

# Uma longa e difícil jornada



Porto Seguro  
Investimentos  
Relatório Econômico  
Mensal - Set/2021



**PORTO  
SEGURO**



**Quatro fatores devem orientar o comportamento da economia e dos mercados não apenas nestes meses finais de 2021, mas também ao longo de boa parte do próximo ano. São eles a evolução da pandemia de Covid-19, a redução dos estímulos fiscais e monetários em diversos países – com destaque para os EUA, o possível agravamento da crise hídrica interna e a incerteza em torno da eleição presidencial. Os dois últimos merecem uma atenção especial, uma vez que não se vislumbra nenhuma definição para ambos no decorrer dos próximos meses. Em meio a esse ambiente desafiador, estamos promovendo um novo ajuste na projeção para a Selic ao final do atual ciclo monetário, que sobe de 7,5% para 8,25%. Inflação e juros elevados, juntamente com uma grande dose de incerteza, devem contratar uma importante desaceleração do ritmo de crescimento do PIB, que passaria dos 5,0% esperados para este ano para 1,2% em 2022.**

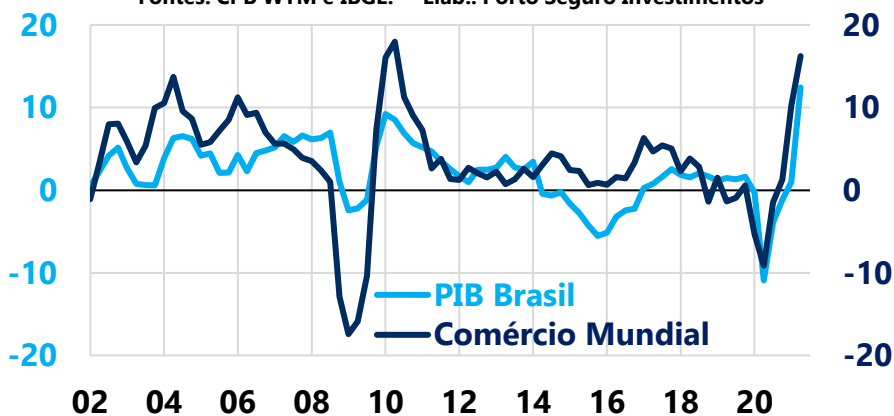
- Apesar do crescimento do número de infecções provocadas pela variante Delta do vírus causador da Covid-19 em diversas partes do mundo, os riscos de um grande retrocesso no movimento de reabertura econômica global parecem limitados. Existem algumas razões que justificam esse otimismo cauteloso.
- Primeiro, porque embora seja mais transmissível, essa nova versão não parece gerar efeitos mais nocivos aos infectados que as cepas anteriores. Com isso, números maiores de novos casos não se transformam em aumento equivalente do número de internações, dispensando a necessidade de adoção de medidas de restrição de mobilidade para evitar o estrangulamento dos serviços de saúde.
- Se parte da redução da severidade da Covid-19 se deve à própria mutação do vírus, parcela relevante deriva também da imunização propiciada pelas vacinas, que embora não garantam uma proteção integral, limitam a transmissão do vírus e suavizam muito os sintomas para aqueles que ainda assim são infectados.
- Não menos importante, o acúmulo de experiências e lições nestes quase vinte meses de convívio com a pandemia permitiram que indivíduos, empresas e governos mundo afora se adaptassem cada vez mais e melhor às circunstâncias, permitindo uma redução ao mesmo tempo dos riscos para a saúde pública e do impacto sobre a atividade econômica.
- Em outros termos, a Covid-19 ainda seguirá fazendo parte do nosso cotidiano durante um tempo razoável. Mas seu impacto econômico deverá ser cada vez menor. Por isso mesmo, é razoável imaginar que o enorme conjunto de estímulos fiscais e monetários, lançados por governos e bancos centrais de todas as partes do mundo no início do ano passado, seja gradualmente reduzido.



- Esse processo já é evidente em diversos países emergentes. Ainda que em escala e velocidade diferentes, os Bancos Centrais de Rússia, México, Coreia do Sul e Chile, entre outros, têm promovido uma elevação de suas taxas básicas de juros. Mesmo entre alguns países desenvolvidos, os sinais também vão nessa direção, embora neste grupo a ação propriamente dita tenha avançado pouco.
- Por seu peso relevante no PIB mundial e ainda maior nos mercados financeiros globais, é natural que as atenções nesse aspecto se concentrem na postura da autoridade monetária norte-americana, o *Federal Reserve (Fed)*. Embora seus dirigentes sigam demonstrando cautela e paciência para a retirada – gradual – desses estímulos, parece claro que o início desse movimento está cada vez mais próximo. O passo inicial será a redução das injeções de liquidez, que hoje alcançam os US\$ 120 bilhões ao mês!
- Acreditamos que esse movimento começará ainda no final deste ano, prolongando-se pelos meses iniciais de 2022. Mesmo que a elevação da taxa básica de juros do *Fed* só comece em 2023, é razoável imaginar que o impulso gerado por esse conjunto de estímulos sobre a economia dos EUA – e global – seja cada vez menor. Isso não implica num colapso do crescimento mundial, mas numa desaceleração do ritmo atual de expansão, com impacto também sobre o comércio internacional de bens e serviços.
- Embora o comércio exterior responda por uma parte relativamente pequena do PIB brasileiro, o gráfico abaixo demonstra claramente que o desempenho da economia global, representado aqui pelo volume do comércio internacional, tem influência importante no comportamento da economia doméstica. Em outras palavras, um ritmo menor de crescimento global, tudo o mais constante, deveria implicar numa velocidade também menor na expansão local.

### Comércio Mundial vs PIB Brasil (var% 12m)

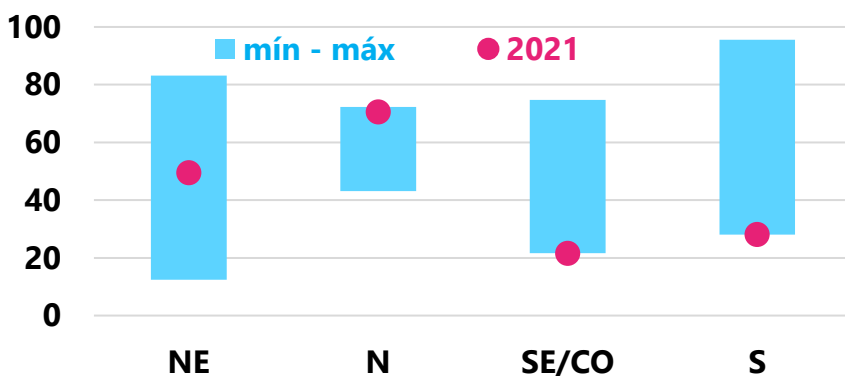
Fontes: CPB WTM e IBGE. Elab.: Porto Seguro Investimentos



- Ao mesmo tempo em que a perspectiva de uma evolução favorável da pandemia em escala global traz consigo a possibilidade de uma redução dos estímulos fiscais e monetários ao redor do mundo, a economia brasileira também se defronta com circunstâncias específicas que tornam o cenário de curto e médio prazo bastante desafiador, a começar por condições climáticas bastante adversas.
- Como se sabe, o país tem sua matriz de produção de eletricidade calcada em usinas hidrelétricas. Ainda que essa dominância venha sendo reduzida nos últimos anos em função de uma maior participação de fontes alternativas, como a térmica, a fotovoltaica e a eólica, o regime de chuvas que alimenta os reservatórios das hidrelétricas continua sendo de suma importância para o fornecimento abundante e relativamente mais barato de energia. Porém, esse regime tem se mostrado o pior das últimas muitas décadas, especialmente no centro-sul do país, exigindo o acionamento de fontes (bem) mais caras, levando a uma alta forte dos preços da energia elétrica.

### Reservatórios (% , agosto 2000-2021)

Fonte: ONS Elab.: Porto Seguro Investimentos



- Para além do impacto elevado sobre o preço da eletricidade (que deve responder por quase 1p.p. da alta de 7,8% esperada para o IPCA neste ano), o clima também tem afetado a produção agrícola e, conseqüentemente, o preço dos alimentos, que devem fechar 2021 com uma elevação de 8% no âmbito do IPCA.
- Embora seja temerário fazer qualquer projeção de médio e longo prazo sobre o clima, têm crescido as chances de ocorrência do fenômeno conhecido como *La Niña* neste próximo verão brasileiro. Caso se materialize, o resultado esperado é um volume de chuvas potencialmente menor que a média histórica exatamente nas regiões do Centro-Sul em que estão concentradas algumas das maiores usinas hidrelétricas do país.



- A esses fatores também se soma uma grande incerteza quanto ao resultado da eleição presidencial do final do ano que vem e seus possíveis impactos sobre o mix de política econômica do médio prazo, sobretudo no que diz respeito ao arcabouço fiscal.
- Diante desse quadro, é pouco provável que o Real se aprecie de forma significativa nos próximos meses e trimestres. Sendo assim, o Copom se verá obrigado a elevar ainda mais a taxa Selic para evitar um distanciamento adicional da inflação estimada para 2022 em relação ao centro da meta (3,5%). Por isso, estamos ajustando novamente o valor projetado da taxa básica de juros ao final do atual ciclo monetário, que passaria então dos 7,50% estimados anteriormente para 8,25%, nível que seria alcançado na primeira reunião do Copom do próximo ano.
- Como mencionado anteriormente, o gradual aperto das condições financeiras globais ao longo dos próximos meses deve levar a uma redução do ritmo de crescimento econômico global em 2022.
- A esse quadro se somam a persistência de condições climáticas ainda adversas, a alta dos juros domésticos, a recuperação ainda moderada do mercado de trabalho, a inflação elevada e a incerteza quanto ao cenário político-eleitoral. Combinados, limitam o crescimento da renda, encarecem o crédito e reduzem a confiança de famílias e empresas, impactando naturalmente suas decisões de consumo e investimento no próximo ano.
- Logo, se 2021 deve mostrar uma alta expressiva do PIB, de cerca de 5,0%, o cenário atual para o próximo ano aponta para uma variação pouco superior a 1%. Desnecessário dizer que diante de tantas fontes de incerteza, o grau de convicção em torno de tais projeções é naturalmente menor do que o normal. Esperando sempre pelo melhor, é conveniente estarmos preparados para uma jornada longa e cheia de desafios.

		2018	2019	2020	2021 (p)	2022 (p)
PIB	var. acum. %	1.8	1.4	-4.1	5.0	1.2
IPCA	var. acum. %	3.7	4.3	4.5	7.8	4.2
Câmbio	R\$/US\$, dez	3.88	4.02	5.19	5.10	5.30
Selic	%, dez	6.50	4.50	2.00	7.75	8.25

(p): projeções