



# Brasil Macro Mensal

## Vacina ajuda, mas fatores domésticos são chave

Novembro de 2020

## Brasil: Perspectiva de vacina ajuda, mas fatores domésticos são chave

- A perspectiva da economia global melhorou com o resultado das eleições americanas e o avanço da vacina para a Covid-19. Mas os riscos domésticos são chave para a economia brasileira.
- As semanas seguintes à eleição municipal serão críticas para reforçar o compromisso com o teto de gastos e a estabilidade da dívida pública. A combinação de incerteza fiscal com alta da inflação de curto prazo torna as ações correntes particularmente importantes ancorar expectativas de mais longo prazo.
- A hipótese básica segue a de a manutenção do arcabouço fiscal para 2021. Neste cenário, mantemos nossas projeções para 2021 de 3,4% para o crescimento do PIB, 3,6% de inflação e câmbio em 4,90 reais por dólar. A Selic fica em 2,00% até meados do ano que vem, e sobe gradualmente até 3,00% em dezembro.
- Este cenário administrável abre uma janela de oportunidade no primeiro semestre do ano que vem para avançar com a PEC emergencial e outras reformas, o que será crucial para blindar o arcabouço fiscal em 2022, ano eleitoral.

<b>Projeções</b>				
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020 (E)</b>	<b>2021 (E)</b>
Crescimento do PIB (var. real %)	1,3	1,1	-4,6	3,4
IPCA (var. 12m %)	3,8	4,3	3,6	3,6
SELIC (% a.a, fim de período)	6,5	4,5	2,0	3,0
Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3,9	4,0	5,2	4,9
Déficit primário (% PIB)	1,6	0,9	12,8	3,9
Dívida bruta - DBGG (% PIB)	76,5	75,8	94,4	96,3

Fonte: IBGE, BCB, Bloomberg. Estimativas (E): XP Investimentos.

### Editorial: Momento Crítico

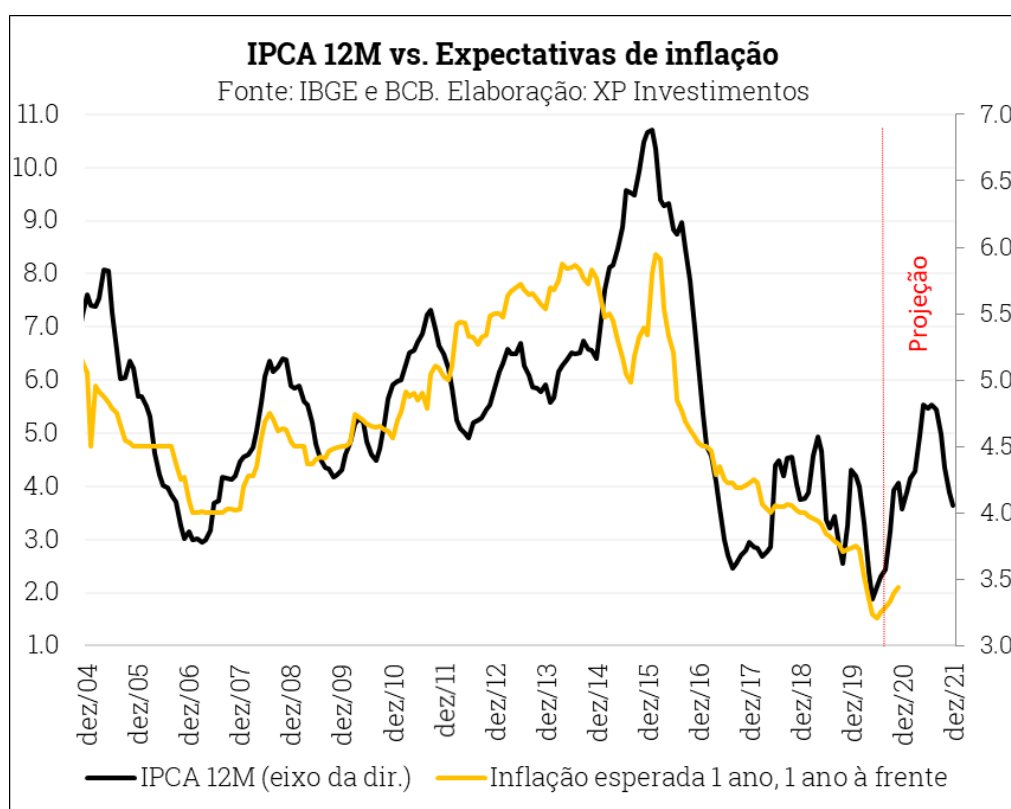
Passada a eleição americana, o mundo se volta novamente à Covid. Por um lado, a segunda onda se espalha, trazendo riscos para as economias avançadas no curto prazo. Por outro, a perspectiva favorável de uma vacina aumenta a confiança na normalização em 2021.

Mas no Brasil, são os eventos domésticos que devem ganhar destaque. Depois das eleições municipais neste domingo (15), a discussão sobre a PEC emergencial e eventuais medidas para expandir os programas de transferência de renda deve voltar.

Neste sentido, a credibilidade do Banco Central adquirida nos últimos anos e o avanço na tramitação de sua independência no Congresso são importantes. O Copom pode aumentar o tom nas suas próximas comunicações para ajudar a ancorar as expectativas e, se o quadro fiscal se deteriorar, deve elevar os juros antes do esperado.

Porém, este não é nosso cenário base. Acreditamos que, apesar dos ruídos, o Executivo não patrocinará deslizes fiscais, especialmente nesse momento crítico. A lição dos desfechos presidenciais de Macri na Argentina (desarranjo econômico que custou sua reeleição) e Dilma no Brasil (contabilidade criativa) recomendam disciplina.

Esse cenário administrável pode abrir uma janela de oportunidade no primeiro semestre do ano que vem para avançar com a PEC Emergencial e outras reformas, o que será crucial para blindar o arcabouço fiscal em 2022, ano eleitoral.



## Plano de Fundo Global: riscos de curto prazo, esperança no médio prazo

Nos **Estados Unidos**, exceto por um milagre para a campanha de Trump, a eleição presidencial acabou. Trump deixará a Casa Branca após apenas um mandato, mas também como presidente em exercício que recebeu o maior número de votos na história (quase 72 milhões).

Além disso, o Senado deve permanecer 52-48 em favor dos Republicanos, o que também é positivo. De fato, sem a chamada “onda azul”, não teremos estímulo fiscal em grande escala nas próximas semanas. Entretanto, o Congresso mais equilibrado também significa que não teremos mudanças mais fortes em tributação ou regulação setorial.

Dessa forma, um pacote fiscal deve ser aprovado nas próximas semanas, mas provavelmente menor do que o esperado antes da eleição (algo em torno de US\$ 1 trilhão). Na política monetária, esperamos que o Fed adote uma postura cautelosa, deixando as portas abertas para mais estímulos, se necessário. O presidente Jerome Powell ressaltou que a intensificação da pandemia foi “particularmente preocupante”. Com os dados correntes positivos no mercado de trabalho e o rápido progresso da vacina, medidas adicionais relacionadas à Covid podem não ser necessárias.

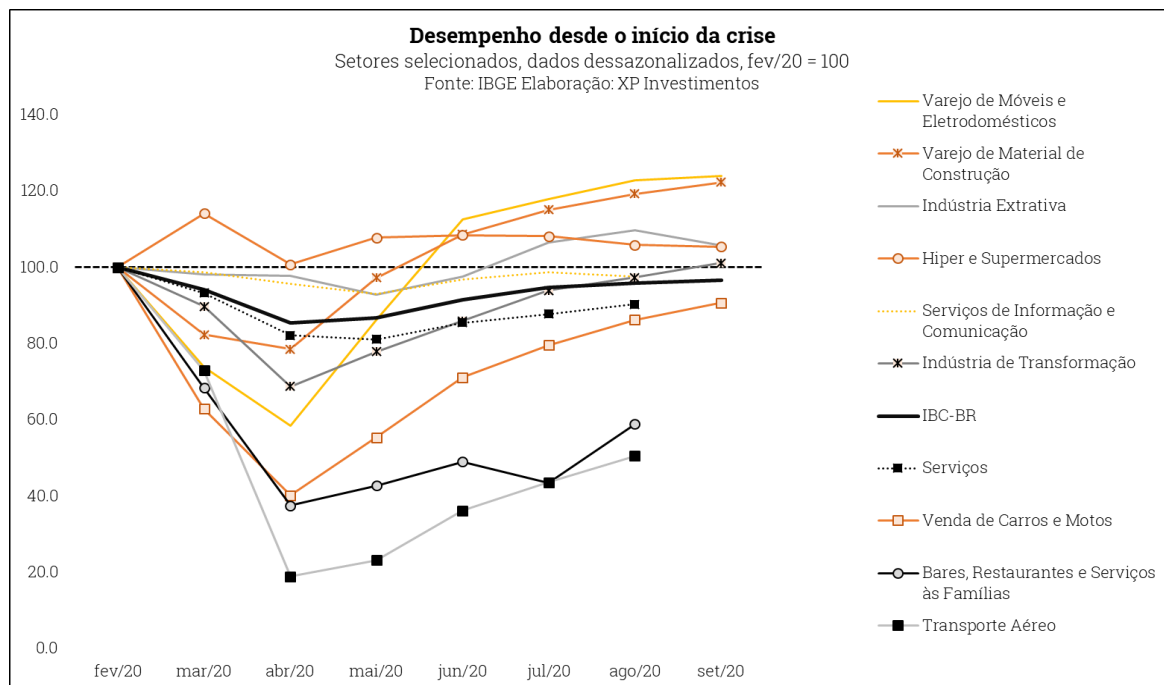
Na **Europa**, a segunda onda da Covid-19 deve derrubar o crescimento da economia entre no final deste ano e início de 2021. Aumentou a pressão para o BCE aumentar os estímulos. Esperamos novas medidas em dezembro, assim que o próximo conjunto de projeções do corpo técnico for divulgado.

Para as **economias emergentes**, o resultado das eleições nos EUA parece ter sido o melhor possível. Aumentou a previsibilidade, sem riscos de adoção de políticas radicais. A disponibilidade de uma vacina eficaz também deve seguir impulsionando os ativos emergentes. Em nosso cenário base, o dólar americano deve continuar a enfraquecer globalmente, o que é positivo para ativos domésticos e taxas de câmbio. Acreditamos que as principais moedas da **América Latina** continuam subvalorizadas. Estamos particularmente otimistas em relação ao **peso mexicano**, que permanecerá como uma das moedas de melhor carrego e com mais espaço para apreciação dada a melhora da balança comercial com os EUA. E em relação ao **peso colombiano**, uma das que mais se beneficia da alta do preço do petróleo.

## Brasil: Vacina ajuda, mas fatores domésticos são chave

### Retomada troca de motor e de ritmo

A atividade econômica segue em recuperação. Os dados de setembro apontaram para crescimento adicional no varejo (+0,6%) e na indústria (+2,6%). Serviços também avançaram, ainda que em menor intensidade (+1,8%), se beneficiando do afrouxamento das medidas de distanciamento social.



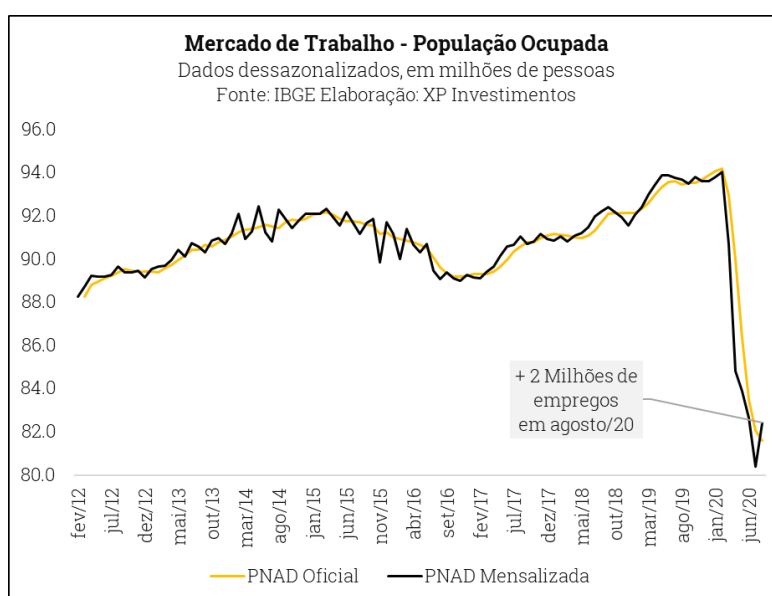
Apesar da redução dos auxílios emergenciais de R\$600 para R\$300 em setembro, o PIB do terceiro trimestre deverá ter alta recorde de 7,8% sobre o trimestre anterior, e com leve viés de alta. Os indicadores de atividade apontam para uma recuperação mais forte neste segundo semestre, mas não são suficientes para revisarmos nossa projeção de PIB. A economia brasileira apresenta forte grau de informalidade e elevada relevância da Administração Pública na composição do PIB e os dados recentes da PNAD Contínua, DataSuS e INEP (usados pelo IBGE para o computo do PIB) não apresentam melhora relevante nessas áreas.

Para 2021, devemos observar uma troca de marcha no motor da retomada, à medida que uma vacina eficaz seja amplamente distribuída e a economia volte ao normal. Setores mais diretamente beneficiados pelo auxílio emergencial de 2020, como alimentos, material de construção e bens duráveis de menor valor devem perder força. Em parte, essa desaceleração será compensada pelos setores puxados pela redução da poupança circunstancial das classes mais ricas feita durante a pandemia, pelos serviços e pelos setores ligados a crédito. O resultado líquido será um PIB que cresce menos do que no segundo semestre de 2020, mas segue avançando.

Mantemos nossa projeção de 3,4% para o crescimento do PIB em 2021, sendo que a maior parte desse resultado deriva do carregamento estatístico de 2020 (2,6%).

Há, contudo, riscos. O setor de serviços, que representa cerca de 63% do PIB, pode ter sua recuperação comprometida caso a segunda onda de coronavírus leve a novas medidas restritivas ou ao aumento da aversão ao risco da população.

Outro risco é a incerteza acerca da “troca de marcha” do início de 2021. Tal mudança dependerá de três aspectos: i) do ritmo de consumo neste final de ano; ii) a manutenção da poupança criada principalmente pelas famílias mais ricas mesmo passada a pandemia; e iii) o mais importante, o ritmo de recuperação do mercado de trabalho..



Neste último ponto, os dados do CAGED de setembro e da PNAD Contínua mensalizada<sup>1</sup> de agosto sugerem que o mercado de trabalho pode ter atingido seu pior momento nos meses de junho/julho. A PNAD indica uma “virada” para a criação de vagas em agosto, possivelmente começando a recomposição dos quase 14 milhões de postos fechados entre fevereiro e julho. Apesar da retomada cíclica da criação de postos de trabalhos, observada tanto em formais quanto informais, o desemprego deve seguir elevado. Por conta de redução dos estímulos emergenciais, o aumento da força de trabalho deverá elevar a taxa de desemprego até 16% no primeiro trimestre de 2021, antes de recuar gradualmente até 15,2% no final do ano.

<sup>1</sup> PNAD Contínua Mensalizada usando o método Espaço-Estado para mensalização de exposto no [RTI/BC de junho](#) que replicou trabalho do IPEA (Hecksher, 2020)

## “Inflação Covid” segue em alta, núcleos devem se acomodar mais adiante

A dinâmica peculiar da economia frente à pandemia do Coronavírus tem resultado em alta da inflação corrente. A demanda sustentada por estímulos fiscais e monetários, a forte alta no preço das commodities (não acompanhada pela valorização do real), a recomposição de margens no setor de serviços e o descasamento entre oferta e demanda de bens industriais pressionam preços ao consumidor, movimento que deve se estender ao início do ano que vem.

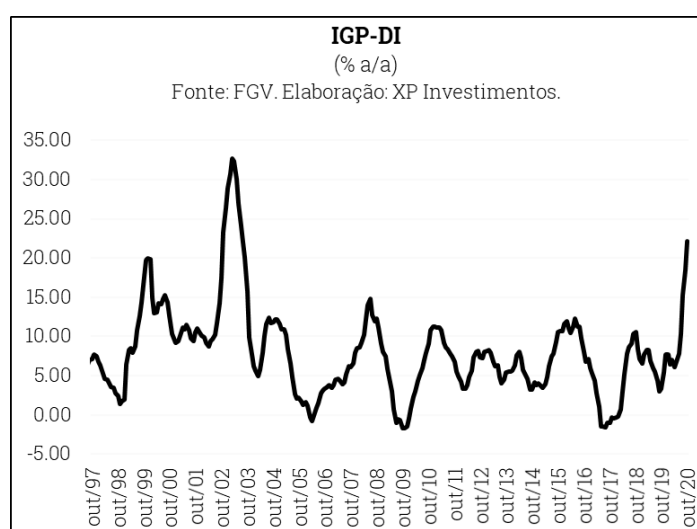
O IGP-DI, composto em sua maior parte pelos preços de produtos no atacado, acumulou 22% em 12 meses até outubro, segundo maior nível desde o início do real. Parte dessa pressão no atacado ainda deve chegar ao varejo.

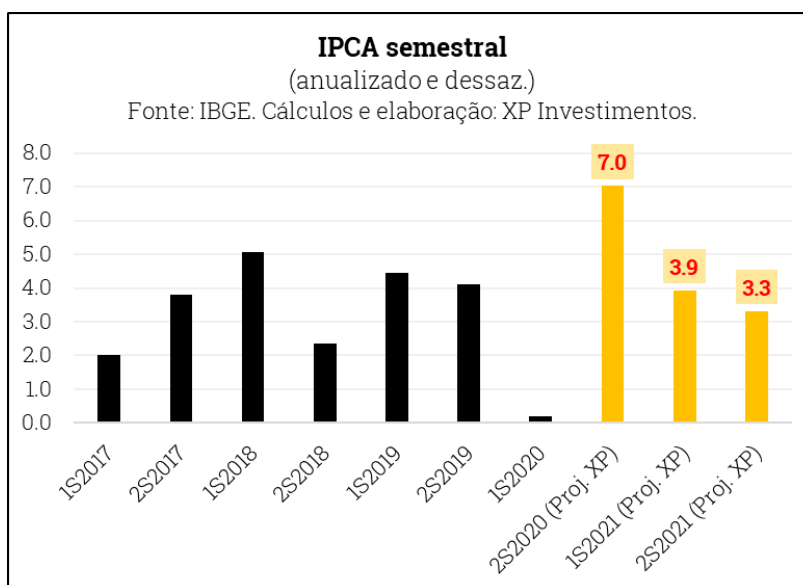
Neste cenário, revisamos na semana passada nossa projeção de IPCA tanto para o final de 2020, de 3,3% para 3,6%, quanto para o final de 2021, de 2,6% para 3,6% ([detalhes aqui](#)).

A ociosidade da economia (principalmente no mercado de trabalho) e a perspectiva de redução do suporte fiscal sugerem que o choque inflacionário corrente seja temporário. De fato, nossa revisão do IPCA para 2021 foi concentrada no primeiro semestre do ano que vem. Para o segundo semestre, ainda enxergamos o IPCA anualizado e ajustado sazonalmente em 3,3%, abaixo da meta de 3,75%.

Assim, nossa projeção de 3,6% para o IPCA em 2021 é consistente tanto com o choque da “inflação Covid” deste ano, como com os fundamentos da economia que indicam inflação subjacente bem-comportada mais adiante.

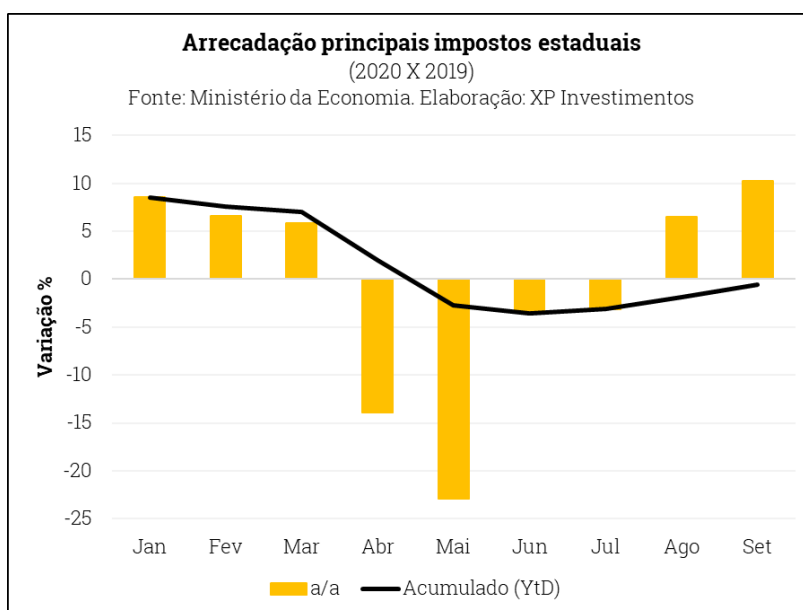
No entanto, em um cenário alternativo de desancoragem das expectativas fiscais, a inflação mais elevada pode perdurar por horizontes mais longos, decorrente da provável depreciação cambial.





## Cenário fiscal é desafiador, mesmo sem um novo programa de transferência de renda

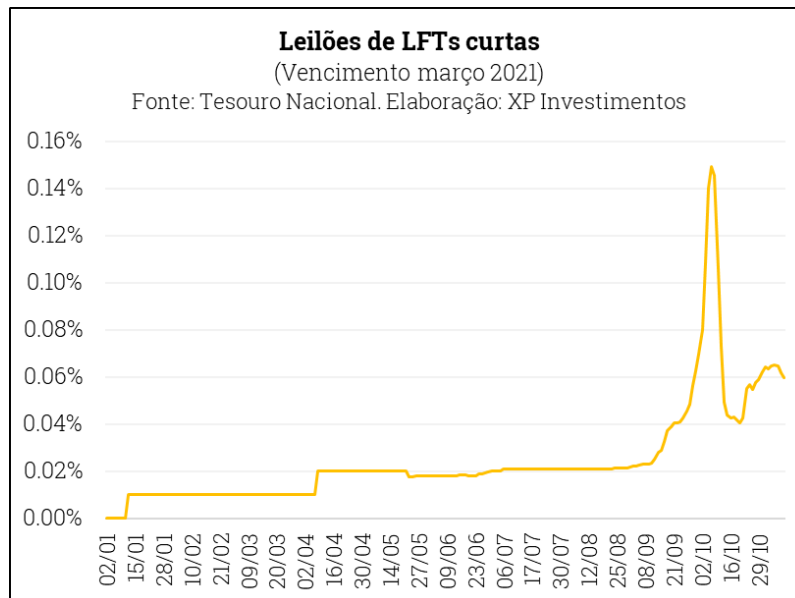
Os resultados fiscais de setembro se aproximam do cenário esperado para o ano. A dívida bruta alcançou 90,6% do PIB - 15 p.p. acima do observado em dezembro de 2019 - reforçando a preocupação sobre sua sustentabilidade no pós-pandemia. A cautela cresce a despeito da melhora da arrecadação tributária, principalmente em Estados e Municípios, na esteira da recuperação da economia no terceiro trimestre.



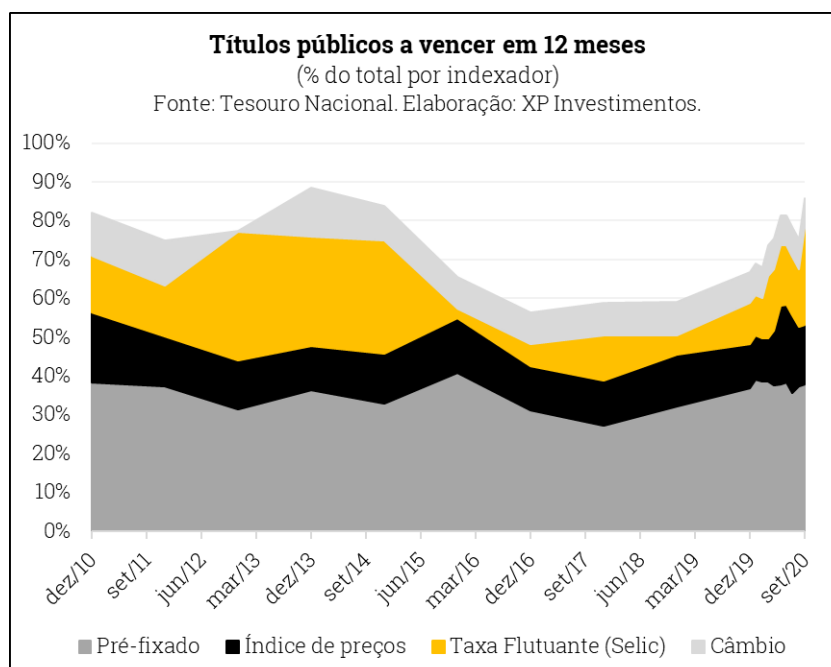
As discussões sobre um novo programa de transferência de renda esfriaram, adiadas para após as eleições municipais, reduzindo parte do estresse no mercado de títulos públicos. Também foi importante a ação conjunta entre Banco Central e Tesouro Nacional, que reduziu a rolagem de operações compromissadas e encurtou o prazo de LFTs ofertadas, de modo a corrigir o movimento visto como um desequilíbrio de mercado diante da concorrência dos papéis.



De fato, além da normalização das taxas das LFTs, o Tesouro Nacional captou um total de R\$ 147 bilhões em ofertas primárias em outubro, a taxas gradualmente mais baixas ao longo do mês – conforme ilustrado no gráfico abaixo.



No entanto, o substancial encurtamento da dívida é um “preço” a pagar pela percepção de elevado risco fiscal de longo prazo. Com 66% da dívida sensível a mudanças na taxa básica de juros – somando-se títulos atrelados à Selic, operações compromissadas e títulos a serem renegociados nos próximos 12 meses – cada 1p.p. de aumento na Selic representa um custo adicional de R\$ 36,3 bilhões na dívida (DBGG) em um ano. Este é um risco relevante para frente, especialmente quando (e se) o Banco Central precisar subir a taxa de juros antes do previsto.



Mas ainda que o risco de mudanças na emenda constitucional do teto seja afastado no curto prazo, seu cumprimento em 2021 vem se tornando ainda mais desafiador. A manutenção da desoneração setorial da folha e a aceleração do INPC, que corrige o salário mínimo, aposentadorias e pensões, adicionarão aproximadamente R\$ 18,7 bilhões às despesas obrigatórias em 2021, que deverão ser cortados de um universo máximo de R\$112 bilhões em despesas discricionárias (incluindo emendas parlamentares e capitalização de estatais).

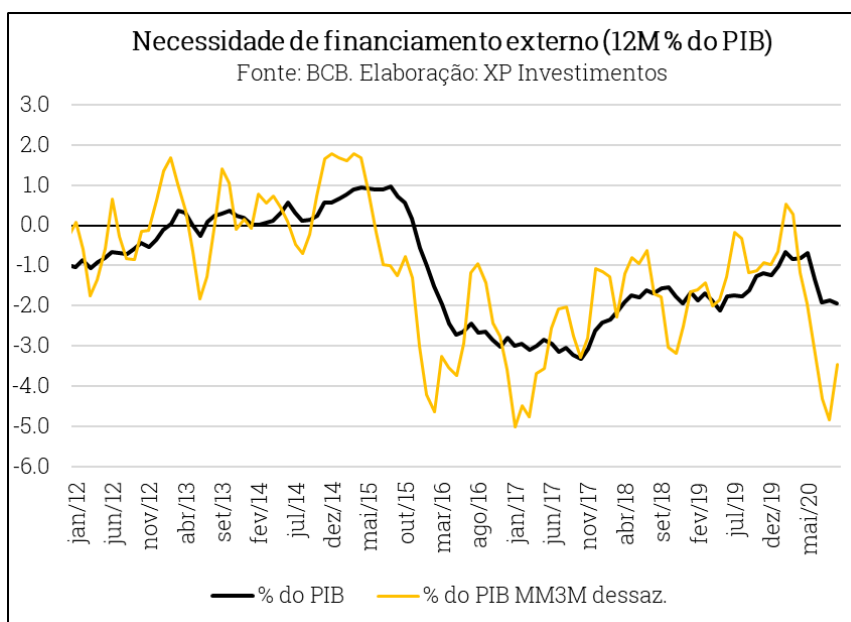
Há, contudo, sinais importantes de resistência. A vitória do governo no Codefat evitou adicionais R\$ 7,3 bilhões de extensão de seguro desemprego. Uma portaria do Ministério da Economia esperada para os próximos dias deve limitar a inscrição de “restos a pagar” apenas para despesas feitas com base no Orçamento de Guerra, evitando a extensão de gastos não relacionados à pandemia para o ano que vem.

Ainda assim, a dinâmica das contas públicas segue o principal risco para 2021. A resistência do Ministério da Economia e a melhor perspectiva para a economia global com a vacina para a Covid-19 respaldam nosso cenário de que o teto de gastos será mantido, trazendo algum alívio no curto prazo. Nossas projeções para a relação dívida PIB estão em 94,4% para 2020 e 96,3% em 2021, considerando leve melhora diante da recuperação da arrecadação e do resultado esperado para governos regionais.

Mas o equilíbrio é instável. Esta janela de oportunidade deve ser aproveitada para avançar com medidas legislativas que fortaleçam o arcabouço fiscal, como a PEC Emergencial (um resumo dessa e outras medidas podem ser encontradas em [Mendes, 2020](#)). Estes avanços serão fundamentais para blindar as contas públicas no ano eleitoral de 2022.

## Contas externas sugerem apreciação adicional do real

Os dados de setembro do balanço de pagamentos brasileiro reiteraram o movimento positivo observado nos últimos meses. O déficit em conta corrente, que fechou 2019 em -2,8% do PIB, passou a superávit de 1,7% na média móvel trimestral anualizada no mês. Destaque para o saldo comercial, que carrega superávit acumulado de US\$ 47,0 bi nos últimos doze meses encerrados em setembro, refletindo queda significativa nas importações, resiliência das exportações e melhora dos termos de troca. Do lado da conta financeira, os investimentos diretos no país seguem recuando e estão em 1,7% do PIB na média móvel trimestral anualizada, ante fechamento de 3,8% em 2019. A soma dos dois efeitos (ver gráfico) mostra que as contas externas, que têm sido uma fortaleza da economia brasileira, seguem reforçadas.



Em outubro o real depreciou de R\$ 5,60 para R\$ 5,74, movimento parcialmente explicado pela aproximação do pleito eleitoral nos Estados Unidos, com descompressão após o evento. Entendemos, no entanto, que ficaram mantidas as condições assumidas em nosso último relatório mensal para as projeções de câmbio de R\$ 5,20 para o final de 2020 e, com maior convicção, a de R\$ 4,90 para 2021. Em particular, entendemos que o nível atual do câmbio real está mais desvalorizado do que seu nível de equilíbrio, considerada a evolução recente dos termos de troca e da dinâmica do balanço de pagamentos.

A principal incerteza, como para o resto do cenário, reside na percepção sobre a sustentabilidade da dívida pública brasileira, impactando o nosso risco país sob a métrica do DCS de 5 anos.

## Copom confiante

A alta da inflação corrente não tem preocupado o Copom. Em sua comunicação oficial, o Comitê destaca que o choque é temporário, citando o relevante hiato do produto e as expectativas de inflação bem ancoradas como fatores para manter o núcleo da inflação dentro ou abaixo da meta no horizonte relevante de política monetária.

Nós concordamos. O principal risco, de fato, permanece na frente fiscal. Continuamos projetando a Selic em 2,00% até meados de agosto de 2021 e 3,00% ao final do ano. Isso significa que a política monetária permanecerá bastante expansionista, com taxas de juros reais (aquelas que consideram a inflação) negativas ao longo de todo o período.

Ainda assim, a combinação de inflação corrente pressionada e cenário fiscal complexo exige atenção adicional da autoridade monetária. O risco parece ser de que a comunicação do Copom fique um pouco mais dura daqui para frente. Dada a forte credibilidade do Banco Central, essa inclinação hawkish pode ser importante para manter o mercado confiante de que a gestão macroeconômica brasileira permanecerá sólida nos próximos anos.

## Disclaimer

Este relatório foi preparado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos") e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM nº 598/2018. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e análises políticas, e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra/venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra/venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A XP Investimentos não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. As opiniões, estimativas e projeções expressas neste relatório refletem a opinião atual do responsável pelo conteúdo deste relatório na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. A XP Investimentos não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e de informar o leitor. O responsável pela elaboração deste relatório certifica que as opiniões expressas nele refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais, e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação a XP Investimentos. Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida a sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos. A XP Investimentos não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710. Para maiores informações sobre produtos, tabelas de custos operacionais e política de cobrança, favor acessar o nosso site: [www.xpi.com.br](http://www.xpi.com.br).



Caio Megale  
Economista-chefe

Macro Strategy

Alberto J. Bernal  
Estrategista-chefe global

Lisandra Barbero  
Rachel Sá  
Vitor Vidal

Alexandre Maluf  
Lais Costa  
Victor Scalet