

Carta Equador Investimentos – Janeiro de 2025

“Um mix na condução dos Juros e do Câmbio será o guidance implícito do Bacen no primeiro semestre”

O desempenho positivo do mercado de renda variável em janeiro nos EUA refletiu um bom ritmo de crescimento econômico, um mercado de trabalho resiliente, com desemprego baixo, inferior ao potencial e resultados trimestrais, na média, considerados positivos (e acima do esperado) dos balanços das empresas de capital aberto, a despeito da expectativa da rigidez inflacionária.

Entretanto, o mês de fevereiro tende a acentuar a volatilidade no mercado financeiro internacional e pressionar um viés negativo das bolsas no primeiro momento, com as promessas “tarifárias” de Trump sendo efetivadas. A retaliação prometida pelo Canadá marcaria o início dessa “guerra comercial”, com imposição de tarifas de 25% sobre os produtos dos EUA, com Trump alertando que pode elevar ainda mais as tarifas. Para piorar, o governo chinês afirmou que processará os EUA na Organização Mundial do Comércio. O ritmo da demanda interna norte-americana ainda limita qualquer sinal de flexibilização dos juros pelo Fed no curtíssimo prazo.

Avaliamos que o cenário mais provável para a decisão do FOMC de 29 de março será a manutenção da taxa de juros em 4,25%-4,5% a.a. (e mesmo para maio, a curva futura está com probabilidade inferior à 40% para uma redução moderada dos juros em 25 pontos). De fato, com Trump, pode-se ter alguma resiliência na inflação, na medida que cumpra uma política tarifária comercial mais restritiva de tarifas e de flexibilização dos impostos, ou seja, sancionaria uma “resistência” na inflação ao longo de 2025.

Em suma, a curva futura precifica um corte acumulado mais moderado da taxa de juros pelo Fed em 2025, o que tende a fortalecer o dólar, refletindo na valorização mais intensa do dólar no exterior nas últimas semanas ante o euro, que vem sofrendo com a sequência de indicadores de desaceleração da atividade econômica. No nosso cenário referencial, incorporando também a aversão ao risco geopolítico, a taxa de juros do Fed recuaria no máximo 50 à 75 pontos, considerando que o núcleo da inflação desacelerasse para 2,5% a.a.) até o final de 2025, para uma faixa de 3,75%-4,0% a.a.

No Brasil, o Copom do Bacen reforçou o quadro de deterioração do balanço de riscos inflacionários ante à ata anterior, sinalizando (i) a continuidade da elevação da inflação cheia e dos núcleos de inflação e (ii) a alta relevante das expectativas de inflação (5,5% em 2025 e 4,2% para 2026), apuradas pela mediana do mercado na última semana de janeiro.

Entretanto, avaliamos que essas expectativas ainda estariam subestimadas: nossa previsão central do IPCA 2025 segue em 6,7%, com limite superior estimado de 7,18% (para 2026, nossa estimativa central já estaria superior ao teto de 4,5% da meta). A despeito do ritmo um pouco mais moderado do crescimento real dos salários, também reconhecido pelo Copom, o ritmo da atividade econômica está acima do potencial.

Carta Equador Investimentos – Janeiro de 2025

Estimamos que a despeito da desaceleração (mas, ainda com taxa positiva) do PIB real, o hiato estimado ainda seria positivo, ou seja, com contribuição inflacionária e uma desaceleração mais intensa desse hiato no segundo trimestre de 2025, com limite inferior com taxa negativa. Pela Ata, consideramos que o Bacen ainda não tem certeza de recessão ou mesmo um trimestre negativo. Por isso, terá que seguir com uma política monetária restritiva!

De fato, reconhece que a tendência é de acomodação do crédito nos próximos trimestres, mas “até o momento”, ressalta o “crescimento pujante recente”. No tocante ao cenário mais adverso da inflação, foi importante reconhecer que existe um grau de indexação e inércia dos preços que ainda não foi eliminado e tende a se propagar, em particular, nos alimentos e serviços.

Devemos ter surpresa inflacionária positiva em fevereiro, março e abril em nossa avaliação ante às atuais expectativas do mercado. A despeito da revalorização do real ante o dólar em janeiro, a volatilidade cambial seguirá elevada com o efeito Trump de tarifas tb repercutindo nos preços dos ativos domésticos.

Ao destacar a relevância do impacto da volatilidade cambial e do nível da valorização do dólar nas projeções de inflação, consideramos que o Bacen continuará esporadicamente utilizando o instrumento dos leilões de linha (venda de dólares) para tentar suavizar e jogar para baixo as projeções do IPCA, ou seja, não deve mais sancionar choques robustos de alta dos juros, por exemplo, superiores à 100 bps (1% a.a).

Avaliamos que o *guidance* implícito do Copom é elevar os juros de forma gradual mas combinado com aumento do grau de utilização da política cambial de venda de divisas, pois ressalta a taxa de câmbio como “determinante relevante” do atual quadro inflacionário.

Estimamos no modelo com maior capacidade preditiva que o nível da taxa básica de juros (Selic) para evitar uma inflação superior à 6% em 2025 teria que ser na faixa de 17,0%-17,5%, mas o Bacen não fará isso, ou seja, não atingirá esse nível..

O governo precisa agir rápido em fevereiro e março, e implementar efetivamente um choque forte das despesas e enviar propostas para duas Reformas, Administrativa e Previdenciária, que tornariam sinais positivos para a sustentabilidade da dívida pública. As incertezas fiscais tendem a manter os níveis ainda elevados dos juros futuros, precificando um juro real ex-ante mínimo ainda superior à 6,5% no curtíssimo prazo.