

“As correlações do Balanço de Riscos dólar-dívida-inflação, elevam a postura hawkish do Bacen e com adição do risco do ciclo de correção externa do mercado acionário”

Parece “filme repetido” da Carta anterior, com deterioração adicional do balanço de riscos em julho, a Ata do Comitê de Política Monetária (Copom) de agosto reduz de forma significativa a probabilidade de algum recuo da taxa básica de juros na curva curta de 2025. Foi mais *hawkish* que a Ata anterior. De forma paralela, a situação fiscal segue negativa na margem no Brasil, com ampliação do déficit e da dívida pública bruta, essa última para 77% do PIB, mas que deve superar 80% do PIB nos próximos meses.

O Bacen deve esperar o início da queda dos juros nos EUA e a expectativa de revalorização das moedas emergentes ante o dólar, ou seja, parece com mais disposição de prolongar a manutenção da Selic de 10,5% a.a., mas claro, já sinalizou que também pode aumentar os juros no curto prazo.

Os riscos de ampliação do conflito no Oriente Médio devem manter o dólar no exterior ainda rígido. Dos EUA, os recentes indicadores do mercado de trabalho nos EUA de junho e julho e o sinal mais enfático dos membros do Federal Reserve para a "proximidade do corte dos juros", de fato, são fatores que beneficiam ou pelo menos, evitam uma escalada de alta do dólar no Brasil e portanto da inflação

A desaceleração do emprego do payroll nos EUA de julho foi influenciado também por demissões temporárias, mas de qualquer forma, avaliamos que o mercado de trabalho está desacelerando de fato, e que volta a levantar as dúvidas sobre a possibilidade da recessão."

O ajuste recente restritivo de liquidez e da taxa de juros no Japão, que levou a um circuit breaker do seu mercado, combinado com um ritmo mais moderado do emprego nos Estados Unidos trouxe volta a sombra dos ciclos de Kondratiev (Nikolai Kondratiev, foi um economista russo que Lenin nomeou para a chefia de planejamento da economia soviética nos anos 1920). Quando ocorreu a Grande Depressão, de 1929, Kondratiev previu o renascimento do capitalismo na etapa seguinte. Os ciclos de Kondratiev foram desenvolvidos analisando o comportamento da economia capitalista, apontando três fases: (i) expansão, quando inovações tecnológicas ampliam os investimentos, ao aumento da produção mas, concomitantemente, a uma concentração da riqueza; (ii) estagnação, quando ocorre a desaceleração da economia, com menor investimento e aumento do desemprego e (iii) recessão, período de contração econômica, com queda da produção e aumento da inflação. Kondratiev dividiu as ondas em ciclos longos e ciclos curtos. Os estudiosos identificaram cinco ciclos longos:

- 1) Primeira Onda (1780-1840) – Revolução Industrial:
- 2) Segunda Onda (1840-1890) – Expansão das Ferrovias e Aço:
- 3) Terceira Onda (1890-1940) – Eletricidade e Química
- 4) Quarta Onda (1940-1990): Eletrônica e Tecnologia da Informação:
- 5) Quinta Onda (1990-presente) – Tecnologia da Informação e Comunicação, com período de ascensão da expansão da internet, biotecnologia e tecnologias de informação e comunicação e o período de declínio, com crises financeiras e bolhas tecnológicas

Essa derrocada do ciclo poderia ter ido o sinal emitido pelo viés negativo no mercado japonês. Com o yen com taxas de juros praticamente em zero, tomadores do mundo inteiro recorreram aos mercados japoneses. A possibilidade do Federal reserve reduzir as taxas de juros em pelo menos 0,75% (75 pontos base entre setembro e dezembro deste ano) para 4,5%-4,75% a.a. significará uma alta no valor de face dos títulos públicos norte-americanos. Houve um primeiro movimento de fluxos financeiros, promovendo uma apreciação do yen. A apreciação do yen, frente o dólar, significa um encarecimento das taxas de empréstimo do Japão. O resultado foi a corrida que derrubou os mercados japoneses. Por isso, é prudente o Bacen alertar sobre a incerteza do cenário externo e o "tempo" para avaliar se precisará ou não elevar os juros.

Agora é aguardar novos soluços da economia mundial, até a grande bolha financeira ser definitivamente furada. E saber se, desta vez, o Brasil se comporta como JK nos anos 50, ou como os militares nos anos 70, promovendo o crescimento à custa de uma enorme bolha de endividamento externo.

Não mudamos nossa opinião de que o impacto do dólar está subestimado nas projeções do mercado. As medianas das expectativas da inflação seguem em alta (4,12% em 2024 e 3,98% para 2025), mas ainda consideramos otimistas. Estimamos taxas mais elevadas do IPCA, no limite inferior de 4,47% em 2024.

Uma desvalorização acumulada do real na faixa de 18% a 20% em 2024 é um choque relativamente elevado nos preços, que não deixa dúvidas que o colegiado do Copom terá que manter uma unanimidade na votação pela manutenção da Selic em 10,5% , pelo menos até março de 2025 em nossa avaliação. O Copom trabalhou no cenário de referência com dólar à R\$ 5,5/US\$ nessa última decisão.

Com a escalada recente do dólar para uma faixa adicional de 0,15 a 0,20 p.p, esse fator por si só, já aumenta a probabilidade de elevação da taxa básica de juros pelo Copom, mas ainda não seria o cenário de maior probabilidade. De fato, o Bacen ressalta que as suas projeções de inflação no cenário de referência estariam entre 3,2% e 3,4% para o primeiro trimestre de 2026. Em suma, com base nesses pontos anteriores, o Bacen ainda não teria uma projeção de inflação que justificasse hoje uma alta dos juros na próxima decisão do Copom de setembro.

Voltamos a questão do " fator tempo" , ou seja, apenas uma deterioração expressiva mas sustentável do dólar acima de R\$ 5,5/US\$, que elevasse as projeções do IPCA no modelo do Bacen para uma faixa de 4% para 2025 e 2026, justificaria essa ação dos juros. O fato é que o Copom ressaltou que a trajetória da inflação não divergiu significativamente do que era esperado pelas suas projeções.

No cenário referencial da JF Trust, a taxa básica de juros seria mantida em 10,5% pelo menos até o primeiro trimestre de 2025, mas, a deterioração recente do balanço de riscos teria elevado a probabilidade do prolongamento da Selic de 10,5% até junho. A despeito de um Copom mais *hawkish*, uma revalorização consistente do real ante o dólar dependerá da estabilização das expectativas de inflação e do mercado acreditar que o governo fará um ajuste fiscal adicional, mais adequado do que um contingenciamento recente e insuficiente de R\$ 15 bilhões.