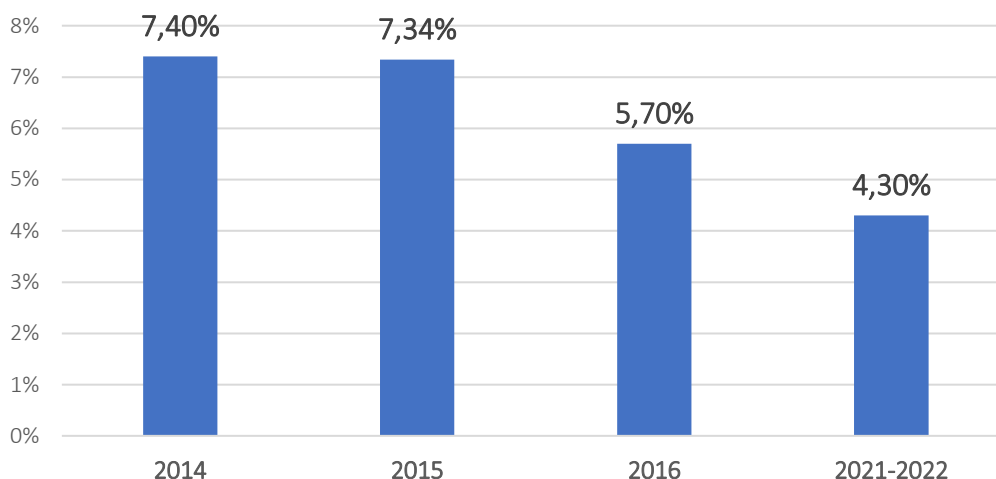


A sinalização do Banco Central pela correção do rumo da política monetária, ou seja, para uma taxa básica de juros mais elevada em direção ao nível neutro, beneficiou a continuidade da revalorização do real e a redução da percepção de risco em junho. De fato, a taxa média do câmbio recuou -4,24% e o risco, captado pelo CDS Brasil de 5 anos, registrou uma queda ponta a ponta de - 6,34% ante maio. É fato que um dos principais desafios da política econômica brasileira em 2022 será a convergência da inflação à meta, em ano eleitoral e tendo que enfrentar pressões de maiores gastos fiscais, operando com uma taxa de juros que minimize a perda do ritmo do crescimento econômico.

Tem uma pressão adicional sobre os preços no curto prazo que é a crise hídrica. Avaliamos que seria prudente que todos os custos dessa crise sejam refletidos sobre o IPCA de 2021, permitindo a desaceleração da inflação em 2022. Reestimamos também o impacto indireto do componente inercial sobre a inflação deste ano, elevando a previsão do IPCA de 6,32% para 6,71% e por enquanto, mantendo 4,02% para 2022.

Os indicadores de tendência da inflação seguem elevados para a meta central de 3,5% de 2022. De fato, considerando a média móvel quadrimestral anualizada, o núcleo da média aparada com suavização do IPCA passou de 1,88% em maio de 2020 para 3,85% em dezembro de 2020 e aumentou em maio de 2021 para 5,22% a.a. No caso do núcleo de exclusão (EX0), passou de 0,06% a.a. para +5,19% a.a. entre maio de 2020 e de 2021.

### Brasil: Estimativas da Persistência Inflacionária (IPCA)



Fonte e estimativas: JF Trust Gestora de Recursos

Todas as estimativas dos modelos realizados apontam um grau de persistência do IPCA um pouco acima de 4% a.a., ou seja, estaria pelo menos 0,5 p.p. superior à meta central de 2022. Consideramos também os choques nos modelos como quebras estruturais, o que fez reduzir a persistência para uma média de 4,6% a.a.

A correlação da taxa de juros é negativa com a inflação, mas os testes econométricos apontam que esse impacto vai diluindo rapidamente com sua potência inferior ao de outras variáveis, como câmbio e a inércia inflacionária, por exemplo.

Na simulação considerando a Selic de 6,75% em dezembro de 2021 e 7% até março de 2022, o IPCA estimado seria de 4,02% (essa não é a persistência) para 2022. No modelo mais apropriado, estimamos uma persistência inflacionária de 4,3% a.a., superior à meta central definida.

O movimento de revalorização do real também teve fundamentos na melhora fiscal e do crescimento econômico de curto prazo. O aumento da inflação permitiu eliminar o risco do descumprimento da regra do teto dos gastos, mas, no segundo semestre do ano passado, essa incerteza acelerou a desvalorização do real e provocou a deterioração do risco Brasil e aceleração da desvalorização do real ante o dólar. Além disso, a surpresa com o crescimento econômico positivo no primeiro trimestre e a revisões de todo o cenário do PIB de 2021 repercutem em maior arrecadação no resultado fiscal.

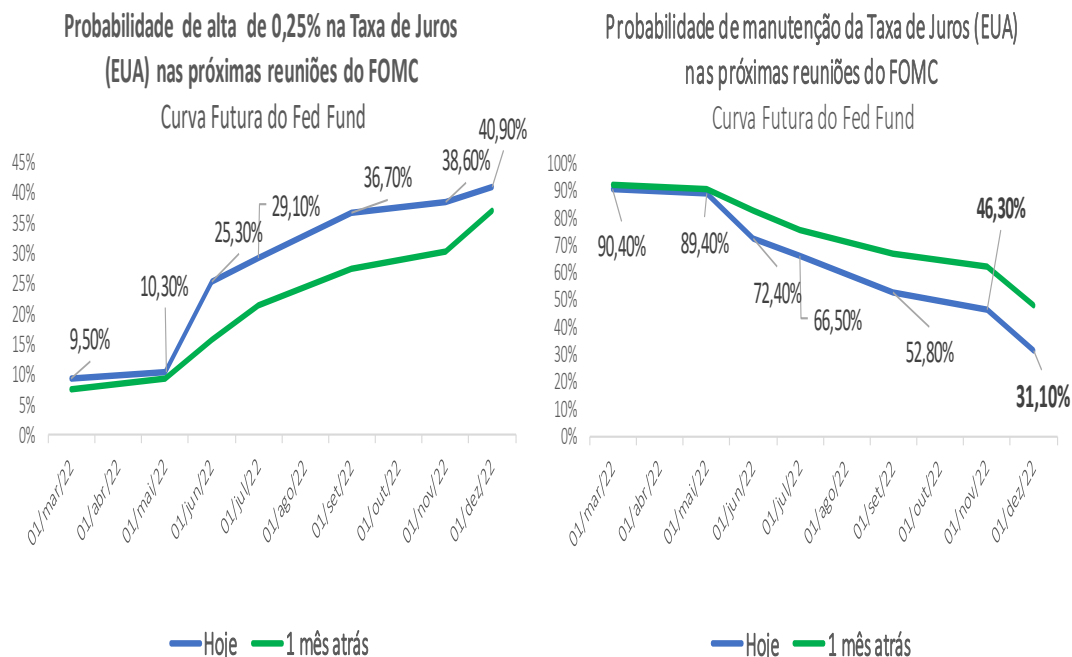
O reflexo se dá na redução das projeções da dívida pública bruta, que deverá ficar na vizinhança de 80% do PIB até o final deste ano e no recuo da nossa estimativa do déficit primário para 1,85% do PIB em 2021, quando ficou praticamente em dois dígitos em 2020. O real foi uma das moedas que mais se desvalorizou em 2020, a despeito da elevação do superávit comercial esperado e da aceleração dos preços das commodities, com o suporte estimado da taxa de câmbio em R\$ 4,83/US\$.

Entretanto, da mesma forma que no segundo semestre do ano passado, quando tinha o risco fiscal presente, além da especulação da saída do Ministro da Economia, o dólar inicia o terceiro trimestre com mais pelo contexto político adverso agravado nas últimas semanas.

No exterior, a pesquisa do emprego do payroll nos EUA confirmou a expectativa de que o resultado aceleraria ante o período anterior, com criação de 850 mil postos de trabalho em junho em relação aos 533 mil de maio. Entretanto, surpreendeu o aumento da taxa de desemprego de 5,8% para 5,9% e a alta dos salários, considerada moderada. O fato é que a despeito do aquecimento do mercado de trabalho e da aceleração da inflação nos EUA, o Federal Reserve conseguiu até o momento "manter suave" a curva dos yields das treasuries e do dólar.

Em nosso cenário referencial, consideramos que o Federal Reserve poderá constatar ao longo do segundo semestre que a inflação nos EUA será mais elevada, mas um pouco mais persistente. Nas condições atuais, o mercado futuro da taxa do fed fund já precifica probabilidade de alta dos juros antecipada até o final de 2022.

Avaliamos que os indicadores do mercado de trabalho seguem operando aquém do desejado pela autoridade monetária, e desta forma, o Federal Reserve estaria confortável para adiar a decisão da retirada dos estímulos para o final deste trimestre.



Fonte: Bloomberg Elaboração: JF Trust Gestora de Recursos

Obs: FOMC: Federal Open Market Committee, equivalente ao Comitê de Política Monetária do Bacen

Os estímulos do pacote fiscal nos EUA limitaram a intensidade de criação de empregos no segundo trimestre. Entretanto, payroll já acelerou em junho, devendo mutar de patamar no terceiro trimestre para uma faixa superior à 1 milhão de postos/mês.

O cenário de mudança do humor da maioria da diretoria do Federal Reserve não estaria plenamente precificada, com um risco implícito para as economias emergentes como o Brasil. Há o risco de conviver no prazo de um ano com uma realização do mercado acionário nos EUA e busca de hedge no mercado cambial, sancionando impactos de alta na curva de juros doméstica e deterioração dos fluxos cambiais, em um período já complicado da eleição presidencial de 2022.

No mercado de renda variável, constata-se desaceleração dos ganhos diários do S&P 500 e do Dow Jones. Há cautela sim, pois os preços dos imóveis seguem em alta nos EUA e o gasto fiscal esperado no pacote de infraestrutura será inferior à proposta do partido democrata.

Seria prudente que o Federal Reserve reduza ao menos o volume de compras de títulos lastreados em hipotecas (atualmente na faixa de US\$ 40 bi ao mês). A autoridade monetária deveria evitar uma nova bolha inflacionária imobiliária, que assustou em período antecedente à crise financeira de 2008.

O aumento da inflação também aparece com força no Reino Unido, pressionando o Banco da Inglaterra a sinalizar a retirada dos estímulos quantitativos. A Zona do Euro já mostra sinais de expansão da atividade de serviços com o avanço da vacinação, o que mantém a expectativa do mercado de redução gradual das compras emergenciais até o final do I trimestre de 2022. A China não pretende restringir a política monetária, sendo que esperamos que a desaceleração trimestral seja suave.

Em suma, o cenário externo é de inflação mais alta na margem sem perspectiva de recessão e também não se espera uma devolução plena do *overshooting* dos preços das commodities. O principal risco é uma mudança abrupta do discurso do Federal Reserve em relação à condução do ritmo de compras de títulos e de sua expectativa de inflação e juros.

No Brasil, os resultados econométricos apontam que a persistência inflacionária recuou de uma faixa de 5% a 7% a.a. no período de 2011-2016 para uma faixa de 4,3% em 2021-2022, mas precisa ser removida para garantir a convergência de metas de inflação mais reduzidas, como 3% para 2024.

O Fundo Equador FIM multimercado obteve em junho um desempenho negativo de – 1,9%, após ter registrado alta de 1,5% em maio.