



Macro View

macro research

Março 2021

Álvaro Frasson
economia@btgpactual.com
@alvarosfrasson

Leonardo Paiva
leonardo.paiva@btgpactual.com

Luiza Papparounis
luiza.papparounis@btgpactual.com

Aprovação da PEC Emergencial e alta da taxa Selic em março

Atividade Econômica | PIB 2021: 3,2%. Projeção anterior: 3,5%.

- Surpresa positiva nos últimos trimestres de 2020 deixou um forte carregamento estatístico para 2021: 3,6%.
- No entanto, o agravamento da pandemia no Brasil, associado a fundamentos fracos e piora da dinâmica fiscal, nos deixa mais cautelosos quanto ao crescimento em 2021.

Inflação | IPCA 2021: 4,1%. Projeção anterior: 3,7%.

- A persistente incerteza política/fiscal doméstica e um ambiente mais desafiador para os mercados emergentes levaram a uma maior depreciação do real.
- Preços mais altos de petróleo e commodities, e a escassez na cadeia de abastecimento levaram a uma deterioração nas perspectivas de inflação e um aumento acentuado nas expectativas de inflação.

Política Monetária | Selic 2021: 4,25%. Projeção anterior: 3,75%.

- As últimas semanas trouxeram uma mudança notável no cenário internacional e doméstico. Aqui, o IPCA encerrará o 1º Tri bem acima do nível projetado no último Relatório de Inflação enquanto as expectativas de inflação para 2021 subiram e, agora, estão visivelmente acima da meta.
- No exterior, parece estar se formando um cenário menos favorável para os emergentes. A curva de juros em diversos países avançados, em particular nos EUA, abriu ainda mais.
- A partir da deterioração do cenário e de seu balanço de riscos, o comitê deve concordar com uma alta de 50 pontos-base.

Política Fiscal | Resultado Primário (GC) 2021: -R\$ 213,2 bi. Projeção anterior: -R\$ 185,7 bi.

- Incorporamos a aprovação de um novo programa de auxílio emergencial, a um custo total de R\$30 bilhões.
- Visando a sustentabilidade fiscal, diversas medidas compensatórias, com melhorias do atual arcabouço fiscal, estão sendo discutidas pelo Congresso.
- Contudo, o risco de a aprovação dessas reformas atrasar e o governo ficar apenas com o aumento de gastos tem aumentado.
- Nossa expectativa para a dívida bruta do governo foi revisada de 87,5% para 88,5% do PIB

Setor Externo | Taxa de Câmbio 2021: R\$ 5,20. Projeção anterior: R\$ 4,90.

- A revisão decorre, sobretudo, da deterioração adicional no cenário doméstico, com recrudescimento da pandemia da COVID-19 e maior risco fiscal, e do cenário mais favorável para a economia americana, que resultou em aumento das taxas dos títulos do Tesouro de 10 anos.
- O câmbio mais depreciado e o menor crescimento doméstico aumentaram nossa projeção de transações correntes para um superávit de US\$6 bilhões (ante projeção anterior de zero).
- Sinalizações de deterioração adicional do cenário fiscal e de maior intervencionismo na economia são os principais riscos para o cenário de fluxos de investimento estrangeiro positivos nos próximos trimestres e para nossa projeção de taxa de câmbio.

Atividade: Fundamentos ainda frágeis

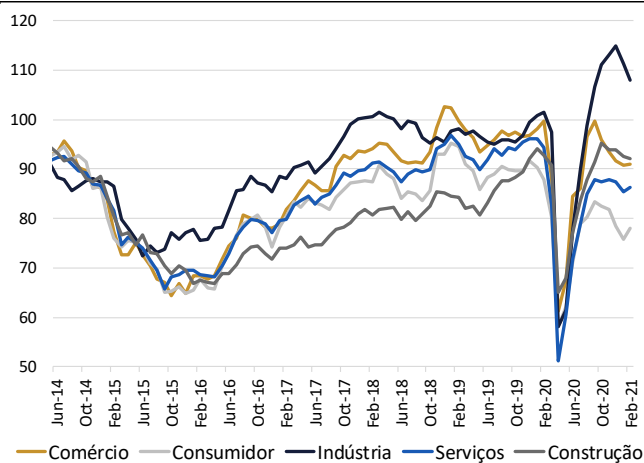
Lilian Ferro

PIB caiu 4,1% em 2020 e deixa carregamento positivo para 2021. No 4T20, O PIB cresceu 3,2% t/t, registrando um crescimento um pouco acima do esperado por nós (+3,0% t/t) e acima do esperado pelo consenso do mercado (+2,8% t/t). Já a variação anual continuou no terreno negativo e apresentou queda de 1,1% a/a no 4T, vindo próxima do esperado por nós (-1,2% a/a) e menos intensa que o consenso de mercado (-1,5% a/a). Assim, mesmo crescendo dois trimestres consecutivos, o PIB segue abaixo do nível pré-pandemia e terminou o ano de 2020 com uma queda de 4,1%. A abertura continuou apontando para recuperação do consumo das famílias, que ainda segue abaixo do nível pré-pandemia (-3,0% a/a) enquanto os investimentos cresceram ainda mais do que o esperado e já estão acima do nível do 4T19 (+11,0% a/a). Por fim, o resultado positivo do PIB nos últimos trimestres do ano deixou um forte carregamento estatístico para 2021, de 3,6%.

Piora da pandemia é risco, mas ainda sem sinais claros de impacto na atividade. A piora dos números relacionados a pandemia no país nos últimos meses devem reduzir a mobilidade social e já têm impactado negativamente os indicadores de confiança no início do ano. Além disso, os demais indicadores já conhecidos para o 1T21 apontam para queda da atividade no início do ano – com destaque para as vendas de automóveis que recuaram 5,4% em fevereiro e a produção de automóveis que recuou 1,0% em janeiro. Porém, com a continuidade da recuperação da atividade econômica ao longo do 4T, os indicadores de alta frequência deixaram um carregamento positivo para o 1T – com exceção do comércio. Assim, a produção industrial tem um carregamento de 1,0% t/t a.s. para o 1T21 enquanto o volume de serviços tem um carregamento de 0,5% t/t a.s. para o 1T21. Dessa forma, apesar dos riscos relacionados à piora da pandemia no país e sinais de fraqueza na margem, mantemos nossa projeção de queda do PIB do 1T21 de 0,5% t/t a.s.

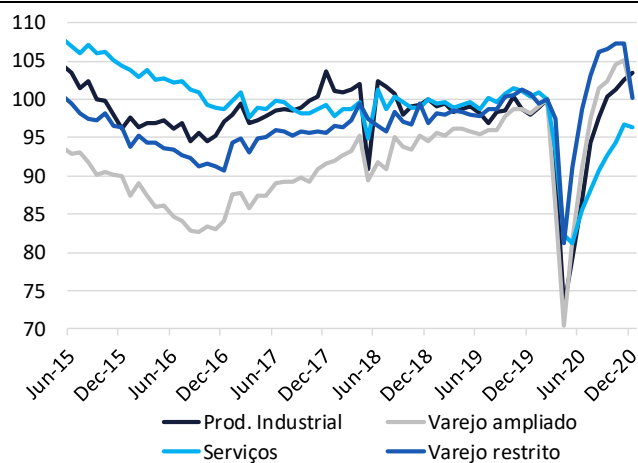
Reduzimos nossa projeção de crescimento para 3,2% em 2021. Os indicadores relacionados ao mercado de crédito e mercado de trabalho ainda apontam para uma situação frágil dos fundamentos econômicos. Do lado do crédito, as concessões de crédito direcionado para PJ voltaram para o nível pré-pandemia - com o fim das linhas emergenciais criadas durante a pandemia, como o Pronampe – enquanto as concessões de crédito livre seguem fracas, tanto para PJ quanto para PF. Além disso, há um risco de alta da taxa de inadimplência já no 1T21 com o fim do prazo de prorrogação dos pagamentos do serviço da dívida, que já impactou negativamente os indicadores de atrasos entre 15 e 90 dias em janeiro. Já do lado do mercado de trabalho, embora o Caged já aponte para um resultado positivo no acumulado em 12 meses (criação de 140 mil vagas de empregos formais), os indicadores da Pnad ainda apontam para uma recuperação tímida do emprego. Assim, segundo a nossa estimativa mensal, a população ocupada para dezembro estaria próxima a 85,4 milhões de pessoas, ainda bem abaixo do nível pré-pandemia (94 milhões), resultando em uma massa salarial ainda abaixo do nível pré-pandemia (em cerca de R\$20 bilhões por mês). Vale destacar que isso pode ser em partes compensado pela extensão do Auxílio Emergencial no início do ano. No entanto, a piora da pandemia no país, associada a fundamentos frágeis e piora da dinâmica fiscal, nos deixaram mais cauteloso com o crescimento ao longo de 2021 e revisamos nossa projeção de crescimento em 2021 para 3,2% (vindo de 3,5%).

Gráfico 1: Indicadores de confiança (ajuste sazonal)



Fonte: IBGE.

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



Fonte: FGV.

Inflação: Revisamos para cima nossa projeção de IPCA em 2021 para 4,1% *Bruno Balassiano*

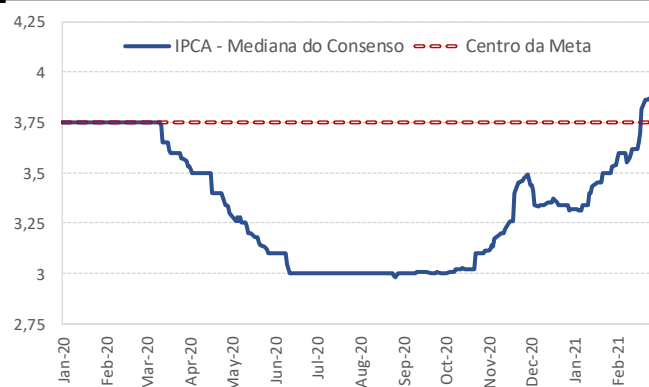
Ao longo do último mês, a inflação de curto prazo desacelerou, como esperado. No entanto, as perspectivas de médio prazo continuaram uma tendência de piora, com riscos altistas aumentando de forma expressiva. A desaceleração da inflação mensal foi ampla, puxada tanto por alimentos e administrados quanto pelos núcleos de inflação. Ainda assim, pressões inflacionárias permanecem disseminadas e núcleos ainda rodam em patamar elevado. Esperamos que essa tendência desfavorável se mantenha, dado que a alta de commodities e depreciação cambial da margem já tem levado a aceleração significativa da inflação no atacado (IGP). Apesar do cenário de demanda ainda fraca, a persistência de restrições de oferta ao longo da cadeia produtiva deve manter o repasse de custos acima do verificado em anos recentes. Além disso, preços internacionais mais altos para o petróleo têm acarretado altas expressivas nos preços domésticos de combustíveis, que não devem ser inteiramente revertidas até o fim do ano. Finalmente, clima desfavorável, com precipitação abaixo do usual devido ao La Niña, implicam riscos altistas para o cenário de alimentos e energia elétrica. Com a extensão do auxílio emergencial, incertezas políticas domésticas, e ambiente internacional menos favorável para economias emergentes, as expectativas de inflação para 2021, que vêm crescendo gradualmente ao longo dos últimos meses, aumentaram de forma expressiva na margem e já se encontram acima da meta, fundamentando a nossa revisão.

Pressões inflacionárias pelo lado da oferta devem se mostrar mais persistentes. Como já apontamos em relatórios passados, a elevação expressiva nos custos da indústria devido a depreciação cambial e alta de commodities, aliada a restrições ao longo da cadeia produtiva impostas pela pandemia, tem resultado em inflação elevada para bens industriais a despeito da fraqueza da demanda agregada. A inflação no atacado para a indústria de transformação tem acelerado de novo na margem, com altas disseminadas entre seus itens, indicando que ainda há pressões de custos se acumulando. Tendo revisado para cima nosso cenário de câmbio para 2021, nos parece improvável que essa pressão na margem não seja repassada aos consumidores. Revisamos nossa projeção para a inflação de bens industriais de 4.0% para 4.8%.

Revisamos para cima nosso cenário de administrados devido à alta nos preços de petróleo e ajustes em nossa projeção para energia elétrica. Ao longo do último mês, houve aumento expressivo nos preços internacionais de petróleo, levando a altas sucessivas nos preços domésticos de combustíveis. Mesmo que parte das altas na margem se reverta, o cenário de combustíveis ficou mais pressionado. Também revisamos para cima nossa projeção para energia elétrica em 2021 devido a um cenário hídrico desfavorável e a revisões em nossas premissas de câmbio e IGP-M. Assim, nossa projeção para a inflação de administrados em 2021 foi revisada de 4.5% para 5.7%, com riscos altistas para esse cenário.

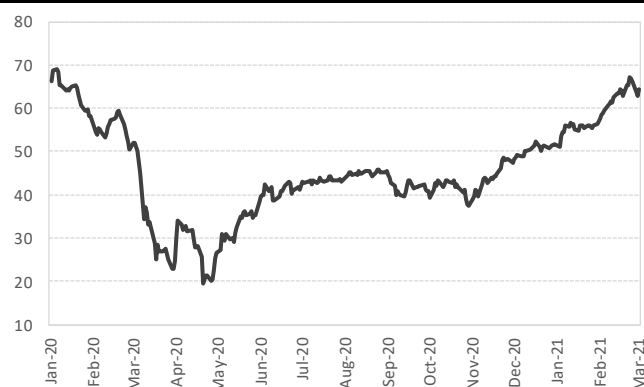
Revisamos nossa expectativa para o IPCA de 2021 de 3.7% para 4.1% devido a aumentos em nossa projeção para bens industriais e administrados. Ainda existem riscos baixistas para o cenário, como uma recuperação econômica abaixo do esperado ou a possibilidade de clima mais favorável no segundo semestre. No entanto, os riscos altistas têm se mostrado mais evidentes. A melhora nas perspectivas de recuperação da economia global e aumento resultante na inclinação da curva de juros americana, associada à persistência incertezas políticas/econômicas no cenário doméstico representam uma combinação perigosa para a inflação. Por hora, nossa projeção para 2022 permanece na meta, de 3.5%. Acreditamos que hiato do produto elevado, fraqueza no mercado de trabalho e regularização na oferta de alimentos levarão a inflação a desacelerar em 2022 e representam riscos baixistas para o nosso cenário.

Gráfico 3: Expectativa de mercado (relatório Focus) – IPCA 2021 a/a



Fontes: Banco Central do Brasil e BTG Pactual.

Gráfico 4: Preço do petróleo - Brent (US\$)



Fontes: Bloomberg e BTG Pactual.

Monetária: Em março!

Claudio Ferraz

Reunião de março: Elevação mais cedo. O comitê de política monetária (Copom) fez uma mudança mais rápida do que o esperado em sua comunicação de janeiro. O comitê não apenas removeu sua mensagem de “prescrição futura”, como alguns membros julgaram que o comitê deveria considerar o início de um processo de normalização parcial, reduzindo o grau “extraordinário” dos estímulos monetários. O Comitê ponderou ainda que os riscos fiscais geram um viés de alta nessas projeções, potencialmente justificando trajetória com elevação dos juros anterior à assumida sob esse cenário. Para nós, a mensagem foi clara: o início do ciclo de normalização da política monetária, que prevíamos para esse ano, estava mais próximo. Naquele momento, tínhamos bons motivos para apostar tanto no mês de março como no mês de maio como data de início do ciclo de alta de juros. Em função da sinalização ampla, acreditávamos que o comitê optaria por começar o ajuste em maio. Não mais. Os acontecimentos no cenário internacional e doméstico ao longo das últimas semanas provavelmente levarão o comitê a agir já este mês. Além disso, o quadro indica que o comitê vai começar o ciclo com uma alta de 50 pontos-base.

Cenário internacional: Menos promissor. Em sua última reunião, o COPOM avaliou que o cenário global ensejava um ambiente favorável para as economias emergentes. A visão era a de que novos estímulos fiscais nos países desenvolvidos, em conjunto com a implementação de programas de imunização contra a Covid-19, promoveria uma recuperação sólida da atividade no médio prazo. Ao mesmo tempo, o nível de ociosidade, assim como a comunicação dos principais bancos centrais, sugeria que os estímulos monetários teriam vida longa. Embora essas questões permaneçam no jogo, parece que algumas ganharam relevância desde janeiro. O medo de estímulos excessivos, principalmente nos EUA, ganhou força, com alguns analistas macro globais de destaque soando alarmes sobre as consequências do último pacote fiscal nos EUA, em meio a uma reabertura econômica mais rápida devido à vacinação. Considerando esse cenário, os preços das commodities mantiveram-se elevados e/ou em alta. Como resultado, as preocupações com a inflação se aceleraram e a curva de juros nos EUA e no mundo, em alta desde meados do ano passado, subiu ainda mais. Por fim, se por um lado a comunicação dos BCs, em particular o FED, ainda sugere que os estímulos monetários terão vida longa, por outro lado, os ativos financeiros devem permanecer pressionados neste ambiente e sujeitos a maior volatilidade. Ou seja, uma configuração menos favorável para os mercados emergentes está se formando aparentemente.

Cenário doméstico: Expectativas de inflação acima da meta. A atividade econômica voltou a crescer no 4º trimestre. Dito isso, por ora, prevemos uma queda no 1º Tri de 2021, em virtude de alguns sinais de moderação na margem e da piora da pandemia. Em particular, estamos monitorando o ressurgimento do COVID-19. De toda forma, os dados de mobilidade até agora mostram resiliência. Assim, com o retorno do auxílio emergencial e outras medidas governamentais nos próximos meses ainda nos parece que os riscos baixistas estão relativamente contidos. Além disso, supondo que a vacinação ganhe força nos próximos meses, a atividade deve ganhar impulso no 2º semestre. Do lado da inflação, os preços ao produtor, principalmente no segmento industrial, mostram pressão renovada, enquanto os preços ao consumidor devem encerrar o 1º Trimestre para um nível bem acima do projetado no último RTI. Além disso, nossas projeções atualizadas mostram que o IPCA em 12 meses deve se aproximar de 7% a/a em maio. Assim, as expectativas de inflação para 2021 subiram e agora estão visivelmente acima da meta. Até o momento, as expectativas de inflação para 2022 continuam na meta, mas surpresas adicionais neste ano representam um risco. Na verdade, devido à incerteza fiscal persistente e aos juros globais mais elevados, o Real continuou a apresentar desempenho fracos nas últimas semanas.

50 pontos-base para começar? Sim. Em janeiro, alguns membros do Copom julgaram que o comitê deveria considerar o início de um processo de “normalização parcial”. Acreditamos que outros integrantes do comitê se juntem agora a essa tendência. Nesse contexto, o Copom removeria os estímulos extraordinários, mas não se apressaria ainda para caminhar em direção ao juro neutro. Assim, presumimos que o Copom esteja antecipando um ciclo de 200-250 pontos-base, trazendo a Selic de volta para o nível onde se encontrava antes da pandemia. O começo do ciclo se daria com uma alta de 50 pontos-base. Acima de tudo, vemos a economia em uma situação muito diferente em comparação com os momentos extraordinários imediatamente após o choque do COVID ano passado. Além disso, a vacinação, reconhecidamente lenta até agora, deverá acelerar nos próximos meses. Finalmente, com a taxa básica de juros bem abaixo da taxa neutra, um passo inicial de 50 pontos-base parece adequado, dadas as circunstâncias do mercado e o aumento significativo nas expectativas de inflação nas últimas semanas. Se a história serve de guia, ciclos anteriores já começaram com uma alta de 50 pontos-base. No entanto, se os riscos fiscais continuarem a aumentar nas próximas semanas e meses, não descartamos as chances de altas mais acentuadas. Sendo assim, decidimos atualizar nossa projeção da Selic para o ano de 2021 para 4,25% a.a. (vindo de 3,75%, anteriormente). Em suma, o Copom deve iniciar em março um ciclo de normalização parcial. Todavia, monitoraremos os riscos de que a normalização possa não ser tão branda este ano.

Fiscal: O setor público diante de uma encruzilhada

Fabio Serrano

Novo Auxílio Emergencial será aprovado. À medida que a pandemia piora, aumenta a pressão por um novo programa emergencial de transferência de renda. A discussão não é mais sobre a reabertura do programa, mas sim sobre quanto o mesmo irá custar. Se o programa englobar 4 parcelas mensais de R\$250 para 40 milhões de beneficiários, estimamos um custo total de aproximadamente R\$30 bilhões. Assumimos que esses 40 milhões incluem todos os beneficiários do Bolsa Família, que migrariam temporariamente de um programa para o outro.

O Auxílio Emergencial está sendo discutido na (PEC) 186/19, conhecida como PEC Emergencial. Essa PEC estabelece que, ao longo de 2021, o programa de transferência de renda será excluído das regras fiscais atuais - meta de resultado primário, teto de gastos e regra de ouro. A proposta não define os parâmetros do novo programa e nem o seu custo total. Esses detalhes serão estipulados em um Decreto Executivo, a ser publicado após a aprovação da PEC, e serão essenciais para evitar: (i) um programa superior a R\$30 bilhões; e (ii) uma futura renovação do Auxílio após quatro meses sem medidas compensatórias.

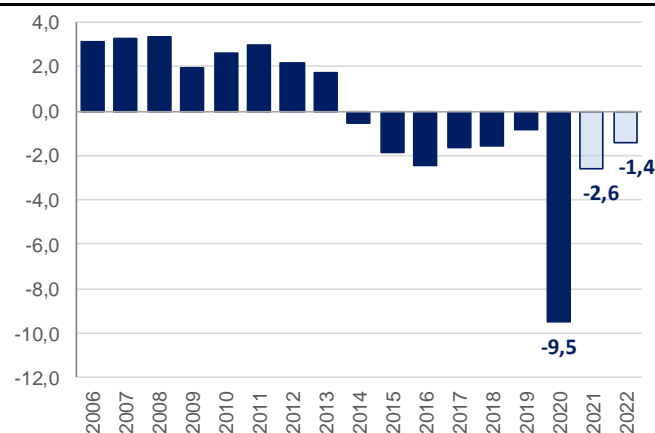
Em nosso cenário base, passamos a assumir a aprovação de um programa R\$30 bilhões, conforme descrito acima. Como a PEC não estipula nenhum corte de despesas para compensar os gastos extras no atual ano fiscal, 100% do novo programa se traduzirá em gasto primário e um déficit do governo central mais elevado. Assim, revisamos nossa projeção de déficit primário para 2021 de -R\$185,7 bilhões (-2,3% do PIB) para -R\$213,2 bilhões (-2,6% do PIB) e nossa estimativa de dívida bruta de 87,5% para 88,5% do PIB.

Risco crescente de atrasos na reforma fiscal. Apesar da ausência de medidas de ajuste de curto prazo, a PEC Emergencial propõe diversas melhorias do arcabouço fiscal. Dentre as propostas centrais, está a inclusão de uma nova regra de acionamento para os gatilhos do teto de gastos - resolvendo um impasse presente no texto aprovado em 2016 - e a possibilidade de acionar as mesmas medidas para os governos subnacionais. Os gatilhos incluem a vedação ao: (i) aumento as despesas com pessoal, seja por meio de reajustes salariais e da criação de benefícios especiais, ou por meio de novas contratações ou mudanças de estruturas de carreira; e (ii) à criação de novas despesas obrigatórias ou quaisquer aumentos que levem ao crescimento (em termos reais) das mesmas. Para o governo federal, os gatilhos são ativados sempre que a despesa primária obrigatória exceder 95% da despesa primária total, algo que não esperamos que aconteça nos próximos 3-4 anos. Para governos subnacionais, o acionamento dessas medidas é opcional e pode acontecer sempre que a despesa corrente exceder 95% da receita corrente. Quando o limite de 85% for atingido, os governos locais já podem ativar os gatilhos - mas, neste caso, precisam da aprovação da assembleia legislativa local.

Contudo, tem crescido a pressão para dividir a PEC em dois textos. Um primeiro, a ser aprovado em um ritmo mais rápido, conteria apenas o artigo necessário para implementar o novo Auxílio Emergencial. A outra conteria todas as medidas estruturais e levaria mais tempo para ser debatida e aprovada. Essa é uma estratégia muito arriscada para o governo, que pode acabar apenas com gastos extras e sem aprovação de novas medidas estruturais. Portanto, não esperamos que a equipe econômica concorde em dividir o PEC, e o desafio será aprová-la rapidamente.

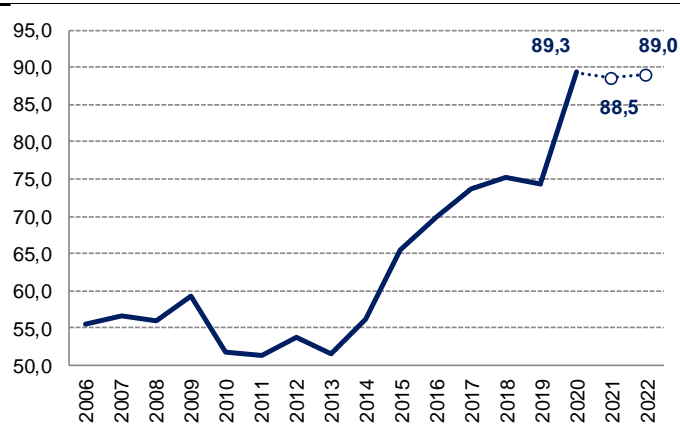
Precisamos monitorar como esse debate evoluirá nas próximas semanas. O primeiro teste acontecerá nos próximos dias no Senado. Depois de aprovada, a PEC segue para a Câmara, onde o governo enfrentará maior resistência e mais pressão para dividir a proposta. Se isso acontecer em qualquer uma das duas Casas, esperamos uma forte reação do mercado, levando a uma maior desvalorização do real, abertura adicional da curva de juro e uma inflação mais alta em 2021.

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: Real mais depreciado

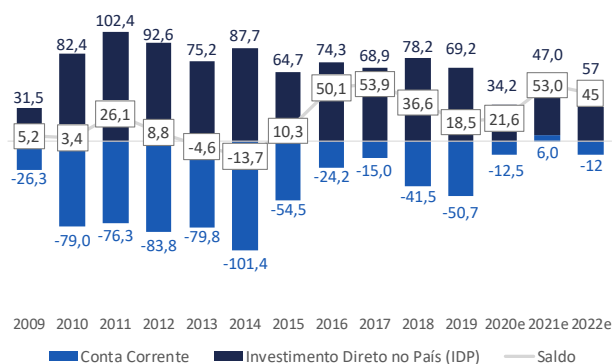
Iana Ferrão

Aumentamos nossa projeção para a taxa de câmbio em 2021 para R\$5,20/US\$ e riscos são de depreciação mais forte. A taxa de câmbio depreciou de cerca de R\$5,20/US\$ no fim de 2020 para patamar superior a R\$5,60/US\$ no início de março de 2021. Essa forte depreciação foi explicada principalmente por: (i) deterioração significativa do cenário doméstico, com o agravamento da pandemia e maiores riscos fiscais; e (ii) cenário mais favorável para a economia dos EUA, que resultou no aumento da taxa de juros dos títulos de 10 anos do Tesouro americano (de ~0,90% em ao fim de 2020 para 1,40% em março). O forte aumento dos preços das commodities no período (de ~15%, de ~165 para ~190) conteve uma depreciação mais significativa da moeda doméstica. Essa mudança substancial de cenário também alterou as perspectivas para os principais fundamentos do câmbio até o fim do ano. Projetamos agora maior taxa de juros dos títulos do Tesouro americano de 10 anos no fim deste ano (de 2,00% vs 1,25%, que constava no nosso relatório mensal divulgado em fevereiro) e risco país mais alto (CDS de 10 anos de 250 pontos base vs 200pb no relatório anterior). Incorporando essas alterações, revisamos nossa taxa de câmbio para 2021 de R\$4,90/US\$ para R\$5,20/US\$ e para 2022 de R\$4,80/US\$ para R\$5,00/US\$. A alta dos preços das commodities e a expectativa de taxa Selic mais elevada no fim do ano contiveram uma revisão mais expressiva. O principal risco negativo para o nosso cenário de câmbio é uma sinalização de deterioração adicional das contas públicas. Outro risco importante é um crescimento do PIB mais pronunciado e maior inflação nos EUA, o que levaria a um aumento nas taxas de juros americanas e a um fortalecimento do dólar em relação às demais moedas.

Taxa de câmbio mais depreciada, melhor resultado em transações correntes. Aumentamos nossa projeção para o superávit em transações corrente (TC) em 2021 para US\$6bilhões (vs estimativa anterior de zero). Para 2022, revisamos nossa estimativa de déficit de TC de US\$15bilhões para US\$12bilhões. A revisão foi explicada, principalmente, pelo câmbio mais depreciado e pelo menor crescimento da atividade econômica, o que conterà um maior crescimento das importações e das despesas com serviços e rendas. A melhora da TC em 2021 na comparação com o ano anterior (déficit de US\$12bilhões) também resultará de maiores exportações decorrentes de (i) aumento acentuado dos preços das commodities no mercado internacional; (ii) taxa de câmbio em patamar depreciado; (iii) recuperação da atividade global; e (iv) maior produção de algumas commodities importantes na pauta de exportação (por exemplo, minério de ferro, petróleo e soja). Os dados recentes são compatíveis com este cenário. As exportações têm acelerado no primeiro bimestre do ano e as despesas com serviços e rendas permanecem em níveis muito baixos.

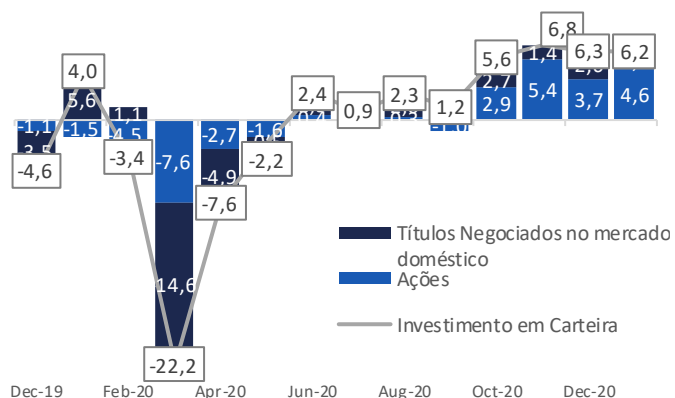
Reduzimos ligeiramente nossa expectativa de Investimento Direto no País (IDP) para US\$47bilhões em 2021 e US\$57bilhões em 2022. A revisão (de US\$50bilhões e US\$60bilhões respectivamente) foi explicada, principalmente, pela deterioração do cenário doméstico e pelo câmbio mais depreciado. O aumento do IDP em relação a 2020 (US\$34bilhões) decorrerá, sobretudo, da melhora do cenário externo nos próximos trimestres em função do controle da pandemia. Em relação às demais rubricas da conta financeira, os investimentos estrangeiros em carteira têm sido significativos desde o 4º trimestre de 2020: (i) ingressos para ações totalizaram US\$19,3bilhões de outubro a 19 de fevereiro; e (ii) a entrada para títulos de renda fixa totalizou US\$11,2bilhões no período. A recente deterioração do cenário doméstico, que levou à percepção de maior risco fiscal e intervenção na economia, levou a uma forte saída de investimento estrangeiro em ações (de US\$2,1bilhões apenas na semana anterior, segundo dados da B3).

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: Começo lento

Lilian Ferro

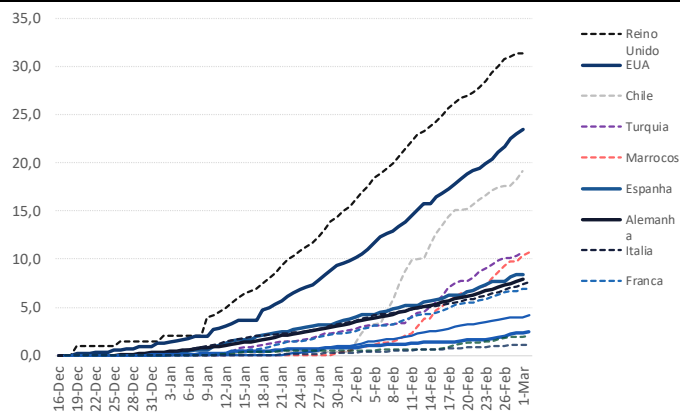
O ritmo de vacinação no Brasil continua lento. Até o momento, a campanha nacional de imunização conseguiu vacinar, com pelo menos uma dose, apenas 4 em cada 100 pessoas, números baixos se comparados aos níveis de países desenvolvidos e até mesmo alguns pares emergentes (gráfico 9). Com apenas 2 vacinas em uso no país (CoronaVac e AstraZeneca/Oxford), a lenta taxa de vacinação é reflexo principalmente dos atrasos no recebimento de insumos essenciais pelo Instituto Butantan e Fiocruz, levando a postergações no início da produção de vacinas no país em comparação com o prazo inicialmente estabelecido no Plano Nacional de Imunização. De fato, algumas cidades tiveram que interromper temporariamente suas campanhas de vacinação por falta de doses disponíveis. O número diário de aplicações da 1ª dose também caiu a partir de meados de fevereiro (gráfico 10).

No entanto, o Ministério da Saúde espera milhões de novas doses até o final do 1S21. Com a normalização da importação de insumos, o Instituto Butantan - produtor local da vacina Sinovac (CoronaVac) - planeja entregar 21 milhões de doses neste mês, cumprir a meta de 46 milhões de doses ao todo até o final de abril, conforme estabelecido em contrato, e fornecer 54 milhões de doses adicionais até o final de agosto, um mês antes do prazo original. Por sua vez, a Fiocruz - parceira do laboratório AstraZeneca - também recebeu o primeiro lote de insumos, anunciando a entrega de 15 milhões de doses em março. Espera-se também entrar em operação no final do mês uma segunda linha de envase, que praticamente dobrará sua capacidade de produção mensal, garantindo a meta de 100,4 milhões de doses até julho, além de comprar da Índia 10 milhões de doses prontas (2 milhões chegaram em fevereiro e o restante chegará até abril). Por fim, a Organização Mundial da Saúde confirmou que o consórcio Covax Facility entregará 9,1 milhões de doses de vacina até maio para o Brasil, de um total acordado de 42,5 milhões de doses para o ano.

Nesse caso, o Brasil teria à disposição doses suficientes para imunizar todo o grupo prioritário (~77 milhões de pessoas) no 1S21. Esse cenário otimista pressupõe que os prazos divulgados até agora por essas autoridades serão cumpridos. No entanto, mesmo com maior capacidade de produção doméstica, a dependência do Brasil de suprimentos internacionais poderia impactar negativamente a campanha, já que atrasos adicionais na importação de insumos não podem ser totalmente descartados.

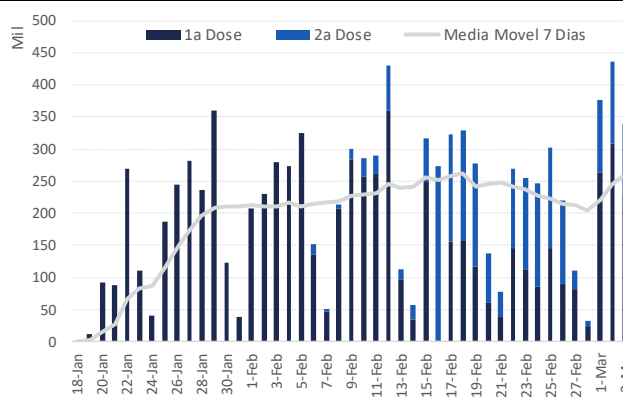
Outras vacinas ainda podem entrar no jogo. No mês passado, o Ministério da Saúde acertou com a Precisa Medicamentos a compra de 20 milhões de doses da vacina Covaxin, desenvolvida pelo laboratório indiano Bharat Biotech, para entrega até maio. Além disso, as negociações com o produtor local do russo Sputnik V ainda estão em andamento, e doses de 10 milhões estão supostamente em discussão. Apesar disso, nenhuma dessas duas vacinas foi aprovada pela Anvisa (órgão regulador de saúde), o que poderia comprometer qualquer prazo de entrega. Movimentos recentes de estados e municípios para aquisição direta de novas doses também estão no radar, com alguns projetos em discussão no Congresso e decisão favorável do Supremo Tribunal Federal. Por fim, um projeto de lei aprovado pela Câmara dos Deputados permite a compra de doses pela iniciativa privada desde que sejam integralmente doadas ao SUS (Sistema Único de Saúde). Mas depois que os grupos prioritários forem vacinados, apenas 50% das doses terão que ser entregues, a outra metade poderá ser usada gratuitamente por entidades privadas.

Gráfico 9: Doses de vacina administradas a cada 100 pessoas



Fontes: Our World in Data/Oxford University e dados locais

Gráfico 10: Doses de vacina administradas diariamente no Brasil



Fontes: Base de dados Coronavírusbr1. Secretarias estaduais de saúde

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	-4,06	3,20	2,50
PIB Nominal (US\$ bi)	2.468	2.455	1.796	1.800	2.063	1.916	1.877	1.444	1.482	1.664
Agricultura (% a/a)	8,36	2,79	3,31	-5,22	14,15	1,31	0,63	1,96	2,50	2,00
Industria (% a/a)	2,17	-1,51	-5,76	-4,57	-0,50	0,72	0,37	-3,48	3,50	2,50
Serviços (% a/a)	2,75	0,99	-2,73	-2,22	0,77	2,09	1,66	-4,46	3,20	2,60
Consumo Privado (% a/a)	3,47	2,25	-3,22	-3,84	1,98	2,37	2,19	-5,45	3,20	2,80
Consumo Governo (% a/a)	1,51	0,81	-1,44	0,21	-0,67	0,79	-0,45	-4,68	2,50	2,20
Investimentos (% a/a)	5,83	-4,22	-13,95	-12,13	-2,56	5,23	3,36	-0,78	5,60	4,20
Exportações (% a/a)	1,83	-1,57	6,82	0,86	4,91	4,05	-2,38	-1,76	4,20	2,00
Importações (% a/a)	6,67	-2,27	-14,19	-10,34	6,72	7,74	1,13	-9,95	3,50	2,00
Mercado de Trabalho										
Taxa de desemprego (% fim de período)	6,45	6,53	8,96	11,89	12,01	11,63	11,25	14,09	15,00	13,50
Taxa de desemprego (% média)	7,20	6,78	8,30	11,25	12,77	12,26	11,93	13,25	14,70	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	4,10	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	5,70	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	3,60	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	8,60	3,20
Taxa Selic (% fim de período)	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	4,25	5,00
Taxa Selic (% média)	8,32	10,96	13,48	14,18	10,14	6,58	6,03	2,88	3,33	4,63
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	6,0	-12,0
Conta Corrente (% PIB)	-3,23	-4,13	-3,03	-1,35	-0,73	-2,17	-2,70	-0,87	0,40	-0,70
Investimento Direto no País (US\$ bi)	75,2	87,7	64,7	74,3	68,9	78,2	69,2	34,2	47,0	57,0
Investimento Direto no País (% PIB)	3,05	3,57	3,60	4,13	3,35	4,08	3,68	2,38	3,20	3,40
Reservas Internacionais (US\$ bi)	358,8	363,6	356,5	365,0	374,0	374,7	356,9	355,6	350,0	350,0
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	2,34	2,66	3,90	3,26	3,31	3,87	4,03	5,20	5,20	5,00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	2,16	2,35	3,34	3,48	3,19	3,66	3,95	5,16	5,40	5,10
Contas Fiscais										
Resultado Primário (R\$ bi)	91,3	-32,5	-111,2	155,8	-110,6	-108,3	-61,9	-703,0	-213,2	-123,0
Governo Central (R\$ bi)	75,3	-20,5	-116,7	-159,5	-118,4	-116,2	-88,9	-745,3	-223,1	-137,5
Governos Subnacionais (R\$ bi)	16,3	-7,8	9,7	4,7	7,5	3,5	15,2	38,7	8,2	8,8
Empresas Estatais (R\$ bi)	-0,3	-4,3	-4,3	-1,0	0,4	4,4	11,8	3,6	1,6	1,8
Resultado Primário (% PIB)	1,70	-0,56	-1,86	-2,48	-1,68	-1,55	-0,84	-9,49	-2,60	-1,40
Resultado Nominal (% PIB)	-2,96	-5,95	-10,22	-8,98	-7,77	-6,96	-5,79	-13,70	-7,50	-6,90
Dívida Líquida (% PIB)	30,50	32,59	35,64	46,14	51,37	52,77	54,57	63,02	63,90	67,70
Dívida Bruta (% PIB)	51,54	56,28	65,50	69,84	73,72	75,27	74,26	89,28	88,50	89,00

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 e 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