

# cenário MACRO

2021, A Vida Pós-COVID 19

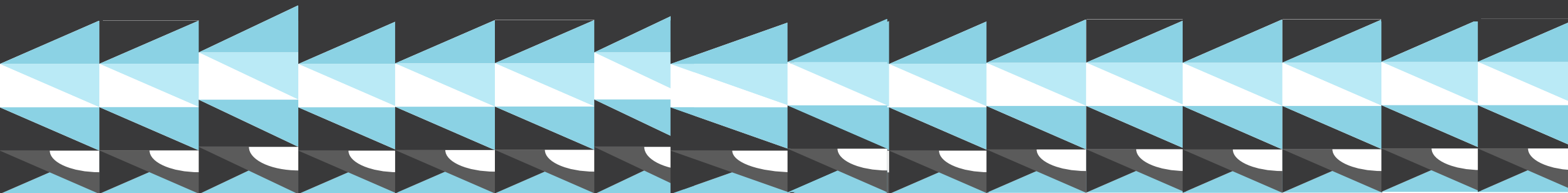
**Arthur Mota**  
**Macro Research**

<https://research.exame.com/>

**exame.**  
research



# 15 tópicos para 2021



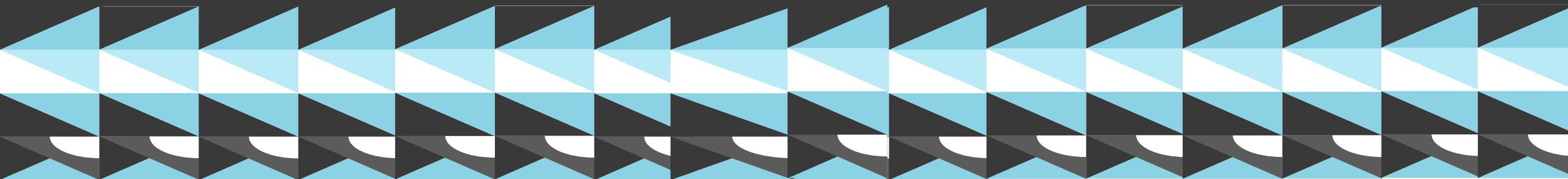
## Economia global: voltamos à estaca zero

1. A **vacina para Covid-19 terá sua disseminação** e aplicação parcial no primeiro trimestre e em maior escala no primeiro semestre;
2. A **política monetária continuará sendo expansionista** nos Estados Unidos e na Europa, podendo ser intensificada;
3. **Política fiscal americana** deverá permanecer **mais ativa** ao longo dos próximos 4 anos, com foco em infraestrutura;
4. **Indústria deve mostrar crescimento maior** do que varejo e serviços, por conta do baixo nível de estoques, demanda aquecida, sobretudo no primeiro trimestre;
5. O **dólar seguirá perdendo força** no mundo por conta das políticas expansionistas, enquanto o renminbi deve se valorizar;
6. O **juro de curto prazo seguirá baixo** por mais alguns anos, **mas o juro longo americano tende a ganhar força (steepening da curva)**;
7. Continuidade do **elevado patamar dos preços das commodities**, com alguma recuperação no preço do petróleo;
8. **Tensões geopolíticas** entre China e Estados Unidos serão menos verbais e mais estratégicas;
9. Continuidade de **fluxo positivo para mercados emergentes, favorecendo ativos de risco**;
10. Impacto negativo do **fiscal cliff brasileiro (redução dos gastos e normalização dos impostos)** na atividade no primeiro trimestre;
11. **Saúde do Teto dos Gastos** segue como condição para cenário de juro e câmbio;
12. **Início do ciclo de alta da Selic** possivelmente muito próximo do meio do ano;
13. Segundo semestre com aquecimento das **Eleições 2022**;
14. Continuidade da **demandas por reformas** muito mais fortes que o verificado em 2020;
15. Corredor **para apreciação do Real**, mas não retornando ao patamar do início de 2020;

# Macro Global

**Novo ano, novos estímulos, velha política**

---



# III Adeus 2020...

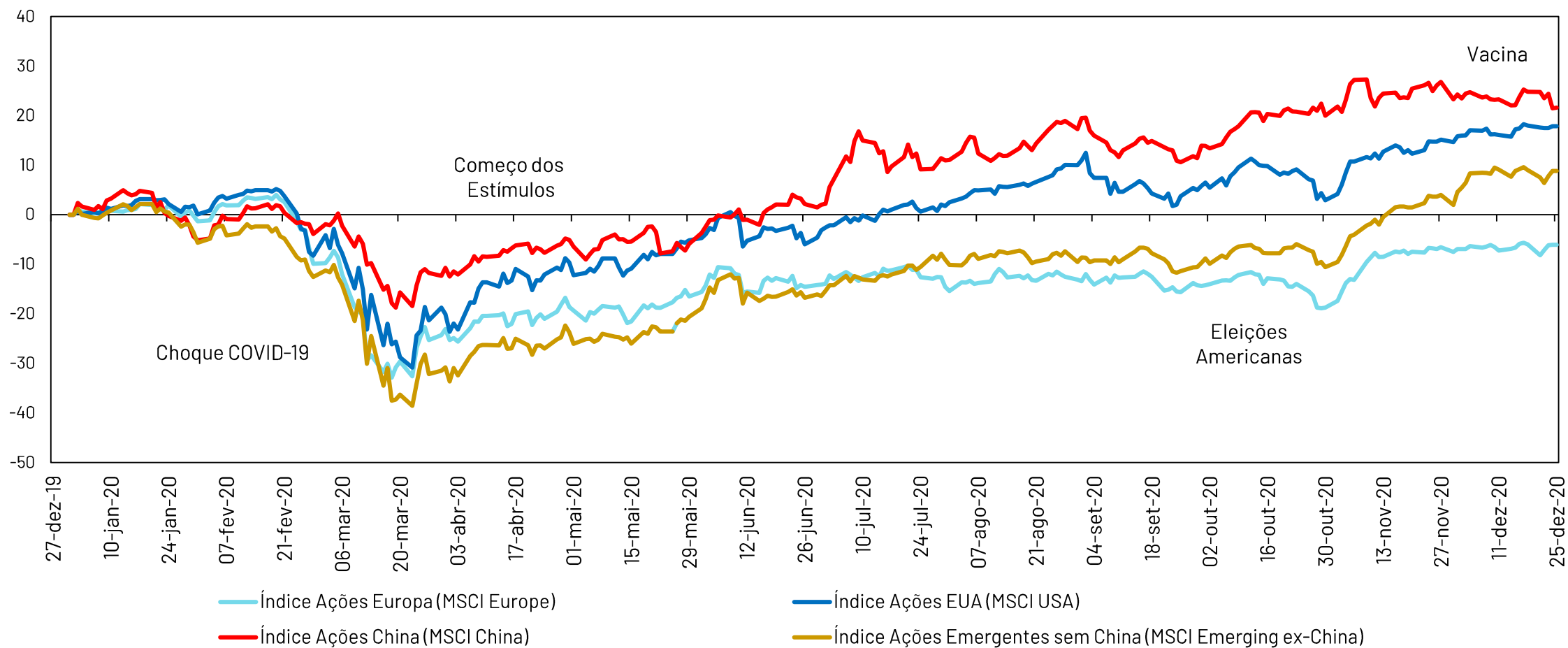
## Economia global: voltamos à estaca zero

- **COVID-19: ficará para trás?** A hecatombe chamada COVID-19 abalou a economia global ao longo do segundo, terceiro e quarto trimestre de 2020, com efeitos de curto, médio e longo prazo que ainda precisarão ser entendidos e contabilizados. Desde impactos econômicos, com contrações históricas nos níveis de atividade – por conta das medidas de isolamento – até impactos financeiros, com os mercados colapsando ante uma ameaça inédita. A resposta imediata por parte das autoridades no mundo inteiro conseguiu suavizar esse grande choque: os cofres públicos foram abertos de forma impressionante, com a política fiscal transferindo recursos diretamente para os trabalhadores, enquanto a política monetária promoveu juros baixos em todo o globo, bem como uma injeção massiva de liquidez (\$\$) pelos Bancos Centrais em todos os mercados em que o Sol toca. Tudo para suavizar a crise no tempo.
- Desta forma, ainda no final do segundo trimestre começamos a verificar um processo de retomada, ainda que muito desigual: i) primeiro os preços dos ativos, com as bolsas de valores ganhando força após registrarem as quedas mais rápidas da história; ii) depois, com a desaceleração da pandemia, foi possível promover uma recuperação econômica desigual – com indústria e varejo saindo na frente, ao passo que o setor de serviços ainda sofria com as medidas de distanciamento.
- Uma segunda onda arrematou as principais economias desenvolvidas perto do apagar das luzes, no quarto trimestre, mas que foi prontamente arrefecida com mais estímulos, mais conhecimento técnico do tratamento dos sintomas do vírus, e agora pelo início do processo de vacinação – como sucesso da corrida pela vacina, a Corrida Espacial da nossa geração. Nesse sentido, os números de óbitos ainda seguem elevados, mas parecem já ter superado o seu novo pico histórico, abrindo espaço para uma desaceleração e um cenário mais benigno para todo 2021.

# III Adeus 2020...

Mercados se recuperaram na base de muito "empurrão"

## PERFORMANCE DOS MERCADOS EM 2020 (RETORNO ACUMULADO %)



Fonte(s): Bloomberg

# ||| Bem-vindo 2021

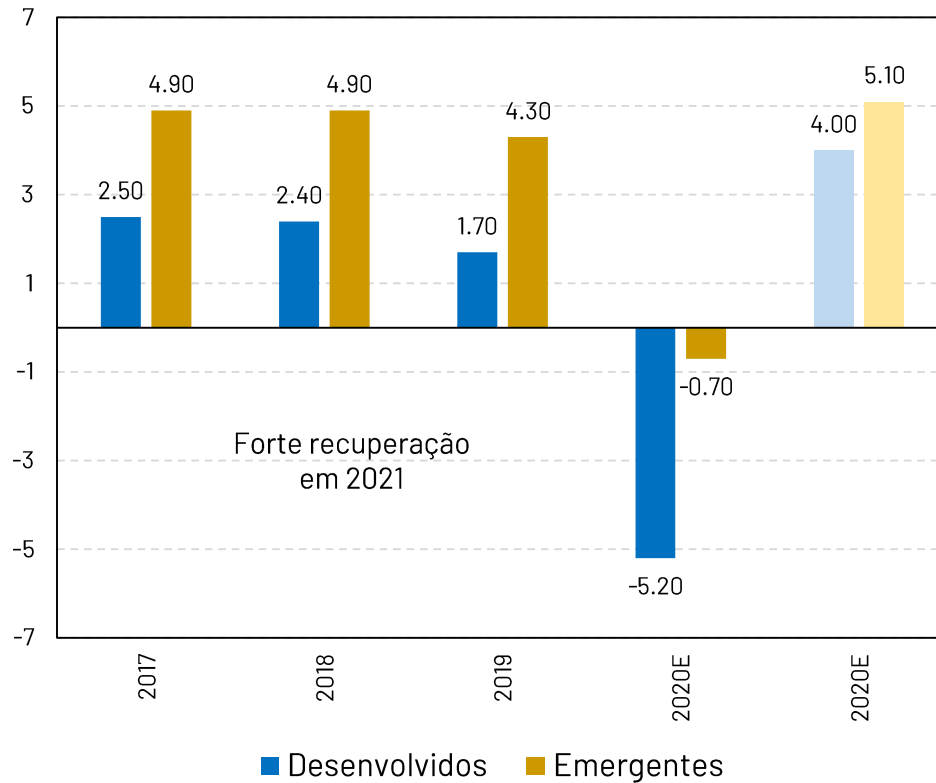
## A vida pós COVID

- **2021: recuperação e muito estímulo.** Como falamos, o advento do COVID-19 no mundo obrigou todos os países a adotarem doses cavalares de estímulos para que a economia local não colapse durante o período de quarentena. A crise global foi intensa, mas 2021 tende a ser o “ano da retomada” (suportado por uma base fraca).
- **PIB voltando para o positivo.** A histórica contração do PIB em 2020, tanto em países emergentes (-0,7%, suavizados pela China, único país relevante com crescimento no ano), quanto em países desenvolvidos (-5,2%) será parcialmente anulada em 2021. Dentre as explicações, temos uma nova realidade de política fiscal que veio para mudar: os volumes de gastos seguirão elevados, ainda que suavizados pelo crescimento das receitas dado a recuperação cíclica.
- **Torneira do gasto público não deve fechar.** Nesse sentido, o destaque continuará com os países desenvolvidos, sobretudo nos Estados Unidos: 2021 inicia o novo governo Biden, que prometeu em campanha um massivo programa de gastos com infraestrutura e energias renováveis, um projeto trilionário que deve seguir estimulando a economia, além de pressionar o déficit americano por mais algum tempo. Vale pontuar também que já há um pacote fiscal de mais curto prazo destinado aos combates finais da pandemia, que também promete ser um colchão para a atividade econômica global nesse início de ano. Além dos americanos, a União Europeia também deverá seguir com uma política fiscal mais frouxa, ainda que com um potencial menor, sobretudo com as dificuldades de se aprovar tais medidas num conjunto amplo de estados (que por vezes apresentam interesses distintos). No lado emergente, a conta não saiu barata e a realidade é bem diferente: ainda teremos um déficit estrutural herdado para 2021, mas o desafio será equilibrar as contas públicas o quanto antes, sendo a política fiscal um vetor menos importante para a retomada neste ano.

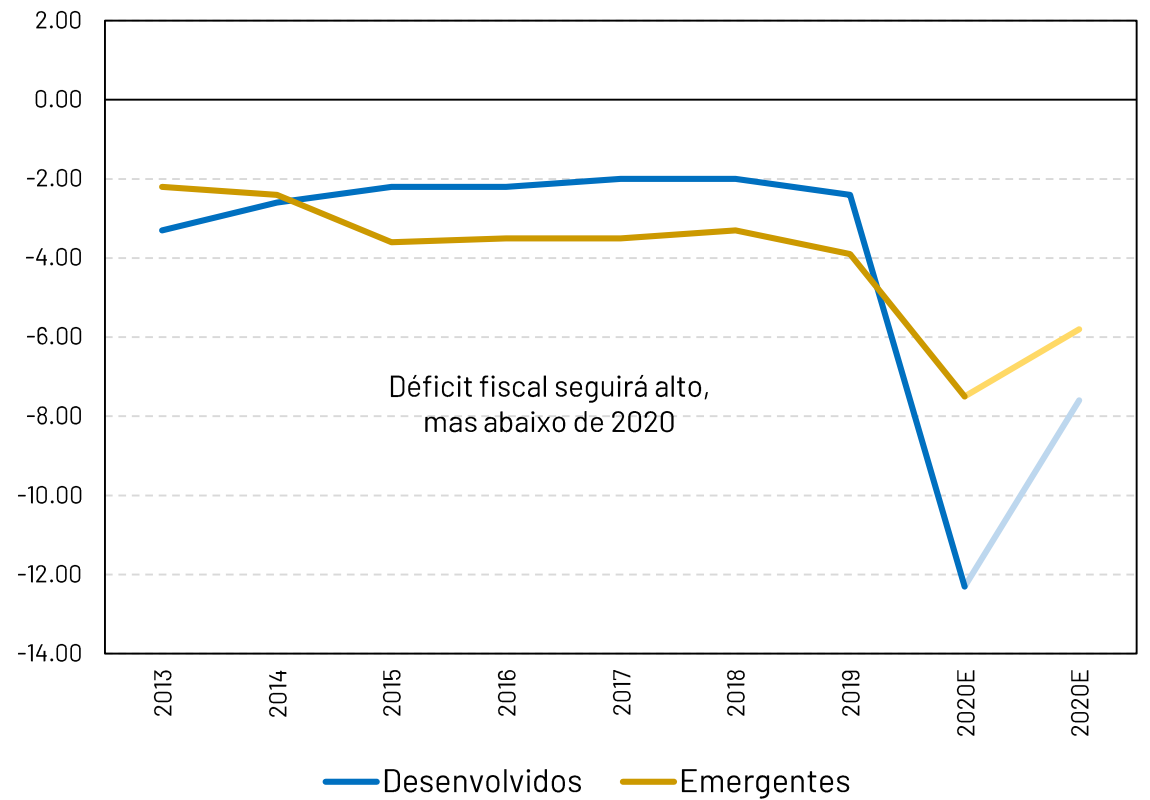
# ||| Bem-vindo 2021

## A vida pós COVID

### CRESCIMENTO DO PIB (%)



### POLÍTICA FISCAL (DÉFICIT, % DO PIB)



# III Bem-vindo 2021

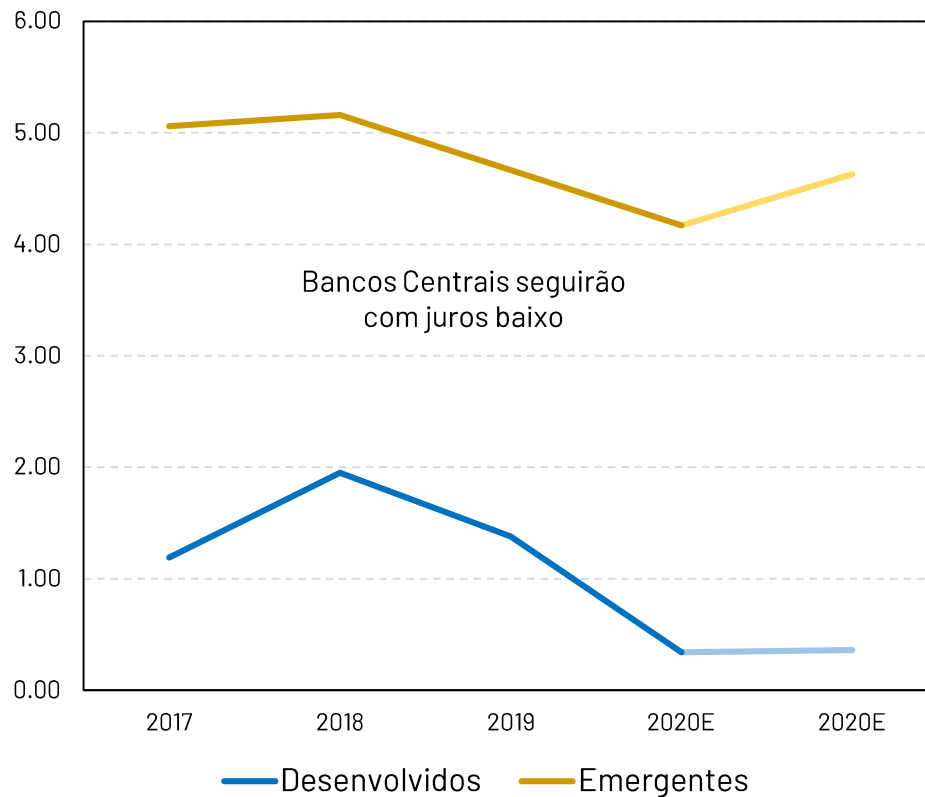
## A vida pós COVID

- **Mais um ano de juros no chão.** Se há algum “novo normal” (desculpe o jargão) para 2021 são os juros em patamares historicamente deprimidos. Há pouca expectativa de elevação nas principais economias do planeta, com os Bancos Centrais permanecendo com o juro de curto prazo zerados ou navegando muito próximo desse nível – sobretudo o Federal Reserve, o Banco Central Europeu, o Banco do Japão e o Banco da Inglaterra. Por outro lado, mais importante do que isso será a continuidade do seus gigantescos (e também trilionários) programas de compras de ativos, que dão liquidez e volume aos mercados financeiros, permitem o financiamento das economias com juros baixos, e são a argamassa do cenário de retomada desse ano que começa. Já os mercados emergentes precisarão pagar a conta dos gastos exercidos em 2020, que serão acompanhados do início da normalização da política monetária com o aumento das taxas de juros.
- **Inflação dando as caras, mas não muito.** Dado esse caminhão de estímulos à demanda, seja fiscal ou monetário, há uma boa expectativa de aceleração da inflação nos principais países – ainda que num patamar ainda confortável para o cenário de juros baixos. Parte dessa inflação refletirá justamente um patamar extremamente deprimido apresentado em 2020, que deixa um sarrafo muito baixo para este ano. Por outro lado, no mundo emergente o medo de uma deflação é inexistente e o juro real seguirá positivo, motivo de uma atratividade por parte dos investidores globais.

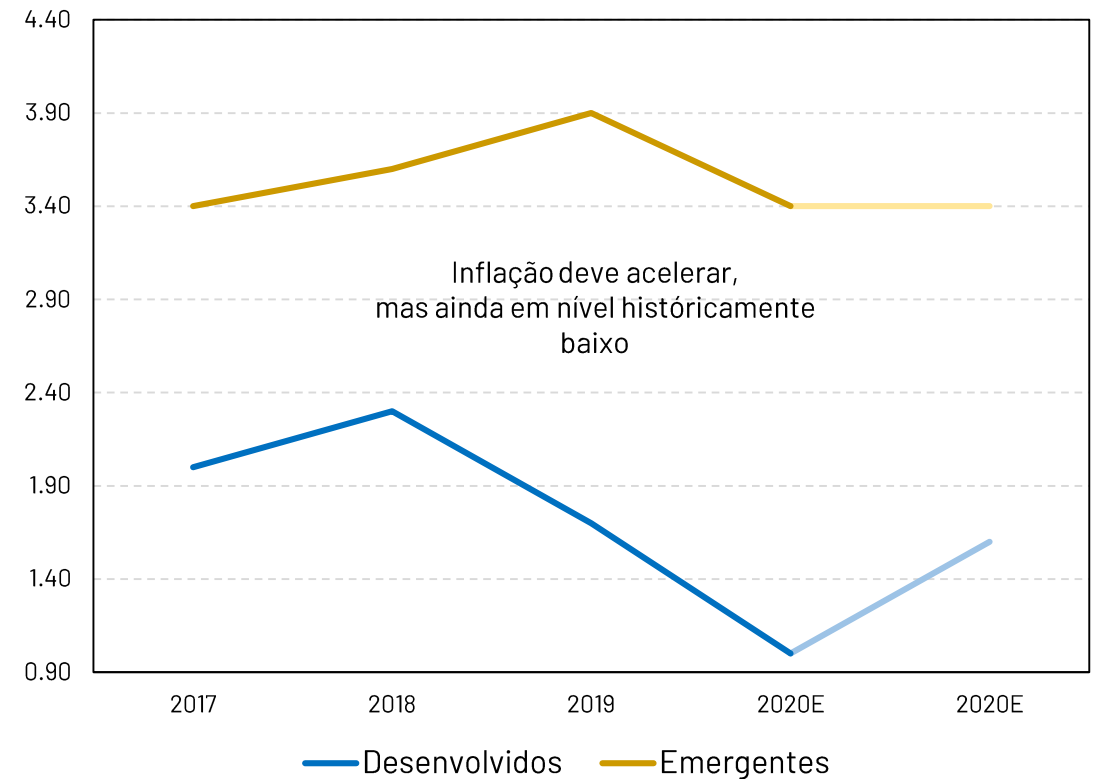
# ||| Bem-vindo 2021

## A vida pós COVID

### INFLAÇÃO (CPI, %)



### JURO BÁSICO DO BANCO CENTRAL (%)



# III Gavekal Research

- **Olhe para fora!** Dados os desafios do cenário internacional e sua relevância para os seus investimentos, temos uma novidade – parceria inédita.
- Antecipando aqui um anúncio que faremos oficialmente em breve ! Estamos trazendo conteúdo da GAVEKAL para o brasileiro, a preços acessíveis e em português. Para quem não conhece, a Gavekal é considerada uma das melhores casas de análise macroeconômica independente no mundo (muitos julgam ser a melhor). Publica conteúdos criativos e que antecipam tendências de mercados globais, incluindo Estados Unidos, Europa e mercados Emergentes. Até agora, apenas grandes investidores institucionais e gestores de grandes fortunas tinham acesso a esses relatórios. E a Gavekal, de forma inédita, nos escolheu para democratizar esse conteúdo, disponibilizando alguns dos seus principais relatórios na nossa plataforma (o Brasil é o primeiro mercado em que fazem esse tipo de parceria – estou orgulhoso de sermos os pioneiros). Espero que gostem. Conteúdo muito inteligente e sensacional. Disponível na Exame Research, motivo de uma atratividade por parte dos investidores globais.



EXAME GAVEKAL  
RESEARCH

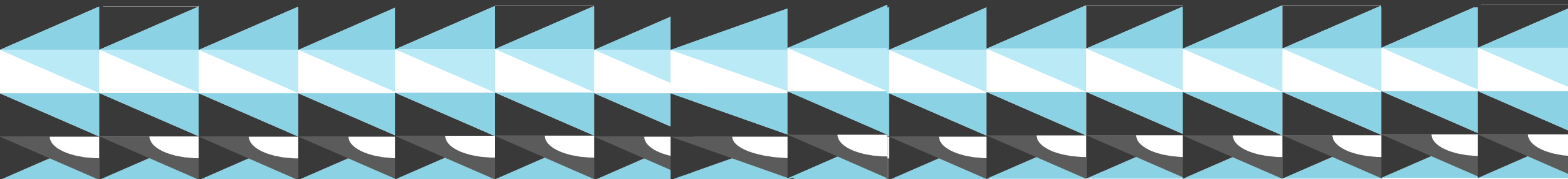


exame.  
research

Acessar  
[GAVEKAL RESEARCH](#)

# Macro Brasil

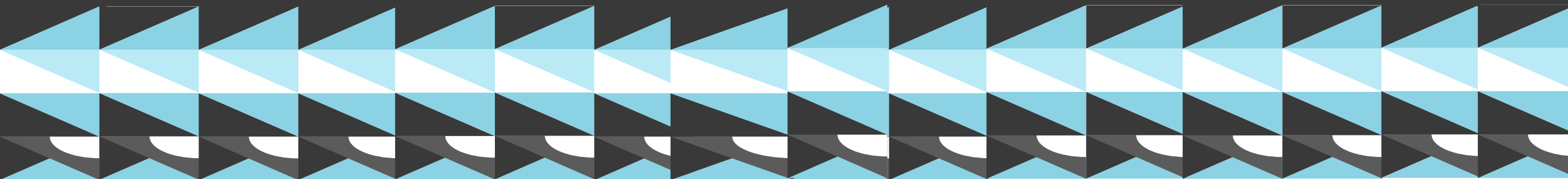
Os velhos desafios de sempre



# Atividade Econômica

Anestesia de estímulos não estará disponível

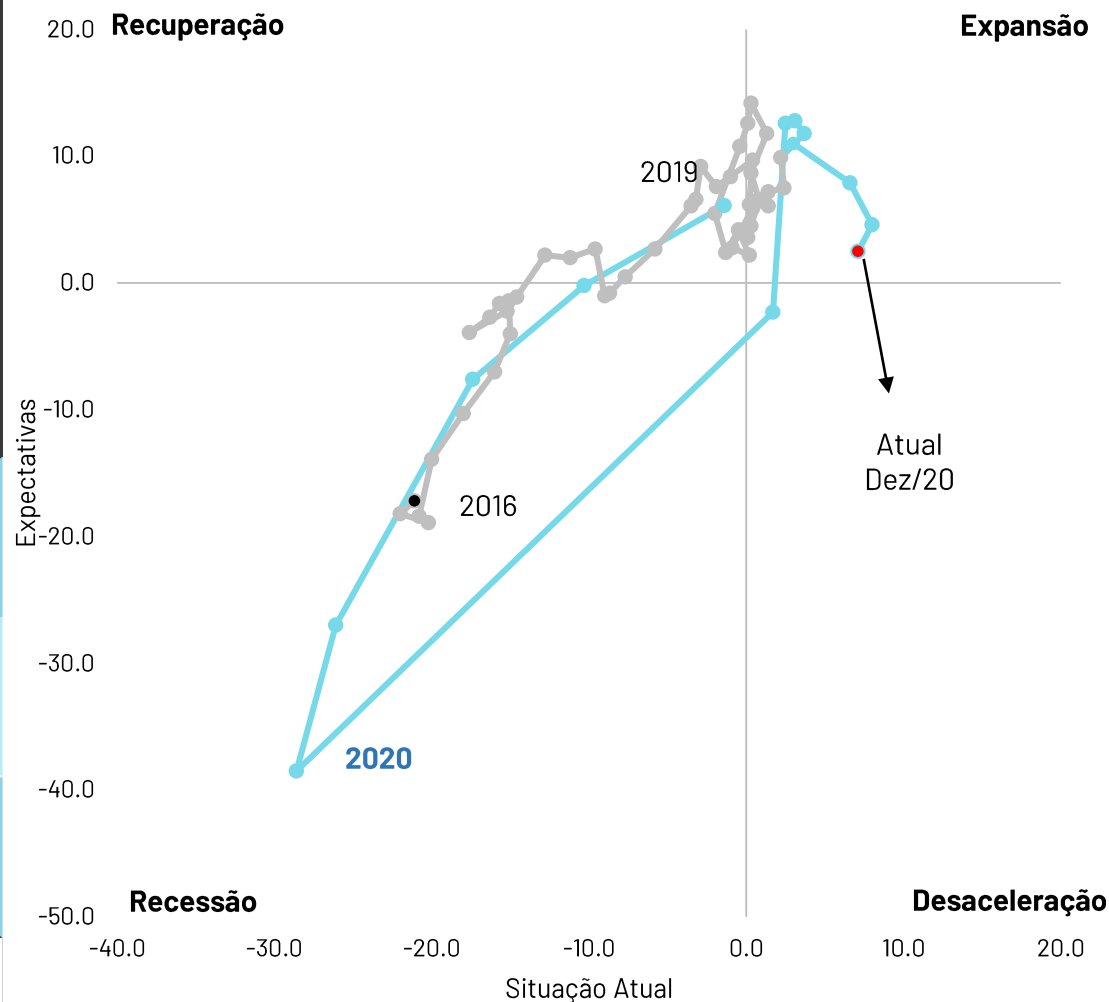
---



# III Atividade Econômica

**Índice de confiança perdendo força no final de 2020 é uma preocupação**

## RELÓGIO DA CONFIANÇA DO EMPRESÁRIO



- Apesar da melhora nos indicadores mais “hard data”, aqueles conhecidos como “soft data” seguem apontando um cenário mais fraco à frente. Vale pontuar que os índices de confiança foram os primeiros a antecipar uma recuperação mais rápida da atividade no segundo semestre.
- O índice de confiança do empresário brasileiro já recuou nos últimos três meses, puxados sobretudo pelo setor de comércio e de serviços. O mesmo ocorre para o caso do consumidor. O principal driver é a expectativa de saída do auxílio emergencial, que deve reduzir a renda disponível no começo do ano. O único setor de destaque segue sendo o industrial, com forte melhora da confiança dado a expectativa de demanda e o baixo nível de estoque, destoando dos restante da economia.
- Em termos de ciclo, é usual as expectativas avançarem primeiro, sendo canceladas no futuro pelos índices de situação atual e completando o ciclo de Recessão->Recuperação->Expansão->Desaceleração.
- **A manutenção da confiança em alto patamar é condição *sine qua non* para a continuidade da recuperação no Brasil pós-estímulos fiscais.**

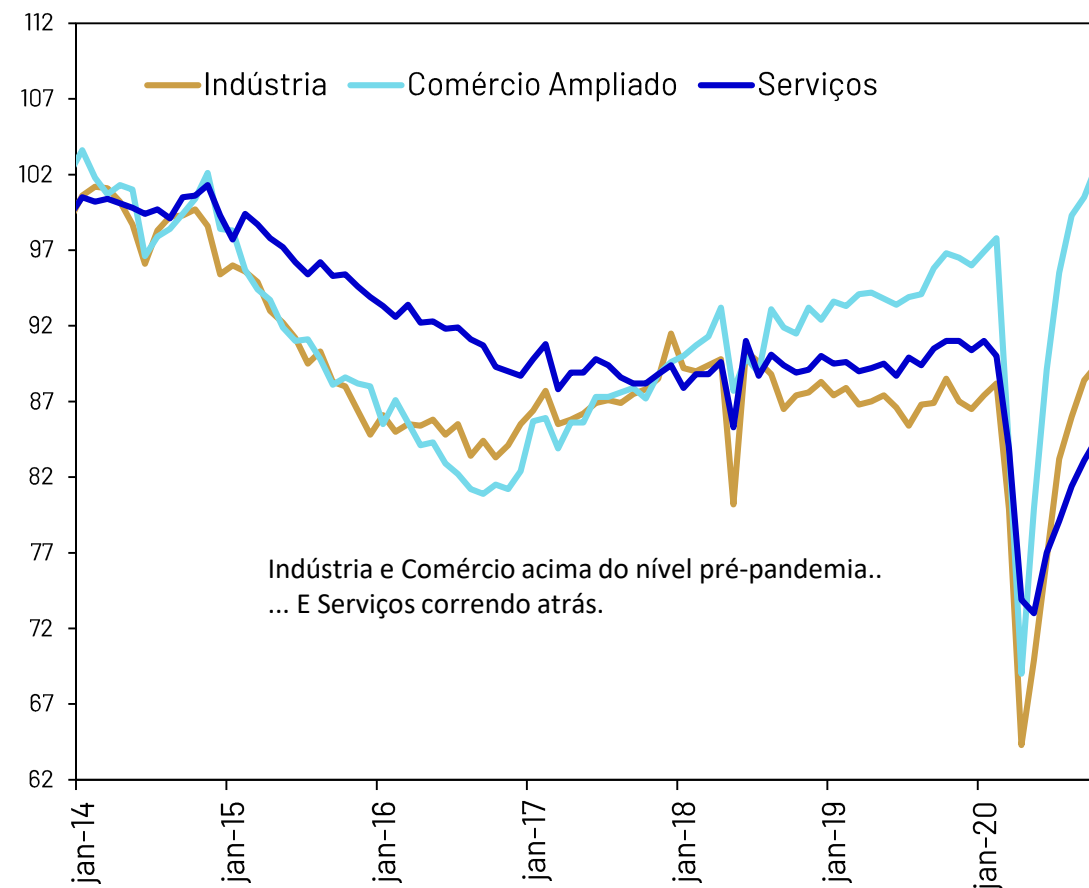
# III Atividade Econômica

## Continuidade da recuperação desigual entre os setores

- **Varejo normalizando e com crescimento.** A performance espetacular do comércio varejista no segundo semestre de 2020 não deve ocorrer em 2021, mesmo que esperamos uma taxa de crescimento extremamente boa para o setor. O resultado reflete mais o fraco nível médio de comparação do ano de 2020 do que propriamente a performance mensal de 2021. Ainda assim vemos espaço para recomposição das vendas em setores importantes como no caso do setor automotivo. Por outro lado, setor de eletroeletrônicos e material de construção podem ter um ano mais difícil dado uma possível antecipação de consumo ao longo da pandemia. O fim do auxílio emergencial é vetor negativo para o setor, que é extremamente sensível à renda.
- **Indústria recompondo estoques.** O caso da indústria é diferente, pois vemos possibilidade de crescimento maior dado o cenário de demanda aquecida em boa parte das cadeias de bens intermediários, bem como o nível de estoque historicamente deprimido. Há um corredor de continuidade de produção no ano apenas se considerarmos a demanda já existente e os pedidos já feitos.
- **Serviços, o atrasado, depende da pandemia.** Por fim, quanto ao setor mais atrasado da recuperação, que ainda não retornou ao nível pré-pandemia, temos um cenário ainda difícil no primeiro trimestre, durante o processo de vacinação e relaxamento adicional das medidas de restrição. Nesse sentido, o processo de recuperação ainda será lento, sendo ele um importante setor para emprego de mão de obra (sobretudo informal). Não por acaso o ritmo vagaroso do setor é um dos que sustentam uma inflação mais tímida para o final de 2021.

| Setores   | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|
| Indústria | -4.7  | 7.1   |
| Comércio  | -0.8  | 6.4   |
| Serviços  | -7.9  | 6.5   |

## ÍNDICE DE ATIVIDADE POR SETOR – COM AJUSTE SAZONAL

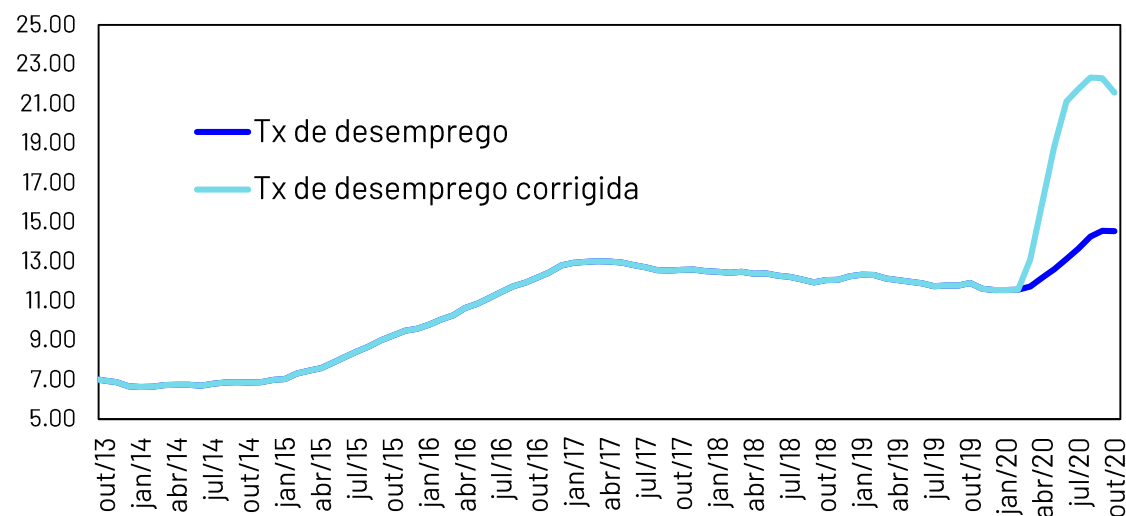


Fonte(s): IBRE/FGV

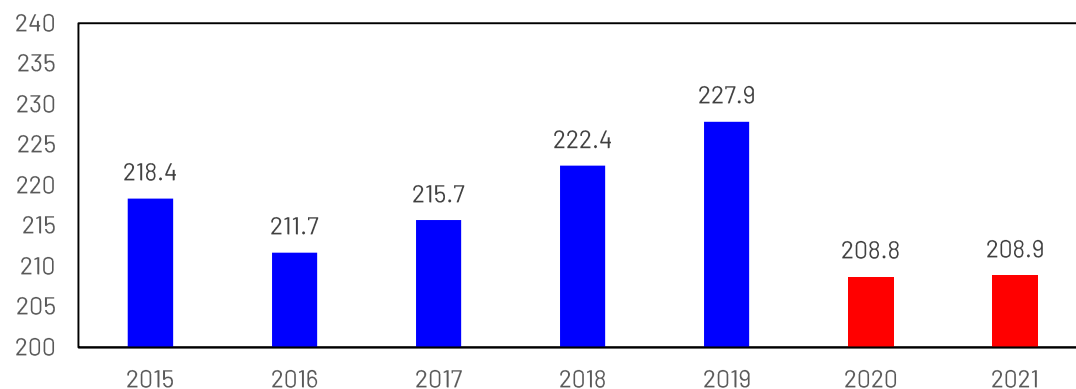
# III Atividade Econômica

## Mercado de Trabalho bem aperto e massa salarial limitada

### TAXA DE DESEMPREGO (%)



### MASSA SALARIAL (POP. OCUPADA X RENDIMENTO, R\$ BI)



Nota: Massa sem auxílio. No cálculo com auxílio ela é recompensada.

- **Ociosidade enorme para o começo do ano...** Já enxergamos uma recuperação no mercado de trabalho no final de 2020, com avanço no emprego formal (CAGED) e no total (PNAD, via população ocupada), mas o nível de ociosidade ainda segue elevado. De fato, iniciamos o ano com praticamente 20% de desemprego – se ajustarmos as métricas divulgadas pelo IBGE, que por questões metodológicas não consideram desempregadas as pessoas que estão sem trabalho, mas que não estão procurando (provavelmente pelo desalento da pandemia).
- **... que se inicia sem o anabólico auxílio emergencial.** Vemos uma performance aquém do retorno da renda dos trabalhadores em 2021, com a massa salarial (sem o auxílio) não retornando ao nível de 2019. Esse é o principal risco de consumo no ano.
- Além disso, o Benefício Emergencial de Preservação do Emprego e da Renda (Bem, MP 936/2020) conseguiu preservar quase 10 milhões de empregos desde o início da pandemia, mas não estará mais em vigor – ficando o desafio.

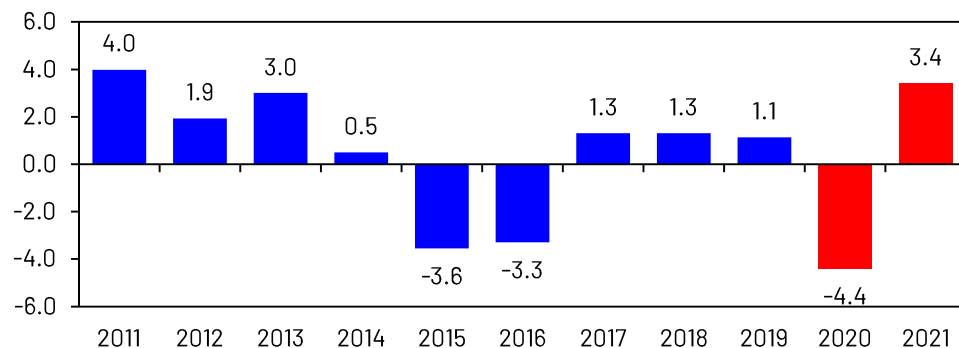
Fonte(s): IBGE e IPEA

# III Atividade Econômica

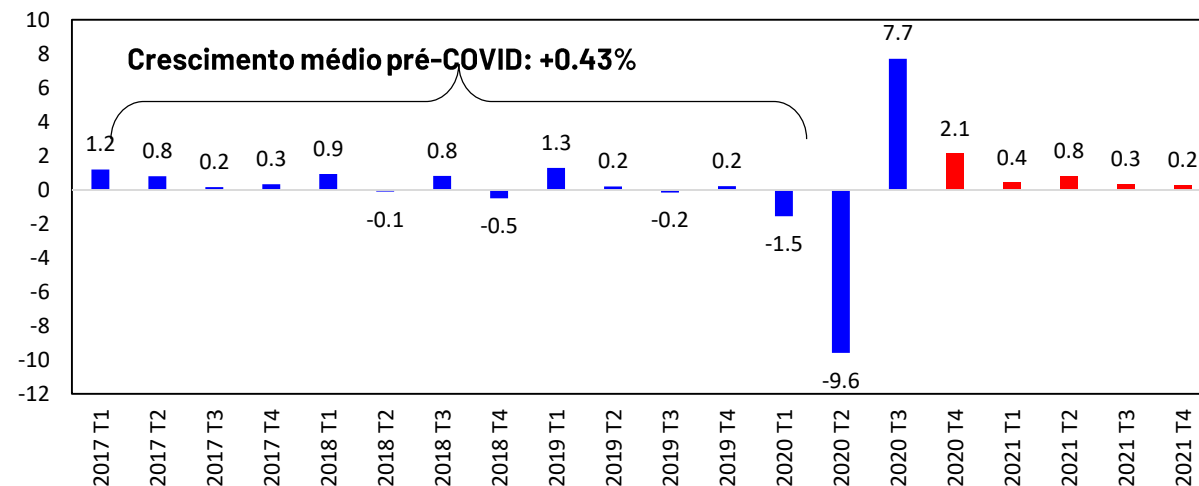
## Projeções atualizadas: menor contração em 2020 e chance de V em 2021

- **2020 já foi...** Seguimos com nossa visão de uma contração de 4,4% do PIB em 2020, que perde importância nesta altura do campeonato.
- **..e 2021 tem um grande desafio.** A incerteza reside ainda no primeiro trimestre deste ano, quando o auxílio emergencial deixará de existir e a incerteza do cenário fiscal ainda seguirá no radar – vetores que podem continuar comprimindo a confiança dos agentes na economia real.
- A piora da percepção fiscal e aumento de incerteza, com postergação de consumo e investimentos são os riscos para o próximo ano. Seguimos como nossa projeção de 3,4% para 2021, completando o V apenas mais para o final do ano.

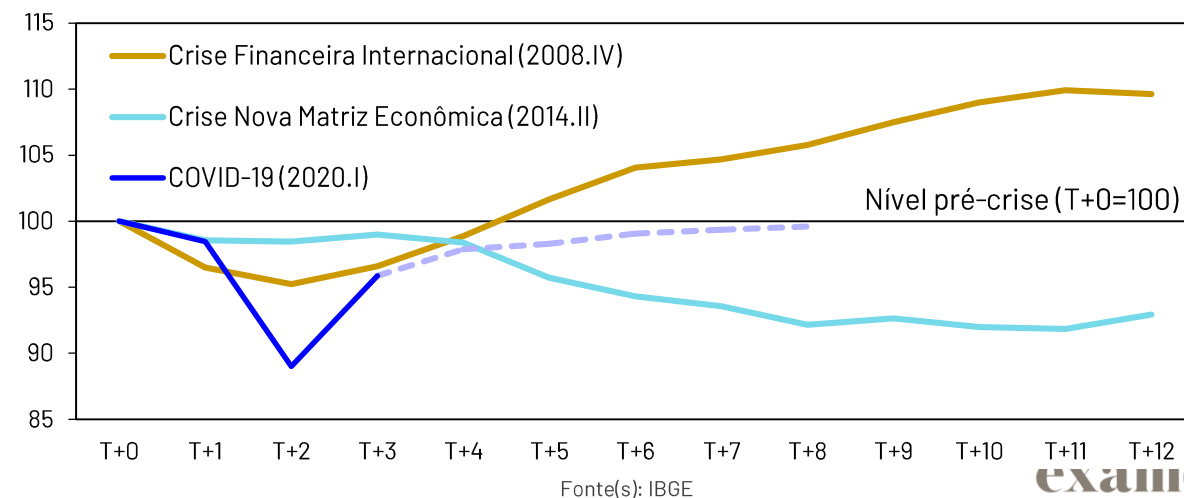
### PIB ANUAL (%)



### PIB TRIMESTRAL (%) – COM AJUSTE SAZONAL

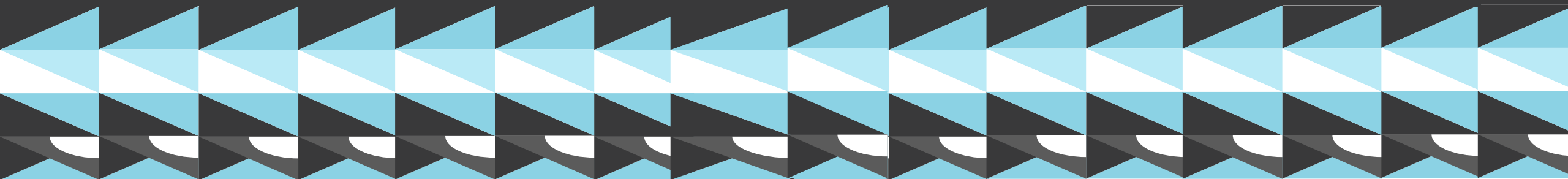


### PIB EM CRISES ANTERIORES



# Inflação e Política Monetária

O problema fiscal continua sendo o piloto

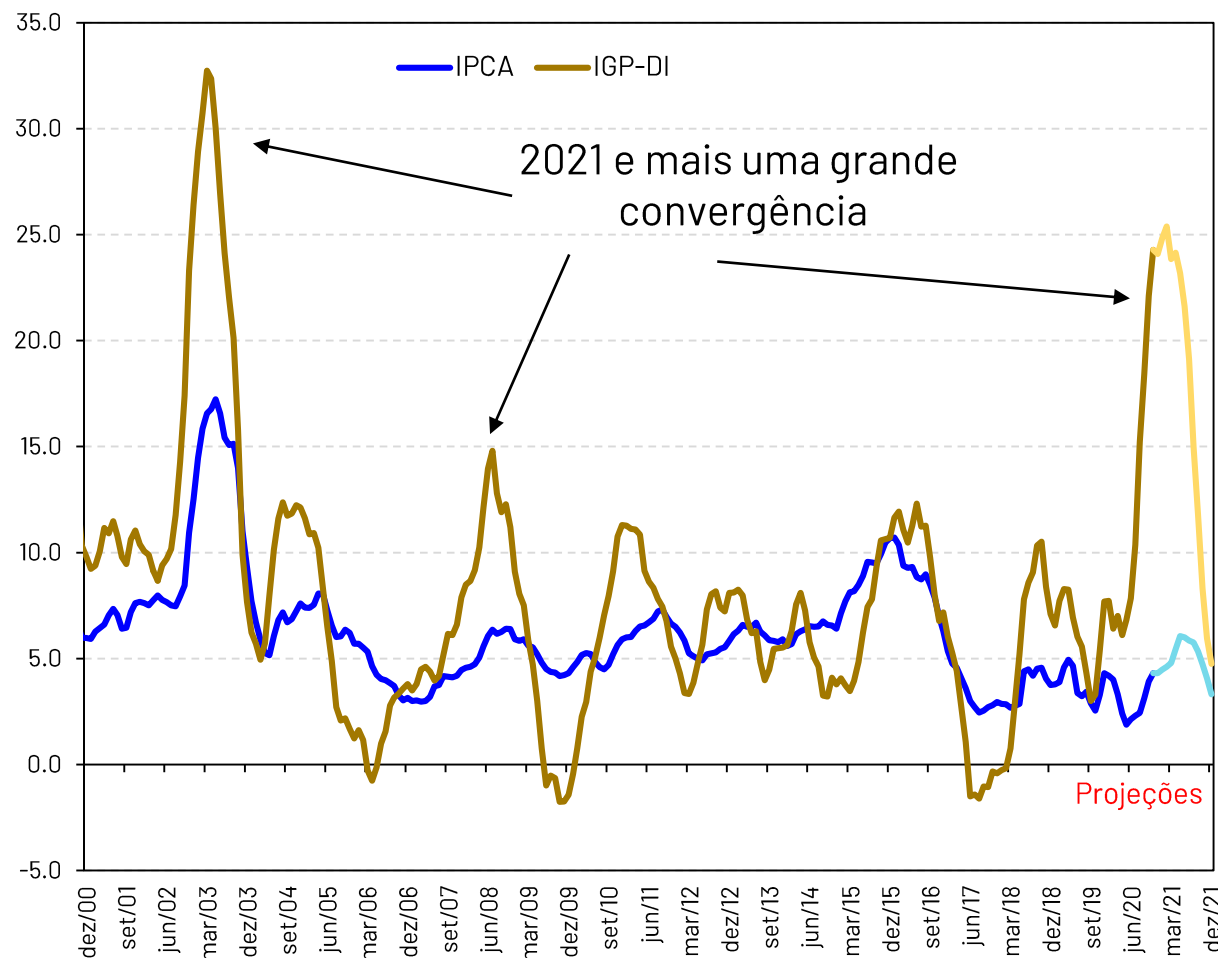


# III Inflação e Política Monetária

## Divergência entre Preços ao Consumidor e ao Atacado: Nunca dura muito

- **Divergência indigesta em 2020...** A pressão do IGP-DI (que tem a mesma janela de coleta do IPCA) chamou atenção justamente pelo comportamento dos preços dos agropecuários. Essa dinâmica faz o índice superar os 20% em 12 meses, ao passo que o IPCA segue em patamar bem mais tímido (algo superior a 4%), ainda que tenha igual pressão nos preços dos alimentos.
- **... que não deve sobreviver por muito tempo.** Dentre os motivos está o fato de que o IGP-DI sofre muito mais influência dos preços ao atacado do que ao consumidor – e a depreciação do Real é o motivo por trás dessa pressão.
- O repasse já ocorreu em parte, mas a diferença entre os dois índices é a maior desde o início de 2003, quando os efeitos da depreciação durante a eleição de 2002 apareceu de forma mais clara.
- O nível de ociosidade elevado da economia dificulta esse repasse e sugere que essa diferença entre os itens deverá permanecer por mais tempo, **provavelmente com o IGP-DI indo mais para a direção do IPCA do que o contrário em 2021.**

IPCA E IGP: DIFERENÇA DE INTENSIDADE SEMPRE OCORREU ACUMULADO EM 12 MESES (%)

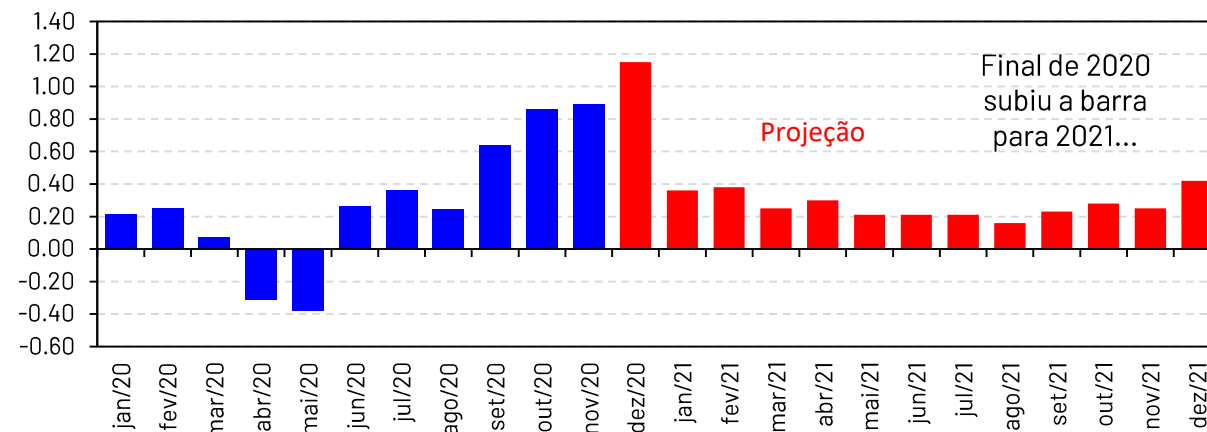


# III Inflação e Política Monetária

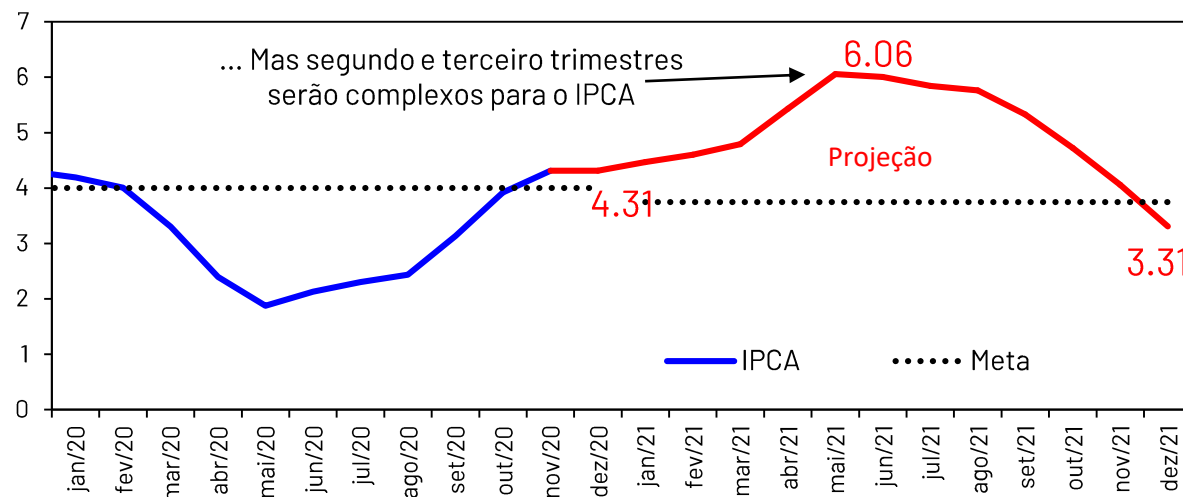
## Projeções atualizadas: Em busca da meta – 2021, 2022

- **IPCA 2020 pouco acima da meta (4,31%).** O ano de **2020** já acabou, com IPCA-15 de 4,23% e provavelmente devendo ter um IPCA próximo desse patamar (temos 4,31%), refletindo o repique de dezembro por conta dos preços de energia (bandeira vermelha) e das passagens aéreas.
- **Meio de 2021 “pesado”...** O importante agora é a dinâmica de 2021, que terá uma “corcova de camelo” no meio do ano, por conta da deflação apresentada durante o ápice da pandemia em 2020 (abril e maio), ficando próximo dos 6%.
- **... Mas com IPCA encerrando 2021 em 3,31%.** Por outro lado, a própria dinâmica mais salgada no final de 2020 ajuda o final de **2021**, aumentando o sarrafo para a inflação. Isso dito, projetamos IPCA de 3,31%, mas com as medidas de núcleos de inflação (mais sensíveis à economia), rodando num nível abaixo.
- **Vetores com efeitos altistas:** i) normalização parcial do preço de alguns serviços; ii) impacto maior do La Niña; iii) taxa de câmbio mais depreciada por riscos fiscais; v) elevação dos preços de commodities; iv) desancoragem de expectativa por conta do fiscal; vi) aumento dos preços administrados em 2021, em especial de saúde.
- **Vetores com efeito baixista:** i) maior ociosidade da economia; ii) taxa de câmbio se apreciar por maior apetite ao risco global;
- **Por fim, esperamos um IPCA 2022 em 3,65%, pouco acima da meta de 3,50%**

### IPCA MENSAL ATÉ 2021 (%)



### IPCA ACUMULADO 12 MESES (%)

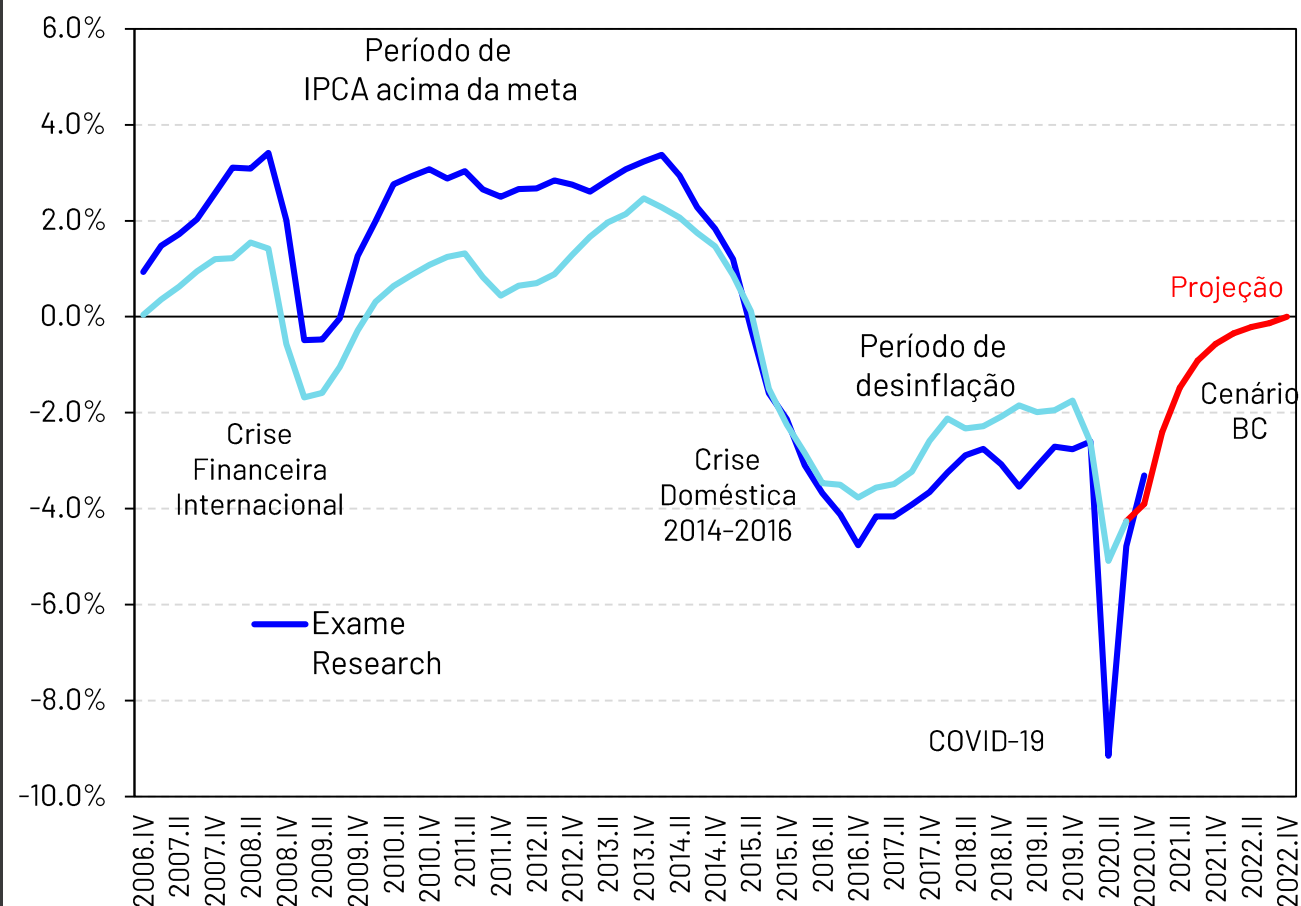


# III Inflação e Política Monetária

## Vamos falar de ociosidade? Está na hora de você abraçar o conceito

- **Ociosidade grande ...** Para começar qualquer discussão de política monetária, o nível de ociosidade da economia é levado em consideração. O principal deles é o hiato do produto: nada mais é que a **diferença entre o PIB efetivo** (que de fato ocorreu) **e o potencial** (caso todos os recursos da economia estivessem sendo utilizados).
- **...é o motivo da Selic baixa.** O hiato do produto está negativo desde a última crise e se intensificou em 2020. Ele significa que há espaço para crescimento da economia e da demanda de uma forma em geral, com menor espaço para o lado da oferta repassar preços. Desta forma, **esse é um vetor natural de desinflação**, a taxa Selic nos últimos meses e anos tem por objetivo justamente reduzir e depois fechar essa diferença.
- **Olho em 2022.** Atualmente estamos entre 3,6% e 3,9% abaixo do nossa potencial (estimativas nossa e do BC, respectivamente). O BC vê essa diferença zerando em 2022, o que é um vetor de pressão de preços para esse ano, lembrando que o BC está olhando cada vez mais para 2022 em termos de inflação e a ociosidade é importante nesse sentido.

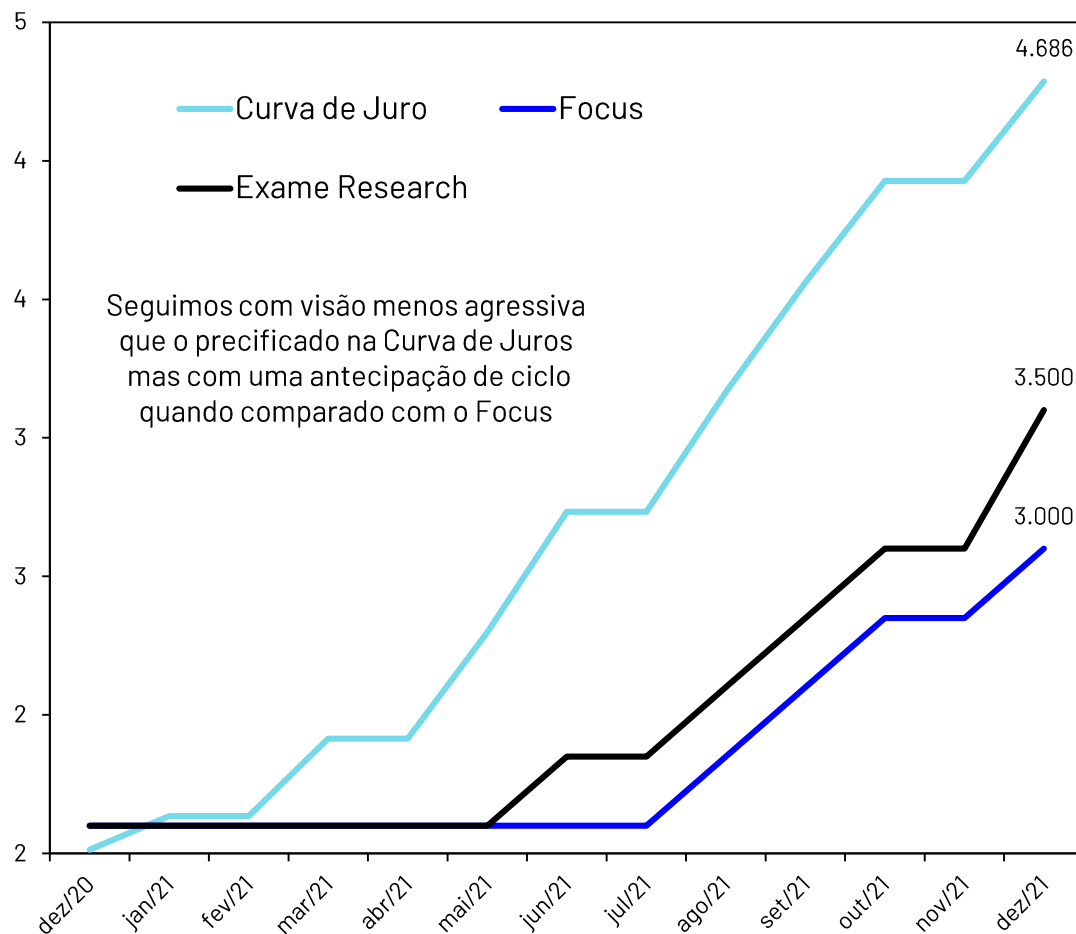
### HIATO DO PRODUTO – PROXY DA OCIOSIDADE DA ECONOMIA



# III Inflação e Política Monetária

## O futuro da Selic: primeiro ou segundo semestre?

### TAXA SELIC - EM % A.A.

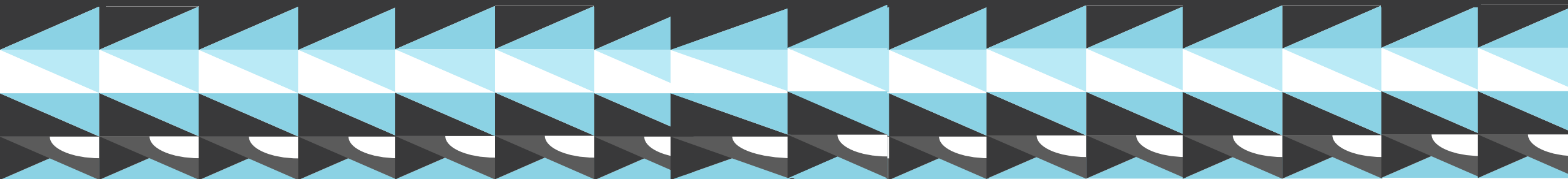


- **Vemos Selic acima do projetado no Focus em 2021.** Apesar de contemplarmos uma ociosidade elevada e ainda projetarmos uma inflação abaixo da meta no próximo ano, acreditamos que o Banco Central deverá iniciar seu ciclo de elevação de entre o segundo e o terceiro trimestre de 2021.
- **A elevação será motivada pelo cenário de inflação já para 2022,** lembrando que o COPOM já começou a olhar desde já para aquele ano (e que a meta será de 3,50%).
- **Esperamos Selic encerrando em 3,50% em dezembro de 2021.** Apesar desse processo de elevação da Selic, provavelmente o juro real (aquele que desconta a inflação) ainda deve permanecer negativo ou muito próximo de zero – sendo ainda extremamente estimulativo para a retomada da atividade econômica.
- **Forward Guidance retirado no primeiro trimestre.** A ferramenta de comunicação para conduzir as expectativas – o forward guidance (FG) – adotado pelo BC deve deixar de aparecer nos comunicados, conforme sua própria sinalização. Acreditamos que a retirada deva ocorrer em março e seria um “peso” a menos para amassar a curva de juros de mais curto prazo (até 2 anos), com as taxas flutuando mais ao sabor da evolução do balanço de risco (inflação corrente, câmbio, fiscal, atividade e etc).

# Fiscal

**A raiz de todos os nossos problemas**

---

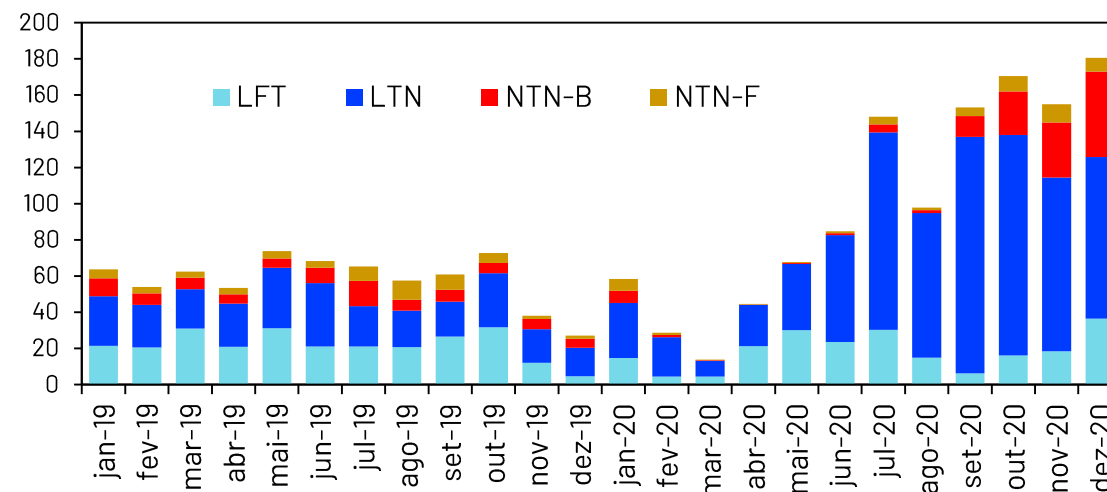


# III Fiscal

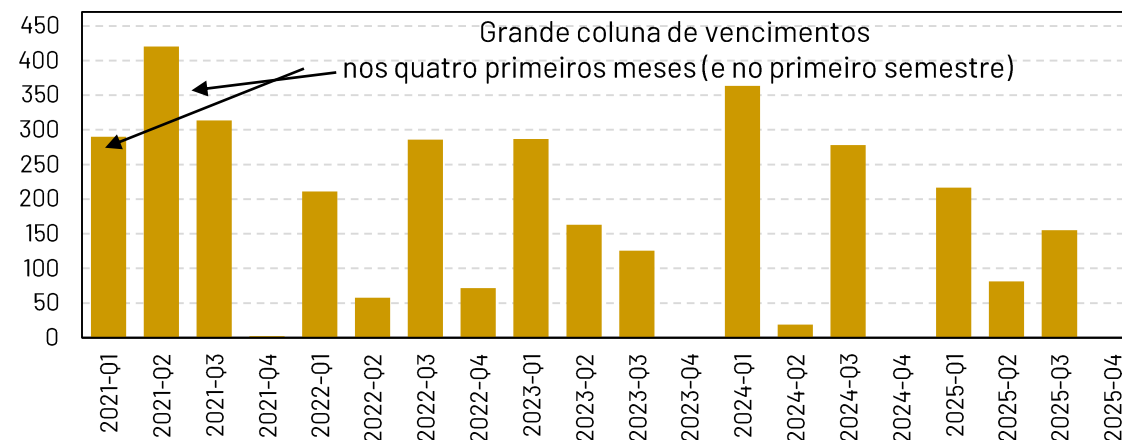
## 2021 promete a continuidade dos hiper-mega-leilões do Tesouro

- **A novela dos Leilões em 2020...** O volume expressivo de gastos em um curto espaço de tempo obrigou o governo a intensificar o volume de títulos no leilão do Tesouro Nacional, o que acabou movimentando o mercado de juro brasileiro (em especial o DI) ao longo de todo o segundo semestre.
- **... surfou no bom momento do mercado no final do ano ...** O movimento de risk-on de final de ano possibilitou o governo a colocar novamente títulos de mais longo prazo, como o caso das NTN-Fs e das NTN-Bs (Tesouro IPCA), ambos com um perfil de investidor mais institucional e estrangeiro.
- **...mas ainda não acabou.** Por outro lado, a bem da verdade é que o saldo de 2020 foi um encurtamento da dívida, que apresenta uma coluna gigantesca de vencimento nos quatro primeiros meses do ano (R\$ 634 bilhões), o que exigirá muito caixa e rolagem do Tesouro.
- **Manutenção do regime fiscal é condição necessária para o sucesso.** Essa situação, somado à incerteza fiscal, deve continuar mantendo a volatilidade no mercado de juro acima do usual nos próximos meses.

### LEILÃO DO TESOIRO (VENDA, EM R\$ BILHÕES)



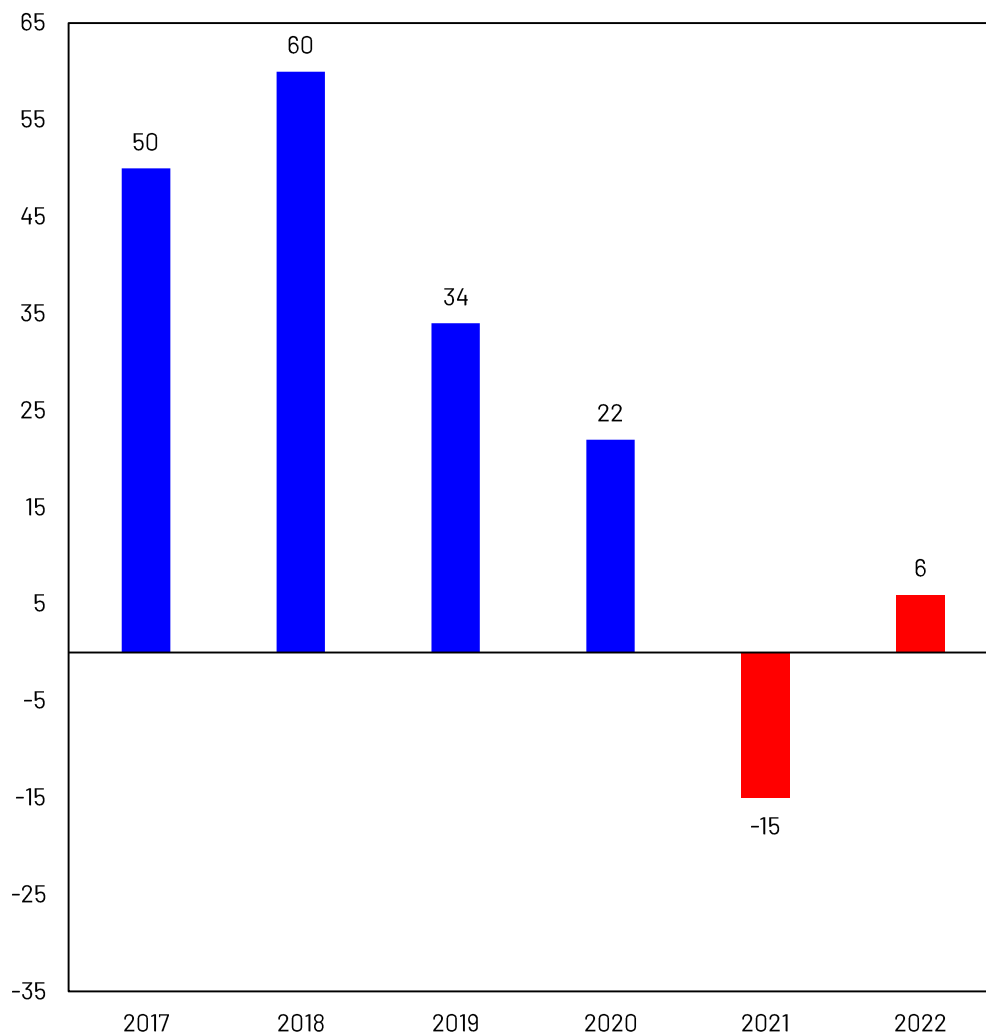
### CRONOGRAMA DE VENCIMENTO – EM R\$ BILHÕES



# III Fiscal

## Descolamento entre inflação de meio de ano e do fechamento produz desafio para 2021

### “ESPAÇO” NO TETO DOS GASTOS (R\$ BI)



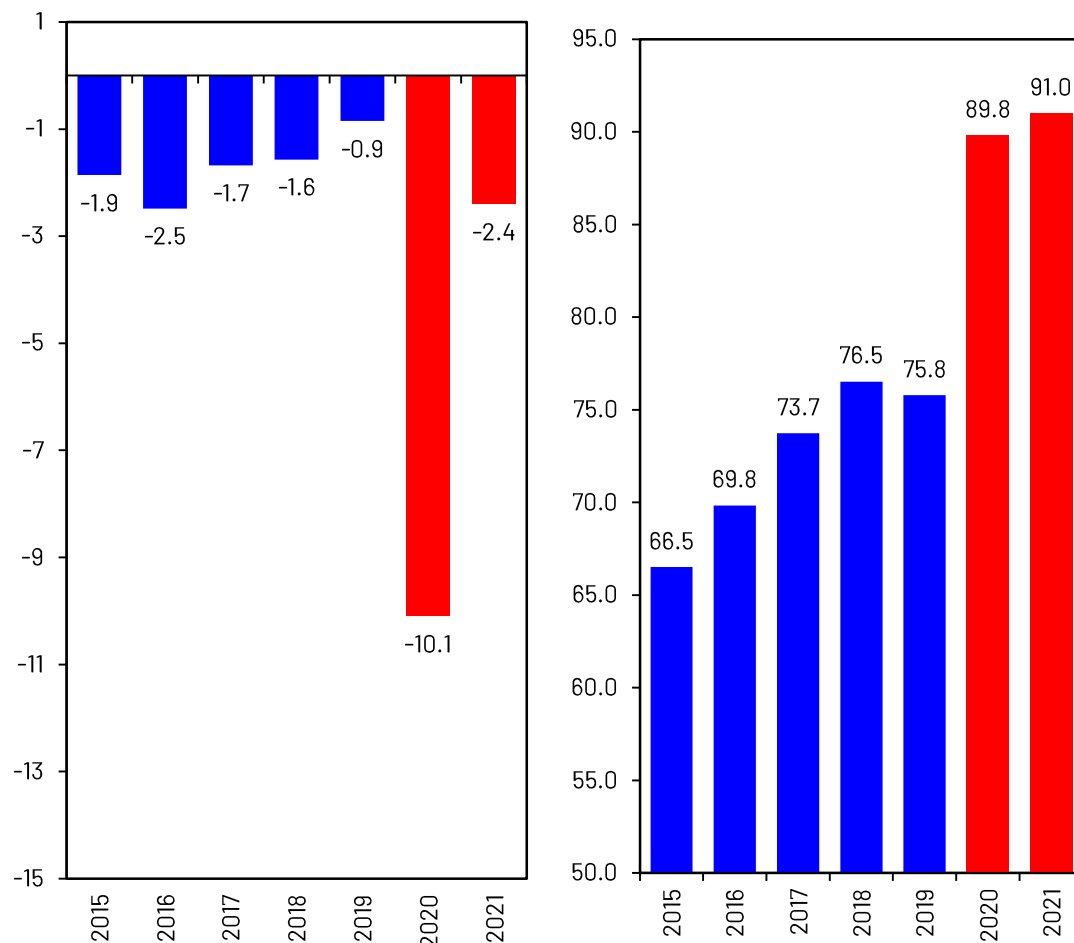
- **O Teto dos Gastos já foi furado, agora é correr para consertar.** A nossa principal âncora fiscal já foi afetada por conta da inflação mais pressionada no final do ano: a inflação que corrige o teto (até junho/20, de 2,13%) está muito abaixo daquela verificada no final do ano (próxima de 4,30%), e muito abaixo daquela que corrige várias despesas obrigatórias (o INPC, próximo de 5,19%).
- **Começando o ano R\$ 15 bi a R\$20 bi para trás.** Dessa forma, com o impacto desse reajuste maior das despesas, além de outros gastos já anunciado (como, por exemplo, a desoneração da folha de pagamentos) obriga o governo a procurar um espaço (ou seja, reduzir uma despesa) podendo superar os R\$ 15 bilhões – trabalho hercúleo no momento atual.
- **Teto está escrito na Constituição, deve ser cumprido.** Nosso cenário base é que o teto será respeitado em 2021. O cenário alternativo – em que não há o cumprimento, através de algum drible jurídico – seria entendido como irresponsabilidade fiscal e cairia como uma pedra nos mercados (em especial de juros e de câmbio).

# III Fiscal

## O nosso fiscal Cliff: fim do COVID nas contas públicas

### PRINCIPAIS INDICADORES FISCAIS

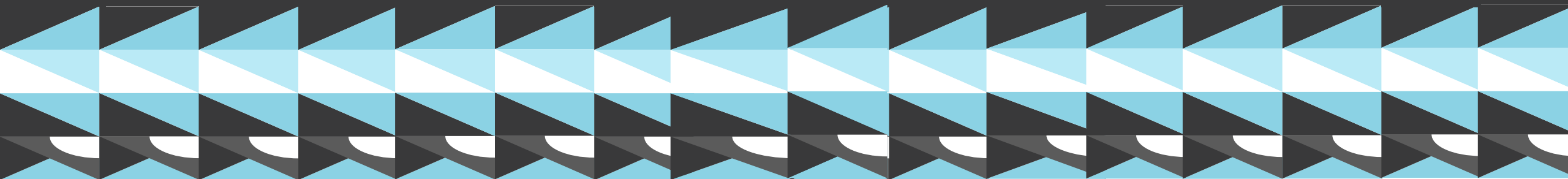
#### RESULTADO PRIMÁRIO (% PIB)    DÍVIDA BRUTA (% PIB)



- **Ajuste forte no primário em 2021.** Dado todo o cenário atual, acreditamos que o resultado primário será negativo em 2,4% do PIB em 2021, um patamar muito melhor do que o verificado na guerra travada contra o COVID-19 durante 2020. É bom frisar: são quase 8 p.p. do PIB que não devem (e não podem!) aparecer novamente na economia – é o nosso fiscal Cliff: normalização dos impostos e dos gastos.
- **Dívida em 100% do PIB? Salvo pela inflação e pela revisão do PIB.** Até meados do segundo semestre de 2020 a realidade dos 100% da dívida era dada como certa, porém, a revisão mais positiva do PIB de 2018 a dinâmica da inflação (que afeta o PIB nominal, em reais) fizeram com que a base ficasse mais alta, dificultando o patamar atingido.
- **Não é o nível, é a trajetória.** Como sempre ressaltamos, não é apenas o nível sozinho que preocupa, mas sua trajetória. A manutenção do teto dos gastos, o crescimento econômico e a produção do superávit primário, são o que reduzirão a dívida no médio prazo – provavelmente apenas na segunda metade dessa década.

# Taxa de Câmbio

Para onde vai o Dólar? A mesma pergunta todo ano...

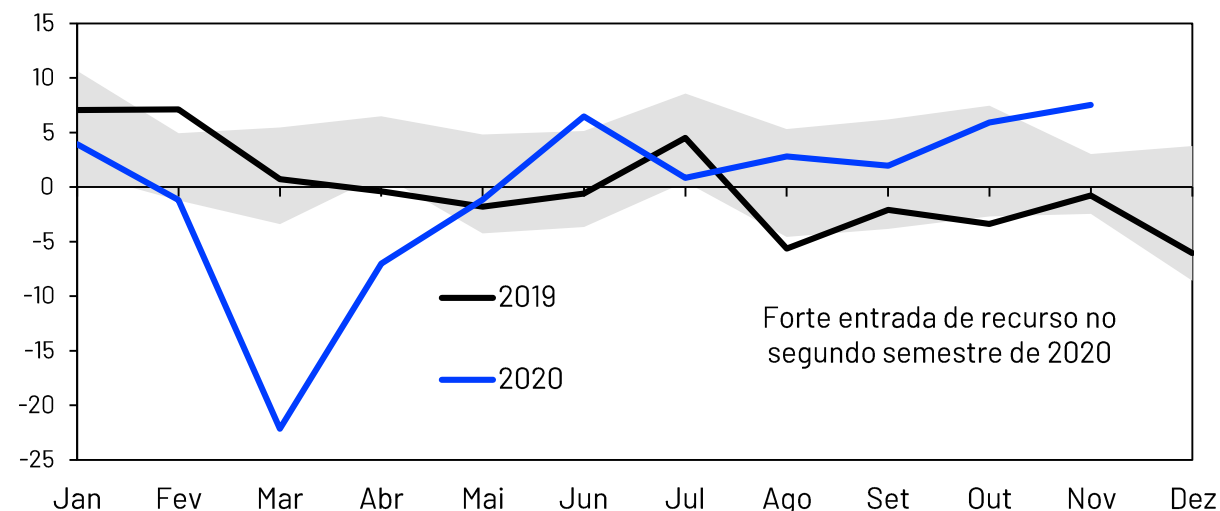


# III Setor Externo

## A volta do investidor estrangeiro para o Brasil

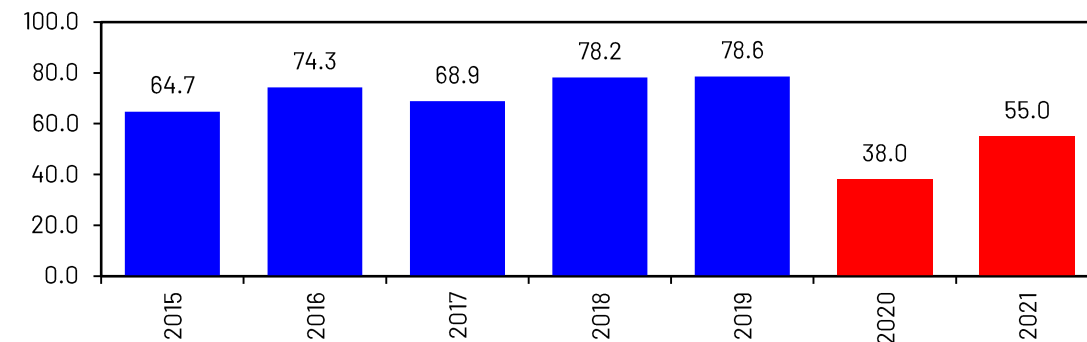
- **A volta do “gringo”.** Em 2021 acreditamos que o investidor estrangeiro voltará para o Brasil pelas suas duas vias clássicas:
  1. Destaque para a recuperação dos **investimentos diretos no país**, que sofreu em 2020 com a forte redução no fluxo de reinvestimentos dos lucros das empresas estrangeiras já instaladas no país (-83%), além do recuo na participação no capital (-44%). A pandemia e a crise mundial acabou secando essa torneira, que será reaberta em 2021, sobretudo pelos recursos tradicionalmente vindos dos países Europeus, normalizando seus investimentos globais.
- Por sua vez, também vemos a continuidade dos **investimentos em carteira** para países emergentes, nesse cenário de continuidade de alta liquidez e apetite ao risco global. Desde agosto o Brasil começou a surfar nesta onda, e acreditamos que esse movimento pode se perpetuar em 2021, sendo o problema fiscal brasileiro a grande pedra no sapato.
- **Mais dólar entrando, Real ganha força.** Esses são dois vetores importantes que temos para 2021 num cenário em que o Real pode ganhar força e se alinhar com seus pares emergentes e exportadores.

## INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM CARTEIRA – US\$ MILHÕES



Nota: Área cinza – intervalo de volumes entre 2010 e 2018.

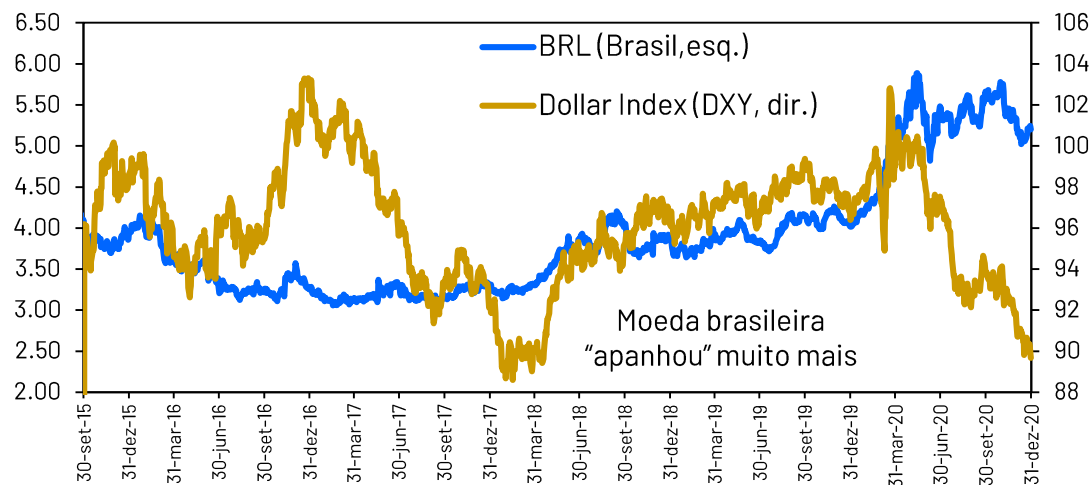
## INVESTIMENTO DIRETO NO PAÍS – US\$ MILHÕES



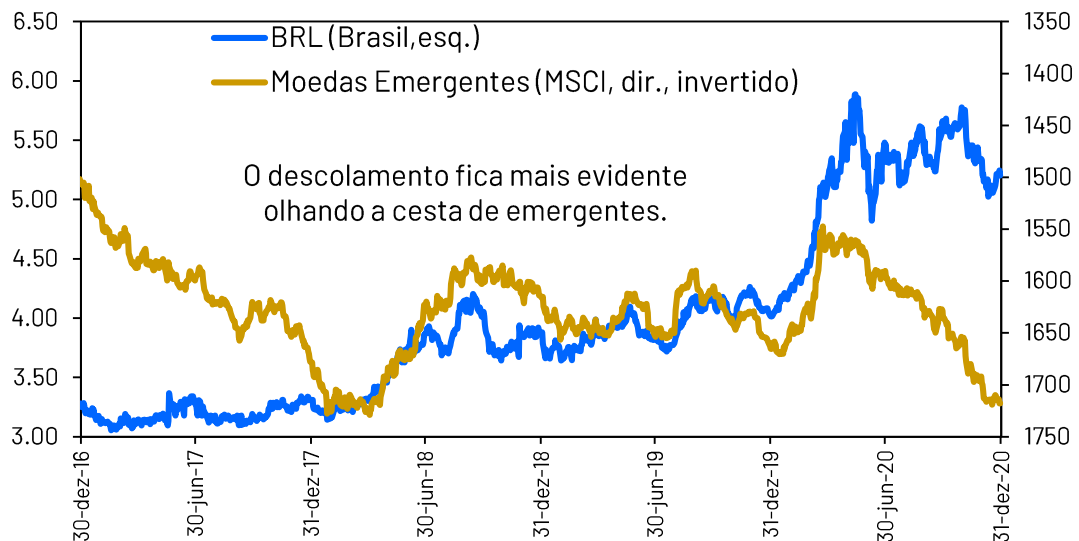
# III Dólar

## Enfraquecimento do dólar global e a força dos emergentes

### PARIDADE ENTRE REAL (BRL) E DÓLAR (DXY)



### PARIDADE ENTRE REAL (BRL) E MOEDAS EMERGENTES

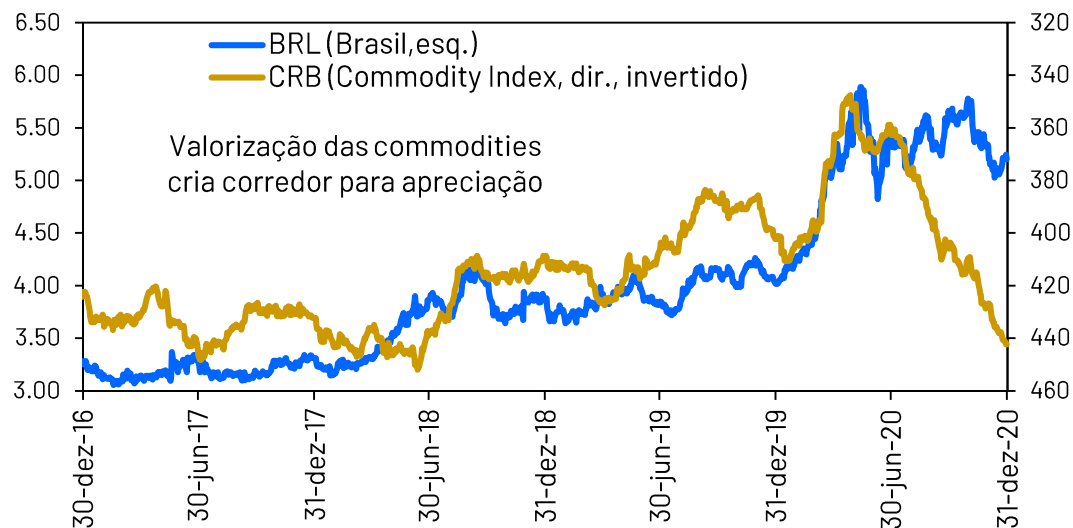


- **Dólar mais fraco no mundo.** As moedas emergentes sentem forte influência da tendência da paridade do dólar contra as principais moedas globais. O DXY resume essa relação, englobando o Euro, a Libra, o Yen, o dólar canadense e outras moedas relevantes. Nesse sentido, para 2021 vemos que a continuidade do dólar em nível mais baixo, sobretudo pela intensificação da política fiscal americana com o novo governo Biden e a continuidade da política monetária expansionista, terminando o ano abaixo dos 90 pontos.
- **Real vai buscar parcialmente seus pares emergentes.** Continuamos vendo um forte descolamento entre a moeda brasileira e um agregado das moedas emergentes (principais pares de comparação). Em tese essas moedas se comportam como uma cesta, com movimentos que não deveriam se distanciar por muito tempo. A continuidade do fluxo de capitais para esse grupo de países, no qual o Brasil também surfará, deve ser um vetor de ajuste dessa diferença esticada ao longo de 2020.

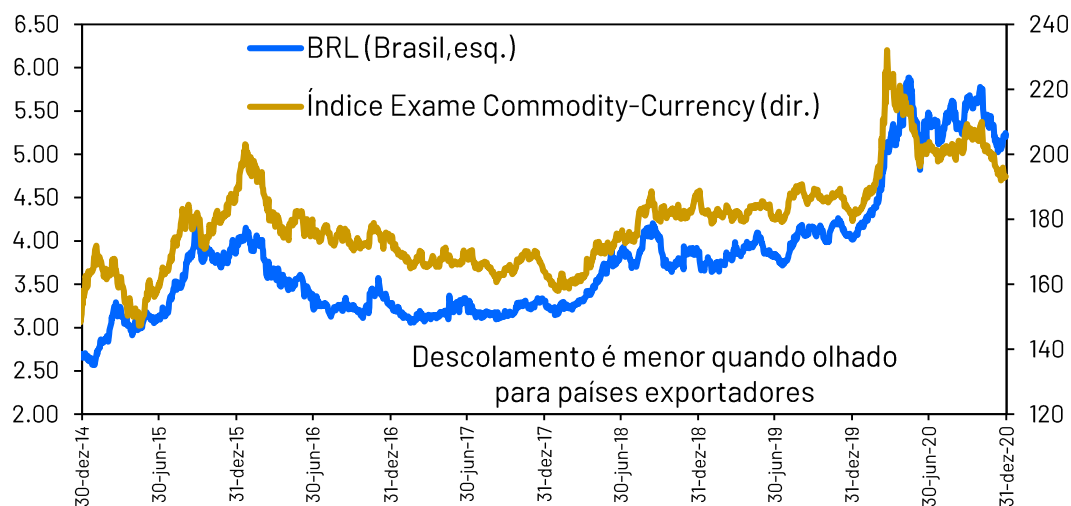
# III Dólar

## Dólar fraco, commodities mais fortes, Real para cima

### PARIDADE ENTRE REAL (BRL) E ÍNDICE COMMODITIES (CRB)



### PARIDADE ENTRE REAL (BRL) E MOEDAS DE EXPORTADORES



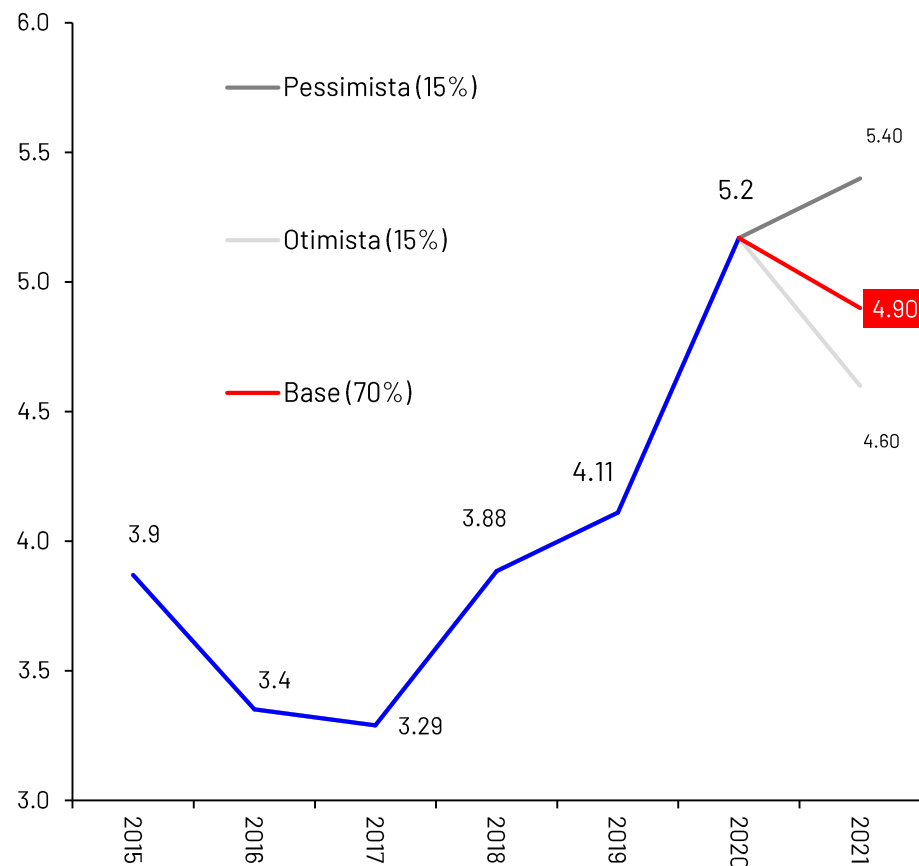
- **Commodities sempre se valorizam em momentos de dólar fraco...** Como o Brasil é extremamente dependente da exportação de bens primários (commodities), a evolução positiva do preço desses bens é essencial para o fluxo de dólares para economia, e é o que esperamos para 2021 – suportado como pano de fundo a continuidade do crescimento da China e o dólar fraco no mundo. Naturalmente muito já foi precificado ao longo de 2020, ficando pouco *upside* para o próximo ano (sobretudo com riscos para o minério de ferro), mas ainda vemos um bom corredor para valorização residual.
- **... e o Real está pouco atrás dos seus pares exportadores.** Na comparação com a cesta de moedas exportadoras de commodities, temos uma forte valorização desse grupo desde o começo do ganho de força dos preços desses bens. Por outro lado, o Brasil não acompanhou esse movimento por conta dos riscos domésticos, sobretudo o fiscal. Nesse sentido, se a agenda local for tocada com responsabilidade, vemos espaço para o Real convergir parcialmente para o desempenho desse grupo de exportadores – ainda que não de forma igual.

Fonte(s): Bloomberg

# III Setor Externo

## Projeções atualizadas: Real pode ganhar força em 2021 e ajuste externo completo

### TAXA DE CâMBIO (R\$/US\$)

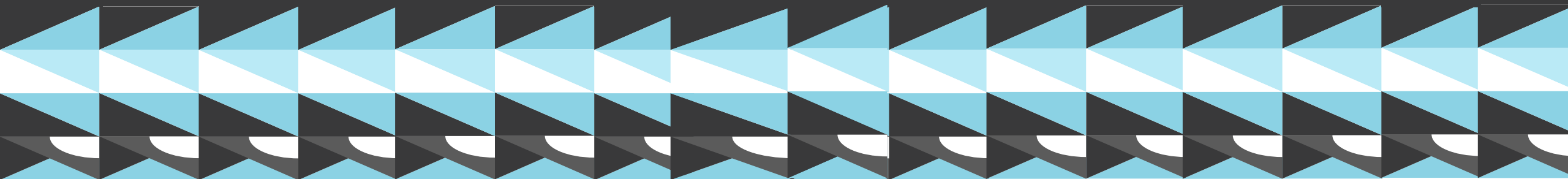


- **Apreciação marginal em 2021, mas não voltaremos para o início de 2020.** Acreditamos que o Real deverá ganhar alguma força no próximo ano, mas puxado mais por efeitos externos. Do lado doméstico, temos a tese de que o regime fiscal não será rompido – o que é positivo para o curtíssimo prazo – mas não teremos exatamente grandes avanços em outras medidas estruturais. **Nosso cenário base aponta R\$/US\$ 4,90 no final do ano.**
- Como a situação ainda é realmente nebulosa, achamos justo colocarmos outros cenários alternativos, dando igual peso de probabilidade o cenário pessimista do que o otimista.
- O que difere os cenários é o risco fiscal aumentando nosso prêmio via CDS. O cenário externo é igual em todos os cenários.
- Como dissemos, enxergamos o retorno dos investimentos estrangeiros no país, tanto pela via das empresas (intercompanhias), quanto pelo investimento em carteira – ainda que abaixo da performance dos demais emergentes, em especial da Ásia.

\*Cenário híbrido, que leva em consideração os 3 cenários ponderados pela probabilidade, aponta R\$ 4,93 em 2021.

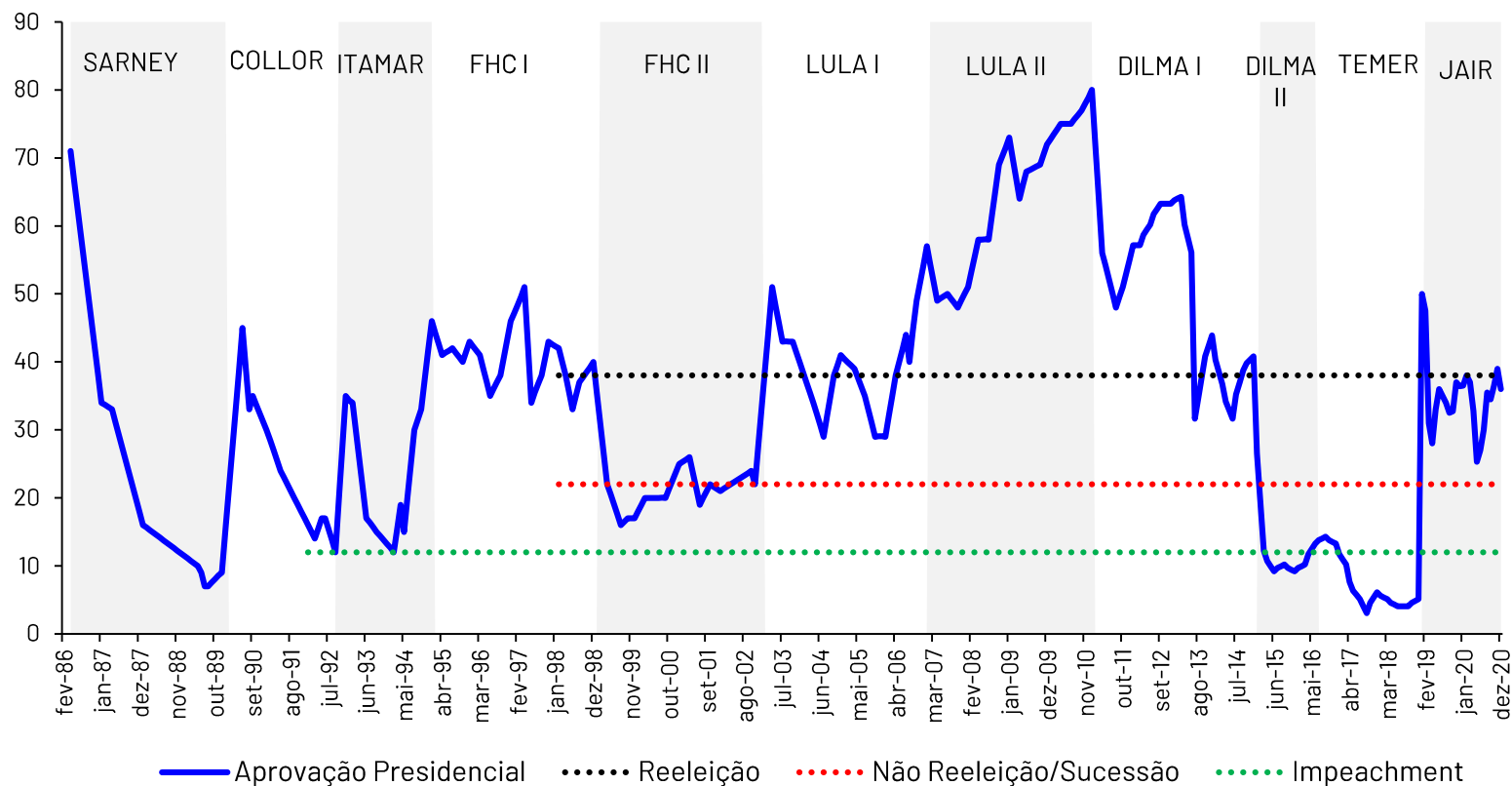
# Política e Riscos

A luta pela manutenção da Aprovação



# III Aprovação está próximo do nível de reeleição

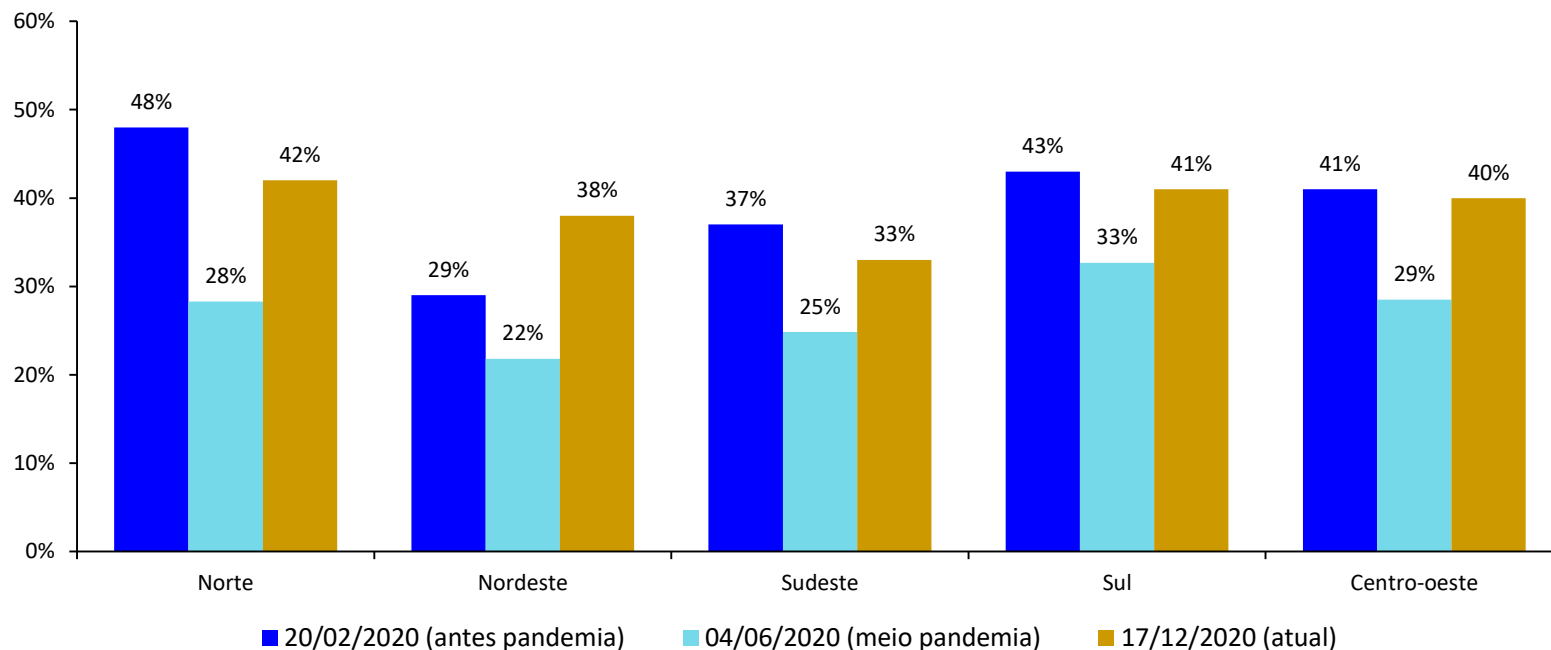
## APROVAÇÃO DO GOVERNO (EM %)



- O atual nível de aprovação do governo federal, que está abaixo do início do mandato (como naturalmente ocorre) está muito próximo daquele necessário para a reeleição ou promover a sucessão na cadeira presidencial. O desafio é fazer a manutenção dessa aprovação ao longo de 2021 e 2022, até a porta da eleição.

# III Auxílio Emergencial (AE) é o mapa do tesouro

AVALIAÇÃO "ÓTIMO" DO GOVERNO FEDERAL POR REGIÃO (EM %)



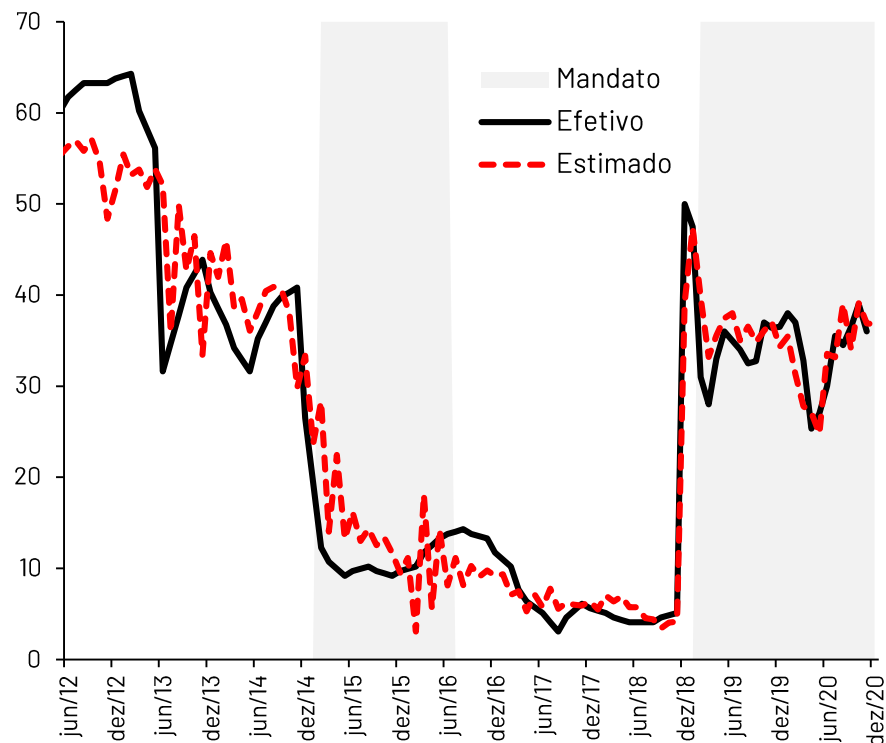
Fonte(s):

EXAME/IDEA

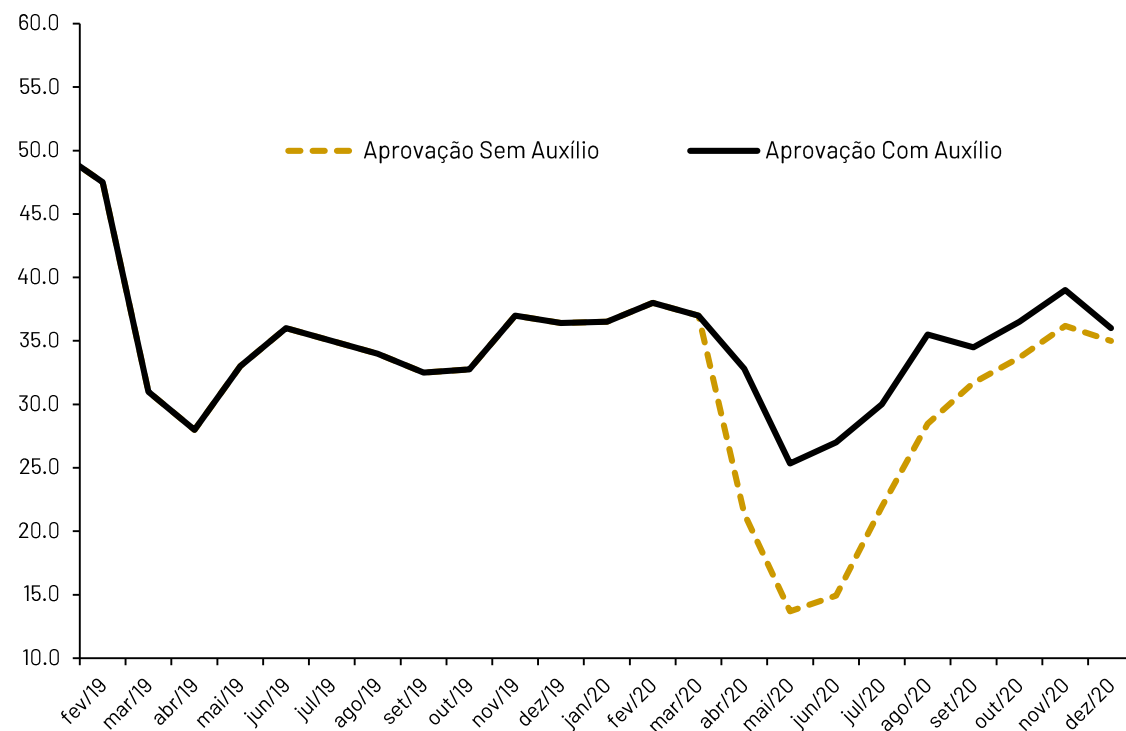
- Desde o início do pagamento das parcelas do Auxílio Emergencial (AE) para 67 milhões de brasileiro, a avaliação do Governo Federal começou a melhorar, segundo levantamento da nossa pesquisa EXAME/IDEA. A melhora foi verificada sobretudo na região Nordeste, justamente onde a penetração de aprovação do novo governo era mais difícil.
- O incentivo político para a continuidade de um programa assistencialista mais intenso que o Bolsa Família é enorme por: i) o efeito para a recuperação da atividade econômica é relevante; ii) pode ter impacto positivo em termos de avaliação de governo.

# III O futuro da aprovação

## MODELO APROVAÇÃO DO GOVERNO (EM %)



## ESTIMATIVA CENÁRIO SEM AUXÍLIO PELO MODELO



- Criamos um modelo que explica a aprovação presidencial em função da evolução da massa salarial real no mercado brasileiro (já ajustada pelo auxílio) - ou seja, pega a dinâmica do mercado de trabalho, da inflação, e do volume de auxílio emergencial. Desta forma, estimamos que em um cenário em que o voucher mensal não tivesse sido pago, o governo teria recuperado sua aprovação depois do choque da pandemia, mas estaria num nível relativamente inferior ao atual. Vale pontuar que para o próximo ano temos a expectativa de uma contração real de 3,5% da massa com auxílio, o que é um risco para esse cenário.

## IMPLICAÇÕES PARA O CENÁRIO

**A função de reação do governo.** No cenário mais adversos, em que o governo perde popularidade (em termos de taxa de aprovação no próximo ano), é possível supor que não permanecerá estático. Os efeitos da crise econômica do COVID-19 em 2020 são uma janela de oportunidade para justificar uma renovação da expansão fiscal ao longo do próximo ano, ainda que em um ritmo expressivamente mais tímido. É bem verdade que não há necessidade de recuperação da total aprovação no ano pré-eleição, mas conseguir a manutenção em um patamar elevado pode ser uma boa estratégia para o ano do pleito.

**Riscos negativos: fiscal, sempre ele.** Se olharmos da ótica do “copo meio-vazio”, um cenário com contínua queda da popularidade presidencial, com seu índice aprovação distanciando cada vez mais dos 40 pontos, poderia incentivar uma expansão fiscal com artifícios fora do teto dos gastos;

**Riscos positivos: presidente forte, agenda rodando.** Por sua vez, se tentarmos olharmos o “copo meio-cheio”, entendemos que um cenário em que a queda da popularidade incomode ao ponto de promover uma reação do Executivo pode ser positivo caso a recuperação de tal popularidade deságue em mais vontade e busca por apoio para aprovar a extensa agendas de reforma (sobretudo Tributária e Administrativa), pavimentando a recuperação econômica.

# III Cenário Final

| Cenário Exame Research              |              | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021 |
|-------------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|------|
| <b>Atividade</b>                    |              |       |       |       |       |      |
| PIB Total                           | %            | 1.3   | 1.3   | 1.1   | -4.4  | 3.4  |
| PIB Agropecuária                    | %            | 13.0  | 1.9   | 1.2   | 1.5   | 1.2  |
| PIB Indústria                       | %            | -0.5  | 0.5   | 0.5   | -4.8  | 4.1  |
| PIB Serviços                        | %            | 0.8   | 1.5   | 1.3   | -4.9  | 3.5  |
| Consumo Privado                     | %            | 1.9   | 2.1   | 1.8   | -5.2  | 3.0  |
| Consumo do Governo                  | %            | -0.7  | 0.4   | -0.4  | -3.1  | 1.0  |
| Investimentos                       | %            | -2.6  | 3.9   | 2.3   | -7.1  | 5.9  |
| Exportação                          | %            | 4.9   | 4.0   | -2.5  | 1.2   | 6.7  |
| Importação                          | %            | 6.7   | 8.3   | 1.1   | -4.9  | 2.9  |
| Taxa de desemprego (média ano)      | %            | 12.7  | 12.3  | 11.9  | 14.0  | 14.9 |
| <b>Inflação, juros e câmbio</b>     |              |       |       |       |       |      |
| IPCA                                | %            | 2.9   | 3.7   | 4.3   | 4.31  | 3.40 |
| IPCA Livres                         | %            | 1.3   | 2.9   | 3.9   | 5.20  | 3.40 |
| IPCA Administrados                  | %            | 8.0   | 6.2   | 5.5   | 1.66  | 3.50 |
| IGP-M                               | %            | -0.5  | 7.6   | 7.3   | 23.1  | 4.60 |
| Taxa Selic - fim de período         | %            | 7.0   | 6.5   | 4.5   | 2.0   | 3.50 |
| Taxa de Câmbio - fim de período     | R\$/US\$     | 3.3   | 3.9   | 4.1   | 5.2   | 4.9  |
| <b>Fiscal</b>                       |              |       |       |       |       |      |
| Déficit Primário                    | % do PIB     | -1.7  | -1.6  | -0.9  | -10.1 | -2.4 |
| Dívida Líquida                      | % do PIB     | 51.4  | 53.6  | 55.7  | 60.6  | 61.9 |
| Dívida Bruta                        | % do PIB     | 73.7  | 76.5  | 75.8  | 89.8  | 91.0 |
| <b>Setor Externo</b>                |              |       |       |       |       |      |
| Superávit em Transações Correntes   | US\$ Bilhões | -15.0 | -41.4 | -49.5 | 0.7   | -0.5 |
| Superávit da Balança Comercial      | US\$ Bilhões | 67.0  | 58.0  | 48.0  | 55.0  | 62.0 |
| Investimentos Direto no País        | US\$ Bilhões | 68.9  | 78.2  | 78.6  | 38.0  | 55.0 |
| <b>Global (fontes externas)</b>     |              |       |       |       |       |      |
| PIB Mundial                         | %            | 3.3   | 3.0   | 2.4   | -3.8  | 5.2  |
| PIB Estados Unidos                  | %            | 2.4   | 2.9   | 2.3   | -2.4  | 4.2  |
| PIB Zona do Euro                    | %            | 2.5   | 1.9   | 1.2   | -7.4  | 4.6  |
| PIB China                           | %            | 6.8   | 6.6   | 6.1   | 2.0   | 8.2  |
| PIB Japão                           | %            | 2.2   | 0.3   | 0.7   | -5.3  | 2.7  |
| PIB Desenvolvidos                   | %            | 2.5   | 2.1   | 1.6   | -5.2  | 4.0  |
| PIB Emergentes e em desenvolvimento | %            | 4.5   | 4.3   | 3.5   | -0.7  | 5.1  |

Fonte: Exame Research, IBGE, Banco Central, Banco Mundial, FMI e Bloomberg