

Nesta carta, teremos como foco principal apresentar e discutir os principais resultados do Relatório de Política Monetária (RPM) do 1º trimestre de 2025.

RELATÓRIO DE POLÍTICA MONETÁRIA (RPM)

O Relatório de Política Monetária (RPM), antigo Relatório de Inflação, é publicado até o último dia de cada trimestre civil e apresenta detalhamento da evolução recente e das perspectivas da economia, com ênfase nas perspectivas para a inflação.

O RPM destacou que o aumento do atual nível de inflação observada de 4,87% para 5,06% e a desancoragem das expectativas de inflação para períodos mais longos como principais preocupações.

Atualmente, os itens que mais estão pressionando para cima a inflação são os de alimentação, bens industriais e serviços. Tal comportamento ocorre em meio a cenário que continua caracterizado por resiliência na atividade, pressões no mercado de trabalho e hiato do produto positivo. No último Questionário Pré-Copom (QPC) de março, o mercado estimou um hiato do produto de 1,0% em 2024, 0,5% em 2025 e 0,1% em 2026. Ou seja, para os próximos dois anos teremos uma economia aquecida e uma inflação de serviços mais elevada. Com a apreciação recente do Real e uma safra maior em 2024/25, o Banco Central do Brasil (BCB) estima uma inflação de alimentos menor para os próximos meses.

Com efeito, os preços ao produtor desaceleraram, com moderação em produtos agropecuários e alimentos industrializados. A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) passou de 4,95% no trimestre encerrado em novembro para 2,15% no trimestre terminado em fevereiro. Segundo o RPM, a moderação nos preços agropecuários e em alimentos industrializados está associada, em grande medida, à dinâmica do mercado de bovinos. Após as fortes elevações observadas entre setembro e novembro, os preços do boi gordo apresentaram recuo em dezembro e relativa estabilidade no início de 2025, embora ainda continuem em patamar alto. A soja também contribuiu para menores variações no período mais recente, com o início da safra no Brasil e perspectiva de oferta mundial ampla.

Os preços administrados cresceram em ritmo acima do observado no trimestre anterior. A alta

no segmento passou de 0,84% no período encerrado em novembro para 1,41% no trimestre até fevereiro. A principal contribuição para o resultado veio da alta da gasolina, que reflete a majoração do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) *ad rem* sobre o combustível no início de fevereiro. Também houve reajustes mais elevados nas tarifas de ônibus no início do ano, após reajustes contidos em 2024.

Contudo, a maior preocupação da Autoridade Monetária refere-se ao processo inflacionário dos serviços. A inflação de serviços passou de 1,35% para 2,28% entre os trimestres finalizados em novembro e fevereiro. O gráfico a seguir destaca o comportamento do IPCA – Serviços e o Núcleo operando em cerca de 4,50% a 5,50%, nos últimos meses. No mesmo sentido, aluguel residencial, condomínio e serviços de salão de beleza também apresentaram elevações mais intensas. Diversas medidas da inflação subjacente de serviços indicam variações anualizadas acima de 6% nas séries com ajuste sazonal, inclusive medidas mais associadas ao trabalho, que tinham arrefecido no segundo semestre de 2024.

Gráfico 1 – Desempenho da inflação de Serviços e Núcleo em 12 meses



Fonte: IBGE.
Elaboração: Rubik Capital.

Os efeitos desse cenário mais delicado da inflação de serviços, nos indica que o BCB deverá operar com uma taxa de juros nominais elevada nos próximos anos e buscar uma desaceleração da atividade produtiva, a qual a partir de 2027 deve-se alinhar ao crescimento do PIB potencial.

Ademais, as projeções do cenário de referência do BCB indicam que a inflação continua acima do limite do intervalo de tolerância ao longo de 2025, fechando em 5,1% no final do ano, 3,7% em 2026 e 3,1% no último período considerado, referente ao terceiro trimestre de 2027. Neste caso, teríamos uma convergência ao centro da meta apenas a partir de 2028.

PORTFÓLIO DE INVESTIMENTO

No mês de março observamos forte valorização dos ativos de risco locais suportada pelo fluxo de investidores estrangeiros que aumentaram de forma relevante a alocação em países emergentes desde o começo do ano. Diante deste movimento aproveitamos para reduzir a exposição em ativos locais, em especial na bolsa. Entendemos que o atual patamar de preço das empresas brasileiras é atraente para alocações de médio e longo prazo, porém, dada a necessidade de retração do setor privado para convergência de inflação para a meta por parte do Banco Central, esperamos que a Selic se mantenha em níveis elevados por um período prolongado. Neste sentido, entendemos que a posição mais defensiva na bolsa local possibilita carregar atraente para os próximos períodos, balanceando os riscos da exposição nos demais ativos locais.

Desta forma, enxergamos assimetria no balanço de risco-retorno para posicionamento direcional na curva de juros brasileira, em títulos prefixados e indexados a inflação, em especial de médio prazo. Este posicionamento reflete nossa expectativa com a possível deterioração da atividade econômica, considerando o aumento das tensões globais e a elevada taxa de juros que tende a afetar o setor privado após a defasagem do efeito da política monetária. Todavia, mantemos cautela com as políticas públicas voltadas para estímulo do consumo interno, que podem levar a menor efetividade da política monetária e comprometer a ancoragem da inflação. Ainda, considerando a trajetória da taxa de juros interna e a queda do juro real americano, adotamos posição direcional vendida no dólar.

Em nossa visão, o dólar tende a ser fragilizado globalmente como resultado das tensões comerciais que tem se estabelecido, em especial, contra moedas de países desenvolvidos. Esta tendência ocorre pela necessidade de desvalorização cambial para que os bens produzidos pelos EUA passem a ser consumidos pelos demais países, acompanhado de fuga de capitais em função da repatriação de recursos realizada por investidores europeus e asiáticos. Este quadro suporta nossa expectativa de um dólar mais fraco internamente, no entanto, vemos dois riscos internos estruturais relevantes: (i) desaceleração econômica global, por conta do aumento de incerteza, gerar queda relevante nas commodities, em especial no petróleo, prejudicando amplamente a balança comercial brasileira e o quadro fiscal e; (ii) aceleração mais acentuada da inflação local com políticas públicas estimulativas, reduzindo o juro real com a depreciação monetária. Ainda, destacamos a possibilidade de que o aumento no estresse geopolítico desencadear retirada de risco relevante por parte de investidores globais, o que historicamente leva a uma corrida para o dólar, no curto prazo. Mesmo com estes riscos, enxergamos trajetória positiva para o real para o médio prazo, mas destacamos a postura ativa em sua alocação do portfólio, em alguns momentos mais arrojada e em outros mais conservadora.

Adicionalmente, temos observado aumento relevante na volatilidade dos ativos americanos, em especial na bolsa. Caso as tarifas declaradas sejam abrandadas ao longo dos próximos períodos, a correção dos ativos abre oportunidade atraente para alocações em alguns setores globais. Neste sentido, estamos reduzindo gradualmente as exposições vendidas no exterior e estudando alocações que se beneficiam da reorganização da cadeia produtiva global que deve decorrer das tarifas. Assim, estamos ainda cautelosos com o aumento na exposição direcional, mas com a redução da volatilidade devemos aumentar a exposição em emergentes que se destacam como alternativa para a produção ao invés da China, como a Coreia do Sul. Além disso, devemos aproveitar da confortável posição de liquidez para aumentar a alocação em empresas de consumo não cíclico e de energia, além de avaliarmos a trajetória das commodities para retomar a exposição direcional em algumas empresas da bolsa local.