

# Cenário Econômico

Agosto de 2021

## Análise Econômica

José Márcio Camargo

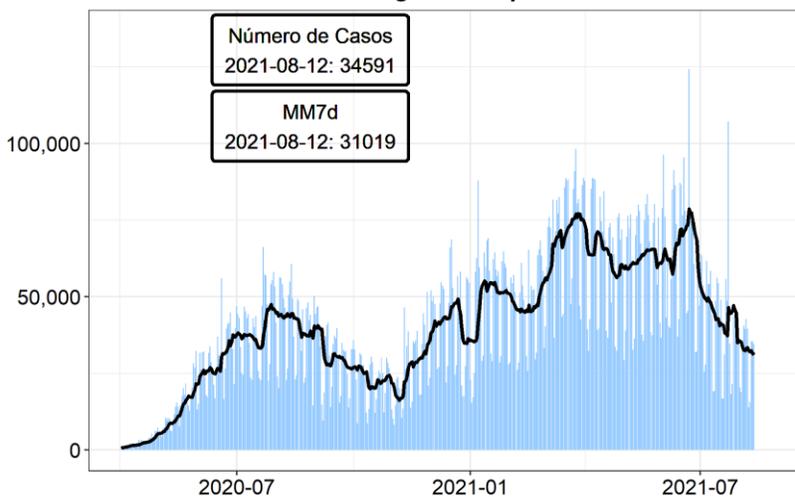
Eduardo Ferman

Yihao Lin

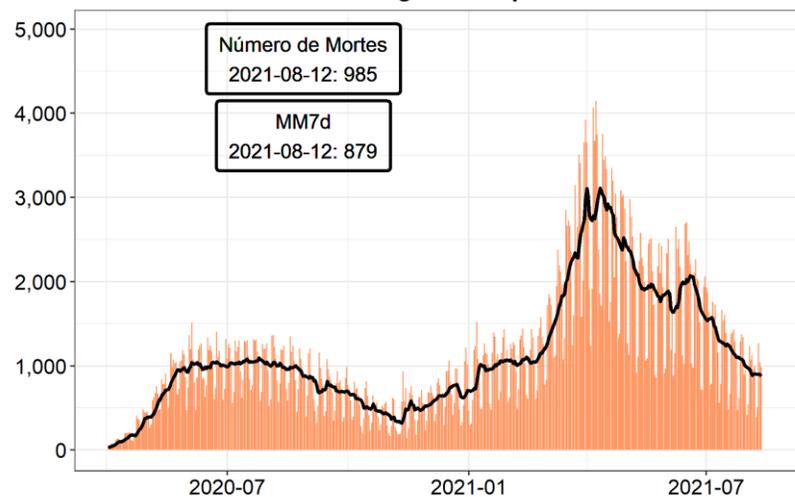
- Diante dos novos dados econômicos associados à consolidação da campanha de vacinação, reavaliamos nosso cenário base.
- Indicadores antecedentes de frequência diária apontam continuidade da recuperação econômica para os próximos meses. O índice de atividade da Genial Investimentos apresenta boa recuperação, com destaque para a retomada da mobilidade urbana.
- Além disso, os setores de comércio e serviços apresentam recuperação após forte queda em março, com perspectivas positivas diante do avanço na campanha de imunização proporcionando novas medidas de flexibilização nos próximos meses.
- Entretanto, a indústria, por conta da ausência de insumos para as cadeias produtivas, e a agropecuária, por conta de condições climáticas adversas, podem apresentar desempenho abaixo das previsões iniciais.
- A crise hídrica, o aumento no preço das commodities, a quebra de safras agrícolas e a escassez de componentes industriais foram responsáveis pela pressão inflacionária recente. A taxa de inflação vem acelerando rapidamente, acumulando alta de 9% nos últimos 12 meses com o núcleo próximo de 5,5% a/a. Além disso, as expectativas para inflação em 2022 estão acima da meta (3,5%).

- Diante do avanço na campanha de vacinação, a pandemia mostra arrefecimento. Os números de casos, mortes e internações apresentam queda significativa nos últimos meses.
- Nos últimos 2 meses, o número de novos casos por dia reduziu de 75mil para 31 mil. Já as mortes diárias caíram de 2 mil para 880 e as novas internações por semana (no estado de SP) saíram de 2,5 mil para 984.
- Apesar da melhora no cenário para pandemia, a variante Delta (indiana) impõe atenção especial para que novas ondas de transmissão não ocorram.

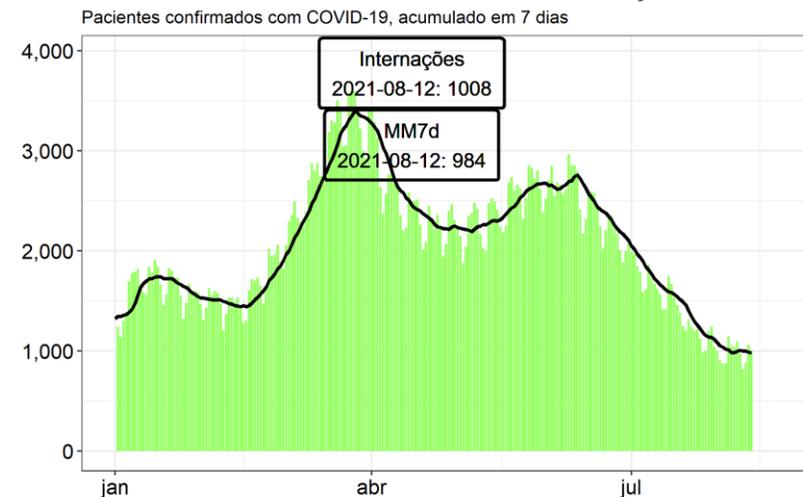
**BR - Número de CASOS registrados por dia**



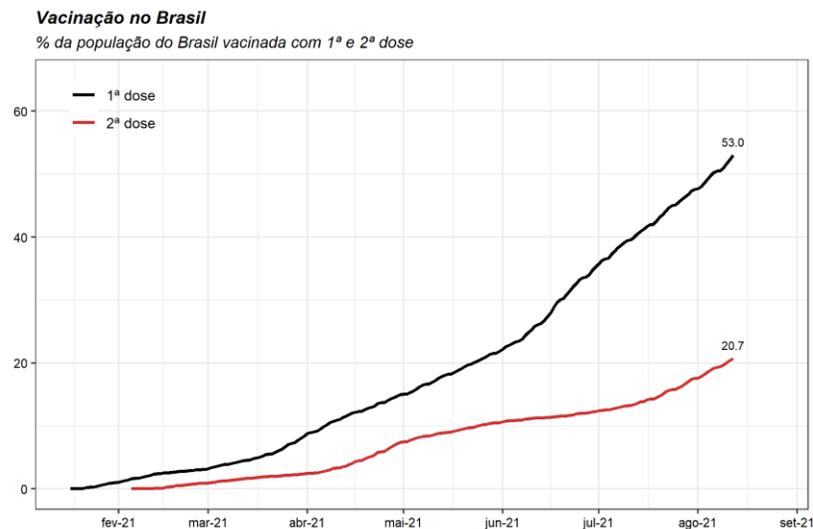
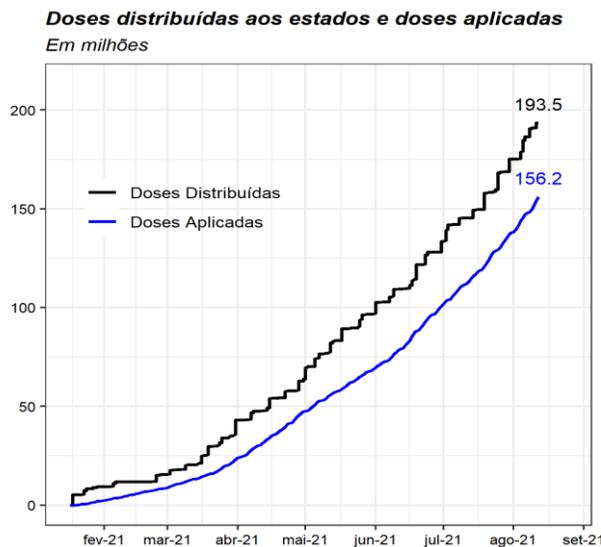
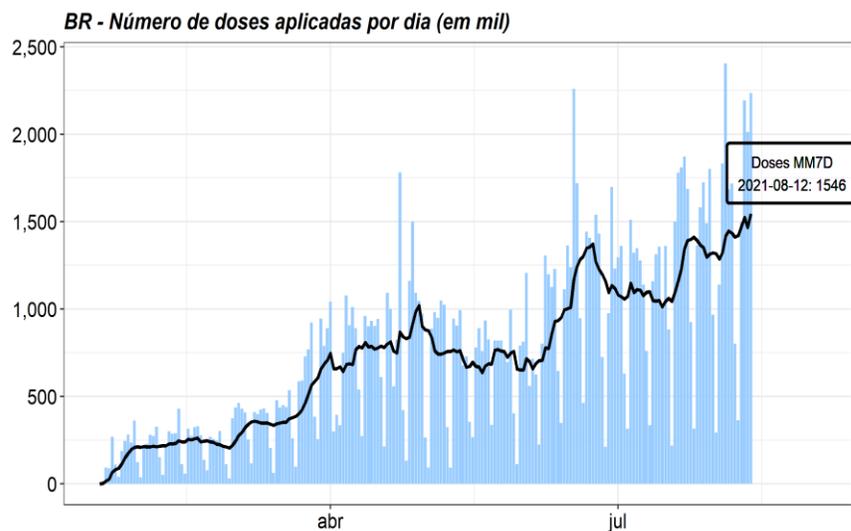
**BR - Número de MORTES registradas por dia**



**Estado de São Paulo - Número de novas internações em 2021**



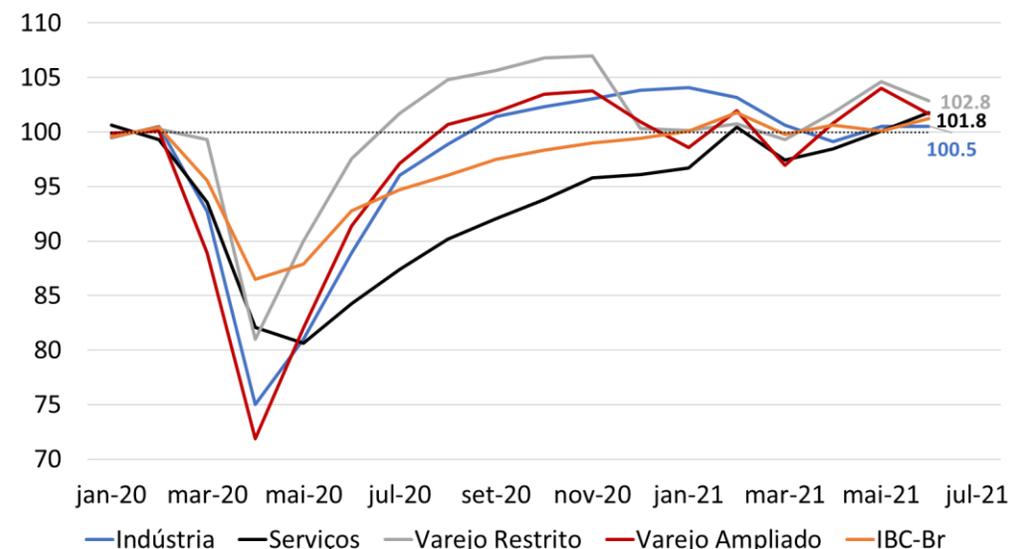
- O país já aplicou 156,2 milhões de doses, sendo que 112 mi de brasileiros já tomaram pelo menos a primeira dose (53% da população). A média móvel de doses aplicadas por dia apresentou grande crescimento nos últimos dias, encontrando-se em patamar recorde de 1,5 milhão.
- O estoque de doses, vacinas disponibilizadas pelo PNI e não utilizadas, apresenta grande volatilidade, estando atualmente em 37,3 milhões de doses. Entretanto, é importante destacar que grande parte do estoque é para as segundas doses, inviabilizando a aceleração da campanha de vacinação.
- Porém, nesse mês de agosto, teremos a maior quantidade de doses recebidas pelo PNI até agora: 60,5 milhões. Com destaque para Pfizer (32,5 mi), além da Coronavac (15 mi) e Astrazeneca (13 mi). Em setembro a expectativa é recebermos 74,2 milhões de doses.



- Após forte contração da atividade no mês de março (recrudescimento da pandemia), os setores vêm apresentando recuperação, com destaque para retomada econômica no setor de serviços e varejo.
- Serviços e o varejo estão sendo beneficiados pela abertura econômica associada à volta do estímulo fiscal via auxílio emergencial (benefício retornou em abril).
- Já o setor industrial está sendo impactado pelo aumento dos custos de produção (principalmente energia) e escassez de insumos que deve perdurar até o final desse ano, impactando o crescimento do setor.

**BRASIL - indicadores de atividade**

(Base 100 = média jan/20 e fev/20)



Variação m/m					
Data	Indústria	Serviços	Varejo Restrito	Varejo Ampliado	IBC-Br
jan-21	0.2%	0.6%	-0.2%	-2.3%	0.7%
fev-21	-0.9%	3.9%	0.6%	3.4%	1.7%
mar-21	-2.4%	-3.0%	-1.4%	-4.9%	-2.0%
abr-21	-1.5%	1.0%	2.5%	4.0%	0.9%
mai-21	1.4%	1.7%	2.7%	3.2%	-0.6%
jun-21	0.0%	1.7%	-1.7%	-2.3%	1.1%

- O Índice de atividade econômica diário da Genial Investimentos (IAG), apesar da recente estabilidade, encontra-se em patamares recordes desde o início da pandemia.
- O indicador avança com destaque para a retomada da mobilidade urbana e o crescimento do número de voos domésticos.

## Brasil - Índice de Mobilidade Urbana

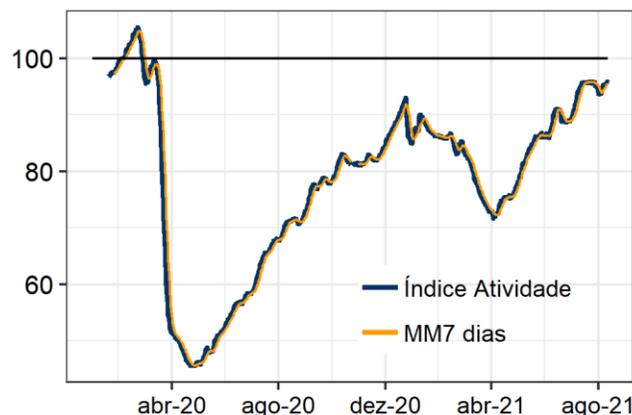
MM 7 dias. Base 100 = jan/20 - Último valor: 121.8 (carro)



Fonte: Apple, Mobility Trends Reports

## Brasil - Índice de Atividade GENIAL

Dados diários - Base 100 = Média 1/jan-15/mar



Data	Índice	Var. diária	Var. MM7d
12/08/2021	95.73	-0.11 p.p.	0.09 p.p.
11/08/2021	95.84	0.31 p.p.	0.21 p.p.
10/08/2021	95.53	-0.02 p.p.	0.21 p.p.
14/07/2021	95.64	-	-
22/04/2020***	45.6	-	-

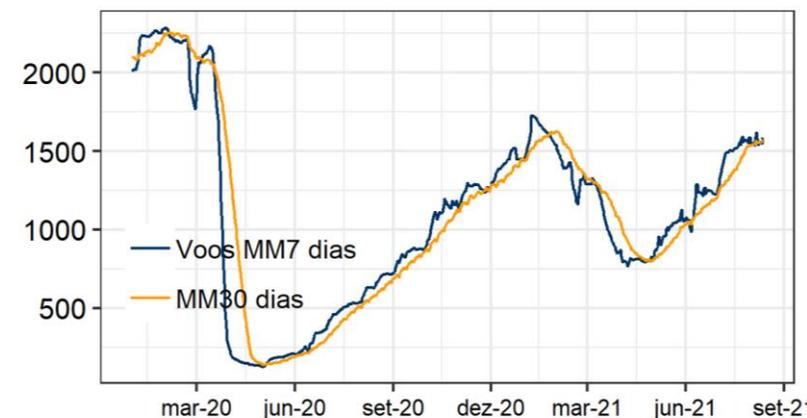
\*\*\*Ponto mais baixo do índice = 45.6 (22/04/2020)

Var. diária = var. diária em ponto percentual

Var. MM7d = var. diária da média móvel de 7 dias

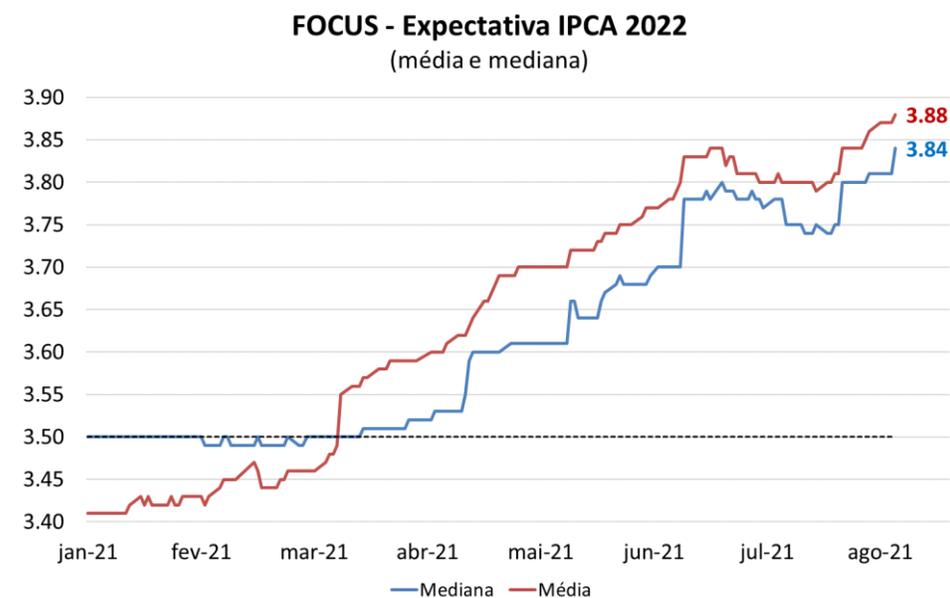
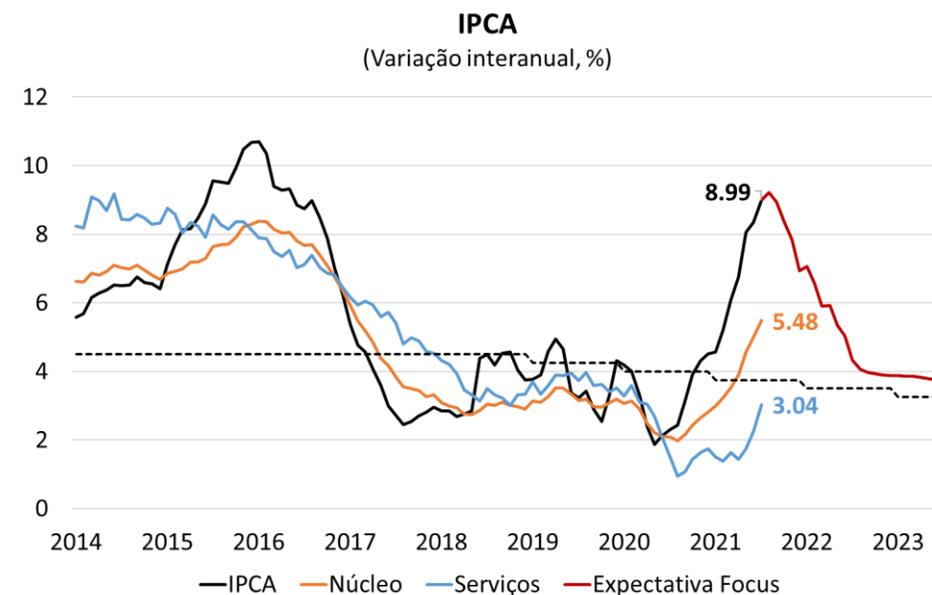
## Número de Voos no Brasil

Dados diários - Último valor: 1587



Fonte: AirNav Radar Box

- O IPCA apresenta forte crescimento interanual nas últimas leituras, tanto no índice cheio quanto no núcleo.
- Com o crescimento da mobilidade urbana, a inflação de serviços começa a ganhar tração. Nossa expectativa é que haja crescimento da inflação de serviços e queda na inflação de bens, uma vez que os indivíduos mudarão sua demanda de bens para serviços com a normalização da pandemia.
- Desde março de 2021, as expectativas para inflação em 2022 se descolaram da meta (3,5%), com a média permanecendo acima da mediana.
- O BCB adotou uma postura mais Hawkish (menos leniente com a inflação) na última reunião do Copom. Em poucos meses, o Banco Central saiu de uma previsão de manter a taxa de juros em níveis baixos por longo tempo para a indicação de que deverá elevar os juros para um nível acima do juro neutro. O BCB está disposto a desaquecer a economia para que a inflação se direcione para meta.



- A incerteza segue acima do usual e novas ondas de contaminação não podem ser descartadas, diante da variante delta. Com a expectativa de pouco estímulo fiscal, a evolução da pandemia será o principal protagonista da retomada econômica.
- Mantemos nossa projeção de crescimento do PIB em 2021 de 5,8%. Entretanto, reduzimos a expectativa de crescimento no 2º trimestre, aumentando nos trimestres subsequentes.
- Diante dos diversos choques recentes, aumentamos nossa projeção de IPCA de 5,9% para 7,0% no final deste ano e nossa expectativa para a taxa Selic subiu de 6,5% para 8,0% (fim de período), devido ao comportamento das expectativas para a inflação em 2022.
- Apesar do cenário fiscal desafiador, mantemos nossa projeção de que o teto de gastos será respeitado nos próximos anos.

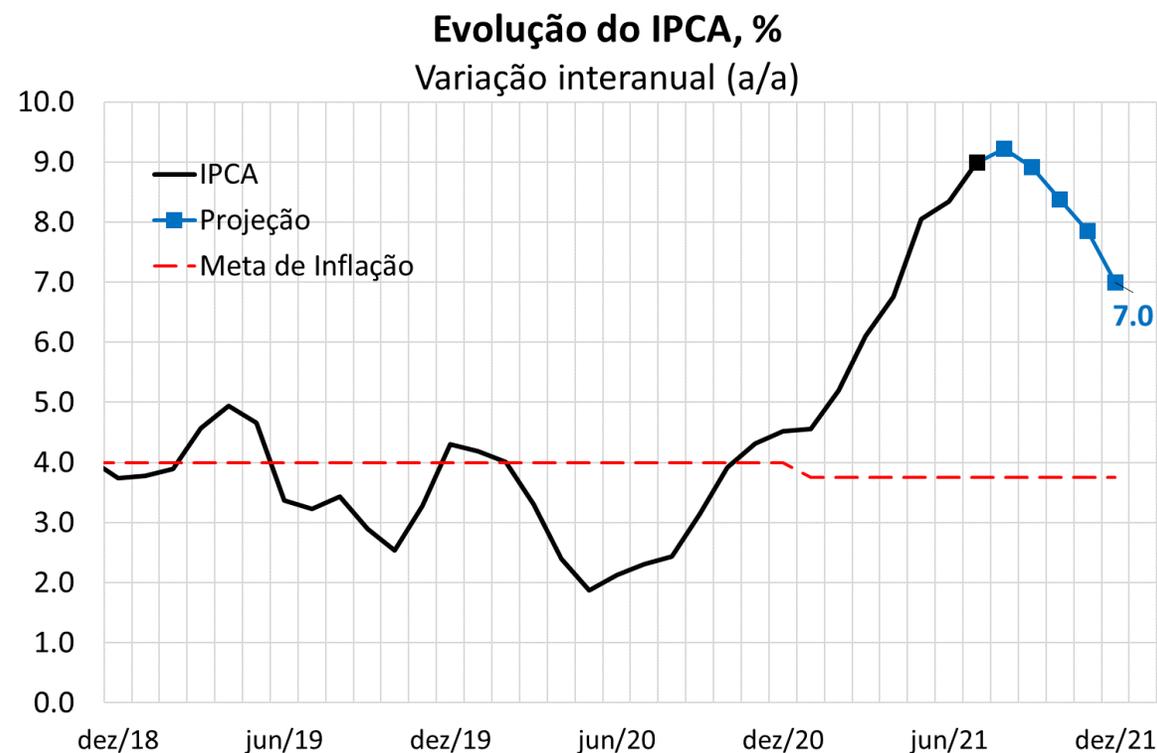
		2019	2020	2021P	2022P
<b>PIB (%)</b>		<b>1.1</b>	<b>-4.1</b>	<b>5.8</b>	<b>2.5</b>
Oferta	Agro	1.2	2	3.6	-
	Indústria	0.4	-3.5	6.0	-
	Serviços	1.2	-4.5	4.9	-
Demanda	Consumo	1.8	-5.5	5.3	-
	Governo	-0.4	-4.7	3.2	-
	Investimento	2.3	-0.8	10.4	-
	Exportação	-2.5	-1.8	10.3	-
	Importação	1.1	-10	7.0	-
<b>Desemprego (%)<sup>1</sup></b>		<b>11.9</b>	<b>13.2</b>	<b>13.6</b>	<b>12.0</b>
<b>IPCA (%)</b>		<b>4.3</b>	<b>4.5</b>	<b>7.0</b>	<b>3.9</b>
<b>Selic (%)<sup>2</sup></b>		<b>4.5</b>	<b>2.0</b>	<b>8.0</b>	<b>8.0</b>
<b>Dívida Bruta (% PIB)</b>		<b>74.3</b>	<b>88.8</b>	<b>81.2</b>	<b>82.9</b>

- Mantemos crescimento do PIB em 2021 de 5,8%, porém reduzindo avanço no 2º trimestre em relação ao primeiro de 1% para 0,8% t/t (série com ajuste sazonal).
- Para 2022 projetamos crescimento de 2,5%.
- Permanecemos com taxa de desemprego em 13,6% em 2021 e reduzimos para 12% em 2022.
- Revisamos o IPCA de 5,9% para 7,0% em 2021 e de 3,8% para 3,9% em 2022.
- Elevamos a Selic em 2021 e 2022 de 6,5% para 8,0% (fim de período).

1) Taxa média anual

2) Fim de período

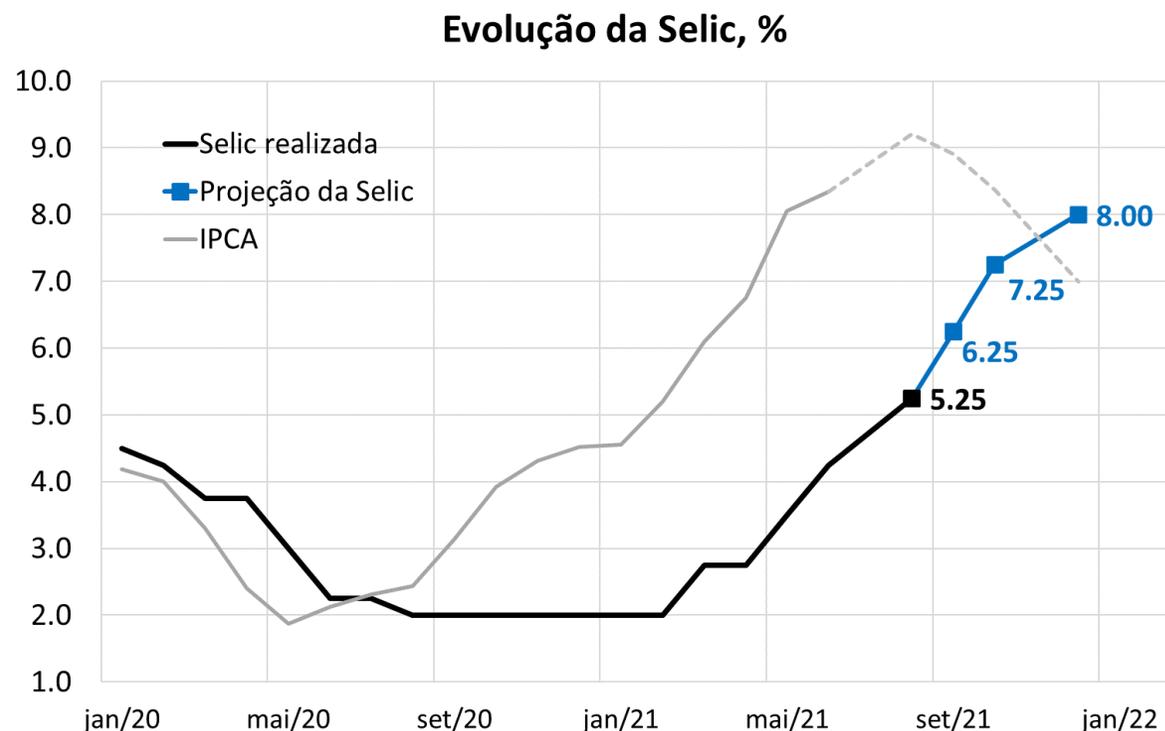
- Projetamos inflação de 7,0% este ano, encerrando acima do intervalo superior da meta (5,25%).
- Nossa revisão no cenário para inflação advém dos choques agrícolas (quebras de safras), choques energéticos (reajuste de tarifas) e crescimento econômico mundial mais robusto (pressão no preço das commodities) nos últimos meses.
- Além disso, a desaceleração da inflação de bens não vem ocorrendo. Em paralelo, a inflação de serviços apresenta significativa elevação, pressionando ainda mais os preços.
- A taxa de câmbio será uma variável fundamental nessa trajetória, uma vez que encerrado o desafio sanitário atual (pandemia), a tendência do real é de valorização diante dos fundamentos econômicos que analisamos.



- Revisamos nossa projeção de Selic de 6,5% para 8,0% esse ano, com aumentos de 1,0 p.p., 1,0 p.p. e 0,75 p.p.

## Riscos ao cenário base:

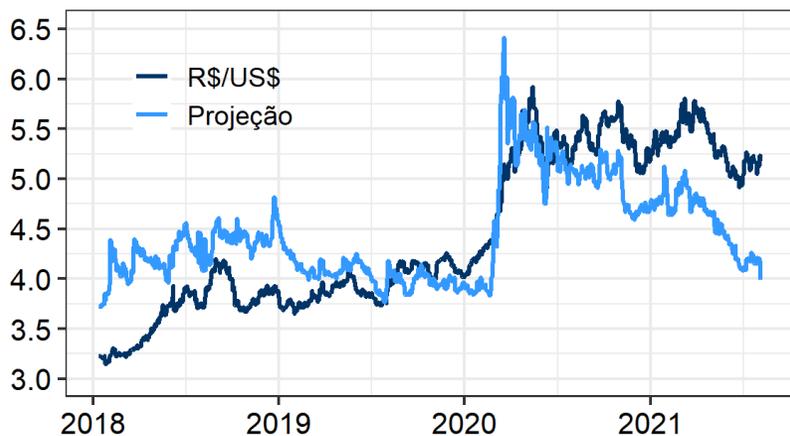
- 1) Persistência no choque de commodities agrícolas e/ou energéticas pode resultar em inflação acima da projeção. Por outro lado, uma valorização do real acima do esperado reduz a pressão inflacionária, permitindo o BCB aumentar menos a Selic. O comportamento das expectativas para a inflação em 2022, com a média acima da mediana e acima da meta, preocupa.
- 2) A aceleração da inflação de serviços sem que haja desaceleração na inflação de bens industriais.
- 3) Uma possível redução no ritmo de compra de ativos (tapering) e/ou antecipação do aumento dos juros por parte do Fed impõe viés de alta no cenário base.



- Fatores estruturais têm resultado em taxa de câmbio mais depreciada do que nos anos recentes: 1) queda no diferencial de juros Brasil x EUA e Brasil x Emergentes; 2) maior aversão global ao risco.
- Apesar dos dois vetores estruturais de depreciação, nossos modelos econométricos indicam que BRL está mais depreciado do que sugerem os fundamentos desde julho do ano passado. Modelo indica câmbio ao redor de R\$/US\$ 4,00.
- Depreciação corrente está associada aos riscos domésticos: risco fiscal e político. Projetamos taxa de câmbio de R\$ 4,60/US\$ no final de 2021 (com elevação dos juros locais e arrefecimento do risco fiscal).

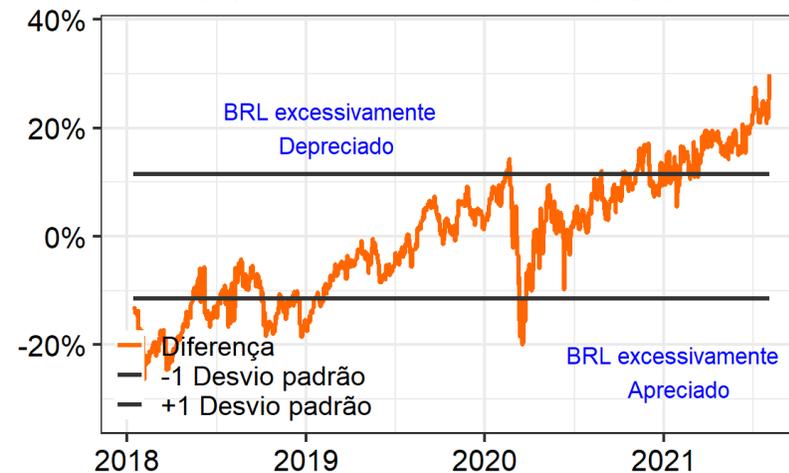
## R\$/US\$ e Projeção Condicional

Regressão (janela móvel) condicional ao risco país, diferenciais de juros e aversão global ao risco.

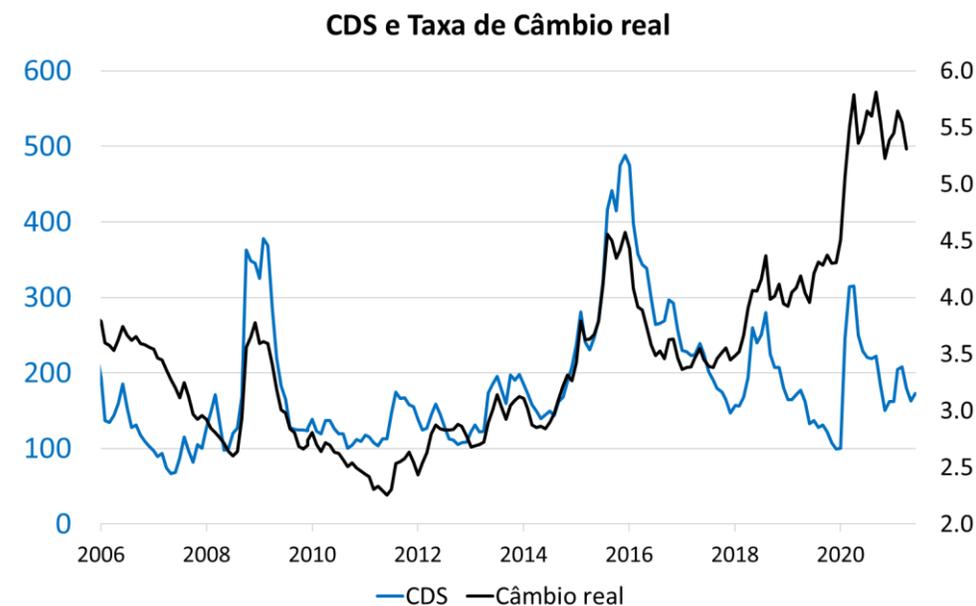
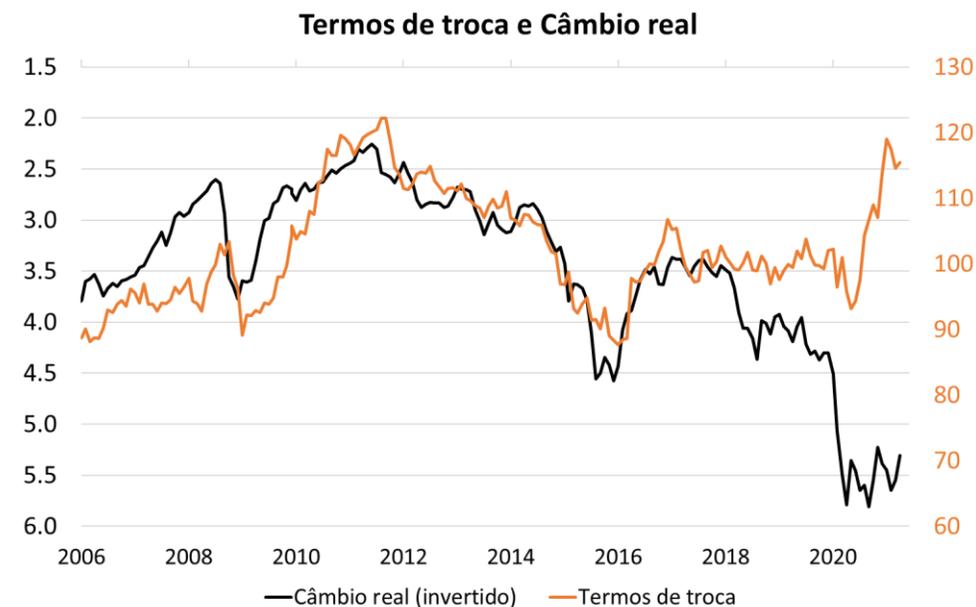


## Desvio da Projeção

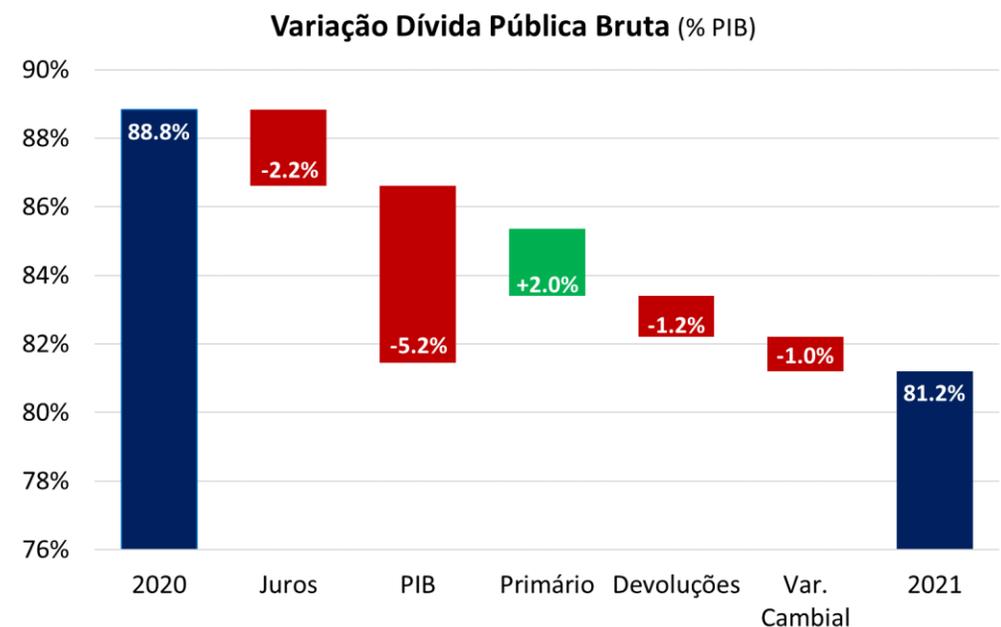
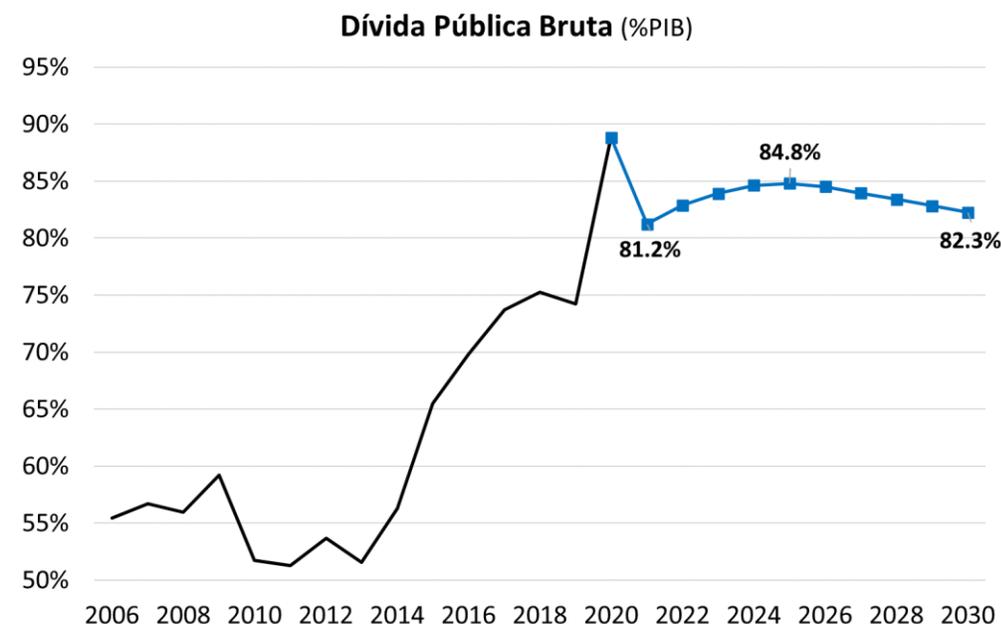
Diferença percentual entre R\$/US\$ e projeção.



- Consideramos algumas variáveis macroeconômicas como possíveis “fundamentos” para taxa de câmbio (CDS, termos de troca, VIX, diferencial de juros, etc.). Com esses indicadores projetamos o que poderia ser considerado uma taxa de câmbio “justa”.
- É possível perceber o descolamento da taxa de câmbio com os termos de troca e com o CDS nos gráficos ao lado. O forte aumento nos termos de troca associado à redução do CDS não impactaram positivamente (apreciação) o real.
- Ou seja, dado os patamares dos termos de troca (praticamente em recorde histórico) com níveis de CDS relativamente controlados (além de diversos outros indicadores), a taxa de câmbio apresenta desvalorização excessiva.
- Nossa avaliação é que a depreciação excessiva da taxa de câmbio decorre de fatores idiossincráticos da economia brasileira associados aos riscos fiscais e políticos.



- Projetamos dívida bruta de 81,2% PIB em 2021, o que representa queda de 7,6 p.p. em relação ao ano de 2020.
- Apesar do déficit primário esse ano, projetamos queda na relação dívida/PIB em 2021 devido ao maior crescimento do PIB associado à taxa de juros real média negativa, aumento de gastos menores que o esperado e novas devoluções por parte das estatais.
- Nosso cenário base prevê início dos superávits primários em 2024.
- A partir de 2022 a dívida bruta cresce até o pico em 2025 (84,8% PIB) e começa a cair em seguida, chegando em 2030 com dívida bruta em 82,3% do PIB.
- Nosso cenário base é de manutenção do teto de gastos ao longo do período analisado.



## 1) Risco Fiscal: Rompimento com o regime fiscal do teto dos gastos. (risco moderado/baixo)

- O cenário fiscal brasileiro melhorou significativamente nos últimos meses. Com o maior crescimento do PIB, menor crescimento dos gastos e aceleração da inflação, a arrecadação federal vem apresentando resultados acima do esperado, reduzindo as projeções para o déficit público. Além disso, a dívida pública também apresentará forte contração durante o ano.
- Essa conjuntura só é possível diante da existência do teto de gastos, que será uma restrição ativa para as despesas obrigatórias nas próximas discussões de orçamento.
- Entretanto, o cenário fiscal continua desafiador:
  - 1) Brasil é o país emergente que mais gastou no combate à pandemia;
  - 2) Principal problema fiscal é crescimento da despesa e tem dimensão federativa;
  - 3) Dívida é muito alta em relação ao seus pares (em qualquer métrica);
  - 4) A dívida subiu muito e encurtou. A normalização da Selic está em curso e o custo de rolagem vai subir de forma significativa.
  - 5) Em 2022 teremos eleições. A pressão por espaço no teto (ampliação bolsa família, reajuste para servidores, etc.) aumentará consideravelmente, gerando ruído durante os próximos meses.
- Este é um risco que precisa ser monitorado, mas o regime fiscal é uma regra constitucional, de forma que não é fácil alterá-lo. Além disso, a desobediência pode implicar em processo de impeachment, o que diminui a probabilidade desse cenário se concretizar.

## 2) Aumento do número de casos e óbitos por Covid: avanço da variante Delta. (risco moderado/baixo)

- A variante Delta é extremamente transmissível, tendo elevado muito o número de casos nas economias avançadas. Essa variante já chegou ao Brasil e vem crescendo a cada dia. Entretanto, assim como ocorrido nos países com alta cobertura vacinal, a elevação de casos e óbitos da Delta ocorreu fundamentalmente em indivíduos não vacinados. Nesse sentido, avaliamos que mesmo ocorrendo disseminação da variante no país, seus impactos devem ser limitados diante do avanço na campanha de vacinação.
- No final do mês de setembro, é provável que todos os indivíduos com 12 anos ou mais estejam vacinados com pelo menos a 1ª dose (cerca de 80% da população brasileira). Além disso, o número de segundas doses aplicadas vem subindo rapidamente, completando o esquema vacinal de grande parte da população.

## 3) Desancoragem das expectativas de inflação em 2022/23 (risco baixo)

- Com os diversos choques ocorridos na economia brasileira, provocando a aceleração inflacionária recente, as expectativas de inflação para 2022 se descolaram da meta. O cenário para inflação se deteriorou nos últimos meses, impondo uma postura mais dura (hawkish) por parte do Banco Central. Em seu último comunicado, o BCB enfatizou que fará de tudo para alcançar a meta de inflação, mesmo que isso signifique colocar as taxas de juros em patamares elevados (acima do juros neutro). Nesse sentido, entendemos que o Banco Central ainda possui elevada credibilidade e conseguirá ancorar as expectativas de inflação para os próximos anos.

## 4) Risco Político/Eleitoral (risco alto)

- Nos últimos meses, o risco institucional aumentou consideravelmente. Existe uma tensão permanente entre o executivo e o judiciário, que aumenta o risco institucional e afeta negativamente os preços dos ativos, principalmente dólar e juros.
- Associados ao risco político, ainda teremos o risco eleitoral cada vez maior no próximo ano. A eleição de 2022 promete ser extremamente polarizada, com ainda pouca perspectiva para uma 3ª via factível eleitoralmente.
- Por fim, está em curso uma investigação parlamentar (CPI da Pandemia) que ganhou grande destaque na mídia, apurando possíveis erros e omissões por parte do governo na condução da pandemia, que adiciona risco adicional nesse cenário político.

 Projeções Macroeconômicas - Longo Prazo 									
INDICADOR	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
PIB	1.3%	1.8%	1.4%	-4.1%	5.8%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Desemprego (média do ano)	12.8%	12.3%	11.9%	13.3%	13.6%	12.0%	11.3%	10.8%	10.5%
Desemprego (fim de período)	11.8%	11.6%	11.0%	13.9%	12.5%	11.1%	10.4%	10.0%	9.8%
IPCA	2.9%	3.7%	4.3%	4.5%	7.0%	3.9%	3.3%	3.0%	3.0%
SELIC (média do ano)	9.9%	6.6%	6.0%	2.8%	4.5%	8.0%	6.5%	6.5%	6.5%
SELIC (fim de período)	7.0%	6.5%	4.5%	2.0%	8.0%	8.0%	6.5%	6.5%	6.5%
BRL/USD	3.31	3.88	4.03	5.19	4.60	5.15	5.20	5.25	5.30
Dívida Pública (% PIB)	73.7%	75.3%	74.3%	88.8%	81.2%	82.9%	83.9%	84.6%	84.8%
Resultado Primário (% PIB)	-1.7%	-1.5%	-0.8%	-9.4%	-1.9%	-1.0%	-0.4%	0.2%	0.7%



[www.genialinvestimentos.com.br](http://www.genialinvestimentos.com.br)