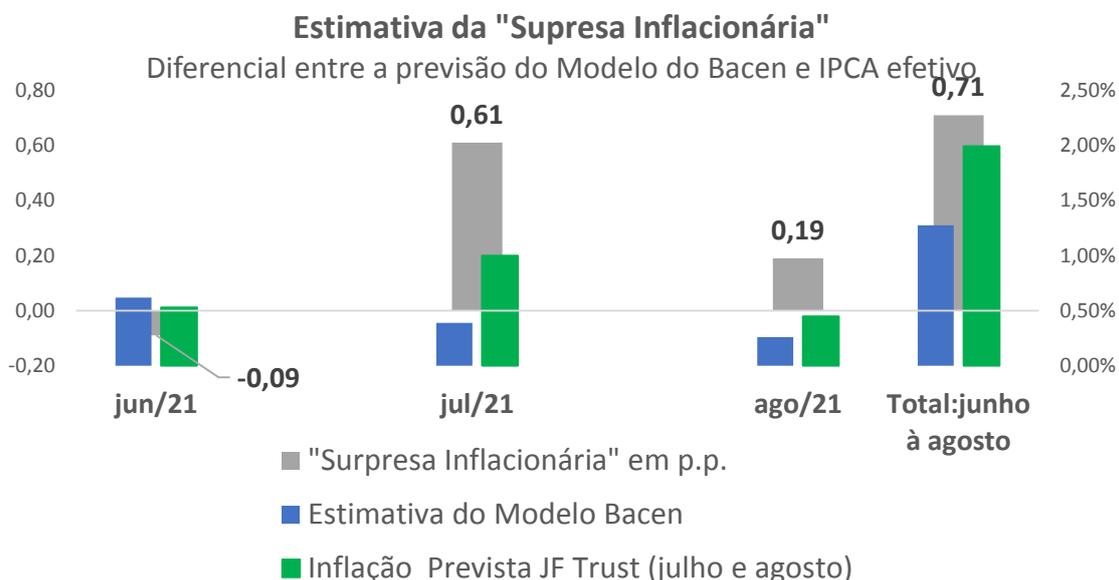


Nosso cenário referencial é de elevação de 1,0 p.p. da taxa básica de juros para 5,25% no Copom de agosto. Avaliamos que ocorreu uma **deterioração do balanço de riscos** em relação ao panorama da decisão da política monetária de junho: (i) a crise hídrica, que já tinha adicionado mais 0,4 p.p. na estimativa do nosso modelo para a alta dos preços em 2021, pode ser prolongada; (ii) a mediana das expectativas de inflação ainda não estabilizou e há necessidade de recuperar a convergência para a meta; (iii) retorno do risco fiscal com pressão de gastos nos próximos meses; (iv) deterioração recente do fluxo cambial, refletindo também contágio externo, mas com peso do risco político e fiscal crescente, que pode refletir em uma rigidez da taxa de câmbio no curto prazo. Com tudo isso, a percepção é que o ajuste da taxa de juros continua moderado, ou seja, que a meta Selic estaria “atrás da curva”.

Pre vemos IPCAs de 7,12% em 2021 e de 4,27% em 2022, que seguem superiores às projeções do mercado, com Selic mínima de 7,25% em dez-2021 e **8,25% no I trimestre de 2022**. A JF Trust estima uma **“surpresa inflacionária”** (definida como o diferencial entre a previsão do modelo do Bacen e a inflação efetiva) de 0,71 p.p. no trimestre móvel de junho à agosto deste ano, o que deve elevar a previsão do Bacen para o IPCA de 2021, acima de 6%, mas também para 2022, em relação às estimativas oficiais no final de junho.



No tocante ao agrícola, as temperaturas do Sul e a crise hídrica devem fazer estrago nas cotações do café e do trigo para cima nos próximos índices, além de sondagens que apontam alta do milho e soja, também influenciadas pela restrição de oferta externa e aumento dos preços externos. O choque é de oferta, mas isso não significa que o Bacen não tenha que ajustar os juros, muito pelo contrário, pois tem que minimizar o impacto secundário da transmissão do choque.

Temos ressaltado que **o governo utilizará uma política fiscal mais expansionista a partir do segundo semestre**, com a proximidade do calendário eleitoral de 2022. O cenário original era utilizar a arrecadação excedente - “folga fiscal” de 2021 - para cobrir o aumento da despesa pública com programa social.

O panorama nesse trimestre é desafiador para a trajetória da política econômica e os seus reflexos sobre as curvas de juros, do dólar e da Bolsa. A política fiscal será mais expansionista nos próximos meses e consideramos que a equipe econômica não conseguirá reduzir a meta do déficit primário de 2022. Para piorar, as ações pretendidas de parcelamento das despesas com precatórios não ajudam o trabalho do Bacen, muito pelo contrário.

A despeito do Presidente da Câmara dos Deputados **signalizar que a regra do teto dos gastos será respeitada, não serve como garantia que alguma despesa possa ser excluída**. Há risco também para a dívida pública ser revista para cima com a ampliação da despesa do Bolsa Família sem cobertura de receita, até a elaboração desse documento. Além disso, a proposta da Reforma Tributária vai se arrastando no Congresso sem garantias que o governo conseguirá arrecadar o montante para financiar a ampliação do gasto com a Bolsa Família

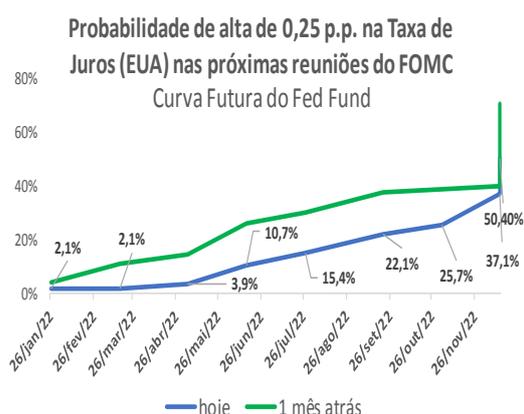
Não alteramos a nossa previsão de crescimento da economia brasileira de 2021 de 5,27%, a despeito de uma expansão moderada estimada máxima de 0,3% no segundo trimestre na série dessazonalizada. No mercado cambial, a despeito de um déficit de transações correntes inferior à 2% do PIB, o aumento dos riscos fiscal e político na economia brasileira desacelerou o movimento de revalorização do real ante o dólar, mas um ajuste mais restritivo da Selic beneficia o real em agosto.

No exterior, a aproximação da retirada dos estímulos monetários nos EUA, que estimamos para o início no quarto trimestre de 2021, deve manter um dólar médio na margem um pouco mais elevado no exterior. No ambiente de maior juro externo a partir de 2023, o cenário será mais desafiador para emergentes.

Em suma, o discurso ainda flexível do Federal Reserve seria um catalizador para o câmbio no Brasil inferior à R\$ 5,2/US\$, mas a partir de agosto ou setembro, teremos pontos que tendem a estimular a recuperação dos yields e do dólar no exterior, com um sinal enfático pela retirada dos estímulos monetários nos Estados Unidos via compra de títulos.

Desde a crise financeira internacional de 2008, o mundo se acostumou com a expansão sistemática da liquidez monetária patrocinada pelos principais Bancos Centrais (Federal Reserve, Banco Central Europeu, Japão etc) durante o período de inflação reduzida, que tem sustentado os índices acionários nos principais mercados.

A inflação está mais elevada nos EUA, mas a despeito do Federal Reserve manter o discurso que será um movimento temporário, o seu Presidente Powell sinalizou em julho que o núcleo do índice de preços dos gastos de consumo (PCE: “*Personal Consumer Expenditure*”) estaria vindo acima do esperado”. Para lembrar que o núcleo (core) de junho do PCE – indicador relevante considerado pelo Fed para as decisões da política monetária - acelerou para 0,4% a.m. (3,5% a.a.) ante 0,5% a.m (3,4% a.a.) de maio.



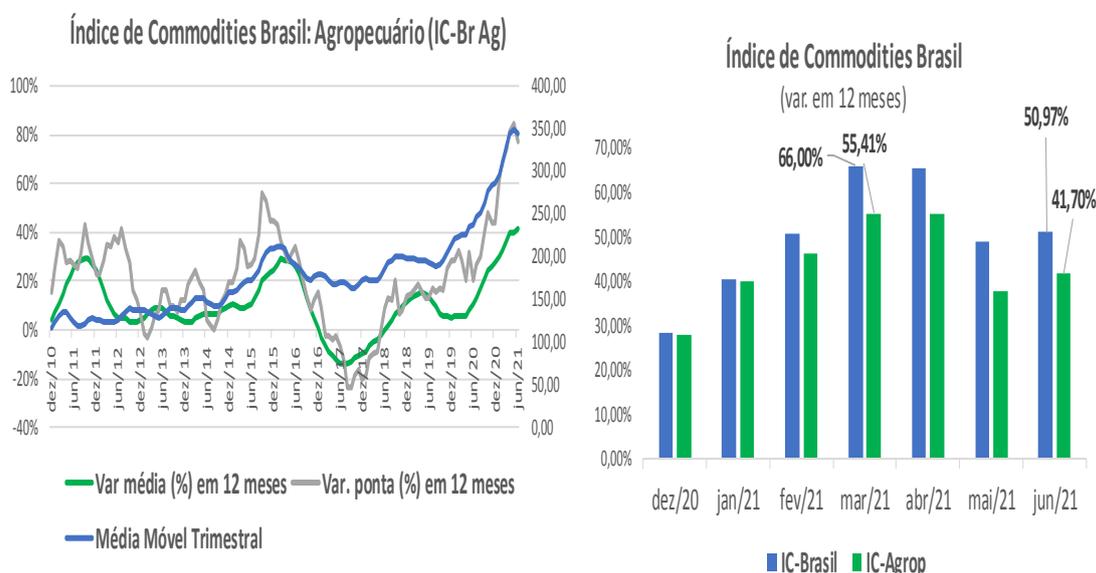
Fonte: Bloomberg. Elaboração: JF Trust Gestora de Recursos.

No exterior, os yields das treasuries de 10 anos na vizinhança de 1,2% a.a. e o seu diferencial com o título de dois anos seguem comportados, o que mostra que o mercado não espera uma redução robusta e abrupta da compra de títulos pelo Fed, um pouco mais alinhada com o cenário de espaço para aumento do emprego sem gerar uma pressão relevante de custos salariais. A curva das expectativas de inflação para os próximos 5 anos nos EUA aponta um aumento “bem moderado” para uma faixa de 2,2% nas últimas semanas de julho. No curto prazo, a criação de empregos apuradas nas pesquisas ADP e do *payroll* têm frustrado as projeções iniciais, mas em parte associadas ao estímulo fiscal via transferência de cheques, que tirou a pressão de realocação no mercado de trabalho.

Os números do mercado de trabalho nos EUA de agosto e setembro devem acelerar em relação à média do segundo trimestre, assim como os custos salariais, pressionando o sinal do Fed para o *tapering*. A política fiscal seguirá expansionista, com a perspectiva de aprovação do pacote bipartidário de infraestrutura. A JF Trust considera que a retirada gradual da liquidez via títulos deverá ser acionada no quarto trimestre deste ano, **adiando a elevação da taxa de juros do fed fund para o segundo semestre de 2022, precificada no mercado futuro com maior probabilidade para o último trimestre.** No bloco do euro, o Banco Central Europeu tem mantido suas principais taxas de juros (0% do refinanciamento e 0,25% dos empréstimos) e a mesma linha do Fed de “aceitar” uma inflação mais alta no curto prazo.

A continuidade da desaceleração da atividade chinesa não surpreende no início do terceiro trimestre, após a taxa anualizada de dois dígitos do primeiro trimestre, mas o governo tem folga para obter um crescimento real do PIB de até 8% em 2021 e também ajustou o compulsório para baixo para suprir liquidez no sistema financeiro.

No mercado existem divergências em relação à intensidade da desaceleração da China e do impacto do aumento dos casos da variante Delta sobre os preços das commodities, mas, ressaltamos que não devolveram a inflação acumulada desde o início do ciclo da pandemia, sob a ótica da nossa inflação interna. Na média, o índice de preços das commodities agrícolas recuou em maio e junho, mas ainda acumulava alta de 42% nos últimos doze meses!



Fonte: Bacen Elaboração: JF Trust Gestora de Recursos

O Fundo Equador FIM multimercado obteve em julho um desempenho negativo de – 1,47%. Na decomposição, obtivemos ganhos nos ativos do dólar e perdas nos segmentos de renda fixa e ações. Deve-se ressaltar que nossas operações de ativos consideram uma estratégia macro que não visam necessariamente gerar uma performance positiva em um prazo curto, mas sim, entregar ao cotista um desempenho favorável e consistente a médio e longo prazo.