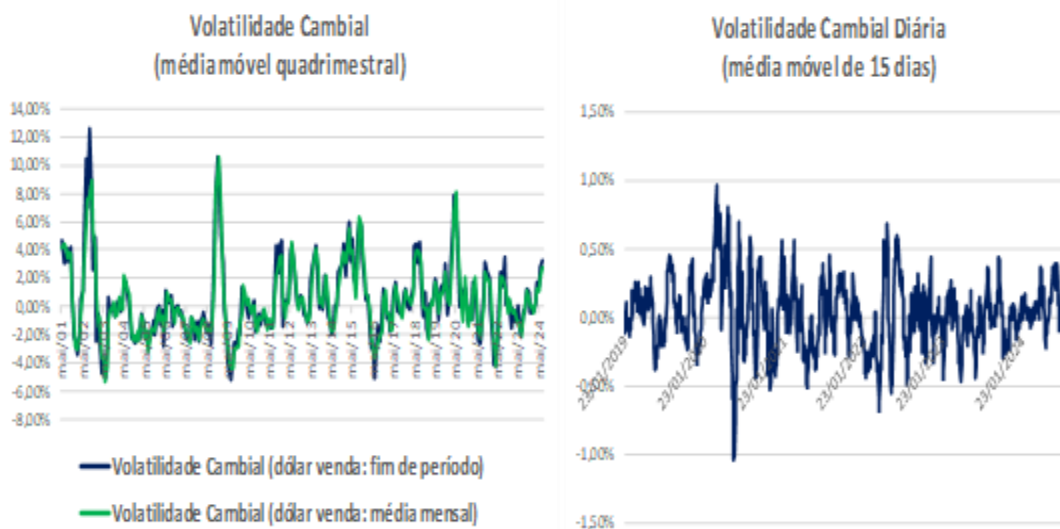


**“Nível atual da Taxa Selic de Juros e a Intervenção Cambial são insuficientes para Inflação e Volatilidade do Dólar”**

A elevação estrutural do patamar do dólar ante o real não é o único fator de pressão inflacionária, mas também o ritmo da atividade e o déficit público que retroalimenta a desvalorização do real. De fato, o crescimento da economia “está surpreendendo” e sistematicamente nos últimos trimestres para cima, mas, apenas reflete a expansão da renda e da demanda fiscal, que inclui gastos maiores com salários, da massa de emprego, benefícios previdenciários, despesas extraordinárias com o choque no Sul, precatórios etc.



Fonte: Bacen, Bloomberg Elaboração JF Trust

O reflexo é - como temos atestado em nossos calls matinais e nas nossas cartas mensais – na continuidade da desancoragem das expectativas de inflação ante às metas do IPCA, que demandam uma reação na política monetária, com elevação da taxa básica de juros pelo Copom a partir de setembro. Temos alertado há meses sobre o risco de descumprimento do teto da inflação, não apenas de 2024 (nossa atual previsão do IPCA é superior à 4,5%) mas também para 2025. De fato, reiteramos que a mediana do IPCA de 3,9% para o próximo ano, ainda estaria “otimista”.

Parece que a redução da taxa de juros nos Estados Unidos não será suficiente para evitar um aperto dos juros no Brasil, pois os fatores domésticos seguem expansionistas. De qualquer forma, não vislumbro um aperto agressivo da Selic, mas gradual de 25 pontos.

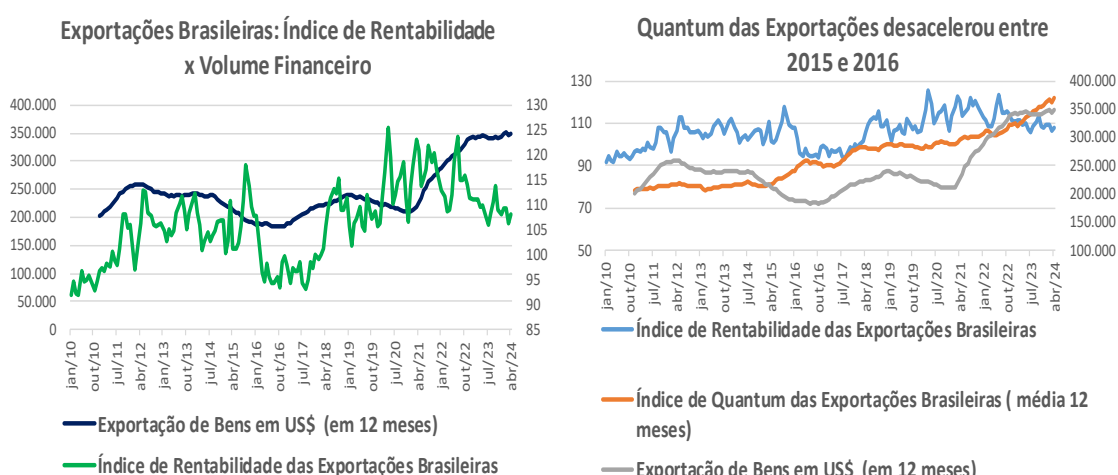
Os parâmetros nas previsões fiscais oficiais parecem na margem, otimistas, no tocante ao crescimento mas sobretudo para a inflação, o ritmo dos gastos obrigatórios e a estimativa incerta da arrecadação. Isso já tende a

antecipar a necessidade de contingenciamento fiscal no primeiro semestre de 2025. Avaliamos que o “filme” deve se repetir, com o governo tentando elevar as alíquotas ou criando novos tributos para o cumprimento das metas fiscais. Sem receita adicional, o déficit fiscal terá um viés de alta !! Estimamos no primeiro momento, um déficit primário um pouco superior à 1% do PIB em 2025.

Não vemos um movimento robusto e sustentável de revalorização do real ante o dólar, provavelmente, alguma ajuda pontual na semana com aumento de captações externas de empresas brasileiras na esteira de uma lacuna de oportunidade, com o término das férias do Hemisfério Norte. Estimava-se que o volume adicional de captações externas possa atingir um intervalo de US\$ 3,0 à 3,5 bilhões em setembro

No cenário de dificuldades do ajuste fiscal e com risco do descumprimento do teto da meta de inflação para 2025 em nossos modelos, a volatilidade cambial tem sido mais elevada e persistente, e isso é relevante, como medida de risco para a precificação de ativos financeiros, para os custos de proteção (*hedge*) cambial, para a dinâmica do fluxo cambial.

Uma desvalorização da moeda nacional ante o dólar, tende a estimular as exportações e o grau de competitividade e reduzir a taxa das importações, contribuindo para elevar o crescimento econômico pela demanda externa. Entretanto, um movimento de volatilidade cambial para cima, acelerando a valorização do dólar ante o real teria um impacto financeiro negativo de redução da rentabilidade das empresas com passivo em dólar. Por isso, o efeito total da desvalorização depende da volatilidade do dólar e do resultado líquido entre ativo e passivo.



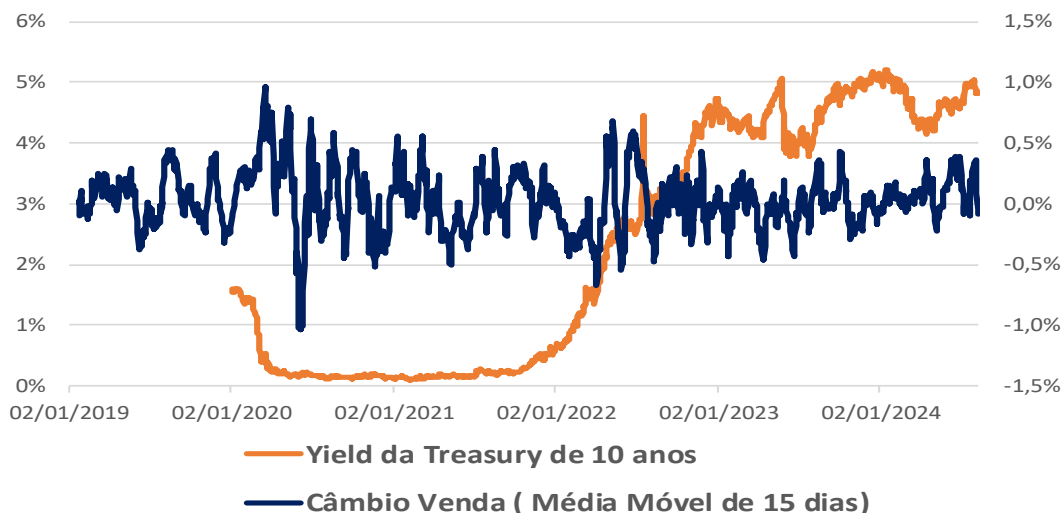
Fonte: Funcex, Bacen Elaboração: JF Trust

A desvalorização do real no Brasil foi elevada entre 2015 e 2016, mas a resposta do setor externo e do crescimento econômico foi frustrante, pois o impacto preponderante foi negativo na dívida financeira e na rentabilidade das empresas, superando o efeito positivo sobre as exportações líquidas. Além disso, constatou-se desaceleração do quantum exportado brasileiro em 2016 com a elevação da volatilidade cambial do período.

Para minimizar riscos e custos e melhorar a rentabilidade empresarial, torna-se cada vez mais relevante o planejamento de estratégias de hedge cambial de seus balanços e a previsão da volatilidade do dólar, para se proteger de eventuais rupturas no mercado cambial e de ajustes do cenário de seus preços e custos. Em 2008, por exemplo, um importante grupo brasileiro não fez a devida proteção cambial, o que refletiu no fechamento de suas operações, após a deflagração da crise do subprime nos EUA. Por outro lado, em 2014, os grupos empresariais com peso preponderante de suas receitas e custos dolarizados que souberam antecipar o cenário de maior instabilidade da inflação e do dólar, passaram sem muitos problemas financeiros pela recessão brasileira de 2015-2016.

No ápice da crise da pandemia de 2020, constatou-se volatilidade elevada do dólar no Brasil combinada com a persistência de juros elevados nas principais economias desenvolvidas. As mudanças para cima dos patamares da inflação e das taxas de juros repercutiram em fluxos de capitais mais voláteis para economias emergentes, como o Brasil, o que reforçaram o contexto da volatilidade cambial, mas também teve a deterioração na margem das contas públicas.

### Volatilidade Cambial x Curva Externa de Juros (Treasury)



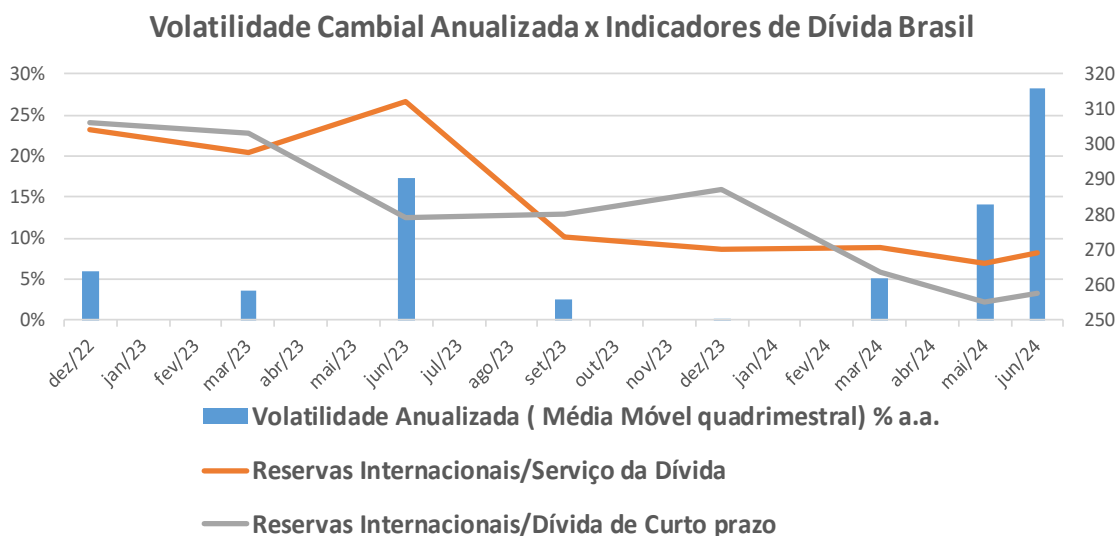
Fonte: Bloomberg, Bacen Elaboração do autor

A volatilidade do dólar ante o real permaneceu bastante elevada até meados de 2020 e recuou em seguida, mas não retornou aos níveis pré-pandemia. O próprio Banco Central brasileiro atestou que a média diária da volatilidade entre outubro e dezembro de 2019 foi 10,33% a.a., enquanto nos mesmos meses de 2020 foi 19,42% a.a., quase o seu dobro. O diferencial de juros, em algumas especificações, é estatisticamente significativo, mas explica uma parte relativamente pequena do aumento na volatilidade.

De fato, não foi a deterioração da curva de juros externa (políticas monetárias mais restritivas de juros para enfrentar choques de alta da inflação mundial) a única razão para a valorização do dólar, mas também a perspectiva de descumprimento das metas de inflação e a perda de confiança com o arcabouço fiscal e da resposta de contingenciamento de gastos, paralelamente ao espaço limitado de arrecadação adicional.

Avalio que, desde meados do segundo trimestre deste ano, há uma mudança estrutural no patamar da taxa de câmbio na economia brasileira para o intervalo de R\$ 5,30-R\$ 5,60/US\$, que considero difícil de ser removida no curtíssimo prazo, com a perspectiva de elevação do déficit fiscal primário e sobretudo da dívida pública e na margem, espaço menor de queda dos juros com a elevação da taxa de inflação para um nível que estimo de persistência, um pouco superior à 4,5%.

Desde o início deste ano, o Bacen vem enfrentando críticas externas de determinados segmentos políticos para reduzir a taxa básica de juros Selic, mas, o Comitê de Política Monetária (Copom) manteve o comprometimento com o objetivo da meta, com a decisão de manutenção da meta Selic em 10,5% a.a. em julho e agosto. Até essa ocasião, as incertezas dos agentes do mercado financeiro em torno de decisões da taxa básica de juros desvinculadas com o objetivo da inflação, fizeram rapidamente acelerar o patamar do dólar e sua volatilidade, mesmo com o Bacen mantendo uma posição cambial líquida positiva robusta contra os choques externos.



Fonte: Bacen; estimativas da volatilidade da JF Trust

Entretanto, a moderação das críticas ao Bacen e a reputação mantida pelo Bacen com a manutenção dos juros em 10,5% a.a. , mostraram-se incapazes de reduzir de forma mais consistente o dólar ante o real e a volatilidade cambial para níveis mais próximos do ano passado.

Há frustração de ingressos externos no fluxo cambal desde o segundo trimestre deste ano, quando se previa um crescimento da abertura de capitais de diversas empresas e aceleração das captações externas pelas empresas brasileiras pelo mercado de capitais. No primeiro semestre de 2024, saíram da Bolsa brasileira (B3) um pouco mais de R\$ 40 bilhões (!!), refletindo os fundamentos menos favoráveis da economia. Com isso, a persistência de um ciclo de aumento da volatilidade cambial não é uma surpresa, e tende a limitar as taxas de investimentos e do crescimento econômico, além de elevar a demanda por hedge cambial por parte das empresas.

O interessante é que não há uma recessão técnica esperada no Brasil nos próximos meses, muito longe disso e os sinais são de um mercado de trabalho relativamente apertado no curto prazo. Apesar disso, a elevação sistemática da dívida bruta federal, próxima de superar 80% do PIB entre 2014 e 2025, é uma evidência que as taxas atuais de crescimento econômico e do PIB Potencial são insuficientes para interromper esse ciclo de alta da dívida pública. Por tabela, considerando a correlação extremamente positiva da divisa com o câmbio, o cenário de dólar ainda rígido e com maior volatilidade no Brasil parece bem fundamentado no curto prazo.

O crescimento da despesa obrigatória do orçamento federal pressiona a dívida pública e a elevação dos prêmios na colocação dos papéis. São fatos que evitam uma reversão relevante da volatilidade cambial.

Com as medidas de política econômica consideradas por enquanto, insuficientes para estabilizar a dívida pública e o déficit público, que seguem em alta, o panorama de maior volatilidade ganha peso preponderante na elaboração dos cenários e das perspectivas dos resultados das empresas.

O movimento de flexibilização das taxas de juros nas economias desenvolvidas, com a redução já iniciada das taxas referenciais de juros do Banco Central Europeu (BCE) do Banco da Inglaterra (BoE) e em breve, nos Estados Unidos pelo Federal Reserve dos EUA, será uma característica marcante nesse segundo semestre, que pode dar um alento à valorização das moedas emergentes, mas não necessariamente, reduzir a volatilidade do dólar doméstico.

Não podemos relativizar as perspectivas de déficit fiscal e de uma inflação mais próxima de 5% no Brasil e seus efeitos nas curvas futuras de juros e na volatilidade cambial. Um ajuste da política cambial conduzida pelo Banco Central não seria necessário, na medida que não há uma crise no nosso balanço de pagamentos e uma demanda de compra de dólar que configure desconfiança e saída de fluxos dos fundos domésticos, portanto, uma venda sistemática de dólares, via leilões de linha e/ou a utilização dos instrumentos de swap cambial não devem reduzir necessariamente a volatilidade do dólar.

Com uma política fiscal ainda pendente de ajustes, uma intervenção sistemática de venda no mercado cambial pelo Bacen deve gerar maior volatilidade e expectativa de perda de controle de instrumentos da política econômica. Isso foi notório no passado pós-Plano Real, e no final, tivemos perda inútil das reservas e não foi eliminada a pressão para cima do nível do dólar e de sua volatilidade.

Seria relevante que o Bacen utilizasse o instrumento de venda de linhas de dólar quando efetivamente tivesse ocorrendo uma saída significativa de recursos para fora do país, da mesma forma que não se deve utilizar uma colocação maior de swaps cambiais para segurar o câmbio e a inflação artificialmente, pois o ajuste na frente será pior, como evidenciado pelo biênio 2014-2015. De fato, o Bacen não tem objetivo de defender um determinado nível do câmbio no regime flutuante adotado em 1999.

A credibilidade do Bacen na gestão da política monetária é importante, mas não pode garantir a redução da volatilidade cambial, mas, deve-se reconhecer que na sua ausência, teríamos um patamar do câmbio mais elevado e também de sua volatilidade, O que tem prevalecido na formação das expectativas é a incerteza com a política fiscal e isso o Bacen não pode ajudar, apenas combater os seus efeitos na inflação. Bem, resta esperar o aumento da taxa básica de juros , em breve !!