

A Pressão da Guerra sobre Commodities e Inflação

A aceleração dos preços das commodities combinada com a trajetória de elevação das taxas de juros internas e os ingressos de recursos pelo fluxo cambial de curto prazo no cenário de ausência de choque monetário por parte pelo Federal Reserve (juros subirão de forma gradual) permitiram um ciclo de revalorização do real ante o dólar nos primeiros meses deste ano, a despeito da aversão ao risco com o avanço da guerra limitar entre Rússia e Ucrânia.

O descolamento entre a alta do dólar no exterior na proximidade de alta dos juros nos EUA com o câmbio doméstico sustenta-se com esses condicionantes de fluxos e dos termos de troca mais favoráveis para o Brasil no curto prazo, que permitiram reduzir a taxa média de câmbio (dólar comercial venda) de R\$ 5,61/US\$ no último bimestre de 2021 para uma média diária no primeiro bimestre de 2022 de R\$ 5,36/US\$.

A perspectiva de inflação um pouco mais elevada na economia brasileira no biênio 2022-2023 não seria uma surpresa em nossa avaliação. Em junho de 2021, já estimávamos uma inflação estrutural no Brasil de 4,3%, sendo que nossa previsão do IPCA para 2023 está nessa vizinhança.

Em 2022, com uma pressão maior dos preços dos alimentos incorporado em nossas projeções e com menor oferta líquida do petróleo e do contexto da crise no Leste Europeu, a elevação dos preços médios do barril para uma média entre US\$ 100-US\$ 120 levaria a uma revisão da nossa previsão do IPCA deste ano para 7,16%, superior à estimativa central de 6,13% (teto de 6,3%) com Selic de 12,75%. Por outro lado, o novo problema torna-se a elevação dos preços dos combustíveis no cenário de prolongamento da guerra e sanções potenciais às exportações russas. Avaliamos que nesse último cenário, o governo deverá adotar um programa de subsídios aos preços dos combustíveis.

Para 2023, reestimamos a alta do IPCA de 4,30% para 4,38%, ressaltando que os preços do barril estavam sendo negociados na faixa de US\$ 110 na primeira semana de março. Nesse sentido, nossas simulações econométricas sugerem que um aumento da Selic para uma faixa de 13,0% -13,25% a.a. evitaria um descolamento do IPCA superior à 7% a.a.

O ingresso de recursos externos segue elevado, em particular para a Bolsa brasileira (B3), sendo que o saldo acumulado no ano já se aproximava de R\$ 70 bilhões na última semana de fevereiro. Além disso, o fluxo cambial acumulou um superávit de US\$ 6,3 bilhões em fevereiro. O Brasil vai enfrentar uma economia “mais inflacionária” do que imaginava o mercado há meses atrás, mas com preços das commodities e superávit externo mais elevados e também com juros internos significativamente atrativos.

Os preços das commodities aceleraram em janeiro e também em fevereiro, tanto agrícolas como metálicas, ressaltando que o índice geral do FMI e o que capta apenas o segmento de alimentos, aumentaram 2,1% e 3,4% em janeiro, respectivamente, acumulando taxas em doze meses de 38,9% e 20,1%.

Há também sinais positivos da flexibilização da política monetária na China e de medidas regulatórias no setor imobiliário que estariam provocando recuperação do ritmo da atividade no primeiro bimestre, o que também reforça o ciclo recente das commodities nesse primeiro trimestre.

O movimento das commodities não foi suficiente no segundo semestre de 2020 para interromper a alta do dólar, pois o risco fiscal estava presente e a taxa básica de juros significativamente reduzida e mantida em 2% a.a. Trocamos a dupla “juro baixo e câmbio elevado” por “juro maior e dólar suavizado”, mas os riscos da sustentabilidade da queda do dólar médio dependerão da duração da guerra no leste Europeu e dos impactos efetivos do início da elevação dos juros nos EUA e da redução do balanço patrimonial do Federal Reserve sobre os mercados de renda variável e da dívida corporativa.

O impacto da crise russa-ucraniana é de mais inflação no Brasil, pelo canal das commodities, sobre combustíveis e alimentos, com restrições pelo lado da oferta e dos preços do trigo, de petróleo, fertilizantes, etc, que inclusive com repercussões futuras na produtividade agrícola.

A OPEP não alterou sua programação de aumento da produção de 400 mil barris/diários por mês até abril, a despeito da guerra no Leste Europeu. Avaliamos que essa iniciativa sinaliza implicitamente que a organização não considera sustentável o movimento de aceleração dos preços até o final de 2022, ou seja, as condições de oferta e/ou de demanda serão regularizadas para um preço médio inferior no segundo semestre.

No tocante à política monetária internacional, mantemos a avaliação que o risco de um choque monetária de alta de 50 ou 75 pontos base da taxa de juros do fed fund seria reduzido, sobretudo na medida que a guerra vai se intensificando e a incerteza sobre a atividade global futura incorpora um viés de baixa. A curva futura do fed fund precisava, até a elaboração desse documento, que a probabilidade da alta dos juros de 50 pontos base estaria no limiar de 0% na última semana de fevereiro, com uma proporção de 94% para um aumento de 25 pontos para a faixa de 0,25%-0,50% a.a. na decisão do Comitê em 16 de março.

A trajetória do mercado de trabalho nos EUA não se alterou entre janeiro e fevereiro, operando ao nível de pleno-emprego, com a taxa desemprego efetiva de 3,8%, inferior à taxa natural estimada. O *payroll* de fevereiro apontou criação líquida de 678 mil postos de trabalho, significativamente acima da expectativa de 400 mil. Entretanto, como a pressão de alta do salário/hora desacelerou um pouco - de 5,5% a.a. de janeiro

para 5,1% a.a. em fevereiro – é um catalizador para evitar uma ação mais agressiva (*hawkish*) do aperto monetário.

A despeito da nova tentativa de negociação entre Rússia e Ucrânia, ainda não vislumbramos resultados que terminem a guerra e reduzam o contexto de aversão ao risco no mercado de renda variável. De fato, Putin afirma que deseja atingir os “objetivos da operação militar até o fim”. A possibilidade de ampliar as sanções sobre as exportações de petróleo da Rússia acelerou os preços do barril do petróleo para o intervalo de US\$ 120 à US\$ 130.

O panorama internacional é de continuidade de pressão sobre a inflação energética que deverá provocar revisão para baixo da atividade econômica global. Entretanto, os efeitos ainda seriam marginais na atividade do primeiro semestre de 2022, em linha com o documento “Livro Bege” que sinalizava perspectiva positiva da economia norte-americana para os próximos meses.

No mínimo, avaliamos que o cenário básico de prolongamento de uma “guerra de guerrilha” já está nos preços. O cenário alternativo (mais pessimista) sem as exportações russas na oferta de petróleo mundial, a estagflação sancionaria maior correção das bolsas internacionais.