



Macro View

macro research

Abril 2021

Álvaro Frasson
economia@btgpactual.com
@alvarosfrasson

Leonardo Paiva
leonardo.paiva@btgpactual.com

Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com

Maior risco fiscal e agravamento da pandemia aumentam as incertezas

Atividade Econômica | PIB 2021: 3,2%.

- Com os dados já disponíveis e nossas expectativas para março, esperamos um PIB do 1T21 mais elevado. Por outro lado, o agravamento da pandemia torna improvável a não contração do PIB no 2T21.
- Mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB para 2021 em 3,2%, enquanto observamos o comportamento da atividade econômica no início do 2T.

Inflação | IPCA 2021: 5%. Projeção anterior: 4,7%.

- Na margem, a inflação continua sendo afetada por problemas do lado da oferta e alto repasse de variações do câmbio e de preços de commodities.
- Revisamos nossa projeção para o IPCA de 4,7% para 5,0% em 2021 e de 3,5% para 3,6% em 2022, considerando um Real mais fraco. Mas, 2022 foi compensado por nossa taxa Selic esperada mais alta.

Política Monetária | Selic 2021: 5,5%. Projeção anterior: 4,25%.

- A “normalização parcial” segue sendo a estratégia do COPOM. Além disso, a mensagem é a de que, a não ser por surpresa significativa, devemos esperar outro ajuste 0,75% na reunião de maio.
- Diante da nossa visão para o cenário da inflação e seus riscos, elevamos nossa projeção de taxa Selic para o final do ano, ficando em 5,50% a.a.
- Deteriorações adicionais do cenário fiscal e do quadro internacional, com repercussão nas expectativas de inflação, em particular de 2022, mantêm-se como fonte relevante de pressão.

Política Fiscal | Resultado Primário (GC) 2021: -R\$ 233,4 bi. Projeção anterior: -R\$ 213,2 bi.

- Em março, tivemos a aprovação da PEC Emergencial, que permitiu a reedição do auxílio emergencial, mas também trouxe melhorias para o arcabouço fiscal, com destaque para os gatilhos de ajuste desenhados para Estados e municípios.
- O agravamento da pandemia aumenta a pressão por mais gastos. Ademais, repetidas tentativas de se encontrar caminhos para enfraquecer o teto de gastos têm adicionado muito ruído à discussão fiscal.
- O Orçamento foi aprovado com despesas obrigatórias artificialmente subestimadas para abrir espaço para emendas parlamentares. Caso não seja alterado, será necessário um contingenciamento agressivo das despesas discricionárias, levando a paralisa de diversos serviços públicos.

Setor Externo | Taxa de Câmbio 2021: R\$ 5,40. Projeção anterior: R\$ 5,20.

- A revisão (ante R\$5,20/US\$ e R\$5,00/US\$, respectivamente) decorre, sobretudo, da deterioração adicional no cenário doméstico, com recrudescimento da pandemia, perspectiva de eleição presidencial mais polarizada e maior risco fiscal.
- O câmbio mais depreciado aumentou nossa projeção de superávit em transações correntes (TC) em 2021 para US\$8bi (ante US\$6bi) e reduziu nossa previsão de déficit em TC em 2022 para US\$4bi (ante US\$12bi).
- Sinalizações de deterioração adicional do cenário fiscal e de maior intervencionismo na economia são os principais riscos para o cenário de fluxo positivo de investimento estrangeiro nos próximos meses e para nossa projeção de taxa de câmbio.

Atividade: PIB 1T21 menos pior, mas 2T21 terá queda acentuada

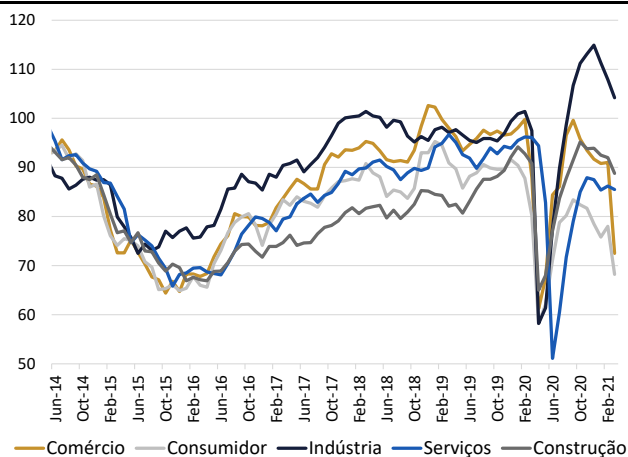
Claudio Ferraz

Esperamos -0,2% de PIB no 1T21, ante projeção de -0,5%. No 2T21, políticas de isolamento social alteraram nossas expectativas de 0% para -1% no trimestre. Por ora, a adoção de restrições sobre atividades não essenciais e a própria piora aguda da pandemia já tiveram forte impacto negativo nos indicadores de confiança. Apesar disso, os indicadores de alta frequência já conhecidos deixaram um carregamento positivo para o 1T – com exceção do comércio. Assim, a produção industrial tem um carregamento de 1% t/t a.s. para o 1T21 enquanto o volume de serviços tem um carregamento de 1,4% t/t a.s. Diante disso, bem como dos resultados já disponíveis para fevereiro e de nossa expectativa para o restante do trimestre, decidimos revisar nossa projeção para o 1º tri de queda de 0,5% t/t a.s. para uma queda de 0,2% t/t a.s. Ou seja, apesar dos riscos relacionados à piora da pandemia no país, o forte carregamento deve impedir uma queda mais profunda do PIB no 1T21. Por outro lado, o 2º trimestre não deve conseguir escapar de um recuo mais pronunciado e agora projetamos queda de 1% no período (contra 0% t/t a.s. anteriormente). Apesar dessa revisão trimestral mantivemos nossa projeção de crescimento para o ano (em 3,2%) por ora.

Fundamentos em recuperação, porém ainda, em geral, distantes do nível pré-pandemia. Os indicadores relacionados ao mercado de crédito e de trabalho apontam para uma recuperação dos fundamentos. Ao longo de 2020, as concessões de crédito direcionado para PJ foram impulsionadas pelos programas de crédito para conter o impacto econômico da crise da COVID, mas caíram nos últimos meses. Nos demais indicadores, as taxas de juros recuaram na margem, enquanto a inadimplência total subiu marginalmente (após ajuste sazonal). Vale destacar que a inadimplência ainda está em patamar baixo, dado que no ano passado foi permitida a prorrogação do pagamento de empréstimos sem que isso precisasse ser registrado como atraso por parte dos bancos. Assim, é provável que a taxa de inadimplência volte a subir nos próximos meses. Do lado do mercado de trabalho, o Caged voltou a surpreender e registrou a criação de 401,7 mil vagas em fevereiro. Já de acordo com a PNAD, a taxa de desemprego atingiu 14,2% no trimestre encerrado em janeiro, bastante acima do mesmo período de 2020 (11,2%). Dito isso, ambos os indicadores ainda suscitam dúvidas. No CAGED, a mudança de apuração sugere potencial subestimação do fluxo de demissões e, mais recentemente, um comportamento também atipicamente forte das admissões, ao passo que na PNAD a mudança da coleta (de presencial para telefônica, por conta da pandemia) estaria subestimando a participação do emprego formal.

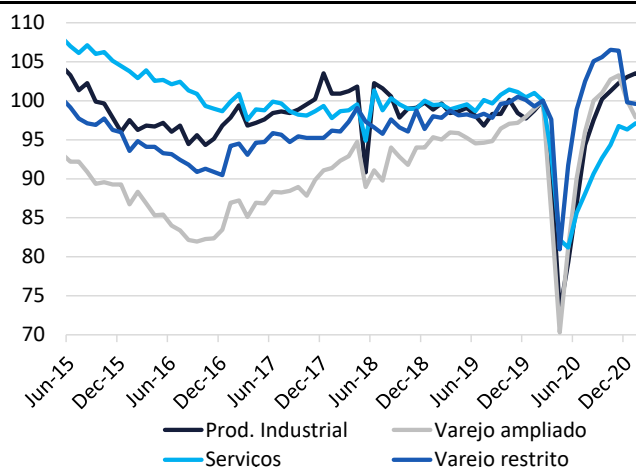
Continuamos projetando crescimento de 3,2% em 2021. Os riscos associados à evolução da pandemia no país colocam um viés baixista para nossa projeção de crescimento em 2021. No entanto, vale lembrar que alguns fatores devem contribuir para uma variação positiva do PIB nesse ano. O primeiro deles não é novidade: o forte carregamento estatístico, de 3,6%, deixado pelo resultado positivo do PIB nos últimos trimestres de 2020. O segundo está relacionado à extensão do Auxílio Emergencial e de outros programas de estímulo do governo, que devem compensar em parte a deterioração causada pela pandemia. E por fim, o avanço da agenda de vacinação no país deve contribuir positivamente para a retomada da atividade no 2º semestre do ano – ainda que o risco de atraso na entrega das vacinas tenha aumentado. Assim, apesar dos riscos associados à pandemia, mantivemos nossa projeção de crescimento em 2021 em 3,2%.

Gráfico 1: Indicadores de confiança (ajuste sazonal)



Fonte: IBGE.

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



Fonte: FGV.

Inflação: Revisado para cima, mas riscos altistas persistem

Bruno Balassiano

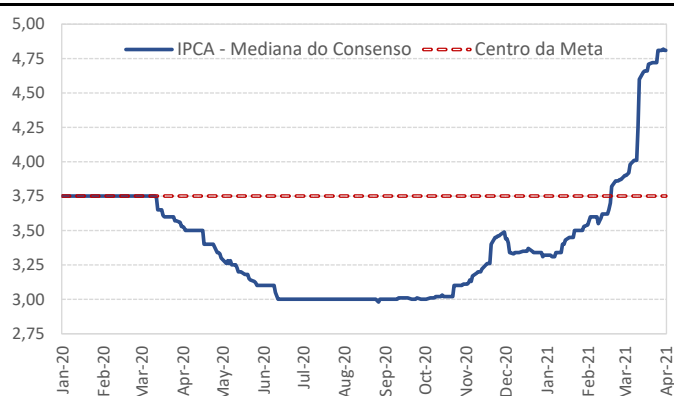
Ao longo do último mês, as perspectivas para a inflação seguiram piorando, praticamente eliminando qualquer possibilidade de um cenário benigno para 2021. Caso nossa projeção para o IPCA de março esteja correta, a inflação terá acumulado alta de 2,16% apenas no primeiro trimestre do ano. As leituras mais elevadas dos últimos 2 meses resultam, acima de tudo, de uma combinação de alta inesperada nos preços de petróleo (devido às baixas temperaturas registradas no sul dos EUA em fevereiro) e depreciação cambial (devido ao aumento das percepções de risco político e fiscal). Os núcleos de inflação também rodaram acima do esperado, com tanto a inflação de bens industriais quanto a de serviços ainda altamente disseminadas e mais persistentes do que o esperado no 4T20. Ao longo dos próximos meses, esperamos deflação de combustíveis, um cenário mais benigno para alimentos (devido à sazonalidade favorável) e uma desaceleração do núcleo de serviços, devido ao aumento das medidas de restrição social. Dessa forma, esperamos leituras mais comedidas para o IPCA no curto prazo. Dito isso, acreditamos que, a piora da pandemia eleva os riscos de médio a longo prazo e é inflacionária.

A piora da pandemia aumenta a incerteza acerca do cenário de inflação. A alta nas taxas de infecção e morte tem levado a um aumento das medidas de restrição social nas principais cidades brasileiras. Tais medidas tendem a reduzir a inflação de segmentos mais sensíveis à mobilidade social, como alimentação fora do domicílio, serviços pessoais e vestuário. Ainda assim, o impacto baixista deverá ser mais modesto que em 2020 e leituras mais baixas no curto prazo não nos trariam qualquer alento: **a piora da pandemia significa que muitos dos problemas de oferta que vêm pressionando a inflação desde o 2º semestre de 2020 deverão se intensificar.** Na indústria, por exemplo, diversas fábricas foram fechadas, o que significa que a economia continuará operando com níveis baixos de estoques por ainda mais tempo.

Revisamos nossa expectativa para o IPCA de 2021 de 4,7% para 5,0%. A revisão se deve a surpresas altistas no cenário de curto prazo: em especial, bens industriais. O cenário de combustíveis também surpreendeu, mas parte da pressão tende a ser revertida. Além disso, revisamos nosso cenário de câmbio para o fim de 2021 de R\$5,20/US\$ para R\$5,40/US\$, pressionando um pouco as leituras de 4T21. A despeito da revisão, incertezas acerca do cenário para 2021 seguem elevadas. Ainda não está claro o quão forte seria um impacto baixista associado à piora da pandemia e nem quais medidas o governo eventualmente poderá tomar, como extensão adicional do auxílio emergencial, aumento das medidas de restrição social ou postergação de reajustes de administrados. Dito isso, acreditamos que os riscos seguem altistas.

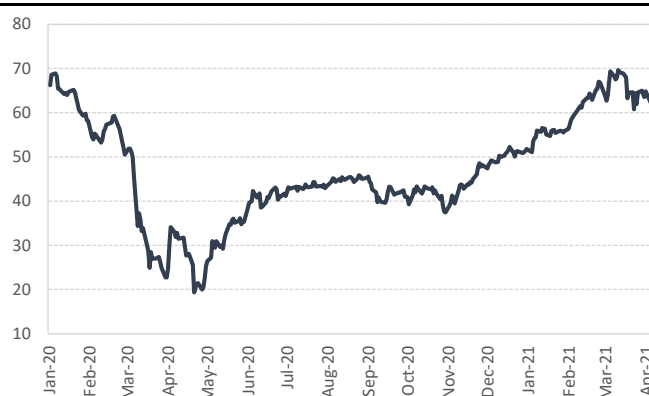
Revisamos nossa expectativa para o IPCA de 2022 de 3,5% para 3,6%. Riscos para a inflação de 2022 vêm aumentando ao longo dos últimos 2 meses. Do ponto de vista da demanda agregada, o cenário segue benigno uma vez que o hiato deverá continuar negativo em 2022 e a recuperação do mercado de trabalho deverá ser gradual. Também acreditamos que o cenário de alimentos é mais benigno que em anos recentes. Como esperamos apenas uma depreciação modesta da taxa de câmbio, não vemos pressões inflacionárias em 2022 vindas dos fundamentos da economia. Mesmo assim, o cenário vem se tornando mais desafiador. À medida que a percepção de risco fiscal aumenta, as perspectivas para a taxa de câmbio se tornam menos favoráveis. Esse processo é intensificado pelas incertezas acerca das eleições presidenciais de 2022. Dessa forma, o cenário depende menos de incertezas acerca do hiato e mais de como riscos políticos e fiscais serão administrados. Revisamos nossa projeção para 2022 devido à premissa mais pessimista para a taxa de câmbio, refletindo o aumento de riscos na margem. Dessa forma, o cumprimento da meta de inflação em 2022 dependerá da estabilidade da taxa de câmbio e das expectativas de inflação, uma hipótese ainda muito incerta.

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: Normalização e foco em 2022*Claudio Ferraz*

Postura assertiva. O comitê de política monetária (COPOM) decidiu mudar sua postura de política monetária e subiu a taxa Selic em 75 pontos-base para 2,75% a.a. em sua reunião de março. Se o início do ciclo de aperto monetário já era aguardado, a intensidade do movimento de abertura foi uma surpresa para a vasta maioria dos analistas. Segundo o comitê, os riscos fiscais de curto prazo (ver nossa seção fiscal para maiores detalhes) seguem elevados devido ao agravamento da pandemia, implicando um viés de alta em suas projeções. Essa assimetria no balanço de riscos afeta o grau apropriado de estímulo, justificando então a elevação inicial dos juros superior à suposta no cenário básico. Além disso, alguns fatores contribuíram para a postura mais assertiva na condução da política monetária, como a “demora na normalização das cadeias produtivas”, os riscos associados a contaminação das “expectativas de inflação para 2022” e a “dinâmica recente da inflação”. E, nesse contexto, o comitê avaliou que, para a próxima reunião, seria adequado outro ajuste da mesma magnitude como o implementado em março.

Nova aceleração? Apesar dessa sinalização, a curva de juros tem embutido elevada probabilidade de uma aceleração do ritmo de alta pelo comitê, para 100 pontos-base, em sua reunião de maio. Na tradicional entrevista que se seguiu a divulgação do Relatório de Inflação (RTI), o Presidente Roberto Campos Neto, informou que a comunicação foi muito clara e que algo “muita fora do cenário” teria que acontecer para que na próxima reunião o ajuste seja acima de 75 pontos-base. Mas, a ata de março mencionou que “essa visão (de outro ajuste da mesma magnitude) pode ser alterada, caso haja uma mudança significativa nas projeções de inflação ou balanço de riscos”. Assim, não é possível descartar por completo nova aceleração em maio. Mas esse não é o cenário base do comitê.

Normalização (ainda) parcial? Além da discussão sobre o passo a ser implementado na próxima reunião outro tema de debate é sobre o ciclo que se inicia. Na última reunião, o Copom concluiu que o cenário atual já não prescrevia um grau de estímulo extraordinário e um processo de “normalização parcial” deveria ser iniciado. Na entrevista do RTI, Campos Neto disse que a “normalização está relacionada à taxa neutra” e se esta é parcial é porque o comitê não entende que esse movimento deva acontecer agora. Campos também mencionou que o objetivo de normalizar de forma mais célere faz crer que a intensidade total (do orçamento) deva ser menor. Além disso, cabe mencionar que o Copom mantém seu diagnóstico de um choque temporário na inflação, apesar de reconhecer pressão mais forte e persistente que a esperada. E, por fim, Campos afirmou em uma entrevista recente que a reversão (da inflação) de 2021 influencia muito (o IPCA de) 2022 e, obviamente, “o peso é muito maior em 2022 daqui para frente”. Esses elementos sugerem que o Copom não pretende, pelo menos por ora, remover parcela muito além dos estímulos extraordinários implementados em 2020.

5,5%. Mantemos, assim, o entendimento que tivemos após a decisão de março. A “normalização parcial” segue sendo a estratégia do Copom. Além disso, a mensagem é a de que, a não ser por surpresa significativa, devemos esperar outro ajuste de mesma magnitude em maio. Diante de nossa visão para o cenário da inflação e seus riscos altistas (ver seção sobre a inflação), seguimos aguardando que a taxa Selic encerre o ano em 5,5% a.a. Deteriorações adicionais do cenário fiscal e do quadro internacional, com repercussão nas expectativas de inflação, em particular de 2022, mantêm-se como fonte relevante de pressão, seja para um ritmo mais incisivo ou para um ponto terminal mais elevado da taxa de juros (provavelmente em direção a 6,5% a.a.) ainda esse ano.

Fiscal: Flertando com o perigo

Fabio Serrano

PEC Emergencial. Um leitor desavisado que começasse agora a se atualizar sobre os acontecimentos do último mês poderia concluir precipitadamente que a percepção sobre os riscos fiscais melhorou ao longo de março. Afinal de contas, a PEC Emergencial foi aprovada de maneira célere e sem desmembrar a reedição do auxílio emergencial – cujo orçamento ficou limitado a R\$44 bilhões – das medidas de ajuste fiscal. É verdade que medidas mais robustas, como o corte de salário de servidores e a desindexação de gastos públicos, ficaram de fora do pacote. Contudo, pontos importantes foram aprovados, com destaque para os gatilhos de ajuste desenhados para Estados e municípios.

Risco fiscal em alta. Mas apesar dos avanços da pauta legislativa, a percepção dos riscos fiscais continuou se deteriorando ao longo do mês. Uma conjunção de fatores contribui para essa dinâmica. O rápido crescimento do número de casos e óbitos por Covid-19 aumenta a pressão para que o governo dê suporte tanto às políticas de saúde pública, como às políticas de sustentação de emprego, renda e crédito. Até o momento, cada incremento ao orçamento extrateto para o combate à pandemia tem sido discutido caso a caso, via crédito extraordinário. Contudo, se o estado de calamidade pública for decretado – uma prerrogativa do Presidente da República – cresce o risco de o Executivo perder o controle desse processo e registrarmos mais um ano de déficit primário excessivo.

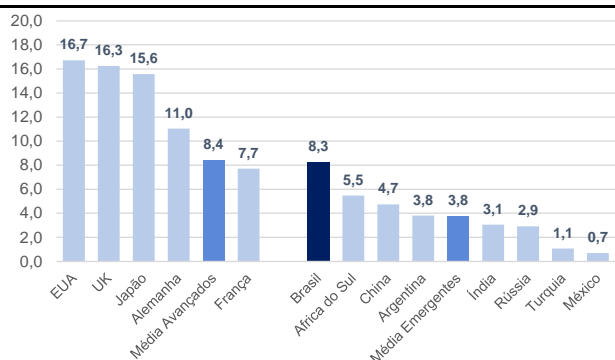
Adicionalmente, repetidas tentativas de se encontrar caminhos para enfraquecer o teto de gastos têm adicionado bastante ruído à discussão fiscal. E por mais que até agora essas tentativas sempre acabem sendo desincentivadas, a participação de atores políticos importantes nesse processo revela o apoio crescente às iniciativas favoráveis a mais gastos e ao desrespeito às regras fiscais. Dentre esses episódios, a aprovação do Orçamento de 2021 merece destaque.

Orçamento 2021. Em decorrência da utilização de parâmetros macroeconômicos desatualizados e mudanças legislativas recentes, a PLOA 2021 estava desatualizada em R\$22,4 bilhões (tabela 1). O Orçamento de 2021 deveria ter sido ajustado para acomodar esse montante. Contudo, optou-se por seguir na direção oposta, com uma expansão de despesas de R\$26,5 bilhões, direcionadas principalmente para as emendas do relator. Desse total, R\$7,4 bilhões derivam da mudança no calendário de pagamentos do abono salarial, que transferiu para 2022 o pagamento dos benefícios programados para o segundo semestre de 2021. Mas os R\$41,5 bilhões restantes estão baseados simplesmente em subestimação de despesas obrigatórias ou condicionados a medidas, ou possíveis economias futuras, para as quais ainda não temos nenhuma garantia ou metodologia de cálculo. Dessa forma, caso o Orçamento seja aprovado sem alterações, esse valor precisará ser contingenciado, adequando-o à realidade dos gastos obrigatórios.

O problema é que, ainda segundo a PLOA, as despesas discricionárias já estavam sendo orçadas em R\$92 bilhões. Caso o contingenciamento recaia apenas sobre essa rubrica, a mesma atingiria o patamar de R\$50,5 bilhões, muito abaixo do mínimo de R\$70 bilhões estimado pelo Ministério da Economia para manter a máquina pública funcionando, forçando a paralisação de diversos serviços públicos. As negociações seguem em curso para solucionar o impasse jurídico e político, com uma possível aprovação parcial do Orçamento, com vetos a algumas emendas parlamentares.

Mas mesmo que se encontre uma solução para a questão do Orçamento, tentativas recorrentes de driblar as regras fiscais vigentes ajudam a sedimentar a percepção de que o apoio ao ajuste fiscal necessário para estabilizar a dívida pública em um horizonte de tempo razoável é decrescente. O desafio a ser enfrentado é grande: um ajuste fiscal de, no mínimo, 5 pontos do PIB (R\$400 bilhões) nos próximos cinco anos. No entanto, diversos episódios recentes sinalizam que o país insiste em flertar com o perigo, aumentando a percepção de risco fiscal pelo mercado.

Gráfico 5: Medidas fiscais em resposta ao Covid-19 (% PIB)



Fontes: FMI e BTG Pactual

Gráfico 6: Orçamento 2021 (R\$ bilhões)

Ajuste total necessário	41,5
(+) Inflação desatualizada	12,7
(+) Desoneração da folha	4,9
(+) Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico	4,8
(+) Emendas parlamentares	26,5
(-) Abono - mudança calendário	7,4
Despesas discricionárias	92,0
(+) Despesas discricionárias - ex-contingenciamento	50,5
(-) Contingenciamento	41,5
Despesas discricionárias - Mínimo	70,0

Fontes: Secretaria do Tesouro Nacional e BTG Pactual

Externo: Câmbio mais depreciado em ambiente de maior risco fiscal

Iana Ferrão

Aumentamos nossa projeção para a taxa de câmbio para R\$5,40/US\$ em 2021 e para R\$5,60/US\$ em 2022. A taxa de câmbio depreciou de R\$5,42/US\$ em fevereiro (média do mês) para US\$5,67/US\$ em março. Essa depreciação foi explicada principalmente por: (i) deterioração substancial do cenário doméstico, com o agravamento da pandemia, maiores riscos fiscais e percepção de maior intervencionismo na economia (desencadeada pela troca de comando da Petrobras); 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 ~1,25% em fevereiro para ~1,60% em março). Os preços das commodities no mercado internacional aumentaram apenas ligeiramente no período (índice CRB aumentou 2% na média de março ante fevereiro) após forte alta nos meses anteriores.

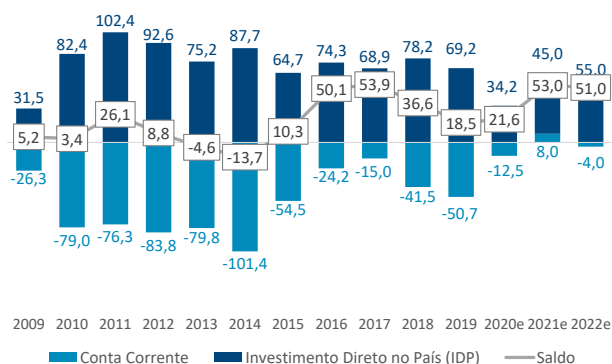
A mudança de cenário ao longo de março alterou nossa projeção para a taxa de câmbio no fim de 2021 – de R\$5,20/US\$ para R\$5,40/US\$. A apreciação da moeda doméstica em relação ao patamar atual será explicada pelo controle da pandemia no Brasil – que contribuirá para diminuir o risco País –, aumento da taxa básica de juros Selic (para 5,50% no fim do ano) e pelos maiores preços de commodities no mercado internacional. Contudo, cabe destacar que a volatilidade do Real segue muito elevada (~25% no 1T21 vs ~12% de 2011 a 2019) por conta do cenário doméstico adverso e de incerteza bastante alta. O cenário doméstico para 2022 também se alterou de forma substancial com a expectativa de uma eleição presidencial que talvez seja mais polarizada, o que amplificou o cenário de maior risco fiscal no próximo ano. Assim, revisamos nossa projeção de taxa de câmbio de 2022 de R\$5,00/US\$ para R\$5,60/US\$.

O principal risco negativo para o nosso cenário de câmbio é uma sinalização de deterioração adicional das contas públicas do País. Por exemplo, um cenário de decretação do estado de calamidade e/ou de abertura indiscriminada de créditos extraordinários para custear gastos/programas similares aos de 2020 (Orçamento “COVID”) aumentaria o risco País e depreciaria a moeda doméstica. A magnitude do movimento dependeria, em grande parte, do montante adicional de gastos extrateto. Assumindo que os gastos adicionais sejam expressivos, mas que não ultrapassem R\$100 bilhões, e que o risco País, medido pelo CDS de 10 anos, aumente dos atuais ~320 pontos-base (pb) para 400pb (frente ao nosso cenário base de 250pb), a taxa de câmbio depreciaria para R\$5,85/US\$ no fim de 2021. Em um cenário em que o custo fiscal adicional seja entre R\$200 bilhões e R\$300 bilhões, o risco País poderia alcançar 550pb – patamar atingido em episódio recente de deterioração fiscal significativa e aumento de incerteza (fim de 2015 e início de 2016). Nesse contexto, a taxa de câmbio depreciaria para R\$6,40/US\$ no fim de 2021.

Taxa de câmbio mais depreciada, melhor resultado em transações correntes. Aumentamos nossa projeção para o superávit em transações corrente (TC) em 2021 para US\$8 bilhões, 0,5% do PIB. O melhor resultado em transações correntes decorreu, sobretudo, da nossa revisão para a taxa de câmbio no período.

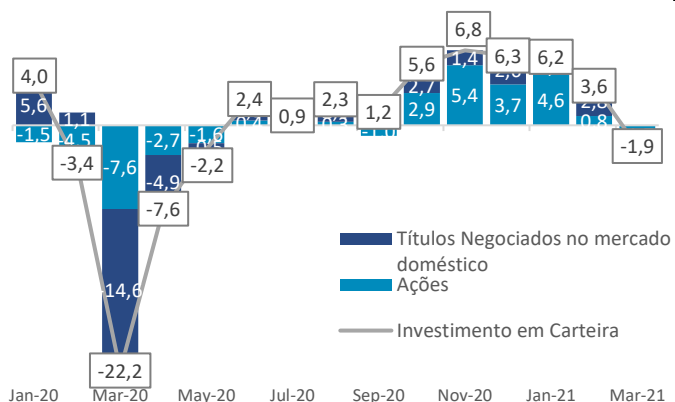
Reduzimos nossa projeção de Investimento Direto no País (IDP) para US\$45 bilhões em 2021 e US\$55 bilhões em 2022. A revisão (de US\$47 bilhões e US\$57 bilhões respectivamente) foi explicada, principalmente, pela deterioração do cenário doméstico e pelo câmbio mais depreciado. O aumento do IDP em relação a 2020 (US\$34 bilhões) decorrerá, sobretudo, da melhora do cenário externo nos próximos trimestres em função do controle da pandemia, que aumentará o fluxo global desses investimentos.

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: Frustrações e avanços

Claudio Ferraz

No mês de março a pandemia atingiu seu pior momento. Os números diários de casos e óbitos no país atingiram recordes sucessivos, chegando a registrar em seu momento mais agudo ~77 mil novos casos e ~3 mil novos óbitos na média móvel de 7 dias. Essa segunda onda se mostrou muito pior do que o vivido no 2T e 3T do ano passado. Paralelamente, o sistema de saúde atingiu níveis extremamente críticos.

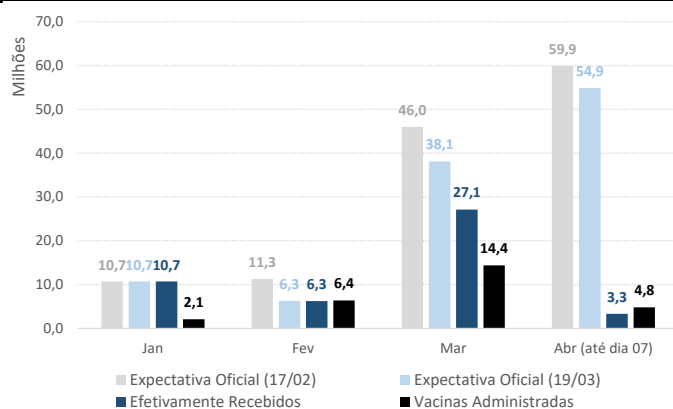
Novas frustrações frente ao Plano Nacional de Imunização. Assim como em fevereiro, houve frustração com o recebimento de vacinas em março. No mês passado, o Ministério da Saúde recebeu somente 27 milhões de doses, número bastante inferior aos 38 milhões esperados pela pasta em meados de março. Atrasos na importação de insumos necessários para a produção doméstica (IFAs) e posterior falha no funcionamento de uma máquina de envase levaram a Fiocruz a reduzir significativamente seu cronograma de entregas da vacina AstraZeneca/Oxford nos últimos dois meses. Por fim, os acordos de fornecimento de vacinas com a Pfizer/BioNTech e Janssen só devem ter impacto relevante no 3T21 e 4T21.

4 em cada 5 vacinas da campanha nacional são CoronaVac. Na direção contrária, o Instituto Butantan conseguiu, em março, escalonar sua produção de vacinas da CoronaVac, tendo entregado até o momento 37,3 milhões de doses vs. 9,1 milhões da AstraZeneca/Oxford (4,1 milhões envasadas na Fiocruz, 4 milhões importadas e 1 milhão da Covax). Assim, o instituto paulista deve cumprir o contrato sem atrasos e entregar 46 milhões de doses ao todo até final de abril. Entre maio e agosto, o Butantan espera produzir mais 54 milhões de vacinas.

O ritmo de vacinação no Brasil dá sinais de avanço. A campanha nacional de imunização começou em ritmo lento, tendo vacinado até agora ~21 milhões de pessoas (das quais ~6 milhões com as duas doses). Isso significa que 1 em cada 10 brasileiros tomaram pelo menos 1 dose, números ainda baixos se comparados aos níveis de países desenvolvidos e até mesmo alguns pares emergentes. No entanto, o número de aplicações diárias de vacinas vem subindo, com uma média de 464 mil doses administradas em março (vs 228 mil em fevereiro e 149 mil em janeiro), tendo inclusive atingido a marca de 1 milhão de pessoas imunizadas em um único dia no início de abril. Para o corrente mês, é possível manter o patamar de 1 milhão de doses administradas diariamente mesmo desconsiderando a importação de vacinas dados os fluxos de notícias recentes acerca da produção doméstica (Butantan: ~10 milhões e Fiocruz: ~20 milhões). Nesse cenário, teríamos ~51 milhões de doses aplicadas ao final de abril, quantitativo suficiente para imunizar parcela significativa dos grupos prioritários da população de risco que quiserem ser vacinados - indivíduos com idade superior a 60 anos, indígenas/quilombolas e profissionais de saúde.

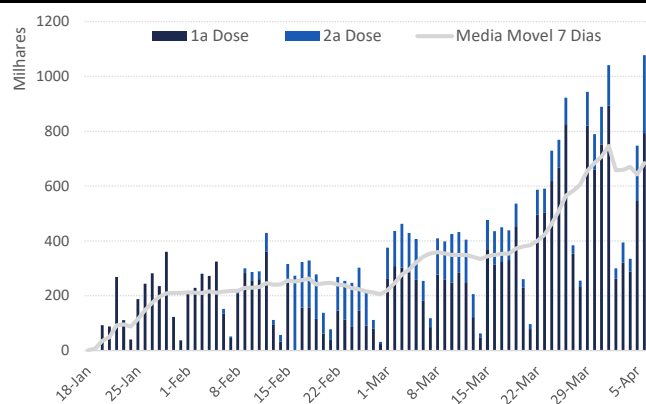
Velhas preocupações persistem e novas surgem. Dentre os riscos conhecidos que não podem ser totalmente descartados destacam-se: problemas adicionais nas linhas de envase do Butantan e da Fiocruz, lentidão na autorização de uso doméstico das vacinas Covaxin e Sputnik V, novos atrasos na importação de IFAs da China, postergação do início da produção de IFA nacional para 2022 e frustração nas entregas da Pfizer e Janssen no 2S21. Ademais, dúvidas acerca da eficiência das vacinas em uso sobre novas cepas do vírus mais contagiosas, como a P. 1 (variante amazônica), e o recrudescimento dos casos em regiões que estão em estágios mais avançados de vacinação (como Chile e alguns estados dos EUA) podem colocar em xeque a visão de uma reabertura célere das atividades uma vez que a imunização ganhe terreno no Brasil.

Gráfico 9: Doses de vacina administradas a cada 100 pessoas



Fontes: Ministério da Saúde, Fiocruz, Instituto Butantan, jornais locais, Coronavírusbrasil e secretarias estaduais de saúde.

Gráfico 10: Doses de vacina administradas diariamente no Brasil



Fontes: Base de dados Coronavírusbrasil. 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	1.454	1.530
Agricultura (% a/a)	8,36	2,79	3,31	-5,22	14,15	1,31	0,63	1,96	2,50	2,00
Indústria (% 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	5,00	3,60
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	1,52	5,31	18,06	5,49	8,00	6,22	5,53	2,63	8,10	4,50
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	7,30	6,74	8,50	6,54	1,34	2,91	3,88	5,18	4,00	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	13,10	4,50
Taxa Selic (% fim de período)	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	5,50	6,50
Taxa Selic (% média)	8,32	10,96	13,48	14,18	10,14	6,58	6,03	2,88	3,92	6,00
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	65,0	60,0
Exportações (US\$ bi) – BP	241,6	224,1	190,1	184,3	218,1	239,5	225,8	210,7	240,0	250,0
Importações (US\$ bi) – BP	241,2	230,7	172,4	139,7	154,1	186,5	185,3	167,4	175,0	190,0
Conta Corrente (US\$ bi)	-79,8	-101,4	-54,5	-24,2	-15,0	-41,5	-50,7	-12,5	8,0	-4,0
Conta Corrente (% PIB)	-3,23	-4,13	-3,03	-1,35	-0,73	-2,17	-2,70	-0,87	0,50	-0,20
Investimento Direto no País (US\$ bi)	75,2	87,7	64,7	74,3	68,9	78,2	69,2	34,2	45,0	55,0
Investimento Direto no País (% PIB)	3,05	3,57	3,60	4,13	3,35	4,08	3,68	2,38	2,80	3,20
Reservas Internacionais (US\$ bi)	358,8	363,6	356,5	365,0	374,0	374,7	356,9	355,6	345,0	340,0
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	2,34	2,66	3,90	3,26	3,31	3,87	4,03	5,20	5,40	5,60
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	2,16	2,35	3,34	3,48	3,19	3,66	3,95	5,16	5,55	5,60
Contas Fiscais										
Resultado Primário (R\$ bi)	91,3	-32,5	-111,2	155,8	-110,6	-108,3	-61,9	-703,0	-215,3	-145,5
Governo Central (R\$ bi)	75,3	-20,5	-116,7	-159,5	-118,4	-116,2	-88,9	-745,3	-233,4	-156,1
Governos Subnacionais (R\$ bi)	16,3	-7,8	9,7	4,7	7,5	3,5	15,2	38,7	16,4	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	-1,70
Resultado Nominal (% PIB)	-2,96	-5,95	-10,22	-8,98	-7,77	-6,96	-5,79	-13,70	-8,10	-8,20
Dívida Líquida (% PIB)	30,50	32,59	35,64	46,14	51,37	52,77	54,57	62,95	64,00	68,50
Dívida Bruta (% PIB)	51,54	56,28	65,50	69,84	73,72	75,27	74,26	89,28	88,80	91,10

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 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, consequentemente, 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