

Revisão do Cenário Macro XP: Mudança de Regime Fiscal pressiona câmbio e juros

- *Julgamos que o arcabouço fiscal brasileiro mudou nas últimas semanas, para permitir uma trajetória de gastos maior adiante;*
- *Neste cenário, revisamos nossa projeção de taxa de câmbio para 5,7 reais por dólar em 2021 e 2022 (5,2 e 5,1 antes, respectivamente);*
- *A desancoragem fiscal pressiona a inflação. Elevamos nossa projeção de IPCA de 9,0% para 9,1% em 2021 e de 3,9% para 5,2% em 2022;*
- *Esperamos agora que o Copom acelere a alta de juros para 1,5 p.p na reunião da semana que vem (antes 1,0 p.p.), e uma Taxa Selic terminal em 11,0% (antes 9,25%);*
- *A deterioração das condições financeiras e as incertezas políticas e fiscais pesam adicionalmente sobre a atividade. Reduzimos nossa projeção de PIB em 2021 de 5,3% para 5,0%; e de 1,3% para 0,8% em 2022.*

O Gatilho

Eventos recentes indicam enfraquecimento do arcabouço fiscal vigente no Brasil. A regra constitucional do teto de gastos, principal norte de controle das despesas públicas, terá menor efetividade daqui para frente. Diante disso, a percepção de risco dos agentes de mercado subiu consideravelmente nos últimos dias, pressionando ativos financeiros e deteriorando as perspectivas da economia.

Em nossa opinião, **estamos observando uma mudança de regime na condução da política fiscal, e não “apenas” uma piora na margem.** Desde o início de 2021, temos simulado cenários macroeconômicos alternativos baseados em mudanças estruturais no quadro das contas públicas – por exemplo, ver o relatório Brasil Macro Mensal: Riscos, ruídos e a aproximação do cenário adverso, publicado em 14 de abril. Julgamos que esse cenário assume maior probabilidade de realização, levando a um pior equilíbrio macroeconômico.

Esta nota resumida traz novas projeções macroeconômicas atualizadas à luz desta novo ambiente de maiores incertezas e fragilidade fiscal. O detalhamento dessas expectativas será divulgado em nosso relatório mensal, no início de novembro.

Taxa de Câmbio, Inflação e Juros Mais Elevados

Em linha com a manutenção da maior percepção de risco fiscal, ajustamos projetamos a taxa de câmbio em R\$/US\$ 5,70 no final de 2021 e 2022 (ante expectativas de R\$/US\$ 5,20 e R\$/US\$ 5,10 no cenário anterior, respectivamente). Apesar das mesmas projeções para o final deste e do próximo ano, acreditamos que a taxa de câmbio apresentará muita volatilidade, especialmente com a aproximação das eleições.

Uma deterioração adicional do câmbio poderia acontecer? Sim. Em contrapartida, os termos de troca continuam favoráveis, e esperamos agora uma taxa de juros mais elevada no Brasil, o que pode compensar a desancoragem fiscal até as eleições do ano que vem.

Na esteira da depreciação cambial e deterioração das expectativas inflacionárias pela maior percepção de risco, revisamos nossas projeções para o IPCA nos próximos anos. **Esperamos agora inflação de 9,1% em 2021(antes 9,0%) e 5,2% em 2022 (antes: 3,9%). Para 2023, projetamos 3,5%, levemente acima da meta.**

A inflação mais elevada a frente acontece não apenas pela depreciação cambial, mas porque passamos a incorporar um prêmio de desancoragem fiscal nas expectativas de inflação dos agentes. Em contrapartida, a reação da política monetária (ver abaixo) e fatores pontuais, como a provável deflação importante de energia elétrica dada a melhora no regime de chuvas.

A mudança no quadro fiscal muda o cenário base do Banco Central, que deverá agir tempestivamente. Esperamos agora uma aceleração no ritmo de alta da taxa básica Selic nas duas próximas reuniões do Copom (outubro e dezembro) para 1,5 p.p. (antes esperávamos 1 p.p.). Projetamos ainda altas de 1 p.p. e 0,75 p.p. nas reuniões do comitê em fevereiro e março de 2022, levando a Selic no final do ciclo para 11,00%.

Apesar de não projetarmos convergência da inflação à meta no horizonte relevante, o aperto mais intenso da política monetária será importante para evitar uma desancoragem maior das expectativas. Além disso, destacamos que a deterioração do quadro fiscal levará a aumento expressivo do juro neutro na economia brasileira (para além dos 3% estimados atualmente pelo Banco Central).

Consequências para a Atividade Econômica

A deterioração das condições financeiras, com destaque ao aumento da percepção de risco e aperto mais intenso da política monetária e a alta adicional dos custos globais de produção, nos levou a revisar a projeção de crescimento do PIB em 2022, de 1,3% para 0,8%. Em média, esperamos variação praticamente nula do PIB ao longo dos trimestres do ano que vem. O desempenho da atividade doméstica poderia ser ainda mais fraco não fosse nossa premissa de normalização gradual das cadeias globais de suprimentos ao longo do 1º semestre e, dessa forma, expansão da oferta (represada) em atividades manufatureiras com grande peso na economia local. A estimativa atualizada de crescimento também já incorpora a contribuição positiva do maior volume de transferências de renda sobre o consumo das famílias.

Para o PIB de 2021, por sua vez, ajustamos nossa projeção de crescimento de 5,3% para 5,0%. Neste caso, devido sobretudo à piora das restrições de insumos e forte elevação de custos no setor industrial nos últimos meses.

Ainda acreditamos que o mercado de trabalho permanecerá em rota de recuperação nos próximos meses, em linha com a reabertura econômica e dinâmica favorável de setores intensivos em mão-de-obra (ex: serviços prestados às famílias e construção civil). No entanto, a retomada do nível de emprego deverá perder força no ano que vem, implicando recuo modesto da taxa de desemprego (de 12,6% no final de 2021 para 12,2% no final de 2022).

Projeções XP				
	2021 (Anterior)	2021 (Atual)	2022 (Anterior)	2022 (Atual)
Crescimento do PIB (var. real %)	5,3	5,0	1,3	0,8
IPCA (var. 12m %)	9,0	9,1	3,9	5,2
SELIC (% a.a, fim de período)	8,25	9,25	9,25	11,00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	5,20	5,70	5,10	5,70

Elaboração e projeções: XP.



Disclaimer

This material was prepared by XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos" or "Company") and should not be considered as a research material for the purposes of article 1° of CVM Instruction 598/2018. All opinions, projections and estimates constitute the judgment of the author as of the date of transmission and these, plus any other information contained herein, are subject to change without prior notice. The Company does not support or oppose any political parties, political campaigns, candidates, or public officials. Furthermore, XP Investimentos is not permitted to give corporate funds, property or other resources to political parties or candidates and will not reimburse any shareholders, directors, officers, employees, and licensors for such contributions or expenditures. XP Investimentos and its affiliates, parents, shareholders, directors, officers, employees, and licensors will not be liable (individually, jointly, or severally) to you or any other person as a result of your access, reception, or use of the information contained in this communication.

Past performance is no guarantee of future results. Therefore, nothing in this report constitutes a representation that any investment strategy or recommendation contained herein is suitable or appropriate to a recipient's individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation. This report is published solely for information purposes, it does not constitute an advertisement and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any securities or related financial instruments. This material (including any attachments) is confidential, may contain proprietary or privileged information and is intended for the named recipient(s) only.