

"The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals have moved toward continue to move into better balance"

Comunicado do Fed em 31 julho, 2024

Nesta carta, teremos como foco principal a análise dos bancos centrais do Brasil e dos EUA sobre as perspectivas inflacionárias e projeções de juros.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB)

A decisão do Copom (Comitê de Política Monetária) em manter a taxa de juros Selic no patamar de 10,50% ao ano era esperada pelo mercado. A apreensão dos agentes econômicos depositava-se no conteúdo do comunicado. Em linhas gerais, o Copom sinalizou uma preocupação mais explícita com a dinâmica inflacionária e dois pontos chamaram nossa atenção.

Primeiro, um monitoramento mais centrado nos impactos da política fiscal sobre a política monetária e os ativos financeiros. Em especial, o Copom afirma a necessidade de se adotar uma política fiscal crível alinhada com o compromisso na sustentabilidade da dívida pública sobre o PIB. Com isso, entendemos que o contingenciamento de R\$ 15 bilhões anunciado pelo governo não será suficiente para gerar um superávit primário a partir de 2025 necessário para estabilizar a razão dívida sobre PIB. Ou seja, o governo terá que anunciar novos esforços fiscais.

Segundo, o Copom deixa claro sua preocupação com a escalada do dólar e com uma taxa de câmbio persistentemente mais depreciada. Em uma economia operando com seu mercado de trabalho no seu nível de pleno emprego, o repasse do câmbio sobre preços deve ser intensificado, efeito chamado de *pass-through* cambial. Haverá, portanto, uma maior pressão de alta nos preços de alimentos e serviços e uma dificuldade para a Autoridade Monetária conseguir a convergência da inflação em 2025 e 2026 para a meta de 3,0%.

Em nossas projeções do IPCA estimamos um IPCA para 2025 entre 4,5% e 4,7%, e estamos observando um aumento das expectativas de inflação no Relatório Focus de 3,87% no início de julho para 3,96% no final do mês. Concomitantemente, no cenário de referência do Copom, o qual considera uma taxa de câmbio de R\$5,55/US\$, destaca um aumento na projeção de inflação para 2025 de 3,3% (262ª reunião) para 3,6% (263ª reunião).

BANCO CENTRAL DOS EUA (FED)

O Fed, em sua última reunião, manteve sua taxa de juros inalterada, assim como no Brasil. Entretanto, seu comunicado foi mais suave em relação aos riscos inflacionário, destacando progresso no processo de convergência da inflação para a meta de 2%. Neste sentido, os agentes econômicos confirmaram suas expectativas de queda dos juros na reunião de setembro. Tudo indica que será um corte inicial de 25 pb na Fed Fund Rate.

O ambiente doméstico norte-americano mostra uma desaceleração da atividade econômica e uma acomodação do mercado de trabalho. A taxa de desemprego de 4,1% da força de trabalho está mais alinhada com o cenário de pleno emprego e o crescente aumento da produtividade indica uma condição favorável para a dinâmica do núcleo da inflação com a meta de longo prazo.

É importante destacar que o ambiente para commodities mundiais está mais favorável para o combate à inflação. Em dólar, o preço da soja, do milho, do petróleo e alguns minérios estão caindo e poderão contribuir para um cenário de queda de juros na economia norte-americana e de países desenvolvidos, em especial a Europa.

Com efeito, o balanço de risco internacional e domésticos mostram uma maior probabilidade de alta de juros na economia brasileira e queda de juros nas economias desenvolvidas. E, a pressão cambial observada em nossa economia evidencia que sem um ajuste fiscal crível (leia-se: redução e limite de gastos públicos) teremos que conviver com juros elevados por um longo período.

PORTFOLIO DE INVESTIMENTOS

No mercado local, a primeira metade do mês foi marcada pela acomodação do prêmio de risco, com recuos significativos no câmbio e nos juros. Todavia, na segunda metade do mês, observamos a recomposição do prêmio de risco devido à retomada da discussão sobre o equilíbrio fiscal, acompanhada pela piora no ambiente internacional.

Cabe destacar a publicação do relatório fiscal do governo, onde foi apresentado um contingenciamento de cerca de R\$ 15 bilhões em despesas. Apesar da reação inicial positiva dos

mercados pelo reconhecimento da necessidade de controle de gastos por parte do governo, o volume anunciado é insuficiente para alcançar o equilíbrio nas contas públicas.

Nesse contexto, os ativos locais, especialmente câmbio e juros, retornaram aos níveis de preços observados no final de junho. Nesse patamar de prêmio de risco, vemos margem de segurança confortável para posição direcional em títulos públicos atrelados à inflação, especialmente nos vértices mais curtos, dada a menor propensão da nova diretoria em aumentar os juros locais a partir de janeiro de 2025. Além disso, mantemos exposição comprada em real, considerando o início do corte de juros do FED e o aumento do diferencial de juros até o final do ano, acompanhado por uma balança comercial resiliente e expressiva.

No exterior, os dados mais fracos de atividade econômica levaram o mercado a precificar cortes de juros já em setembro. Esses dados têm impactado o balanço de risco global, aumentando a possibilidade de uma desaceleração econômica mais acentuada do que a projetada anteriormente. Nesse cenário, as ações americanas, especialmente do setor de tecnologia, podem apresentar correções relevantes devido ao crescimento implícito em seus preços.

Dessa forma, adotamos uma postura cautelosa em renda variável local, mantendo ações de qualidade, com grandes barreiras à entrada, capacidade de repasse de preços e alta lucratividade. Na curva de juros local, mantemos alocação majoritária em títulos públicos de curto prazo atrelados à inflação, enquanto no exterior priorizamos o meio e a parte longa da curva de juros.