

### Inflação ainda não estabilizou , mas efeitos positivos do canal das Commodities e dos Termos de Troca nos Ativos no Brasil

O balanço de riscos ainda não é favorável para a inflação brasileira, mas o diferencial de juros e a perspectiva de aumento do superávit das contas externas brasileiras permitem apontar que as expectativas de alta dos preços no mercado de renda variável no Brasil tornaram-se atrativas comparativamente ao contexto no final do ano passado. Entretanto, reiteramos que o risco de reversão desse movimento segue condicionado ao impacto do aperto monetários nos EUA sobre a dívida corporativa e os preços dos ativos, considerando que a atual polarização do cenário político no Brasil já carrega implicitamente o contexto conhecido da política econômica de cada candidato presidencial.

O Federal Reserve necessita mostrar uma ação mais enérgica para reduzir a inflação, com aceleração do ritmo da alta da taxa de juros do *fed fund* de 25 para 50 pontos na decisão da política monetária de maio. Entretanto, devemos ressaltar que historicamente, o ciclo do aperto monetário gera um impacto não desprezível sobre os preços dos ativos e a atividade econômica. De fato, basta lembrar os períodos da correção da bolha de tecnologia dos anos 2000, da crise de queda dos preços no mercado imobiliário, que culminou na crise financeira internacional de 2008 ou da contração do mercado acionário em 2018.

O mercado internacional encontra-se dividido, com analistas ainda negando a necessidade de um aperto rápido e expressivo da taxa de juros do *fed fund* para estabilizar a inflação e outros, no qual faço parte, sugerindo que o aperto monetário somente em 2022 já atinja níveis de até 3%, portanto, superior às estimativas da taxa neutra de juros. No final de março, o mercado precificava uma probabilidade de 73,3% de elevação da taxa de juros de 50 pontos base para 0,75%-1.0% na decisão de política monetária de maio, e considerando o cenário de maior probabilidade a taxa de juros atingiria 3% no final deste ano.

É possível que parte do mercado não tenha convivido com um processo inflacionário dessa magnitude, sinalizando que ainda acredita que a desaceleração esperada da atividade econômica dos EUA consiga reduzir as taxas de inflação. Avaliamos que nesse caso, o processo da convergência para uma inflação mais baixa e junto à meta, será mais lento. Um Federal Reserve “mais *hawkish*” beneficiará a redução da inflação implícita e o aumento dos juros reais, o que pode levantar oportunidades alocação do portfólio para os investidores de juros externos.

Reiteramos o parágrafo da nossa Carta de janeiro deste ano: “Pela primeira vez desde a Grande Inflação da década de 1970, os preços ao consumidor estão

subindo rapidamente junto com os preços dos ativos. As cadeias de suprimentos tensas são as culpadas por isso, mas também a forte demanda criada pelos bancos centrais. O Fed tem incentivado os gastos do governo comprando bilhões de títulos do Tesouro todos os meses enquanto injeta dinheiro novo nos bancos. Assim como na década de 1970, agora há muito dinheiro perseguindo uma quantidade limitada de mercadorias. Temos uma liquidez que deve ser ajustada em 2022 e fugir da armadilha !”

Na China, após a crise da empresa Evergrande e da reestruturação do setor imobiliário com medidas regulatórias, os sinais de preços e vendas são de estabilização desse no final primeiro trimestre de 2022. Há espaço para medidas adicionais de flexibilização monetária via taxa de juros e compulsório e mais gasto fiscal, o que também sustentará preços elevados das commodities no curto prazo.

No mercado de petróleo, a Organização dos grandes Países Exportadores de Petróleo (OPEP+) aumentou um pouco o ritmo de produção mensal de 400 mil para 432 mil barris/dia, a despeito de potencial perda das exportações de petróleo russo de quase três milhões de barris/dia. De acordo com dados da Agência Internacional de Energia, a Rússia exportou 7,8 milhões de barris/dia em dezembro de 2021, ressaltando que as estimativas apontavam que no cenário de perda plena da produção de petróleo russo no mercado, o preço do barril superaria US\$ 200 no curto prazo, mas por enquanto, é o cenário menos provável.

Avaliamos que a Europa não tem como reduzir de forma rápida a dependência das fontes energéticas de gás natural (cerca de 40% das importações europeias vem da Rússia!!) e do petróleo russo. Os EUA são favoráveis à eliminação dessas importações, mas a Alemanha e outros países europeus, por exemplo, não apoiam essa ideia.

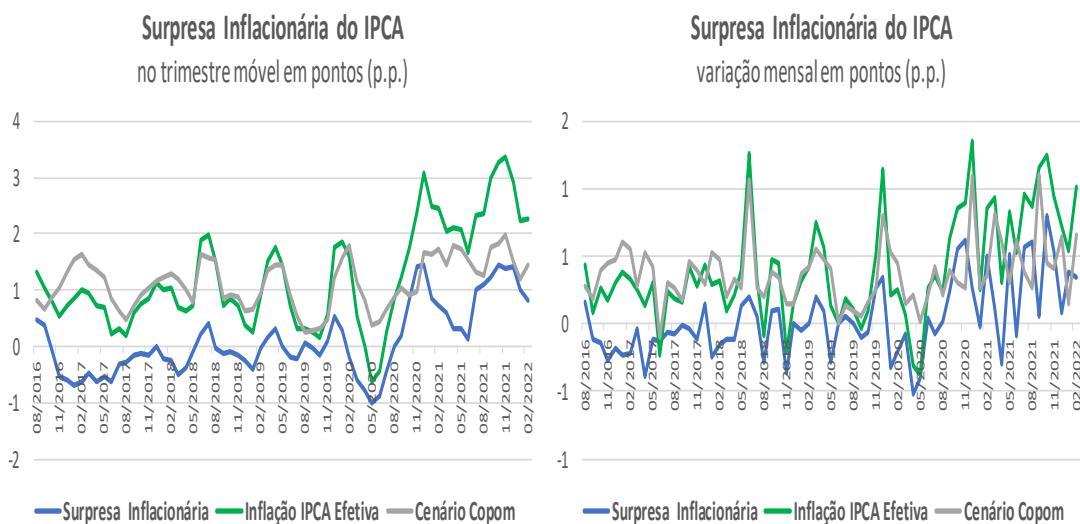
Os Estados Unidos já proibiram as importações de energia russas, e o Reino Unido sinalizou que vai interromper as importações de petróleo russo até o final deste ano. De forma paralela, o Ocidente tenta eliminar as sanções à Venezuela e ao Irã para irrigar um pouco a oferta da commodity mais próximo de US\$ 100 no curtíssimo prazo. Há também a alternativa de aumento da produção na Arábia Saudita e nos Emirados Árabes Unidos que possuem atualmente os níveis mais elevados de ociosidade de produção. A oferta da commodity está mais restrita em 2022, e os investimentos teriam que passar por um novo ciclo para ser capaz de adicionar capacidade de produção além dos níveis desse ano.

O impacto líquido do choque da guerra do Leste Europeu e do novo canal de alta dos preços das commodities tem sido (e deverá continuar) positivo para a

economia brasileira, com resultados recordes da balança comercial e melhora dos termos de troca, permitindo que a revalorização do real ante o dólar, na média, siga favorável em abril.

Avaliamos no panorama doméstico, elevação da taxa básica de juros Selic de pelo menos, mais 1,0 a 2,25 pontos percentuais até junho, o que no cenário esperado da curva de juros do Fed ainda beneficiaria um juro significativamente atrativo no Brasil para o investidor estrangeiro em abril, a despeito de desaceleração do fluxo de ingressos.

As “surpresas inflacionárias” no IPCA ainda não estabilizaram e ainda devem apresentar um viés de alta em nossa avaliação. Para citar um exemplo, a inflação no fechamento do trimestre móvel até fevereiro ficou 0,83 ponto percentual superior à estimativa central do Banco Central divulgada no final do ano passado. O choque de oferta persistente teve mais um incremento pelo impacto do choque da guerra do Leste Europeu, pressionando os preços das commodities agrícolas e petróleo, repercutindo na inflação mais alta dos alimentos e dos combustíveis.



As expectativas do IPCA seguem aumentando, com mediana de 6,86% em 2022, o seja, superando o teto da meta pelo segundo ano consecutivo, e de 3,8% para 2023.

Avaliamos que as projeções centrais do Bacen para o IPCA de 2022 e 2023, de 6,3% e 3,1%, respectivamente, ainda estariam relativamente otimistas, e mesmo considerando o cenário de B do Bacen com preço médio do petróleo mais elevado, a inflação do IPCA neste ano estimada de 7,1% e de 3,4% para 2023, também seriam inferiores às projeções da JF Trust.

A contribuição de um crescimento econômico do PIB inferior ao potencial (hiato) não compensado o impacto da inércia e do aumento do diferencial das expectativas e dos choques de preços externos. De fato, esses três últimos componentes somaram 5,86 p.p. para elevar o desvio do IPCA ante à meta no acumulado de 2021 enquanto o hiato negativo contribuiu com apenas -1,21 pontos para desacelerar a inflação.

A Aneel já sinalizou que deixará de cobrar a tarifa da bandeira escassez hídrica em maio, mas já foi incorporada em nossa estimativa e também do Banco Central que projeta uma deflação de -0,14%, mas a inflação acumulada em doze meses ainda ficará em dois dígitos superior à 10,5% em maio.

Consideramos que o impacto da redução do imposto sobre produtos industrializados seja bem limitado, sem reverter a pressão sobre os preços de bens industriais associados à problemas de oferta de suprimentos e alta dos preços das commodities, ainda compensando a desvalorização do dólar no curtíssimo prazo.

No nosso cenário, vemos maior risco de maior impulso fiscal à demanda agregada, através do aumento do déficit primário e damos probabilidade reduzida de uma reversão relevante dos preços das commodities.

Nossas simulações econométricas apontam que (i) Com uma Selic de 13,5%, prevemos um IPCA de 7,72%; (ii) uma Selic mais próxima de 14% a.a. seria necessária para manter um IPCA não superior à 7,5% em 2022; (iii) nenhuma estimativa, com Selic inferior à 13,75% por exemplo, aponta uma inflação inferior à 4% para 2023.

No mercado cambial, o rompimento do suporte de R\$ 4,72/US\$ pode até condicionar a persistência da desvalorização do dólar doméstico para um nível a ser testado de R\$ 4,5/US\$ em abril, mas claro, dependerá da postura *hawkish* do Bacen nas próximas decisões do Copom e do ritmo do fluxo de recursos externos, que na margem desacelerou nos últimos dias de março.

Na última Ata (de março) o Bacen sinalizou que pretende aumentar a taxa Selic em mais 1 p.p para 12,75% e interromper o processo, pelo menos temporariamente, para verificar os efeitos da transmissão sobre os preços, mas também os reflexos do choque do conflito militar sobre a tendência dos preços das commodities. Nossos modelos apontam necessidade de uma Selic superior à 12,75% e que uma estabilização da taxa de juros em junho não beneficiaria a estabilização das expectativas de inflação.