

A perspectiva de descumprimento da regra do teto dos gastos públicos em 2022, mas sobretudo a ratificação do nosso cenário de uma política fiscal mais expansionista e intervencionista na economia brasileira para a formação de preços administrados tornou-se um fator chave para a deterioração dos preços dos ativos domésticos em outubro, que ainda deve persistir em novembro. O prêmio de risco, detectado pelo CDS Brasil de cinco anos, aumentou quase 15% em outubro, superando o nível de 230 pontos base e parece estar mais associada à dinâmica esperada da dívida pública do que do déficit fiscal de curto prazo.

Uma aprovação definitiva da proposta de emenda constitucional (PEC 23/21 dos Precatórios) - que já passou em primeiro turno na Câmara - permitirá o aumento do reajuste anual do teto pela inflação acumulada do ano, e assim expandir o espaço dos gastos públicos na faixa de R\$ 90 bilhões, para a correção das despesas de benefícios, a prorrogação do auxílio emergencial, o programa Auxílio-Brasil, lembrando que o cenário mais provável é o descarte da taxação dos dividendos.

A credibilidade da política fiscal está abalada com o parcelamento da dívida dos precatórios, pois representa um calote uma dívida já decidida judicialmente que deve ser paga ao credor. Avaliamos que o pagamento dos precatórios não deveria entrar na regra dos gastos, pois efetivamente não representa um indicador de austeridade fiscal e sim, um resultado de uma decisão judicial referente a uma dívida passada. Por outro lado, alterar as regras do jogo no cenário atual não seria prudente, além do fato que cria um montante acumulado dos precatórios que tende a se acentuar nos próximos anos.

Há ruídos fiscais no curto prazo, mas (i) a nossa estimativa do déficit público primário de 1,72% do PIB para 2022 não pode ser considerada elevada na série histórica; (ii) uma opção “menos ruim” seria a de expansão dos gastos com as novas regras ajustadas pela PEC dos Precatórios em relação ao cenário de gastos sem teto e sem referência, considerando o Plano B, que passaria pelo decreto da calamidade pública.

A deterioração dos condicionantes da dívida pública é um problema que não pode ser relativizado, pois de fato, com menor crescimento econômico, taxas de juros mais elevada e um déficit primário mais elevado, estimamos que a dívida pública bruta deverá aumentar pelo menos 0,5 p.p. em 2022, para uma faixa de 90% do PIB.

Com um fiscal pior (e distante do superávit) na margem, aumenta o peso do ajuste da política monetária para reduzir a inflação. De fato, em outubro, revisamos nosso cenário de uma taxa básica de juros de 10,5% para 11,75% ao final do ciclo do aperto monetário, esperado para o primeiro quadrimestre de 2022.

Reiteramos que a inflação é preponderante de oferta, mas isso não significa que o Bacen possa suavizar a alta dos juros, pois precisa combater os impactos secundários da transmissão dos choques e sobretudo, voltar a controlar as expectativas de inflação

para 2022, que ainda não estabilizou. Estimamos IPCA mínimo de 5,16% para 2022 (com teto de 5,3% com intervalo de confiança de 95%), portanto, superior ao teto da meta!

Não esperamos redução da taxa de câmbio média anual, atualmente na faixa de R\$ 5,35/US\$ em 2021, pois a percepção de risco segue em alta, com prêmio do CDS Brasil de 5 anos superior à 200 pontos base e a sazonalidade do fluxo cambial não favorece nesse quarto trimestre. No curto prazo, mantemos nossa estimativa do suporte de R\$ 5,43/US\$ no curto prazo, e 5,57/US\$ como referência para dezembro de 2022.

A previsão do crescimento real da economia brasileira (PIB) de 2022 se mantém em baixa, de 0,74% em relação à previsão anterior, pois também carrega no nosso modelo o impacto de uma taxa de juros um pouco mais elevada em 2022 do que o mercado.

Para a inflação brasileira, o contágio dos preços das commodities de alimentos ainda deve persistir, com viés de alta, atingindo novos picos da última década, conforme apuramos nas séries da FAO (Organização para a Alimentação e Agricultura) que registrou terceira alta consecutiva 3% (de 129,2 em setembro para uma média de 133,2 em outubro), sendo uma taxa anualizada de 31% ante outubro de 2020. No caso específico do trigo, constatou-se frustração nas colheitas de trigo no Canadá, Rússia e Estados Unidos e os preços atinge níveis mais elevados desde 2012!! Deve-se ressaltar que a FAO reduziu sua projeção de produção global de cereais de forma moderada (de 2,8 bilhões para 2,79 bilhões de toneladas), mas segue atrás da demanda estimada, levando a redução dos estoques dos cereais, tema que analisamos na Carta de Setembro de 2021.

No exterior, o Banco da Inglaterra (BoE) não alterou a taxa básica de juros de 0,1% a.a., ressaltando que apenas 2 membros votaram a favor da elevação dos juros. Parece que o risco da desaceleração da atividade econômica futura ainda pesa, a despeito da alta da inflação anualizada de 4%, superior à meta de 2% do BoE. De qualquer forma, esperamos no mínimo duas altas moderadas de 0,15 p.p. ao longo de 2022.

O Federal Reserve confirmou o início da retirada dos estímulos monetários quantitativos (“tapering”) em novembro com US\$ 15 bilhões/mês, com o objetivo de finalização em junho de 2022, mas enfatizou dois pontos: (i) inflação alta ainda seria “temporária” e (ii) não exige aumento rápido dos juros; (iii) o mercado de trabalho não recuperou plenamente.

A autoridade monetária norte-americana sabe que a inflação alta será um pouco mais prolongada, mas avaliamos que a sinalização do Fed tende a reduzir a probabilidade no mercado futuro de que a alta taxa de juros inicie em junho de 2022. Não ocorreu nenhuma surpresa na comunicação do Fed e por isso, os yields das treasuries não devem acelerar dos atuais níveis, a não ser que ocorram surpresas próximas no timing e na intensidade da redução esperada da inflação pelo Fed.

Não alteramos o nosso cenário de curtíssimo prazo, com a continuidade de recuperação gradual dos rendimentos (*yields*) das treasuries, acima de 1,5% a.a., e do dólar. Os números do emprego dos EUA ainda não recuperaram os níveis de pleno-emprego estimados pelo Fed, mas trajetória das projeções dos indicadores pelos membros do Fed apontam probabilidade elevada para o segundo trimestre de 2022.

No tocante à China, não alteramos a perspectiva de desaceleração trimestral, mas por outro lado, as taxas acumuladas de alta dos preços das commodities seguem elevadas, sinalizando que o movimento antecipado das importações chinesas de commodities possa estar ocorrendo, como no segundo semestre de 2020.

Em suma, no cenário da política econômica, ainda estamos no “meio do caminho” do ciclo do aperto monetário e a inércia dos preços estabilizará somente no primeiro trimestre de 2022. Será crucial que as expectativas de inflação para 2022-2023 estejam estabilizadas até o final de março, para que o Bacen não seja obrigado a elevar a Selic acima de 12% a.a... Mantemos estimativa de nova “surpresa inflacionária” acumulada de 0,4% p.p. no trimestre móvel de setembro à novembro em relação à estimativa apontada pelo Bacen no RTI de setembro.

O Fundo Equador teve desempenho negativo em outubro de 3,17%, puxado pela desvalorização de 0,95% da carteira de ações e do segmento de renda fixa, que teve um desempenho negativo de 2,22%.