da eleição presidencial nos EUA beneficiou a rigidez, a alta do dólar no exterior, mas devemos ressaltar a resiliência da atividade econômica norte-americana como fator relevante, pois surpreendeu novamente ao longo dos indicadores divulgados em outubro e com um ritmo do PIB ainda próximo de 3% a.a. no terceiro trimestre, reduzindo a probabilidade da recessão futura pelo mercado.

Os mercados domésticos de juros e dólar seguirão com volatilidade acentuada em dezembro, sendo que estimamos que a taxa básica Selic deveria subir no mínimo para 13,25% até o final do primeiro trimestre de 2025 e não vemos outro cenário de que o Bacen não sancione no mínimo aceleração de 75 pontos da Selic nas próximas decisões de política monetária.

A curva curta já precifica até uma elevação de 100 pontos para 12,25% em dezembro, mas ainda seria aposta minoritária. As declarações recentes do atual Diretor de Política Monetária do Bacen, Gabriel Galípolo, futuro presidente da instituição, ao reiterar sua preferência de “manutenção de juros altos por mais

tempo”, parece sinalizar em princípio, que um choque monetário não antecipado dos juros não parece ser a opção mais provável no curtíssimo prazo.

Além do aumento da volatilidade cambial, a perspectiva é de desaceleração da atividade econômica no Brasil para 2025, refletindo o novo ciclo restritivo da taxa de juros. Iniciamos dezembro como terminamos novembro e outubro, com o governo brasileiro precisando de receita, pois o atual arcabouço não é garantia que a dívida pública vai estabilizar. Esperamos ainda um dólar oscilando acima do piso informal reestimado, superior à R\$ 5,82/US\$.