

# Brasil Macro Mensal

## Projeções melhoram apesar de mundo incerto e eleições



### Destaques

- A desaceleração econômica e os preços mais baixos das commodities devem contribuir para a desinflação global. Riscos geopolíticos permanecem elevados e a Europa deve entrar em estagflação;
- No Brasil, elevamos as projeções para o crescimento do PIB em 2022 (de 2,2% para 2,8%) e 2023 (de 0,5% para 1,0%), como reflexo de surpresas positivas no período recente;
- A projeção para a inflação do IPCA em 2022 recuou de 6,8% para 6,1%, com efeito da queda de impostos e desinflação global. A previsão para 2023 recuou de 5,5% para 5,3% devido à menor inércia;
- Resultados de curto prazo sustentam nossa estimativa de superávit primário de 0,8% do PIB para o setor público em 2022. Para 2023, esperamos mudanças no arcabouço fiscal com maiores despesas, levando a déficit primário de 0,7% do PIB e elevação da dívida pública;
- O balanço de pagamentos continua robusto, com destaque ao sólido ingresso de investimento direto. Mantemos a projeção para a taxa de câmbio em R\$/US\$ 5,00 no final de 2022, em meio a alta volatilidade;
- Com as expectativas de inflação se estabilizando, o Banco Central deve interromper o ciclo de aperto monetário. Sem ruptura fiscal, vemos espaço para cortes de juros no próximo ano, com a taxa Selic encerrando 2023 em 10,00%.

#### Caio Megale

Economista-chefe

#### Alberto Bernal

Estrategista-Chefe Global & EM

#### Andres Pardo

Estrategista-Chefe Latam

#### Rodolfo Margato

Economista

#### Tatiana Nogueira

Economista

#### Tiago Sbardelotto

Economista

#### Francisco Nobre

Economista

#### Maria Jordão

Estagiária

#### Alberto Silva

Estagiário

#### Contato

economiaxp@xpi.com.br

### Projeções XP

	2018	2019	2020	2021	2022 (P)	2023 (P)
Crescimento do PIB (var. real %)	1,8	1,2	-3,9	4,6	2,8	1,0
Taxa de desemprego (% de saz., fim de período)	12,1	11,5	14,7	11,7	8,5	8,2
IPCA (var. 12m %)	3,8	4,3	4,5	10,1	6,1	5,3
SELIC (% a.a, fim de período)	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	10,00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3,87	4,03	5,20	5,58	5,00	5,30
Resultado primário (% PIB)	-1,6	-0,9	-9,5	0,7	0,8	-0,7
Dívida bruta - DBGG (% PIB)	75,3	74,3	88,8	80,3	79,2	84,0
Balança Comercial (US\$ Bi)	46,6	35,2	50,4	61,4	50,5	54,0
Exportações (US\$ Bi)	231,9	221,1	209,2	280,8	336,0	329,0
Importações (US\$ Bi)	185,3	185,9	158,8	219,4	285,5	275,0
Conta Corrente (US\$ Bi)	-51,5	-65,0	-24,5	-28,1	-37,5	-46,0
Conta Corrente (% PIB)	-2,7	-3,5	-1,7	-1,7	-2,0	-2,3
IDP (US\$ Bi)	78,2	69,2	44,7	46,4	79,5	77,0
IDP (% PIB)	4,1	3,7	2,9	2,9	4,3	3,9
PIB Nominal (US\$ Tri)	180	183	143	155	186	196
PIB Nominal (R\$ Tri)	7,00	7,39	7,47	8,68	9,53	10,09

Fonte: IBGE, BCB, Bloomberg, XP.

## Editorial – Indicadores recentes positivos são sustentáveis?

Os mercados internacionais ensaiaram uma melhora no início do segundo semestre, acreditando que o ajuste monetário nos EUA poderia ser leve. Mas declarações dos membros do Fed, incluindo do presidente Jerome Powell, lembraram a todos que não há desinflação sem custos. Como dissemos no mês passado, a dúvida acerca da intensidade do ajuste monetário necessário para reequilibrar a economia não será dissipada tão cedo, mantendo elevada a volatilidade dos mercados.

No Brasil, o debate eleitoral esquentou com o início formal da campanha. Pouco se sabe sobre as propostas de cada candidato presidencial para a política econômica a partir de 2023. O desafio fiscal é grande e demanda reformas estruturais, ainda que os resultados de curto prazo sejam favoráveis.

Apesar desse ambiente incerto, as notícias econômicas no Brasil têm sido positivas. A economia segue em recuperação, o que nos fez elevar (mais uma vez) a projeção de crescimento do PIB este ano, de 2,2% para 2,8%. Para o PIB do próximo ano, ajustamos a previsão de 0,5% para 1,0%. A inflação vem caindo para além do efeito das reduções de tributos, beneficiada pela descompressão global de custos. Além disso, o investimento estrangeiro no país continua acelerando e as estatísticas fiscais de curto prazo se consolidaram no território positivo.

Ainda é cedo para comemorar. A sustentabilidade desses resultados encorajadores depende da política fiscal no próximo governo, das perspectivas de reformas e do reequilíbrio global pós-pandemia. De toda forma, há sinais de que a economia brasileira tem potencial para um ciclo favorável adiante. Resta saber se vamos aproveitar a oportunidade.

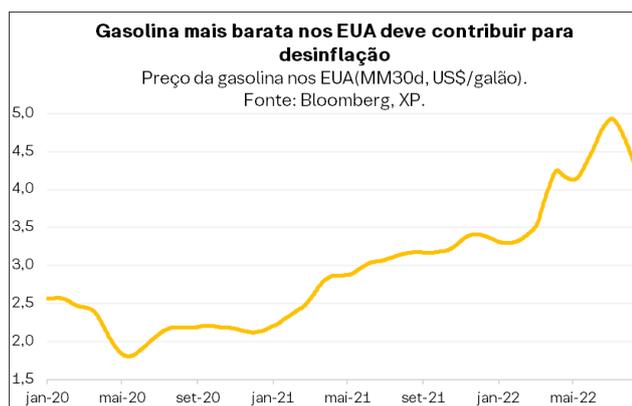
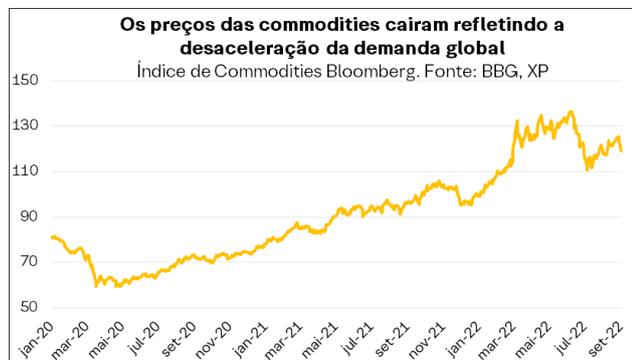
## Pano de fundo global: Desaceleração da economia em meio a condições financeiras mais apertadas e riscos geopolíticos

**Queda nos preços das commodities deve contribuir para a desinflação global.** A cotação do petróleo caiu mais de 30% entre o início de junho e o final de agosto, enquanto o preço da gasolina caiu 12% em agosto nos EUA. Com o esfriamento da demanda global, projetamos que os preços do petróleo Brent encerrarão 2022 entre US\$ 90 e US\$ 100 por barril. Os preços das commodities metálicas devem cair ainda mais à medida que a desaceleração da atividade econômica global se consolida. Por outro lado, as commodities agrícolas devem seguir em alta, impulsionadas pela demanda inelástica e condições climáticas que afetam o lado da oferta. Apesar das nossas expectativas de que os preços das commodities permanecerão elevados ao longo do ano em relação aos níveis históricos, a queda recente deve aliviar as pressões inflacionárias daqui para frente.

**A prioridade do Fed (banco central dos EUA) é trazer a inflação de volta à meta.** O discurso do Presidente da instituição, Jerome Powell, no evento de Jackson Hole, destacou que o Fed está disposto a sacrificar o crescimento econômico para garantir a convergência da inflação para a meta – uma medida amarga, porém necessária. Com o mercado de trabalho aquecido e a inflação persistentemente alta, o Fed terá que levar as taxas de juros para um território contracionista (acima de 2,5%) em sua reunião de setembro. O ritmo de alta e a avaliação da taxa de juros terminal mais apropriada continuarão dependentes de dados econômicos a serem divulgados.

No entanto, projetamos que o Fed não terá que levar os juros para o patamar atualmente sugerido pelos preços dos ativos, devido às nossas expectativas de desinflação e desaceleração da atividade econômica a partir do segundo semestre. Acreditamos que a inflação americana atingiu o pico e que observaremos uma reversão de tendência – prevemos queda dos atuais 8,5% para 6,5% no final de 2022. Além disso, os indicadores de atividade apontam para enfraquecimento do mercado imobiliário e desaceleração da economia. Dado o efeito defasado da política monetária, acreditamos que o Fed evitará o risco de apertos excessivo nas taxas de juros.

**Risco de estagflação na Zona Euro aumenta.** A inflação continuou a surpreender, atingindo 9,1% em agosto, e sem sinais de alívio. Os aumentos de preços continuam se espalhando pelos diferentes setores da economia, com a medida de núcleo avançando para 4,3%. A inflação de energia deve permanecer pressionada nos próximos meses, como sinalizam índices de preços ao produtor na maioria dos países da região. Por outro lado, a atividade econômica deve enfraquecer consideravelmente no segundo semestre, com incertezas elevadas quanto ao impacto do aperto da política monetária e os efeitos prejudiciais que a guerra na Ucrânia trouxe



para a Europa. Os indicadores de atividade sugerem que a economia da Zona do Euro está entrando em período de contração.

**O crescimento econômico na China continua dependente de medidas de estímulo.** O governo anunciou recentemente estímulos fiscais adicionais no valor de 1 trilhão de yuans (US\$ 146 bilhões), focados principalmente em investimentos de infraestrutura. Além disso, o PBoC (banco central da China) começou a cortar as taxas de juros, visando estimular a demanda após contínuas medidas de *lockdown* e apoiar o mercado imobiliário. Acreditamos que a atividade econômica entrará em rota de recuperação a partir do segundo semestre do ano, refletindo os esforços do governo. Desta forma, projetamos que a economia da China crescerá 3,2% em 2022 e 5,6% em 2023. Apesar da desaceleração recente, o setor externo continua firme, e prevemos que as exportações e as importações avançarão 12,7% e 6,0% em 2022, respectivamente. No entanto, a economia continuará dependente do suporte governamental; sem isso, calculamos que a economia chinesa crescerá entre 1% e 2% nos próximos dois anos.

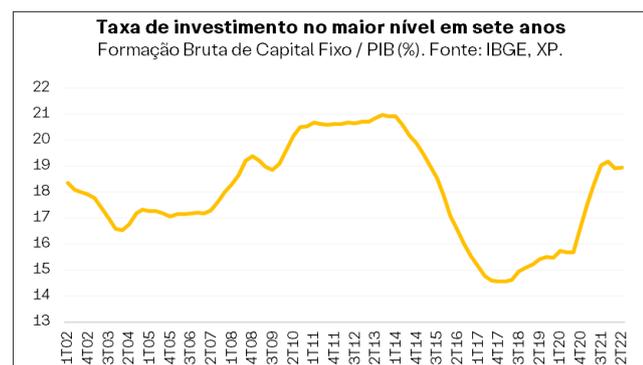
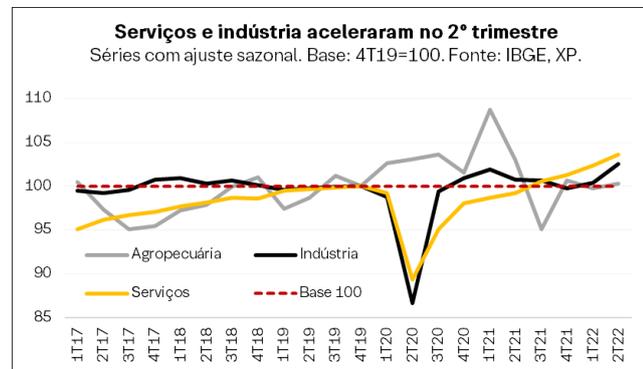
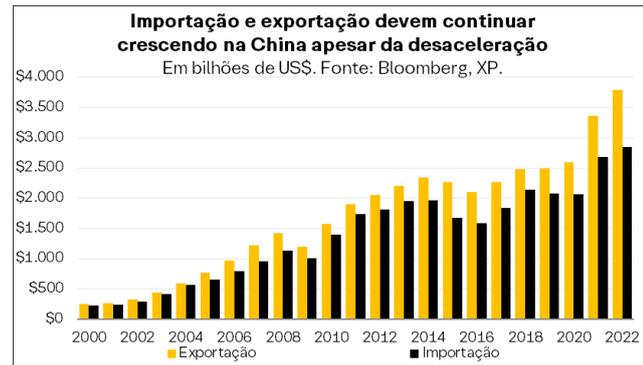
## Brasil: Projeções melhoram apesar do mundo incerto e eleições

### Atividade Econômica – Elevamos nossa projeção para o PIB em 2022 e 2023

**O PIB do Brasil cresceu acima das expectativas e de forma disseminada no 2º trimestre de 2022.** A economia avançou 1,2% em relação ao 1º trimestre e 3,2% ante o 2º trimestre de 2021, acima do que projetávamos (1,0% e 3,0%, respectivamente). Praticamente todos os componentes do PIB exibiram resultados positivos, sinalizando uma dinâmica de recuperação consistente da atividade.

**Pelo lado da oferta, o crescimento do setor de serviços acelerou na comparação com o trimestre anterior,** ainda beneficiado pela reabertura econômica e normalização do padrão de consumo. Com isso, o PIB do setor terciário situa-se quase 4% acima dos níveis pré-pandemia. O PIB da indústria também aumentou substancialmente entre abril e junho, com números favoráveis em todos os subsetores. Destaque para a consistência da construção civil – oito trimestres seguidos em expansão – e a retomada firme da indústria de transformação na primeira metade deste ano, como reflexo da elevação da demanda interna e da redução de gargalos nas cadeias globais de matérias-primas.

**Pelo lado da demanda, o consumo das famílias segue como destaque.** As despesas avançaram 2,5% na comparação trimestral, refletindo a recuperação sólida do mercado de trabalho (com taxa de desemprego em torno de 9%), a utilização de parte da poupança acumulada durante a pandemia e medidas governamentais de antecipação de renda. O investimento voltou a crescer após números decepcionantes no início do ano. Esses fatores mais do que compensaram a contribuição negativa do setor externo no 2º trimestre.

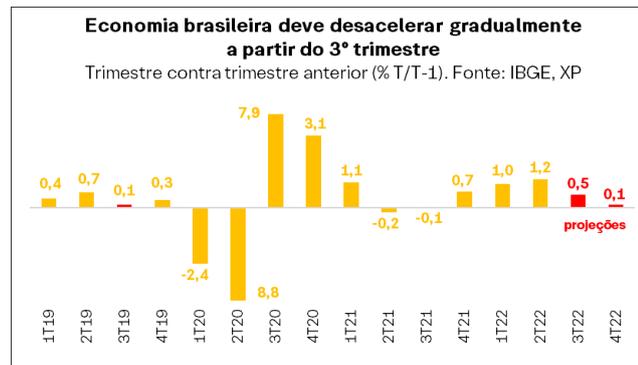


**Projetamos desaceleração gradual da atividade no segundo semestre.** O PIB deverá aumentar a um ritmo mais moderado a partir do 3º trimestre, em linha com o aperto das condições financeiras (sobretudo a elevação de juros e maior percepção de risco) e o enfraquecimento da economia global. No entanto, a retomada do mercado de trabalho, estímulos fiscais adicionais de curto prazo (ex: aumento do benefício do Auxílio Brasil e vouchers para caminhoneiros/taxistas) e alívio na pressão inflacionária tendem a permitir um arrefecimento da economia mais suave em relação ao inicialmente esperado. Acreditamos que a massa de renda real disponível às famílias permanecerá em níveis elevados nos próximos meses, fornecendo sustentação ao consumo – para mais informações, ver o relatório [XP Macro Especial: Monitorando o ritmo de crescimento do consumo](#).

**Com o primeiro semestre mais forte que o esperado e a desaceleração apenas gradual no segundo, elevamos nossa projeção de crescimento do PIB em 2022, de 2,2% para 2,8%.**

Se a nossa expectativa estiver correta, o efeito de carregamento estatístico (ou seja, assumindo taxas de variação trimestral nulas) para o ano que vem será positivo em 0,7pp, ante 0,2pp no cenário anterior.

**Assim, revisamos também a previsão de aumento do PIB em 2023, de 0,5% para 1,0%.** Nosso cenário considera que a renda disponível às famílias crescerá cerca de 2% no próximo ano, com manutenção do benefício mensal mais elevado do programa Auxílio Brasil (R\$ 600) e ritmo de expansão mais moderado do emprego – segundo nossas estimativas atualizadas, a taxa de desocupação chegará a 8,5% no final de 2022 e 8,2% no final de 2023 (projeções anteriores: 9,0% e 9,2%, respectivamente). A nosso ver, a herança estatística mais favorável deixada pelo PIB de 2022 somada a impulsos fiscais devem mais do que compensar a desaceleração da atividade econômica global e a política monetária doméstica em campo amplamente contracionista em 2023.



PIB e Componentes (variação anual, %)	2020	2021	2022 (P)	2023 (P)
Agropecuária	3,8	-0,2	0,9	2,0
Indústria	-3,4	4,5	2,0	0,7
Serviços	-4,3	4,7	3,6	1,1
<b>PIB Total</b>	<b>-3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>2,8</b>	<b>1,0</b>
Consumo das Famílias	-5,4	3,6	3,8	1,2
Consumo do Governo	-4,5	2,0	1,9	0,8
Formação Bruta de Capital Fixo	-0,5	17,2	-1,7	-0,6
Exportações	-1,8	5,8	2,3	1,7
Importações (-)	-9,8	12,4	-2,5	1,5

Fonte: IBGE, XP.

## Contas Públicas – O desafio da transição para 2023

**Resultados de curto prazo mantêm tendência positiva.** A arrecadação federal de tributos continua forte, devido sobretudo às receitas ligadas a lucros corporativos, como IRPJ e CSLL, e à massa salarial, como arrecadação previdenciária. Adicionalmente, as receitas de dividendos e participações com exploração de recursos naturais (royalties e participação especial de petróleo) atingiram máximas históricas neste ano. Com isso, o resultado

primário do Governo Central em atingiu R\$ 111,7 bilhões no acumulado em 12 meses, ou 1,2% do PIB.

### Setor público sustentado por resultados do Governo Central.

Em julho, houve queda significativa do resultado primário dos estados em relação ao ano anterior. Isso provavelmente reflete, em parte, os efeitos da redução das alíquotas do ICMS sobre combustíveis, energia elétrica e comunicações, que entrou em vigor nesse mês. Apesar disso, o superávit acumulado em 12 meses atingiu R\$ 230,6 bilhões, ou 2,5% do PIB.

**Esperamos agora superávit de R\$ 26,6 bilhões em 2022.** Essa revisão decorre principalmente do desempenho nos últimos meses e da melhora na perspectiva para a atividade econômica neste ano (ver seção deste relatório), que devem continuar impulsionando a arrecadação tributária.

**Incertezas para 2023, no entanto, permanecem.** Conforme descrevemos em nosso relatório do mês passado, as despesas primárias devem subir em 2023 consumindo grande parte da elevação de receitas. A maior parte desta alta são despesas permanentes (salários) ou de difícil redução (Auxílio Brasil).

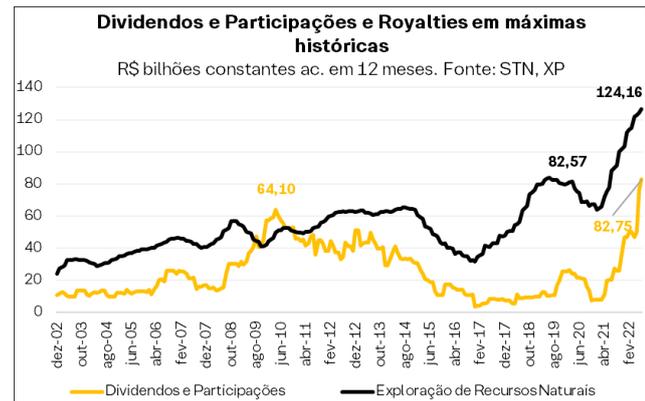
**O desafio a partir de 2023 é desenhar uma nova âncora fiscal que acomode essas novas despesas, mas ofereça uma perspectiva de sustentabilidade da dívida pública nos anos seguintes.** Em nosso cenário base, adotamos a hipótese de uma reforma da regra fiscal do teto de gastos, com elevação do limite em 2023 para acomodar as novas despesas e correções em linha com a inflação nos próximos anos.

**Neste cenário, o Governo Central voltará a mostrar déficit em 2023, da ordem de R\$ 91,0 bilhões, ou -0,9% do PIB.**

**O setor público consolidado (Governo Central, Estados e Municípios e Estatais) deve apresentar piora em 2023.** Nossa estimativa consiste em superávit de R\$ 77,3 bilhões ou 0,8% do PIB em 2022, refletindo em grande parte os ganhos acumulados até julho. Por outro lado, em 2023, a expectativa é de piora dos resultados, em linha com a normalização dos preços de commodities e, especialmente, da perda de arrecadação dos estados com as mudanças no ICMS. Esperamos déficit de R\$ 70 bilhões, ou -0,7% do PIB.

**Há risco adicional de desonerações serem mantidas em 2023.** As alíquotas de PIS/Pasep e Cofins sobre combustíveis foram reduzidas a zero até o final deste ano. Nosso cenário base conta com a reoneração ano que vem (ver seção de inflação abaixo). No entanto, se os preços do petróleo continuarem elevados, é provável que o governo estenda a medida no próximo ano, o que pode levar a uma perda de arrecadação de até R\$ 54 bilhões.

**Com a hipótese de mudança no teto de gastos em 2023, estimamos que a dívida pública voltará a crescer.** O resultado primário positivo em 2022 deve reduzir a relação entre Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e PIB para 79,2%. Mas, a partir de 2023, com a elevação de despesas por conta da mudança na regra do



teto de gastos e a conta de juros nominais mais alta, a dívida pública deve voltar a crescer.

**Com a hipótese de que as despesas primárias crescerão em linha com a inflação depois do salto em 2023, a dívida pública tende a se estabilizar a partir de 2026, em torno de 90% do PIB (para mais detalhes, ver o relatório [XP Macro Especial: Cenários Fiscais de Longo Prazo](#)).**

**Apesar da mudança nas regras, acreditamos na manutenção de alguma âncora fiscal (teto ajustado, meta de dívida, etc.) a partir do ano que vem.** Qualquer alteração na regra do teto de gastos deve ter como foco a estabilização e a redução do endividamento público no longo prazo. A inclusão de novas despesas em um teto ajustado pode provocar alta da dívida no curto prazo, mas se a premissa de correção das despesas se mantiver, é possível atingir a sustentabilidade das contas públicas, embora em níveis de dívida muito elevados.

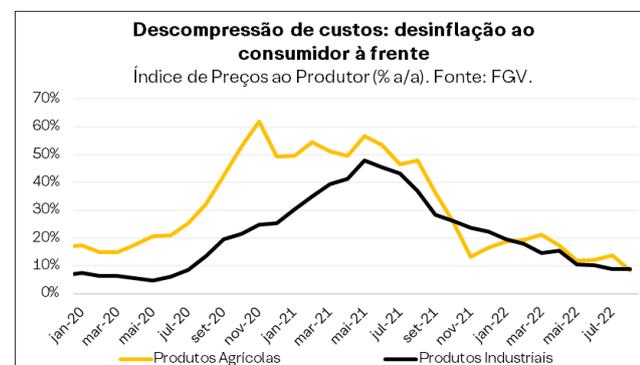
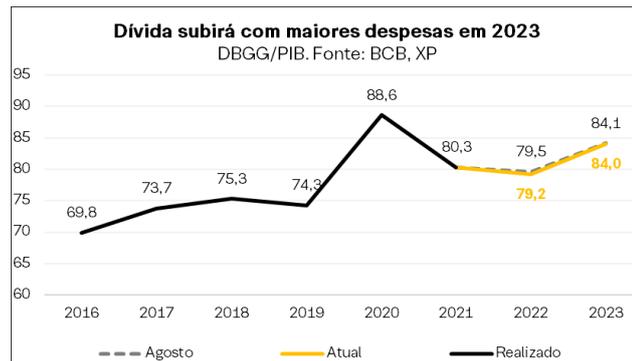
## Inflação – Projeções recuam para além dos cortes de tributos

**Revisamos nossa projeção para o IPCA de 2022, de 6,8% para 6,1%.** A inflação de curto prazo segue se beneficiando das desonerações e da queda no preço do petróleo. Mas além de queda nos preços dos itens que tiveram redução de tributos, os grupos de alimentação e bens industriais já mostram descompressão importante.

**Na última semana, a Petrobras anunciou mais um corte no preço da gasolina.** Foi o quarto corte consecutivo desde meados de julho, seguindo a queda no preço do petróleo e apreciação do real. Incorporamos o reajuste mais recente na conta e isto resultou em redução de 0,20pp na projeção do IPCA. Trabalhamos o preço do petróleo entre US\$ 90 e US\$ 100 o barril no fim deste ano, próximo aos atuais, mas com pressão em seus derivados devido à chegada do inverno no hemisfério norte. Por essa razão, mantivemos uma alta de 5% de alta na gasolina no último trimestre, com impacto de 0,17pp no IPCA.

**E os preços de energia também devem cair mais no próximo mês.** Na última semana, o Poder Judiciário determinou a retirada do TUST da base de incidência imediata de ICMS da energia elétrica. Apesar da Lei Complementar 194/2022 definir a não incidência do ICMS sobre os serviços de transmissão e distribuição e encargos vinculados às operações com energia elétrica, os Estados vinham ignorando esta determinação. No dia 1 de setembro, o Ministério da Justiça e Segurança Pública determinou que a medida deve ser adotada imediatamente, sob pena de multa diária de R\$ 10 mil em caso de descumprimento. **Estimamos impacto de -0,25pp já em setembro.**

**Inflação de alimentos e industriais sinaliza descompressão.** Os preços ao atacado de alimentos e bens industriais estão em campo negativo e esperamos repasse parcial para os preços ao consumidor. A desaceleração, e em alguns casos queda, nos preços de alimentos e industriais se mostra difundida entre os



produtos em nossas coletas de alta frequência, movimento já esperado, mas que ganhou intensidade maior que a projetada. Dessa forma, revisamos nossas projeções mensais para alguns desses subgrupos, e o impacto total sobre o IPCA de 2022 chegou a -0,15pp.

**Para 2023, revisamos a projeção do IPCA de 5,5% para 5,3%, devido à menor inércia inflacionária.** A inflação mais baixa de 2022 exerce menos pressão sobre reajustes de bens administrados, como plano de saúde, medicamentos, água, esgoto e energia elétrica, dependendo de cada regra setorial, assim como uma inércia menor em preços livres.

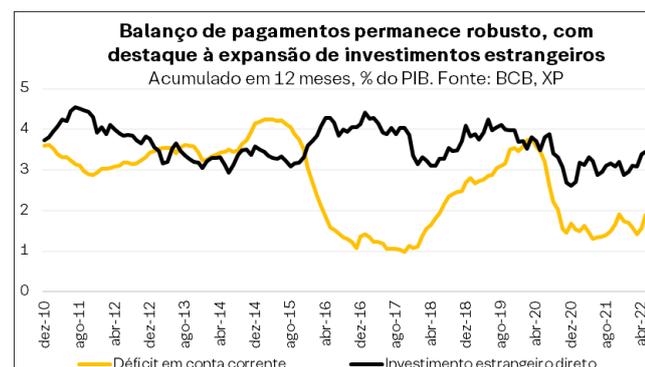
**Como hipótese importante, decidimos manter a reoneração de tributos federais sobre combustíveis no início do próximo ano.** Entendemos que, apesar do subsídio já constar da peça orçamentária de 2023, a renúncia fiscal seria muito grande para um governo que queira conquistar credibilidade fiscal em meio a aumento de gastos. Politicamente, o melhor momento para a reoneração é no início do mandato. **O impacto desta medida, segundo nossas estimativas, corresponde a -0,44pp no IPCA. Sem a reoneração, o IPCA do ano que vem deve ficar abaixo de 5%.**

## Setor Externo – Câmbio volátil e balanço de pagamentos sólido

**A taxa de câmbio vem oscilando bastante no período recente.** Desde a publicação do nosso último relatório mensal, a taxa de câmbio variou entre R\$/US\$ 5,05 e R\$/US\$ 5,30, encerrando agosto ligeiramente abaixo de R\$/US\$ 5,20 (em patamar próximo ao observado no fechamento de julho). Por um lado, a política monetária mais apertada nas economias desenvolvidas, a crise energética na Europa, o enfraquecimento China (que afeta preços de commodities) e a incerteza eleitoral local pesam sobre o real. Por outro, indicadores econômicos favoráveis no cenário doméstico (atividade mais forte, influxo de investimentos externos, recuo da inflação) parecem atuar em direção contrária, evitando uma depreciação mais significativa da moeda brasileira.

**Com isso, mantemos a expectativa de R\$/US\$ 5,00 no final de 2022.** Nosso cenário incorpora certa redução de prêmios de risco após as eleições gerais no Brasil, bem como sinais mais claros a sobre a condução de política monetária nas principais regiões do globo. Para o final de 2023, projetamos R\$/US\$ 5,30, salientando ao alto grau de incerteza dessa projeção, para os dois lados.

**Nas contas externas, o forte ingresso líquido de investimentos estrangeiros compensa a ampliação do déficit em conta corrente.** Com a divulgação dos resultados do balanço de pagamentos até maio - as estatísticas ainda seguem defasadas devido à greve dos servidores do Banco Central no primeiro semestre -, observamos aumento gradual do déficit em transações correntes e salto de Investimentos Diretos no País (IDP). Em relação ao primeiro, a balança comercial continua em patamares elevados, com superávit ao redor de US\$ 45 bilhões no acumulado em 12 meses, enquanto as contas de serviços e renda primária



mostram déficits crescentes na esteira da reabertura econômica e recuperação consistente da atividade doméstica. Neste sentido, destaque para a ampliação dos saldos negativos nas linhas de serviços de transporte e viagens internacionais. O déficit em transações correntes atingiu US\$ 32,9 bilhões no período de 12 meses até maio (-1,9% do PIB), após encerrar 2021 em US\$ 27,9 bilhões (-1,7% do PIB). Pela ótica da conta financeira, por sua vez, a conta de IDP mostrou elevação de 52% entre janeiro e maio de 2022 (US\$ 39,7 bilhões) e o mesmo período de 2021 (US\$ 26,1 bilhões), desempenho muito acima das projeções no início do ano. Após totalizar US\$ 46,4 bilhões em 2021 (2,9% do PIB), o componente de IDP – uma fonte de financiamento saudável do déficit em conta corrente – chegou a US\$ 60,0 bilhões no acumulado em 12 meses até maio deste ano (3,5% do PIB) e deve continuar em rota de expansão acentuada.

**Portanto, revisamos para cima nossas projeções de déficit em transações correntes e IDP.** Prevemos que o saldo em conta corrente atingirá -US\$ 37,5 bilhões no final de 2022 (-2,0% do PIB) e -US\$ 46,0 bilhões no final de 2023 (-2,3% do PIB). As estimativas anteriores apontavam para -US\$ 20,5 bilhões (-1,1% do PIB) e -US\$ 36,0 bilhões (-1,8% do PIB), respectivamente. Por sua vez, projetamos que o IDP totalizará US\$ 79,5 bilhões este ano (4,3% do PIB) e US\$ 77,0 bilhões no ano que vem (3,9% do PIB) – anteriormente, prevíamos US\$ 60,0 bilhões em 2022 (3,2% do PIB) e US\$ 65,0 bilhões em 2023 (3,3% do PIB).

## Política Monetária – Pausa agora, cortes em 2023

**Os efeitos de ajuste monetário parecem ter começado.** Depois de subir a taxa Selic de 2,00% em março de 2021 para os atuais 13,75%, as expectativas de inflação finalmente inverteram a tendência e começaram a recuar (Gráfico), beneficiadas por cortes de impostos sobre combustíveis e queda nos preços das commodities.

**Esse cenário reforça nossa visão de que o Banco Central interromperá o ciclo de alta de juros.** Em nossa opinião, a política monetária doméstica já está em território amplamente restritivo e a política monetária global está caminhando nessa direção. Assim, uma pausa para avaliação agora nos parece, de fato, o movimento correto.

**O que vem depois?** A demanda doméstica e o mercado de trabalho aquecidos podem manter a inflação elevada por muito tempo, o que poderia exigir mais aperto à frente. Este também seria o caso se o próximo governo não fornecer uma âncora fiscal confiável para substituir o teto de gastos constitucional.

Nosso cenário básico, no entanto, consiste em desaceleração da demanda doméstica a partir do segundo semestre de 2022 (ver seção de atividade acima), sem ruptura fiscal em 2023 – como descrito em nosso relatório [XP Macro Especial: Cenários Fiscais de Longo Prazo](#).



**Continuamos a ver espaço para flexibilização monetária no segundo semestre do ano que vem.** Acreditamos que, em meados do ano que vem, a inflação global e doméstica estará em trajetória mais clara de queda em resposta ao ajuste monetário e às condições de oferta mais normalizadas. A inflação (medida pelo IPCA) provavelmente estará em torno de 5%, permitindo que a taxa Selic recue cerca de 3,5-4,0pp e ainda mantenha a taxa real de juros acima do nível que consideramos neutro (4%).

**Assim, nossa projeção para a taxa Selic no final de 2023, portanto, permanece em 10,00%.**

<b>Projeções XP</b>						
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022 (P)</b>	<b>2023 (P)</b>
Crescimento do PIB (var. real %)	1,8	1,2	-3,9	4,6	2,8	1,0
Taxa de desemprego (% de saz., fim de período)	12,1	11,5	14,7	11,7	8,5	8,2
IPCA (var. 12m %)	3,8	4,3	4,5	10,1	6,1	5,3
SELIC (% a.a, fim de período)	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	10,00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3,87	4,03	5,20	5,58	5,00	5,30
Resultado primário (% PIB)	-1,6	-0,9	-9,5	0,7	0,8	-0,7
Dívida bruta - DBGG (% PIB)	75,3	74,3	88,8	80,3	79,2	84,0
Balança Comercial (US\$ Bi)	46,6	35,2	50,4	61,4	50,5	54,0
Exportações (US\$ Bi)	231,9	221,1	209,2	280,8	336,0	329,0
Importações (US\$ Bi)	185,3	185,9	158,8	219,4	285,5	275,0
Conta Corrente (US\$ Bi)	-51,5	-65,0	-24,5	-28,1	-37,5	-46,0
Conta Corrente (% PIB)	-2,7	-3,5	-1,7	-1,7	-2,0	-2,3
IDP (US\$ Bi)	78,2	69,2	44,7	46,4	79,5	77,0
IDP (% PIB)	4,1	3,7	2,9	2,9	4,3	3,9
PIB Nominal (US\$ Tri)	1,80	1,83	1,43	1,55	1,86	1,96
PIB Nominal (R\$ Tri)	7,00	7,39	7,47	8,68	9,53	10,09

Fonte: IBGE, BCB, Bloomberg, XP.

---

## 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](http://www.xpi.com.br).

