

Invertendo o sinal



Porto Seguro
Investimentos
Relatório Econômico
Mensal - Jul/2021



**PORTO
SEGURO**



A alta dos preços das commodities no mercado internacional e, em grande medida, a desvalorização do Real, explicam os números elevados da inflação nestes primeiros meses de 2021. Essa, contudo, é uma combinação rara. Normalmente, períodos de valorização dos preços internacionais das commodities são acompanhados pela apreciação da nossa moeda, gerando então pouco ou mesmo nenhum impacto sobre os preços domésticos desses bens. O principal motivo dessa divergência recente foi a piora fiscal, na esteira da forte expansão do gasto público em 2020 para combater o impacto econômico da pandemia da Covid-19. Como essa percepção de risco fiscal foi (temporariamente) reduzida, o Real tem se recuperado nos últimos meses, o que pode ajudar a mitigar parte das pressões inflacionárias oriundas da crise hídrica que afeta o centro-sul do país. O vilão da inflação no primeiro semestre deve desempenhar papel relevante para evitar números ainda mais altos nesta segunda metade do ano.

- A grande relevância da produção e exportação de commodities (agrícolas, minerais e energéticas) na economia brasileira é histórica e largamente sabida. Prova disso é que o ciclo de valorização desses produtos na primeira década dos anos 2000 promoveu um grande crescimento do PIB doméstico, uma expansão do emprego e da renda, uma significativa melhora das contas externas e a consequente valorização da taxa real de câmbio naquele período.
- Os chamados termos de troca (razão entre os preços de exportação e de importação) resumem bem esse mecanismo. Com a valorização dos bens exportados, temos um ganho de renda proveniente do exterior que normalmente se traduz em maior consumo e investimento doméstico.
- Esse ganho na relação entre preços de exportação vs de importação também se verifica na melhora da balança comercial, que tudo o mais constante, contribui para aumentar o ingresso de recursos externos no país, apreciando então nossa taxa de câmbio.
- O gráfico a seguir mostra essa estreita relação ao longo do tempo, interrompida a partir do início de 2020, quando o Real experimentou uma significativa desvalorização a despeito da alta dos preços das commodities no mercado internacional (e a consequente melhora nos nossos termos de troca com o exterior).
- Essa rara divergência foi provocada pela piora na percepção do chamado risco-país, fruto da significativa deterioração fiscal gerada pelas medidas de combate aos impactos econômicos da pandemia da Covid-19. Vale lembrar, conforme mencionado aqui em edições anteriores, que o Brasil esteve entre os países que mais ampliaram o gasto fiscal em 2020.



Câmbio Real Efetivo e Termos de Troca

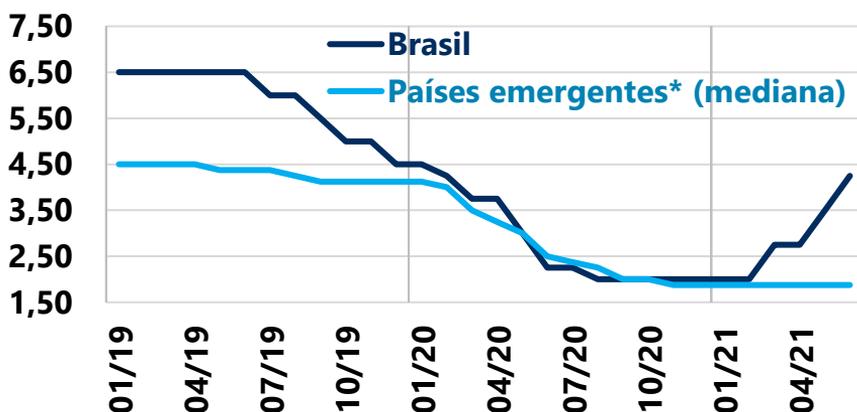
Fontes: BCB, BIS, Funcex. Elab.: Porto Seguro Investimentos



- Ainda que mais difícil de quantificar, a forte queda da taxa básica de juros também contribuiu para o enfraquecimento da moeda brasileira, à medida em que reduziu o diferencial entre os juros domésticos e os externos, exatamente num momento em que a percepção de risco doméstico aumentava.
- Em outras palavras, a Selic foi (bastante) reduzida num período em que os agentes locais e externos esperavam uma maior compensação pelo risco percebido mais elevado. Se o Brasil esteve entre os países que mais aumentaram seu gasto público no ano passado, o mesmo vale dizer sobre o tamanho da redução da taxa básica de juros, também superior à mediana dos movimentos observados em diversos outros países emergentes.

Taxa Básica de Juros (%)

Fontes: BCB, Bloomberg. Elab.: Porto Seguro Investimentos



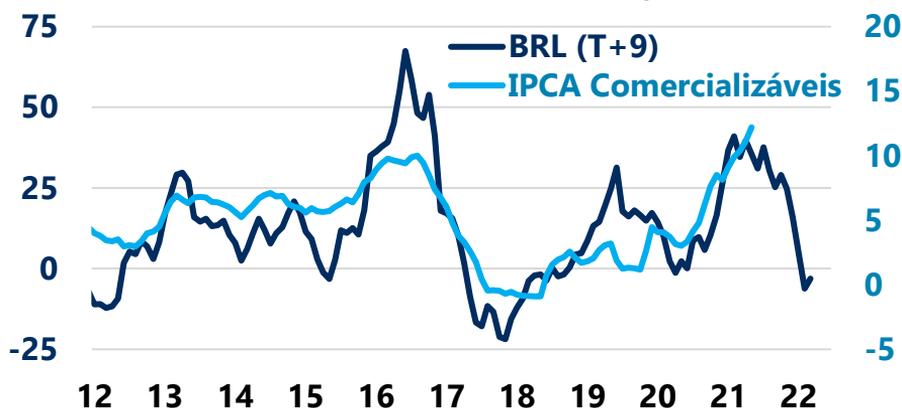
* África do Sul, Chile, Colômbia, Coreia do Sul, Filipinas, Hungria, Índia, Indonésia, México, Polônia, Rep. Checa, Rússia, Tailândia, Turquia



- Essa combinação de maior risco e menor prêmio (taxa de juros) diminuiu a atratividade dos ativos brasileiros, o que por sua vez gerou uma maior saída de recursos para o exterior, enfraquecendo assim o Real numa escala muito superior ao observado na maior parte das moedas de países economicamente relevantes.
- Risco-país maior e menor diferencial de juros explicam então a maior parte da depreciação do real entre o início da pandemia em 2020 até o final do primeiro trimestre deste 2021, tornando o enfraquecimento da moeda no grande vilão da inflação nos primeiros meses deste ano, especialmente ao não mitigar, como historicamente acontece, os efeitos da alta das commodities no mercado internacional sobre os preços domésticos.
- O gráfico a seguir ajuda a entender o impacto do câmbio sobre o comportamento do IPCA, ou ao menos de boa parte do índice. O chamado conjunto de bens potencial ou efetivamente transacionáveis com o exterior (basicamente alimentos e bens industriais) responde por cerca de 31% da cesta total de itens do IPCA. Se a ele somarmos os chamados preços administrados (que têm como destaque os derivados de petróleo), também bastante afetados pela variação cambial, direta ou indiretamente, temos quase 60% do peso total do principal índice de preços ao consumidor do país.

Inflação e Taxa de Câmbio

Variação em 12 meses. Fontes: BCB, IBGE. Elab.: Porto Seguro Investimentos



- Para alguns desses itens, o impacto da variação da taxa de câmbio é maior e mais rápido, enquanto que para outros, os efeitos são mais diluídos ao longo do tempo. Por isso, adotamos no gráfico acima uma defasagem média de nove meses entre a variação cambial e seu impacto no conjunto de transacionáveis.



- Vale lembrar que o papel que o Real exerce sobre a cesta de consumo da maior parte dos brasileiros foi acentuado nos últimos meses à medida em que, diante das medidas de distanciamento social, ocorreu uma alta no dispêndio com bens (transacionáveis com o exterior) relativamente ao consumo de serviços (em sua maioria não transacionáveis).
- A boa notícia é que a apreciação da moeda local verificada ao longo do segundo trimestre do ano deve exercer uma ação desinflacionária sobre os bens industriais e agrícolas ao longo dos próximos meses. Como referência, estimamos que em dezembro, a alta acumulada ao longo do ano para os alimentos no domicílio alcance 8,0% e para os bens industriais, 6,7%. Embora inegavelmente elevados, ainda assim são valores bem inferiores às variações de 12 meses terminadas em maio último, de 15,4% e 8,2%, respectivamente.
- Essa provável ajuda do câmbio no “*front*” inflacionário é mais que bem-vinda diante dos impactos que a severa crise hídrica no centro-sul do país impõe aos preços dos alimentos e, sobretudo, da energia elétrica. Ainda que contando com o papel desinflacionário do BRL neste segundo semestre, é fundamental que o Copom siga elevando a taxa Selic para evitar uma deterioração das expectativas inflacionárias para os próximos anos.
- Na sua mais recente reunião, a autoridade monetária finalmente abandonou seu plano inicial de fazer um ajuste apenas parcial da política monetária, sinalizando agora que deve elevar a taxa básica de juros até o patamar tido como neutro, que em termos nominais, é estimado em 6,5%.
- Seguimos acreditando que o final do atual ciclo monetário se encerrará com a Selic em 7%. A diferença em relação ao cenário do mês passado é que esse valor será alcançado já ao final deste ano, e não apenas no início de 2022.

| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 (p) | 2022 (p) |
|--------|---------------|------|------|------|----------|----------|
| PIB | var. acum. % | 1,8 | 1,4 | -4,1 | 4,8 | 2,0 |
| IPCA | var. acum. % | 3,7 | 4,3 | 4,5 | 6,2 | 3,8 |
| Câmbio | R\$/US\$, dez | 3,88 | 4,02 | 5,19 | 5,30 | 5,60 |
| Selic | %, dez | 6,50 | 4,50 | 2,00 | 7,00 | 7,00 |

(p): projeções