

Esquenta do Copom: Mesma velocidade, carga maior

- Indicadores recentes sugerem que as perspectivas para a inflação seguem desafiadoras. Especialmente a inflação corrente, que se mostrou mais disseminada;
- A piora das perspectivas de crescimento doméstico e o aumento das incertezas externas podem representar um vetor desinflacionário;
- Estimamos que as projeções do Copom ficarão próximas à trajetória das metas com a as hipóteses da pesquisa Focus;
- Esperamos a manutenção do ritmo de alta de juros em 1pp. Uma aceleração poderia se justificar, mas as incertezas elevadas recomendam cautela;
- Esperamos que o comunicado mantenha o tom duro, reforçando que a Selic será elevada o quanto for preciso. A projeção do modelo dirá o tamanho do ajuste que o Copom tem em seu plano de voo.

Hawk-Dove Heatmap: Inflação corrente mais disseminada

Variáveis	jan-21	mar-21	mai-21	jun-21	ago-21	set-21	Comentário
Câmbio (Ptax)	5,3	5,6	5,4	5,1	5,2	5,3	Interrompeu tendência de apreciação
Juro real ex-ante (%)	0,0	0,3	1,1	1,7	3,1	3,7	Em alta, reagindo ao risco fiscal e inflação pior
PIB 2021 (% Focus)	3,5	3,2	3,1	4,9	5,3	5,0	Dados de atividade corrente mais mistos
PIB 2022 (% Focus)	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	1,6	Queda recente mais acentuada
Hiato do PIB	-2,4	-2,8	-2,4	-2,3	-2,0	-1,8	Hiato segue fechando com retomada da atividade
IPCA acc. 12m (%)	4,5	5,2	6,1	8,1	8,4	9,7	Pressionada e cada vez mais difusa
IGP-M acc. 12m (%)	23,1	28,9	31,1	37,0	35,8	31,1	Recuo na margem concentrado em preços do minério de ferro
IPCA 2022 (Focus, %)	3,50	3,50	3,64	3,78	3,81	4,1	Subindo consistentemente
Projeção de Dívida/PIB 2021	91,0	89,8	87,0	82,2	82,2	78,6	Curto prazo melhor, riscos para frente
Índice de incerteza FGV	137,4	136,5	119,9	122,3	119,3	119,4	Andando de lado
CDS (bps) - 5 anos	168,6	199,4	192,1	159,9	176,6	180,6	Piorou na margem
Treasury 10y (%)	1,1	1,6	1,7	1,6	1,3	1,4	Condições financeiras globais seguem favoráveis
Brent US\$	55,9	63,5	69,3	72,7	76,3	75,3	Petróleo volátil, em nível alto
CRB CMTD Index	454,0	496,5	532,1	563,5	562,2	555,5	Interrompeu tendência de apreciação
Ocupação dos leitos UTI	68,0	85,0	79,1	82,3	49,9	32,6	Recuou bem, aliviando atividade. Delta é risco
Mortes por Covid (mm7d)	969,4	1762,1	2480,7	2000,0	987,0	532,0	Recuou bem, aliviando atividade. Delta é risco
Mobilidade - Google - Varejo e Lazer	-28,0	-34,0	-20,0	-33,0	-10,0	-7,0	Mobilidade deixando de ser uma restrição
Reservatórios SE/CO (%)	21,1	32,7	34,7	32,1	26,1	27,8	Muito baixo, risco importante

*A definição das tonalidades leva em conta a evolução histórica do indicador, e um componente julgamental da equipe XP Economia

Os indicadores divulgados desde o último Copom sugerem, em nossa visão, que as perspectivas para a inflação seguem desafiadoras.

Os dados de inflação mostraram, no nível do produtor, **que ainda há pressão de custos a serem repassados ao consumidor**, tanto entre bens industrializados como alimentos. Os IPAs dentro dos IGP apresentaram deflação, mas muito concentrada em minério de ferro. Os demais itens ainda apresentaram, em geral, aceleração frente aos meses anteriores.



No nível do consumidor, o IPCA de agosto não apenas ficou acima do esperado, mas seu índice de difusão intensificou a aceleração vista em julho, **indicando que a pressão de preços está ficando mais disseminada.**

Outra evolução desfavorável foi **o aumento da percepção de risco local**, representada em nosso *heatmap* pela alta do CDS Brasil. A taxa de câmbio, que vinha se apreciando até junho, interrompeu a tendência, deixando de ser um favor positivo para as perspectivas de inflação.

Ainda do lado negativo, o nível dos reservatórios segue muito baixo, sendo um risco para a esperada deflação de energia elétrica em 2022.

Uma novidade desde o último Copom foi **a reversão das projeções de atividade**. A projeção Focus para o PIB de 2021 se reduziu, interrompendo longa tendência de revisões para cima. A projeção para 2022, que vinha relativamente estável, passou a recuar de forma mais significativa.

Em parte, a atividade mais fraca é uma resposta à expectativa de ajuste monetário mais intenso e, portanto, **pode se tornar um vetor desinflacionário adiante**. Outra parte, no entanto, está ligada ao choque de oferta da crise hídrica, que reduz a atividade por conta da inflação de custos pressionada.

O cenário externo também dá espaço para o Copom ser mais cauteloso na implementação do ajuste monetário. Os juros longos seguem bastante baixos no cenário global. **E as incertezas na China representam um risco à atividade econômica global e à evolução dos preços das commodities.**

Modelo do BCB: IPCA 2022 deve se manter próximo da meta

Na última reunião do Copom, as projeções para a inflação no cenário base eram de 6,5% para 2021 e 3,5% para 2022. Desde então, o cenário apresentou algumas mudanças, como vimos no *heatmap* acima. Isso refletirá também nas projeções para o IPCA no cenário base.

A mediana da expectativa para a taxa Selic no boletim Focus avançou de 7,00% para 8,25% em 2021 (fim de período) e 8,50% para 2022 desde o último Copom. O câmbio depreciou, de R\$ 5,15/US\$ para R\$5,20/US\$; e a expectativa de inflação, também coletada no boletim Focus, passou de 6,79% para 8,35%.

Enquanto a elevação do juro médio contribui para a queda da inflação, a elevação das expectativas e a surpresa inflacionária corrente (em relação à projeção de curto prazo do BC) agem na outra direção. O efeito líquido sobre a inflação dos preços livres deve ficar em 1,19 pp.

A projeção de preços administrados do Copom também deve subir - de 10,00% para 12,48% - devido à incorporação da bandeira "crise hídrica" no cenário, que ficará em vigor de setembro de 2021 a abril de 2022.

O resultado é elevação da projeção do IPCA para 2021 no cenário base para 8,31%, antes em 6,5%.



O mais relevante, no entanto, é 2022. Por um lado, a elevação da Selic de 2021 e 2022 no Focus reduz a projeção para o IPCA no fim do período: -0,34 pp. Por outro, a maior inércia de 2021, elevação das expectativas para 2022 e depreciação do câmbio elevam a projeção em 0,52 pp. O resultado líquido na projeção de preços livres é a alta de 0,25 pp.

Assumindo manutenção da tarifa de energia elétrica em bandeira vermelha 1 em dezembro de 2022, e corrigindo os preços administrados pela inercia inflacionária, estes recuam de 4,6% para 3,6%.

Dessa forma, a projeção para o IPCA de 2022 fica praticamente estável em 3,5% no modelo base do BC.

Banco Central do Brasil: Cenário Base									
	2021			2022			2023		
	Copom anterior	Este Copom	Impacto no IPCA	Copom anterior	Este Copom	Impacto no IPCA	Copom anterior	Este Copom	Impacto no IPCA
Câmbio	5,15	5,25	0,04	5,15	5,25	0,09	5,15	5,25	0,00
CRB**	562,5	555,9	-0,01	-	-	-	-	-	-
Selic Focus (fim do ano)*	7,00	8,25	-0,02	7,00	8,50	-0,34	6,50	6,75	-0,03
Expectativas*	6,79	8,35	0,88	3,81	4,10	0,16	3,25	3,25	0,00
Surpresa corrente/Inércia	-	-	-	-	-	0,27	-	-	0,04
IPCA	6,50	8,31	1,81	3,50	3,80	0,30	3,25	3,26	0,01
Preços livres	5,33	6,92	1,19	3,13	3,46	0,25	2,80	2,82	0,01
Preços administrados	10,00	12,48	0,62	4,60	4,82	0,05	4,60	4,60	0,00

* Boletim Focus- período de referência 17 de setembro de 2021

** Consideramos todo impacto da alta do CRB em 2021. Para 2022 e 2023, efeito é via inércia.

Hipótese de Bandeira tarifária

Importante mencionar aqui o elevado grau de incerteza em relação às projeções de bens administrados, devido ao cenário de bandeiras tarifárias que o BC deve adotar. No último RTI, publicado em 24 de junho, o BC adotou uma hipótese neutra para a bandeira tarifária de energia elétrica para os finais de ano-calendário, que se mantinha em vermelha patamar 1 em dezembro de 2021, 2022 e 2023. **Mantemos essa hipótese na simulação acima.**

No entanto, devido ao agravamento recente da crise hídrica e criação da bandeira “crise hídrica”, o BC pode alterar cenário de bandeira tarifária para 2022, elevando-a para **vermelha patamar 2**, considerando um valor intermediário em relação ao praticado antes da crise hídrica (R\$ 6,24 a cada 100 kWh), uma forma de buscar a neutralidade (mesmo que parcialmente). **Esta alteração levaria a projeção de inflação para 3,8% em 2022.**

Decisão e Comunicado: Manutenção de ritmo, sinalização de “orçamento” virá na projeção do cenário base

Nosso *call* é que o Copom elevará novamente a taxa Selic em 1,0pp.

Como discutimos em nosso último relatório mensal, acelerar o passo seria defensável dado que (i) a disseminação da inflação demandaria uma ação mais contundente do Copom; e (ii) a Selic hoje ainda está relativamente distante do ponto final de consenso de mercado (entre 8% e 10%).



Optamos por manter a projeção de 1,0pp dado o cenário ainda incerto. A inflação desfavorável hoje é resultado de políticas monetária e (principalmente) fiscal excessivamente expansionistas no passado. A inflação de 2022 e 2023 estará sob efeitos da política monetária e fiscal mais próximas do neutro.

Adicionalmente, o cenário externo está mais incerto com os riscos vindos da China.

O *call* de manutenção do ritmo ganhou força com uma fala recente do presidente do BC afirmando que o Copom não deveria reagir a cada novo dado divulgado (menção implícita ao IPCA de agosto).

No comunicado, acreditamos que os parágrafos de política monetária serão pouco alterados frente ao comunicado anterior. O comunicado provavelmente dirá que o ritmo atual é adequado e que que foco é o tamanho do ajuste a ser implementado.

Nossa visão é que essa comunicação virá na projeção do cenário base, com a trajetória de juros do Focus. O Focus prevê hoje Selic em 8,25% no final de 2021 e 8,50% em 2022. Se esse for o plano de voo do BC, a projeção do cenário base ficará na meta. Se o Copom entender que precisará ir além, a projeção estará acima da meta.

Duas variáveis são chave para a projeção que será publicada no comunicado: 1) a influência da expectativa de inflação de 2022, que vem subindo tanto no Focus como nos mercados futuros; 2) o cenário para energia elétrica em 2022 (ver seção acima com nossas projeções do modelo).

Nossos exercícios indicam ser possível a projeção do modelo do BC variar entre 3,5% (a meta) e 4,0%. **Acreditamos que a opção será por publicar a projeção próxima à meta, indicando que 8,25% em 2021 e 8,50% em 2022 está em linha com seu plano de voo atual.**

Se estivermos corretos em nossa avaliação, uma possível redação para os parágrafos finais do comunicado é:

Considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 1,00 ponto percentual, para ~~6,25%~~ 7,25% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e um balanço de riscos de variância maior do que a usual para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para as metas no horizonte relevante, que inclui o ano-calendário de 2022 e, em grau menor, o de 2023. Esse ajuste também reflete a percepção do Comitê de que a piora recente em componentes inerciais dos índices de preços, em meio à reabertura do setor de serviços, poderia provocar uma deterioração adicional das expectativas de inflação. O Copom considera que, neste momento, ~~a estratégia de ser mais tempestivo no ajuste da política monetária~~ o ritmo atual de implementação do ajuste monetário é ~~a mais~~ apropriada para garantir a ancoragem das expectativas de inflação. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

Neste momento, o cenário básico e o balanço de riscos do Copom indicam ser apropriado um ciclo de elevação da taxa de juros para patamar acima do neutro.

Para a próxima reunião, o Comitê antevê outro ajuste da mesma magnitude. O Copom enfatiza que fará o que for necessário para promover a convergência da inflação à trajetória de metas no horizonte relevante de política monetária. Neste sentido, o tamanho do ajuste a ser implementado e os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados para assegurar o cumprimento da meta de inflação e dependerão da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante da política monetária.



Cenário XP: Projetamos a taxa Selic em 8,5% ao final do ciclo de ajuste

O IPCA de agosto mostrou pressões disseminadas pela economia.

O papel da política monetária, diante de um choque de custos, é evitar os efeitos secundários do choque. A disseminação da inflação mostra que, por ora, a batalha não está ganha.

O risco da política fiscal excessivamente expansionista – e sua consequência sobre a perspectiva da demanda agregada e da taxa de câmbio – torna a batalha ainda mais difícil.

Diante deste cenário, entendemos agora que o Copom elevará a taxa Selic até 8,50%, dois pontos percentuais acima do patamar considerado neutro (6,5%). Esperamos mais duas altas de 1,0pp, seguidas de uma alta de 0,75pp em dezembro e uma alta final de 0,5pp no início de 2022.

Como salientamos em relatórios anteriores, se a política fiscal se mostrar mais expansionista e insustentável do que o contemplado em nosso cenário base, o peso sobre a política monetária será maior.

Caio Megale – Economista-Chefe

Rodolfo Margatto – Economista

Tatiana Nogueira – Economista

Victor Scalet – Estrategista Macro

Alexandre Maluf – Estrategista Macro

Maria Jordão – Estagiária

Maria Ezabella – Estagiária



Disclaimer:

Este relatório foi preparado pela XP Investimentos CCTVM S.A. (“XP Investimentos”) e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º na Resolução CVM 20/2021. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e análises políticas, e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra/venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra/venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A XP Investimentos não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. As opiniões, estimativas e projeções expressas neste relatório refletem a opinião atual do responsável pelo conteúdo deste relatório na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. A XP Investimentos não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e de informar o leitor. O responsável pela elaboração deste relatório certifica que as opiniões expressas nele refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais, e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação a XP Investimentos. Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida a sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos. A XP Investimentos não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710. Para maiores informações sobre produtos, tabelas de custos operacionais e política de cobrança, favor acessar o nosso site: www.xpi.com.br.