# Apenas mais uma dose? Improvável.

## Porto Seguro Investimentos

## Relatório Econômico Mensal - Abr/2022

PORTO SEGURO

# Porto Seguro Investimentos

## Relatório Econômico Mensal - Abr/2022

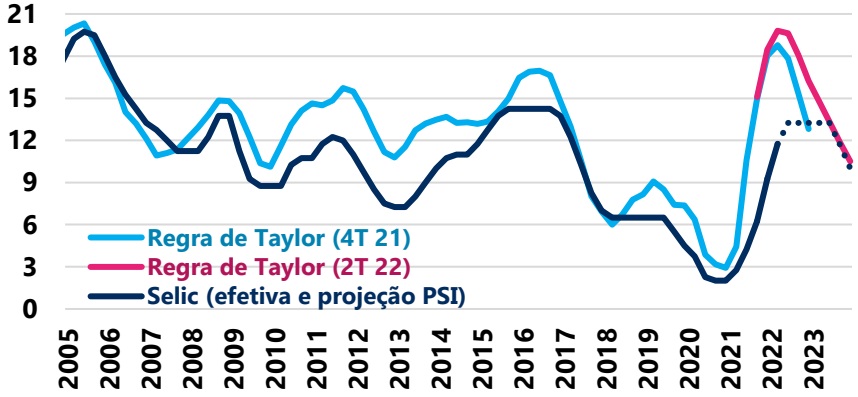
**O atual processo de aperto monetário no Brasil se aproxima do fim.** Na sua mais recente reunião, o Copom avaliou que uma nova alta de 1p.p. no encontro de maio deve ser suficiente para trazer a inflação de volta ao centro da meta. Contudo, ainda existem pressões inflacionárias consideráveis no curto prazo, e as expectativas têm piorado gradual e continuamente. Isso pode frustrar essa manifesta intenção da autoridade monetária, forçando uma elevação adicional na reunião seguinte.

**Nossa expectativa é que a taxa terminal deste ciclo alcance 13,25%.** Para além de uma taxa ligeiramente superior à sinalizada pelo Copom, nossa hipótese central envolve também a manutenção da taxa básica de juros em patamares elevados por um período prolongado. Essa perspectiva também é menos otimista que a mediana das estimativas reportadas no relatório Focus, que aponta para o início dos cortes da Selic já na primeira reunião do Copom de 2023.

**Para a inflação voltar para o centro da meta, precisaremos de juros mais altos por mais tempo.** No último trimestre de 2021 estimamos uma regra de política monetária simples, baseada no trabalho do economista norte-americano John Taylor, que recomenda um determinado nível para a taxa básica de juros a partir do desvio da inflação corrente em relação à meta, bem como do grau de ociosidade da economia. Àquela época, a regra sugeria uma elevação significativa da taxa Selic, que seria seguida de uma redução igualmente rápida. Munidos dessa informação, julgamos então que o BC adotaria o caminho do meio: nem elevação tão intensa, tampouco uma reversão tão rápida. Desde então, a inflação apresentou novas surpresas negativas, o que automaticamente exigiu por parte dessa regra uma taxa Selic ainda maior. Seguimos acreditando no caminho do meio, porém em um patamar ligeiramente mais elevado que aquele preconizado por nossas projeções do final de 2021, que então apontavam para 12,5% ao final do ciclo.

**Taxa Selic**

**Em %. Elab.: Porto Seguro Investimentos**



**Além do auxílio de regras como a de Taylor, os últimos passos do Copom serão guiados pela evolução de algumas variáveis específicas.** Desse grupo de variáveis, os preços das commodities e a taxa de câmbio são certamente as principais. Mas a despeito de sua relevância para o comportamento da inflação, é importante considerar que o Copom não tem qualquer controle sobre os primeiros e quase nenhum sobre a segunda. A pergunta, pois, é qual a expectativa de evolução para ambas no curto e médio prazo?

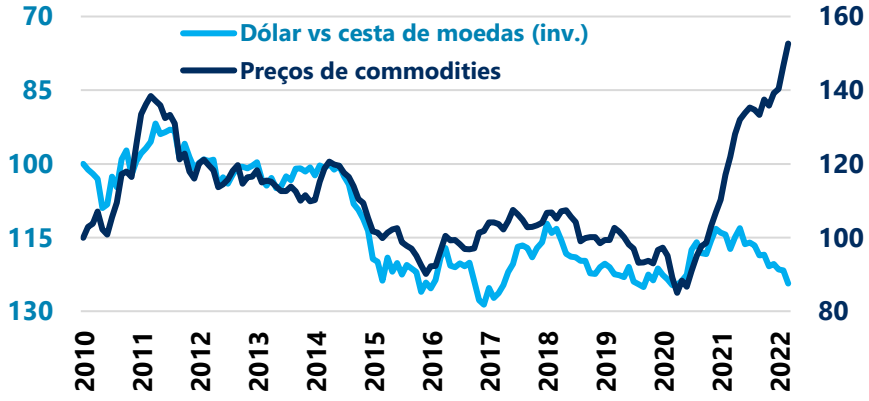
**De um lado, a taxa de câmbio finalmente começa a refletir a melhora de alguns fundamentos.** Até poucos meses atrás, a preocupação com a situação fiscal do país, diante das medidas adotadas desde o início da pandemia, era tão grande que seu efeito sobre o BRL prevalecia sobre qualquer outro fator habitualmente determinante de sua evolução. Com isso, a taxa de câmbio permaneceu bastante desvalorizada nesse período, apesar (i) da melhora dos termos de troca, (ii) do aumento do fluxo de capitais externos e (iii) do diferencial dos juros domésticos frente aos juros externos.

**Revisamos nossa projeção da taxa de câmbio para R$ 5,00 ao final de 2022.** O risco fiscal permanece elevado, mas esses fundamentos têm gradualmente prevalecido. Vale reforçar que, se essa projeção se materializar, o BRL será um grande aliado da Selic para conter a inflação.

**Por outro lado, as commodities têm se valorizado em resposta ao quadro atual de escassez.** Seus preços respondem tanto à dinâmica macroeconômica global como a questões particulares de cada mercado. Via de regra, o fortalecimento do dólar ante as demais moedas pressiona os preços das commodities para baixo. Contudo, como o atual quadro de oferta em diversos mercados está bastante apertado, os seus preços de modo geral – de grãos a combustíveis – são os mais altos em muitos anos. Vale lembrar que o quadro já era preocupante antes mesmo da invasão da Ucrânia; esse evento apenas acentuou desequilíbrios já existentes.

**USD e Commodities**

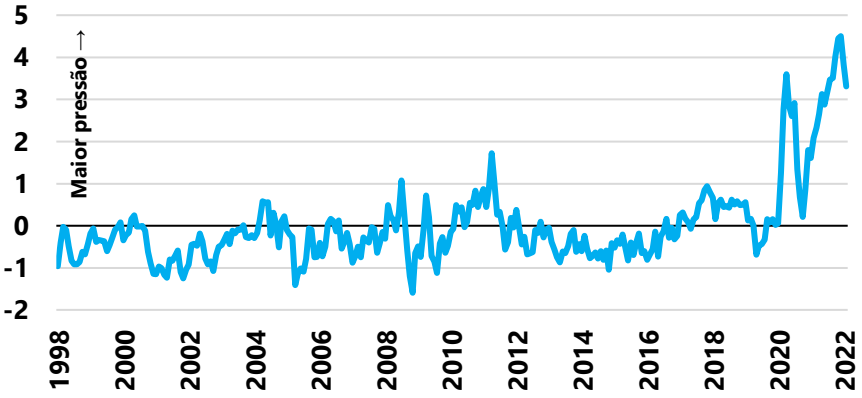
**Índices jan/10 = 100. Fonte: Bloomberg. Elab.: Porto Seguro Investimentos**



**As cadeias globais de produção também seguem muito distantes da normalidade.** Sobram evidências apontando nessa direção, representando fator adicional de pressão inflacionária ao redor do mundo. Os custos de frete marítimo e aéreo seguem elevados. Empresas continuam reportando tempo de entrega e atraso na produção em nível muito superior à média histórica. Adicionalmente, o avanço recente de casos de Covid-19 na Ásia e as óbvias dificuldades logísticas na zona de conflito na Europa podem atrasar ainda mais o processo de normalização. Esse quadro deteriorado da oferta global de bens é sintetizado por um indicador do *Federal Reserve* de NY reproduzido abaixo.

**Índice de Pressão nas Cadeias Globais de Produção**

**Normalidade = 0. Fonte: Fed NY. Elab.: Porto Seguro Investimentos**




**Querer nem sempre é poder: o Copom pretende fazer um último movimento de alta da Selic na reunião de maio, mas dificilmente conseguirá.** O BC deixou claro essa intenção na ata da reunião de março. Porém, (i) os riscos fiscais, acentuados pela campanha eleitoral, (ii) a escassez global de diversas commodities e bens industriais e (iii) o risco de uma alta forte e rápida dos juros americanos são todos fatores que conspiram contra tal plano. Assim, avaliamos que o Copom será obrigado a promover mais uma alta da Selic além do planejado, e então mantê-la elevada por um tempo prolongado.

| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 *(p)* | 2023 *(p)* |
|---|---|---|---|---|---|---|
| PIB | var. acum. % | 1,4 | -4,1 | 4,6 | *0,0* | *1,5* |
| IPCA | var. acum. % | 4,3 | 4,5 | 10,1 | *7,2* | *3,9* |
| Câmbio | R$/US$, dez | 4,03 | 5,20 | 5,58 | *5,00* | *5,10* |
| Selic | %, dez | 4,50 | 2,00 | 9,25 | *13,25* | *10,00* |

*(p): projeções*

A Porto Seguro Investimentos é responsável pela elaboração desse material, mas não se responsabiliza por quaisquer atos e/ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por meio de suas publicações e projeções. Todos os dados e/ou opiniões aqui presentes não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados e/ou análises desta publicação deverão ser assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo a Porto Seguro Investimentos de todas e quaisquer responsabilidades decorrentes do uso deste material.