



Macro View

macro research

Fevereiro 2021

Álvaro Frasson
economia@btgpactual.com
@alvarosfrasson

Leonardo Paiva
leonardo.paiva@btgpactual.com

Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com

Fiscal 2020 melhor que as expectativas, mas atividade 2021 em alerta

Atividade Econômica | PIB 2021: 3,5%. Projeção mantida.

- Surpresa positiva no 4T20: novembro mostrou bons resultados e revisamos nossa projeção do PIB 4T20 para 3,0% t/t.
- Riscos elevados para o PIB 1T21: piora dos números recentes da pandemia no Brasil e estados aumentando as restrições de mobilidade social atrasam a retomada de serviços e estoque da indústria.

Inflação | IPCA 2021: 3,7%. Projeção anterior: 3,5%.

- Crescimento ainda é impulsionado pelos preços de alimentação em domicílio.
- Inflação de serviços continua fraca, enquanto em bens industriais permanece inalterado, compensando parcialmente a alta em alimentos.
- Incertezas permanecem elevadas: avanço dos preços das *commodities* e riscos fiscais são pontos de alerta.

Política Monetária | Selic 2021: 3,75. Projeção mantida.

- Copom de jan/21 retira *Forward Guidance* e Ata eleva o tom *hawkish* para a taxa de juros.
- Membros consideram iniciar um processo de “normalização” da taxa Selic. A controvérsia reside em saber se a normalização começa em março ou maio.
- Expressão “estímulo extraordinariamente elevado” pode ser retirada no próximo comunicado e sinalizar este ciclo de alta.
- Nosso *call*: Copom deve aguardar mais indicadores econômicos e iniciar alta na reunião de maio.

Política Fiscal | Resultado Primário (GC) 2021: -R\$ 195 bi. Projeção anterior: -R\$ 215 bi.

- Positivo: nova composição do Congresso pode dar maior celeridade a agenda de reformas.
- Negativo: atividade fraca no 1T21 aumenta risco de retomada do Auxílio Emergencial ou na criação de um novo e permanente programa social.
- Esforço para cumprir o teto de gastos em 2021 cai de R\$ 16 bilhões para R\$ 5 bilhões. Dois Motivos:
 - (i) efeito líquido da aceleração da inflação, e
 - (ii) gastos com previdência social e folha de pagamento abaixo do esperado em 2020.

Setor Externo | Taxa de Câmbio 2021: R\$ 4,90. Projeção mantida.

- Mantemos projeção do déficit em conta corrente (CC) para zero em 2021 contra US\$ 12,5 bilhões (0,9% do PIB) em 2020, devido ao aumento das exportações.
- Projetamos um aumento do IED para US\$ 50 bilhões em 2021 devido a melhora no cenário externo, com maior liquidez de mercado e recuperação da economia doméstica.
- Mantemos nossa projeção de uma taxa de câmbio de R\$4,90/US\$ no YE21, mas os riscos negativos persistem.

Atividade: Projeção mantida, mas com riscos negativos à vista

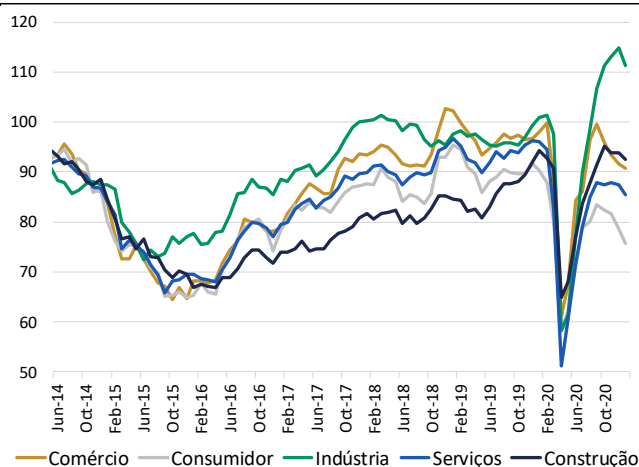
Lilian Ferro

O 4T20 ainda deve mostrar um bom crescimento. Os principais indicadores continuaram sinalizando crescimento em novembro – com exceção das vendas no varejo restrito, que exclui as vendas de carros e materiais de construção. Além disso, o volume de serviços, setor com maior ponderação no PIB, sinalizou crescimento surpreendente. No entanto, alguns indicadores para dezembro já sinalizam uma desaceleração no varejo e serviços – especialmente nas vendas de automóveis e nos níveis de confiança. No entanto, não esperamos que a desaceleração da atividade econômica em dezembro seja suficiente para compensar a surpresa positiva em novembro, e revisamos nossa projeção de crescimento do PIB para o 4T20 de 2,5% t/t a.s. (-2,0% a/a) para 3,0% t/t a.s. (-1,3% a/a). Como resultado, o PIB deve terminar 2020 em queda de 4,0% (pouco abaixo da projeção anterior de -4,2%).

Mantemos nossa projeção de crescimento do PIB de 3,5% para 2021, mas riscos negativos estão surgindo. Com a revisão para cima da projeção do PIB do 4º trimestre, o carregamento estatístico para 2021 se fortaleceu e passou de 3,0% para 3,4%. No entanto, os primeiros sinais para a atividade econômica em 2021 não são animadores. Em nossa opinião, a recuperação a partir de maio de 2020 deveu-se principalmente ao pagamento de Auxílio Emergencial aos trabalhadores em situação de vulnerabilidade, bem como à forte recuperação da mobilidade social mesmo em meio à pandemia. No entanto, o programa, que já foi reduzido em setembro, terminou em dezembro. Além disso, não houve crescimento do emprego, e ~9 milhões de empregos perdidos devido à pandemia ainda não foram recuperados. Como resultado, a conta salarial ainda está ~R\$ 18 bilhões abaixo dos níveis pré-pandemia, o que deve conter o crescimento do consumo este ano. Os números relacionados à pandemia no Brasil pioraram muito nas últimas semanas, com alguns estados aumentando as restrições a atividades não essenciais. Nesse sentido, o início da campanha de vacinação no Brasil é uma notícia bem-vinda, mas o calendário provavelmente será extenso, o que significa que os riscos relacionados à pandemia no 1T21 permanecem com viés preocupante para a atividade econômica. Como resultado, nossa projeção para o PIB do 1T21 é de uma queda de 0,5% t/t. Assim, apesar do melhor carregamento para o PIB de 2021, a queda no 1T21 provavelmente devolverá parte desse efeito, e mantemos nossa projeção de crescimento para 2021 em 3,5%.

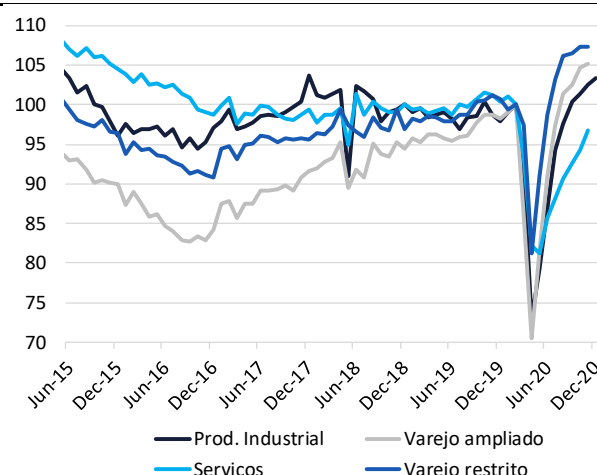
A taxa de desemprego deve permanecer alta em 2021. De acordo com nossa estimativa mensal para os dados da PNAD Contínua, a população ocupada de 94mn no período pré-pandemia caiu para ~80mn em julho/20, e subiu novamente em agosto/20, atingindo ~85mn em novembro/20. Assim, ~9mn empregos perdidos devido à pandemia devem ser recuperados à medida que a atividade econômica se normaliza. Observa-se que os dados de criação de empregos do CAGED e PNAD têm sido altamente discretos ultimamente, com o CAGED sinalizando a criação de empregos de 142 mil em 2020, enquanto a PNAD ainda mostra perda de 3 milhões de empregos. No entanto, essa recuperação do trabalho também deve ser acompanhada por uma recuperação na força de trabalho. A força de trabalho em 2020 despencou, o que pode ser atribuído principalmente à necessidade de isolamento social durante a pandemia e ao pagamento de Auxílio Emergencial, o que evitou uma piora significativa na situação financeira dos desempregados e restringiu a busca por trabalho. Assim, com o avanço no calendário de vacinação e o controle da pandemia no Brasil em 2021, a força de trabalho deve crescer junto com o emprego, o que manterá a taxa de desemprego em alto nível em 2021. Esperamos que o indicador encerre 2020 em 14,7% e 2021 em 15,0%.

Gráfico 1: Indicadores de confiança (ajuste sazonal)



Fonte: IBGE.

Gráfico 2: Indicadores de alta frequência (fev/20=100, a.s.)



Fonte: FGV.

Inflação: Maior inflação esperada ocorre

Bruno Balassiano

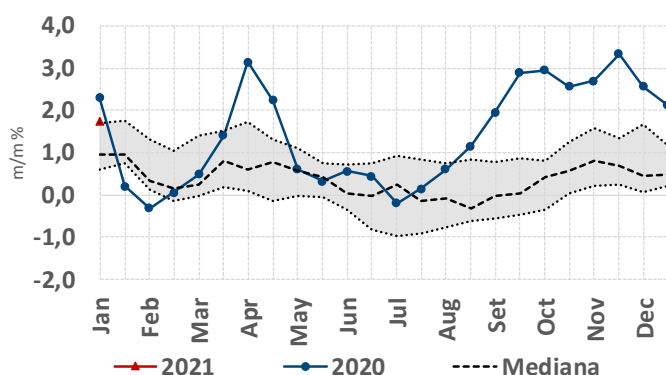
Nos últimos meses, a inflação voltou a surpreender. Nossa projeção para o IPCA de janeiro foi revisada para cima em cerca de +30bps. A inflação de alimentos em domicílio não desacelerou tanto no início do ano como esperávamos em dezembro, e um aumento significativo nos preços internacionais das *commodities* representa novos riscos para as perspectivas de 2021. O núcleo inflacionário também permaneceu sob pressão, com os serviços e os bens industriais acelerando. Como tal, as pressões transitórias permanecem persistentes. Finalmente, um corte inesperado de produção acordado pelos membros da OPEP levou a um aumento nos preços internacionais do petróleo e aumentos nos preços dos combustíveis. Embora as perspectivas para a atividade econômica tenham piorado, com riscos negativos associados à disseminação de novas variantes do coronavírus, ainda assim revisamos nossa projeção para o IPCA de 2021.

As perspectivas para a inflação dos alimentos pioraram e o segmento foi o principal vetor de nossa revisão. O rápido aumento dos preços internacionais das *commodities* desde meados de dezembro representa riscos significativos para a inflação dos alimentos. Os preços das *commodities* agrícolas atingiram o pico em novembro, após a taxa de câmbio atingir recordes no mês. Mas uma melhora no cenário do câmbio levou à queda dos preços por mais de um mês, indicando um cenário mais benigno para 2021. No entanto, com uma taxa de câmbio mais forte, uma vez que a demanda internacional robusta levou a alta do preço de *commodities* agrícolas nas últimas semanas, superando seu pico de novembro, o que significa que é improvável que os preços dos alimentos caiam em 2021. O tempo nas últimas semanas tem sido desfavorável para alimentos frescos. Como tal, os preços permaneceram em trajetória ascendente. Finalmente, as restrições de fornecimento na indústria pecuária permanecem altamente persistentes, como esperávamos. Mas a recuperação dos preços do gado foi maior e mais rápida do que esperávamos. Considerando tudo, as perspectivas para a inflação dos alimentos pioraram e os riscos adicionais associados a possíveis novas quarentenas e à extensão do apoio auxílio emergencial nos levaram a revisar nossa projeção.

O núcleo de inflação permanece sob pressão. Apesar do enfraquecimento dos sinais na margem da atividade econômica, o núcleo de inflação acelerou ao longo do último mês. Parte dessa aceleração se deve ao fim dos descontos da *Black Friday*. Mas esse não é o único *driver*: tanto para os serviços essenciais quanto para os bens industriais, as taxas de difusão (% dos itens com impressões positivas) permanecem muito altas. A maioria dessas pressões se deve a fatores transitórios, como o repasse cambial e as restrições de fornecimento, mas têm se mostrado persistentes. A piora das perspectivas para a atividade econômica poderiam levar a uma trajetória mais benigna para o núcleo, mas há muitas ressalvas: uma desaceleração da atividade econômica não pode ser dissociada da pandemia que a está causando. Embora um mercado de trabalho mais fraco e uma possível quarentena provavelmente levariam à desaceleração da inflação dos serviços, uma maior expansão fiscal e conseqüente depreciação do real poderiam elevar a inflação em outros segmentos, compensando qualquer desaceleração no segmento de serviços.

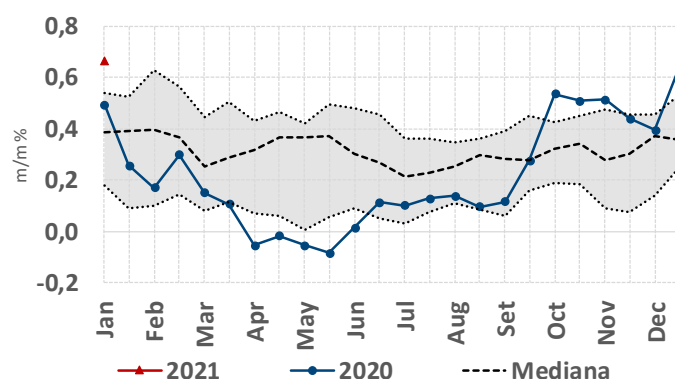
Revisamos nossa projeção para a inflação do IPCA de 2021 de 3,5% para 3,7%. As perspectivas permanecem altamente incertas, mas o aumento dos preços das *commodities* e as perspectivas de deterioração fiscal associadas a uma piora da pandemia significam que os riscos altistas aumentaram desde nossa última revisão. Nos próximos meses, buscaremos sinais adicionais de impactos do fenômeno La Niña na produtividade agrícola, acompanharemos o progresso em relação às restrições de oferta industrial e observaremos a progressão da pandemia e a resposta do governo, já que esses três fatores provavelmente serão os principais impulsionadores do IPCA em 2021.

Gráfico 3: IPCA, sazonal, alimentos em casa (MoM%)



Fontes: IBGE e BTG Pactual.

Gráfico 4: IPCA, sazonal, núcleo de inflação (MoM%)



Fontes: IBGE e BTG Pactual.

Monetária: Normalização à vista

Claudio Ferraz

Início mais Hawkish: Sem surpresas, o Comitê de Política Monetária do Brasil (Copom) decidiu por unanimidade manter a meta para a taxa Selic em 2% a.a. em sua primeira reunião do ano. Dito isso, como esperado, a reunião do Copom de janeiro não foi sobre ação, mas comunicação. A sinalização começou no comunicado pós-reunião, com a confirmação da retirada do *Forward Guidance*, conforme esperávamos. Como resultado, antecipamos o início do ciclo de normalização de 2021, que temos traçamos há muito tempo.

Mais do que simplesmente abandonar o *guidance*: Esperávamos que o Copom removesse o *Forward Guidance* em janeiro. Apesar de não haver mudança no regime fiscal, as expectativas e projeções de inflação no cenário básico já estavam suficientemente próximas da meta no horizonte de política. O Copom confirmou que essas condições não são mais válidas e retirou o FG. Conforme esperado, o comitê reiterou que tal decisão não implica mecanicamente em elevação de taxas, uma vez que as incertezas sobre a atividade econômica ainda prescrevem estímulos monetários extraordinariamente elevados “neste momento”. Esta foi a primeira surpresa na comunicação de janeiro. A ata fornece mais informações sobre a visão do comitê e tal comunicação surpreendeu na margem. De acordo com a ata, alguns membros acreditam que o Copom deveria cogitar o início de um processo de “normalização parcial”. Por fim, o comitê também considerou que os riscos fiscais geram um viés de alta nas projeções, potencialmente justificando o aumento da taxa básica de juros antes do previsto em seu cenário básico. Então, a comunicação de janeiro foi mais *hawkish* do que o esperado e, em última análise, não apenas sobre a remoção de FG.

Agenda prospectiva e dissidente: O comitê encerrou a discussão de janeiro concluindo que, apesar de alguma normalização da atividade econômica, a incerteza sobre a dinâmica das variáveis econômicas é maior do que o normal. Portanto, o fluxo de dados futuro será “extremamente informativo” quanto à evolução da “pandemia, atividade econômica e política fiscal”. Não está 100% claro o quão longe a visão dos membros que defendem o início da normalização está do restante do comitê. Na verdade, pontos de vista divergentes, como os vistos em janeiro, estão ligados à transparência do comitê e não dão sinalização, segundo o BCB. O comitê afirma que os riscos podem levar a um cenário doméstico caracterizado por mais gradualismo ou mesmo uma reversão temporária da recuperação econômica à frente. Dito isto, todos concordaram que os riscos fiscais justificam potencialmente o aumento da taxa básica de juros mais cedo.

Normalização à vista: De maneira geral, a comunicação de janeiro soou mais *hawkish*. É verdade que o conselho é dependente de dados, e ainda são mencionados os contras e riscos em relação ao desempenho da economia brasileira. Essa discussão e o macroambiente geral sugerem que existe a possibilidade de um aumento da taxa básica de juros antes do esperado pelo mercado. Assumindo a manutenção do regime fiscal e a precificação de alguma desaceleração da atividade desde o ano passado - decidimos antecipar o início do nosso ciclo de normalização para 2021, em 3,75% a.a., de agosto para maio. Mas também reconhecemos que dependendo do fluxo de notícias, o comitê pode até optar por iniciar o ciclo de altas em março.

Fiscal: com o início do ano legislativo, o debate fiscal esquentou.

Fabio Serrano

Melhor ponto de partida. Os dados divulgados na semana passada confirmaram a nossa visão de que as contas públicas encerrariam 2020 melhor do que o esperado nos piores momentos da crise. Os principais fatores por trás dessa surpresa positiva foram a recuperação econômica mais rápida, o pacote fiscal da Covid-19 menor que o orçado, o reembolso parcial de impostos diferidos e as revisões positivas nos números do PIB de 2018 e 2019. No entanto a pandemia do coronavírus teve um grande impacto nas já frágeis contas fiscais brasileiras. O déficit primário do setor público em 2020 foi de -R\$ 703,0 bilhões, equivalente a 9,49% do PIB. Com isso, a dívida pública bruta saltou de 74,3% do PIB, em 2019, para 89,3% no ano passado. Esse é um impacto bastante impressionante, considerando que em 2020 o governo se beneficiou de um nível extraordinariamente baixo de taxas de juros, o que levou ao menor pagamento de juros de toda a série histórica (R\$ 312,4 bilhões ou 4,2% do PIB).

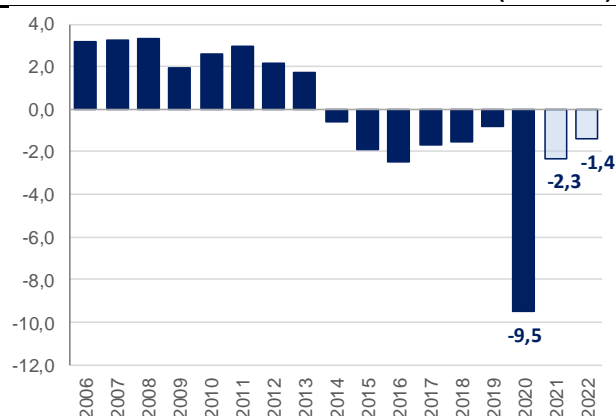
Teto de gastos: desafiador, mas viável. Desde o mês passado, o teto de gastos enfrentou choques de diferentes direções. Por um lado, a inflação acelerou acima do que projetamos, levando a alguns bilhões de reais em gastos adicionais, o que significa cortes extras nas despesas obrigatórias para um nível historicamente baixo. Por outro lado, os gastos com a previdência e a folha de pagamento abaixo do esperado em 2020 impactarão positivamente as projeções para 2021. O efeito líquido fez com que o esforço fiscal para cumprir o teto de gastos caísse de R\$ 16 bilhões para R\$ 5 bilhões. Mas, mais uma vez, a situação desafiadora das contas fiscais brasileiras não deve ser subestimada. O investimento público deve cair para um patamar bastante reduzido em 2021, atingindo 0,4% do PIB, nível semelhante aos observados em 1999 e 2003, anos em que o governo aplicou um rígido ajuste fiscal.

Do ponto de vista do resultado primário, mantemos nossa percepção de que a meta de -R\$ 247,1 bilhões é conservadora, uma vez que a projeção de receita do governo parece menor do que sugere a nossa projeção de PIB nominal. Considerando nossas novas expectativas de inflação e incorporando os novos dados divulgados, aumentamos nossa projeção de resultado primário de -R\$ 215 bilhões para -R\$ 195 bilhões. Também consideramos uma devolução de -R\$ 100 bilhões do BNDES, que reduziu nosso número de dívida em 2021 em relação ao PIB para 87,5%, apesar de um ainda elevado déficit fiscal, acima de 6,0% do PIB.

A extensão do auxílio emergencial é o principal risco a curto prazo. À medida que a dinâmica da Covid-19 piora e os governos locais começam a apertar as políticas de distanciamento social, a pressão para outra rodada do benefício aumenta. Conforme mencionamos acima, o governo federal iniciou o ano comprometido com o cumprimento do teto de gastos. Portanto, se o programa for estendido, será difícil cortar despesas obrigatórias e não obrigatórias, o que significa que os gastos extras vinculados à Covid-19 ficarão fora do teto de gastos. Se a pandemia impõe a necessidade de outra extensão, é importante ter em mente nossa frágil situação fiscal e desenhar um pacote direcionado e limitado.

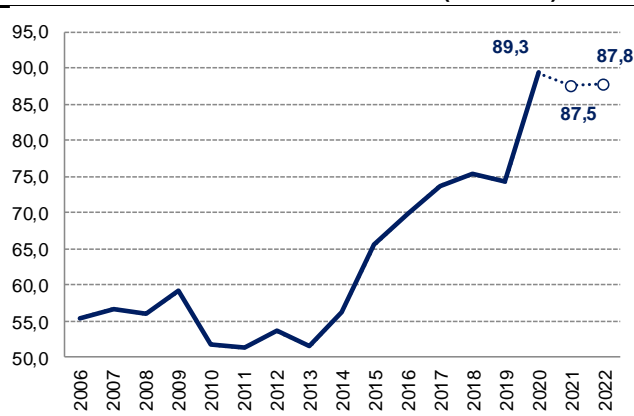
À medida que o Congresso retorna do recesso de fim de ano, a discussão e a aprovação do Orçamento para 2021 será a principal prioridade. Nesse contexto, pode aumentar a pressão para estender o auxílio emergencial, ou mesmo para criar outro programa de transferência de renda de forma permanente. O mês de fevereiro será muito importante para as contas fiscais, já que haverá um novo presidente da Câmara e um novo presidente do Senado. Portanto, será importante ver como o Ministério da Economia lidará com a pressão por gastos adicionais e se os novos aliados do governo no Congresso apoiarão uma agenda fiscal reformista.

Gráfico 5: Resultado Primário Consolidado (% do PIB)



Fontes: Tesouro Nacional e BTG Pactual.

Gráfico 6: Dívida Bruta Governo Central (% do PIB)



Fontes: Tesouro Nacional e BTG Pactual.

Externo: Melhora adicional em 2021

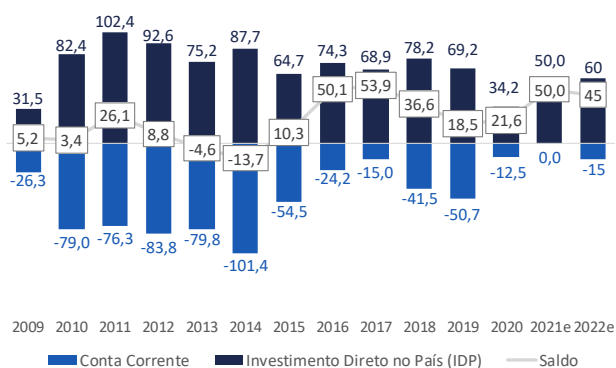
Iana Ferrão

Melhora na conta corrente em 2021. O déficit em conta corrente (CC) no Brasil totalizou US\$ 12,5 bilhões (0,9% do PIB) em 2020, muito inferior ao déficit de US\$ 50,7 bilhões (2,7% do PIB) em 2019. A melhora significativa do resultado da CC em 2020 foi explicada principalmente por reduções significativas nas despesas líquidas com serviços e renda e nas importações, devido à forte contração da atividade econômica e à forte depreciação do real. Mantemos nossa projeção de uma melhora adicional na CC em 2021, com o déficit caindo para zero este ano, principalmente devido ao aumento das exportações. O crescimento das exportações será explicado por: (i) uma recuperação da atividade global; (ii) uma taxa de câmbio depreciada; (iii) aumento acentuado dos preços das commodities; e (iv) maior produção de algumas commodities importantes na cesta de exportação. A depreciação do real e a fraca atividade doméstica conterão um aumento mais significativo nos gastos com serviços e renda em 2021. Para 2022, esperamos um déficit de US\$ 15 bilhões (-0,9% do PIB), devido à recuperação da atividade econômica.

Recuperação gradual do IED em 2021 e 2022. O IED totalizou US\$ 34,2 bilhões em 2020, pouco menos da metade do resultado de 2019 (US\$ 69,2 bilhões). O declínio foi impulsionado principalmente pelo cenário externo desfavorável, devido à pandemia da COVID, que reduziu o IED global no ano. A Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) estima que o IED global caiu 42% em 2020. Fatores domésticos contribuíram para o maior declínio do IED no Brasil (-51%). Projetamos um aumento do IED para US\$ 50 bilhões em 2021 e para US\$ 60 bilhões em 2022, devido principalmente a uma melhora no cenário externo, com maior liquidez de mercado e recuperação da economia doméstica. O saldo de CC e IED em 2021 será o maior desde 2017. Quanto às outras linhas da conta financeira, destacamos o aumento acentuado dos investimentos em carteira a partir de junho, em especial no 4T21 (US\$ 18,7 bilhões).

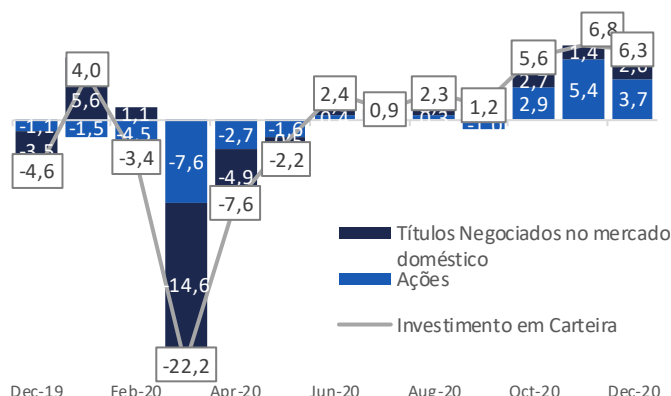
Mantemos nossa projeção de uma taxa de câmbio de R\$4,90/US\$ no YE21 e R\$4,80/US\$ no YE22, mas os riscos negativos persistem. O real depreciou-se no início de 2021, devido principalmente a fatores domésticos, com a piora da dinâmica do vírus no país. O aumento acentuado do número de mortes e a retomada de algumas medidas de quarentena (ainda que menos intensas do que na primeira onda) trouxeram de volta a discussão sobre a possibilidade de prorrogação do Auxílio Emergencial, o que deterioraria o cenário para as contas fiscais brasileiras. Embora, em menor medida, as perspectivas de um pacote de estímulo fiscal mais agressivo nos EUA, que resultou em um ligeiro aumento na taxa de juros de 10 anos, também contribuíram para o movimento. Esperamos valorização do real em 2021, devendo-se principalmente a: (i) menos incerteza fiscal devido ao cumprimento da lei do teto de gastos, que deve reduzir o risco do país; (ii) um melhor cenário externo, assumindo forte estímulo fiscal e monetário no exterior e a recuperação da atividade global; e (iii) o aumento das taxas de juros domésticas. Os riscos negativos à nossa projeção de taxa de câmbio para o YE21 persistem: (i) deterioração adicional nas contas públicas brasileiras, como o retorno do Auxílio Emergencial sem qualquer medida fiscal estrutural, ou a flexibilização do teto de gastos; e (ii) maior crescimento do PIB e inflação nos EUA, o que deve levar a um aumento nas taxas de juros de 10 anos e ao fortalecimento do dólar em relação a outras moedas.

Gráfico 7: Dados da Balança de Pagamentos e IED (US\$ bilhões)



Fontes: Banco Central do Brasil e BTG Pactual.

Gráfico 8: Investimento Estrangeiro em Portfólio – Mensal (US\$ bi)



Fontes: Banco Central do Brasil e BTG Pactual.

Covid 19: Cronograma de Vacinação – Incerto

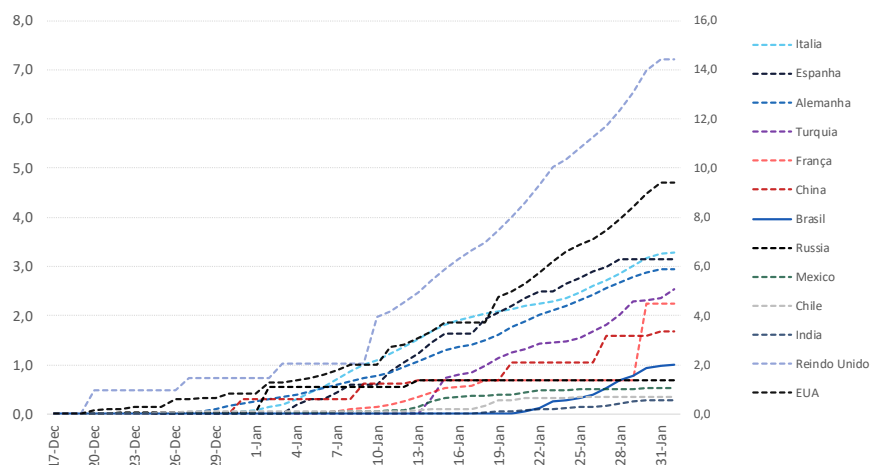
Lilian Ferro

A campanha de vacinação já começou no Brasil. A Anvisa (Agência Nacional De Vigilância Sanitária) autorizou no dia 17 de janeiro o uso emergencial de duas vacinas: a CoronaVac, desenvolvida pelo Instituto Butantã em parceria com o laboratório chinês Sinovac, e a vacina da Fundação Oswaldo Cruz (Fiocruz) desenvolvida em parceria com a AstraZeneca e a Universidade de Oxford. Até o momento, a campanha nacional de vacinação tem 12,1 milhões de doses sendo distribuídas e aplicadas, um número insuficiente considerando que são necessárias pelo menos ~ 30 milhões de doses apenas para proteger os que estão na primeira fase do grupo prioritário. Embora o ritmo da campanha brasileira seja relativamente mais rápido do que muitos países, a vacinação cumulativa até o momento ainda está bem atrás de países desenvolvidos e até mesmo de alguns países emergentes (em uma comparação proporcional de doses de vacinas administradas a cada 100 mil pessoas).

Plano Nacional de Imunizações divulgado por o Ministério da Saúde apresenta números em negrito. Em documento atualizado em 29 de janeiro, o governo afirmou que o Brasil receberá 212,4 milhões de doses da vacina Fiocruz / AstraZeneca (102,4 milhões no 1S21 e 110 milhões no 2S21) e 100 milhões de doses da vacina CoronaVac produzida pelo Instituto Butantan (46 milhões no 1S21 e 54 milhões em 2H21). O Ministério da Saúde confirmou recentemente que o consórcio Covax Facility deve entregar as primeiras doses de vacina de 10-14 milhões no 1S21, de um número total acordado de 42,5 milhões de doses. Se for esse o caso, o Brasil poderá imunizar ~ 79 milhões de pessoas no primeiro semestre, basicamente todos os membros do grupo prioritário (~ 77 milhões), e ~ 177 milhões ao final do ano, mais do que toda a população adulta. Esse cenário nem considera a possível compra de outras vacinas como Pfizer/BioNTech, Sputnik V, Moderna, Janssen e outras em negociação.

Diante desse contexto, o fluxo de notícias na margem parece sinalizar um cenário mais incerto. O atraso na importação de insumos essenciais para a produção nacional de doses de vacinas já está afetando o calendário de vacinação. A Fiocruz adiou a entrega das primeiras doses produzidas no Brasil para meados de março (vs. início de fevereiro originalmente). Os suprimentos para o Instituto Butantã agora devem chegar nas primeiras semanas de fevereiro, mas o processo de produção nacional exige mais um mês para a entrega efetiva das doses. Dessa forma, dadas essas questões logísticas (dependência de suprimentos internacionais) e a lentidão das negociações de outras vacinas, vemos o cenário implícito no Plano Nacional de Imunizações como otimista, principalmente em relação ao 1S21.

Gráfico 9: Doses de Vacina administradas a cada 100 mil pessoas



Fonte: Our World in Data/Oxford University

Projeções Macro BTG Pactual										
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Atividade Econômica										
PIB Real (% a/a)	3,00	0,50	-3,55	-3,28	1,32	1,78	1,41	-4,00	3,50	2,50
PIB Nominal (US\$ bi)	2.468	2.455	1.796	1.800	2.063	1.916	1.877	1.441	1.534	1.745
Agricultura (% a/a)	8,36	2,79	3,31	-5,22	14,15	1,31	0,63	2,20	2,50	2,00
Indústria (% a/a)	2,17	-1,51	-5,76	-4,57	-0,50	0,72	0,37	-3,40	4,00	2,50
Serviços (% a/a)	2,75	0,99	-2,73	-2,22	0,77	2,09	1,66	-4,60	3,50	2,60
Consumo Privado (% a/a)	3,47	2,25	-3,22	-3,84	1,98	2,37	2,19	-5,30	3,50	2,80
Consumo Governo (% a/a)	1,51	0,81	-1,44	0,21	-0,67	0,79	-0,45	-4,00	2,50	2,20
Investimentos (% a/a)	5,83	-4,22	-13,95	-12,13	-2,56	5,23	3,36	-4,50	5,60	4,20
Exportações (% a/a)	1,83	-1,57	6,82	0,86	4,91	4,05	-2,38	-1,50	4,20	2,00
Importações (% a/a)	6,67	-2,27	-14,19	-10,34	6,72	7,74	1,13	-9,90	3,50	2,00
Mercado de Trabalho										
Taxa de desemprego (% fim de período)	6,67	6,99	9,59	12,79	12,48	12,22	11,54	14,70	15,00	13,50
Taxa de desemprego (% média)	7,19	6,78	8,32	11,28	12,76	12,26	11,93	13,40	14,90	14,10
Inflação & Taxa de Juros										
IPCA (% a/a, fim de período)	5,91	6,41	10,67	6,29	2,95	3,75	4,31	4,52	3,70	3,50
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	1,52	5,31	18,06	5,49	8,00	6,22	5,53	2,63	4,50	4,10
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	7,30	6,74	8,50	6,54	1,34	2,91	3,88	5,18	3,40	3,30
IGP-M (% a/a, fim de período)	5,51	3,69	10,54	7,17	-0,52	7,50	7,30	23,14	6,30	3,20
Taxa Selic (% fim de período)	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	3,75	4,50
Taxa Selic (% média)	8,32	10,96	13,48	14,18	10,14	6,58	6,03	2,88	2,83	4,13
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio										
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	0,4	-6,6	17,7	44,6	64,0	53,0	40,5	43,2	63,0	55,0
Exportações (US\$ bi) – BP	241,6	224,1	190,1	184,3	218,1	239,5	225,8	210,7	238,0	248,0
Importações (US\$ bi) – BP	241,2	230,7	172,4	139,7	154,1	186,5	185,3	167,4	175,0	193,0
Conta Corrente (US\$ bi)	-79,8	-101,4	-54,5	-24,2	-15,0	-41,5	-50,7	-12,5	0,0	-15,0
Conta Corrente (% PIB)	-3,23	-4,13	-3,03	-1,35	-0,73	-2,17	-2,70	-0,87	0,00	-0,90
Investimento Direto no País (US\$ bi)	75,2	87,7	64,7	74,3	68,9	78,2	69,2	34,2	50,0	60,0
Investimento Direto no País (% PIB)	3,05	3,57	3,60	4,13	3,35	4,08	3,68	2,38	3,30	3,50
Reservas Internacionais (US\$ bi)	358,8	363,6	356,5	365,0	374,0	374,7	356,9	355,6	360,0	360,0
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	2,34	2,66	3,90	3,26	3,31	3,87	4,03	5,20	4,90	4,80
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	2,16	2,35	3,34	3,48	3,19	3,66	3,95	5,16	5,20	4,85
Contas Fiscais										
Resultado Primário (R\$ bi)	91,3	-32,5	-111,2	155,8	-110,6	-108,3	-61,9	-703,0	-185,7	-120,7
Governo Central (R\$ bi)	75,3	-20,5	-116,7	-159,5	-118,4	-116,2	-88,9	-745,3	-195,5	-131,2
Governos Subnacionais (R\$ bi)	16,3	-7,8	9,7	4,7	7,5	3,5	15,2	38,7	8,2	8,7
Estatais (R\$ bi)	-0,3	-4,3	-4,3	-1,0	0,4	4,4	11,8	3,6	1,6	1,7
Resultado Primário (% PIB)	1,70	-0,56	-1,86	-2,48	-1,68	-1,55	-0,84	-9,49	-2,30	-1,40
Resultado Nominal (% PIB)	-2,96	-5,95	-10,22	-8,98	-7,77	-6,96	-5,79	-13,70	-6,80	-6,40
Dívida Líquida (% PIB)	30,50	32,59	35,64	46,14	51,37	52,77	54,57	63,02	63,90	67,00
Dívida Bruta (% PIB)	51,54	56,28	65,50	69,84	73,72	75,27	74,26	89,28	87,50	87,80

Disclaimer

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas em fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, entre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade de atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos em face de seus objetivos pessoais e de sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e a regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras, estando sujeitos à legislação e à regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos o direito de eventualmente recusar determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A. e em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode estar relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, do qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores, assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos, e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo, total ou parcial, deste relatório de investimentos, certifica que: i) todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso; ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A. atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx