



## **QUEM TE VIU, QUEM TE VÊ** 2021-2022: um biênio positivo em meio a tantas adversidades (e pessimismo de alguns...)

### **Observar o filme, e não a foto Fundamental para nossa visão construtiva!**

**Nosso cenário é construtivo para o Brasil no biênio 2021-2022. Isso decorre de considerarmos não apenas a foto, mas sim o filme da política econômica gestada desde meados de 2016. Neste período, tal política tem persistido em direção do ajuste fiscal pelo lado da despesa e de reformas que ampliam a participação do setor privado no ambiente de negócios, mesmo tendo sido confrontada por eventos extremos, como o “Joesley Day”, greve dos caminhoneiros e pandemia da Covid-19, que apresentaram consequências que seriam capazes de alterar a orientação dessa política. Mas, não alteraram!**

De fato, nos últimos seis anos, o Governo Federal tem implantado o ajuste fiscal pelo lado da despesa (a exemplo da diminuição dos subsídios financeiros e creditícios e de contenções dos gastos previdenciários e das despesas com pessoal), com crescimento real quase nulo pela primeira vez no pós-constituição de 1988. A título de ilustração desse ajuste, o Governo Federal caminha para finalizar o atual mandato presidencial, em dezembro de 2022, com uma despesa primária, como proporção do PIB, menor que a existente em janeiro de 2019. Isso denota um período bem diferente daquele que ocorreu entre 1991 e 2015, quando a despesa primária cresceu a uma taxa real de quase 6% ao ano.

Ademais, desde 2016, tem sido aprovada uma sequência de reformas que propiciam o aumento da participação do setor privado e da produtividade na economia brasileira, a exemplo da reforma trabalhista, retomada dos leilões de concessão para exploração de petróleo, lei impulsionadora de concessões do saneamento, abertura do mercado de gás, privatização da Eletrobras, lei de recuperação

judicial e assim por diante.

Essas reformas já estão redundando em trilhões de Reais de investimentos privados ao longo deste e dos próximos anos, que tendem a ser despendidos de forma mais produtiva e eficiente que o conjunto de investimentos que impulsionaram a economia, por exemplo, entre 2007 e 2012, puxados pelo setor público e com alta dosagem de subsídios.

O biênio composto por ajuste fiscal pelo lado da despesa e um ambiente de mercado mais amigável ao investimento privado perseguido desde 2016 tem implicado taxas de juros menores - mesmo os 6,5% ou 7% no final deste ano significam cerca da metade que vigia em 2016, e um mercado de capitais bem mais forte, com seguidos recordes de IPOs. Acreditamos que esse biênio alicerça, ainda que indiretamente, os dois seguintes fatos: i) a vigente recuperação cíclica relativamente mais forte e com menor impacto fiscal do que a de nossos pares e outras economias desenvolvidas; ii) nosso cenário construtivo para Brasil, no biênio 2021-2022.

# QUEM TE VIU, QUEM TE VÊ

2021 - 2022: um biênio positivo em meio a tantas adversidades (e pessimismo de alguns...)

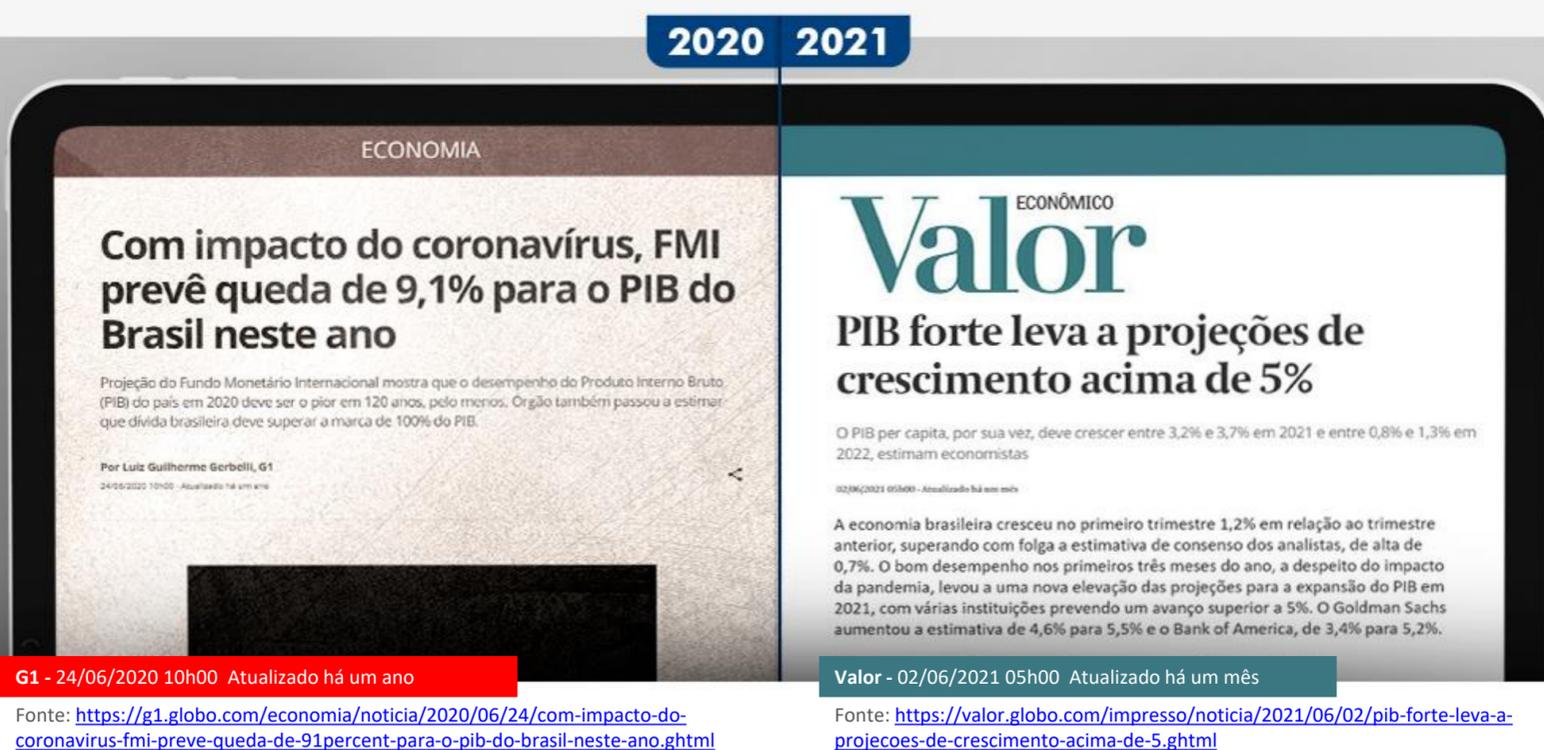
AZQUEST  
AZMUT GROUP

20  
ANOS

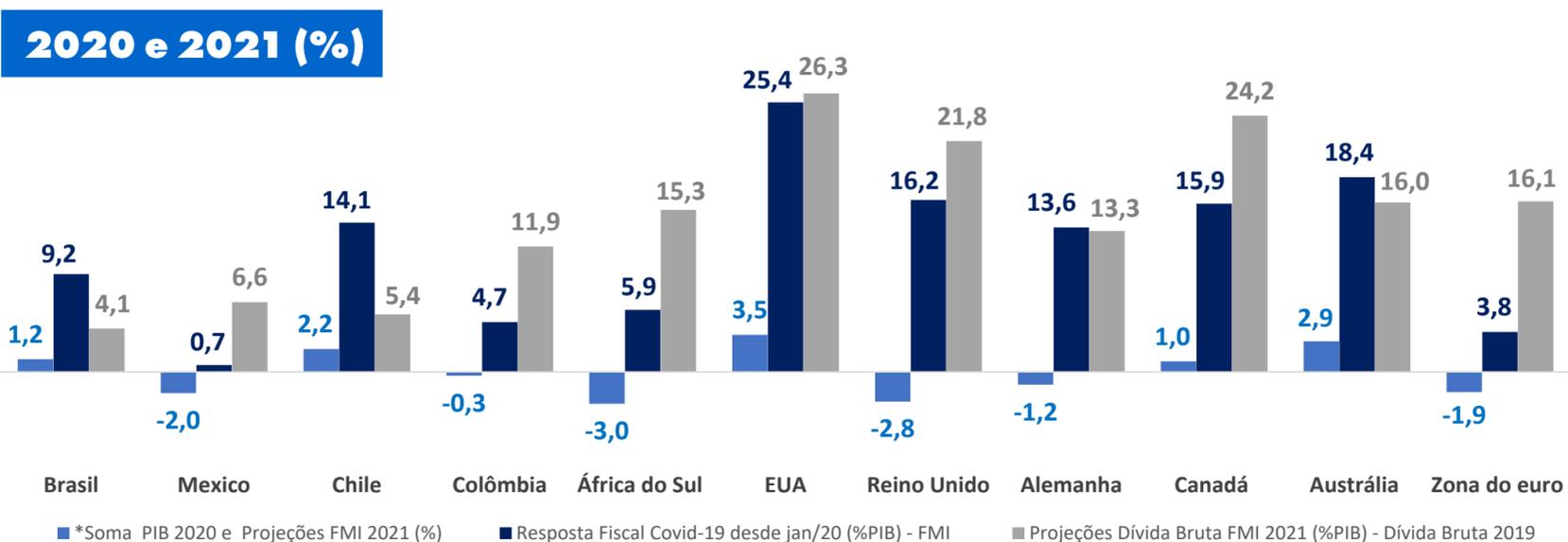
## O ideal é aprender com os erros dos outros, mas quando possível aprender com os próprios - continuar pessimista pode ser um erro fatal!

Em relação à vigente recuperação cíclica, vale destacar que ela ocorre depois de a pandemia da Covid-19 afundar a economia brasileira, com queda simultânea da oferta e da demanda, levando ao aumento de pessimismo dos observadores do cenário econômico brasileiro. De fato, em meados do ano passado, era comum as previsões de um decaimento de mais de 9% do Produto Interno Bruto (PIB), assim como que a razão dívida bruta/PIB iria em direção aos 100%, ainda em 2020.

Os fatos contrariaram as projeções mais pessimistas, mais atreladas à tese da dominância e populismo fiscal. Na prática, o Brasil tem surpreendido positivamente no biênio 2020-2021, se comparado com muitos países ao redor do mundo. O México, por exemplo, não ofereceu assistência com transferência direta à população, como feito pelo Brasil, e ainda assim apresentou maior deterioração das contas fiscais e fraquíssimo desempenho econômico.



Como se observa no gráfico abaixo, segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Brasil deve apresentar crescimento de PIB positivo de 1,2% no biênio 2020-2021 (decaimento de 4,1% ano passado e crescimento de 5,3% neste ano) e variação da dívida bruta de 4,1%, apesar de ter expandido a despesa pública em 9,2% do PIB no período com gastos relacionados ao enfrentamento da Covid-19, saindo-se bem melhor que outros países. A título de ilustração, o México deve apresentar um saldo negativo de 2,0% de crescimento econômico e variação da dívida bruta de 6,6% do PIB, apesar de ter expandido a despesa em apenas 0,7% do PIB, mostrando-se menos eficiente que o Brasil no gerenciamento macroeconômico da crise da Covid-19.



\* A fim de simplificar a comunicação, optamos pela soma simples das taxas de crescimento, e não pela composição das taxas, o que não altera a posição relativa dos países.  
\*\*Projeções PIB 2021 Chile (BCCh Encuesta de Expectativas Económicas EEE) e Colômbia (Ba'nrep Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos -EME)

Em linhas gerais, ao considerar os dados divulgados para 2020 e à luz das previsões para 2021 feitas pelo FMI em julho deste ano, o gráfico acima descreve um relativo melhor gerenciamento macroeconômico brasileiro, no que concerne ao saldo esperado de gasto público, dívida pública e crescimento econômico no biênio 2020-2021. Acreditamos que a compreensão desses fatos pela comunidade financeira internacional e nacional, a respeito do Brasil, ajudará também a consubstanciar nosso cenário construtivo.

# QUEM TE VIU, QUEM TE VÊ

2021 - 2022: um biênio positivo em meio a tantas adversidades (e pessimismo de alguns...)

AZ QUEST  
AZMUT GROUP

20  
ANOS

## Nosso cenário otimista e os fundamentos para defendê-lo

Nosso cenário macroeconômico é de o Real indo em direção ao seu patamar de equilíbrio (ou justo), estimado em torno de R\$ 4,20, dependendo do modelo utilizado. De fato, a partir de qualquer modelo de determinação de câmbio nominal, observa-se que a evolução prevista para o curto prazo de termos de troca<sup>1</sup>, inflação, juros e produto, *vis-a-vis* suas contrapartes externas, assim como a melhoria das contas públicas domésticas ao longo deste ano, indicam que o Real deve se apreciar em relação ao patamar atual, desconsiderando solavancos pontuais.

Essas evoluções justificam prevermos um câmbio nominal de R\$ 4,80 para o final do ano, com viés de baixa (↓), conforme cenário exposto no quadro ao lado.

### Projeções AZ Quest

	2021		2022	
IPCA	6,8	▲	3,5	▲
Câmbio	4,8	▼	4,8	▼
Selic	7,00	=	7,00	=
PIB	5,3	▲	2,8	=

Em particular, os termos de troca domésticos têm melhorado desde o ano passado e a consequência imediata disso pode ser observada nos saldos crescentes da balança comercial doméstica, estimados pelos analistas de mercado entre U\$ 50 a U\$ 60 bilhões no início deste ano, mas que hoje já estimam entre U\$ 70 e U\$ 80 bilhões. O viés dessa projeção de saldo comercial segue de alta. A Secretaria de Comércio Exterior do Ministério da Economia revisou recentemente sua estimativa para U\$ 105 bilhões.

O interessante da evolução do saldo comercial nacional é que ele tem se ampliado com elevação simultânea tanto de importações quanto de exportações, em relação a suas respectivas médias dos últimos 10 anos. Esse aumento do volume de comércio implica tanto maior interação do Brasil com o mundo quanto uma recuperação cíclica em andamento, reforçando a perspectiva de melhoria na atividade econômica nacional, pois, nas últimas décadas, a melhoria do setor externo costumeiramente se apresenta como o principal vetor impulsionador de um período maior de crescimento doméstico no curto e médio prazo, tal como ocorreu em 2004.

Nesse sentido, ainda que o período de melhoria dos termos de trocas seja de curta duração (especialistas falam em um ciclo de commodities de pelo menos mais dois anos), torna-se possível projetar crescimento econômico maior em 2021 (5,3% indo em direção aos 6%) e no próximo ano (2,8% com viés de estabilidade). Com isso, o Brasil superará o período de estagnação (crescimento em torno de 1% ao ano) que permanece desde o quadriênio 2013-2016, quando ocorreu o maior decaimento econômico da história republicana, com queda de 8,6% em termos de PIB *per capita*.

Com termos de troca melhores e recuperação cíclica advinda da reabertura da economia, observa-se atividade econômica doméstica mais forte que se imaginava no começo deste ano, ajudando a fundamentar o fortalecimento do Real até o final de 2021. Ao somar isso, que naturalmente redundará em maiores receitas, com a manutenção do “Teto Federal dos Gastos Públicos” e a Lei Complementar nº 73/2020, que impediu os Estados e Municípios de ampliarem seus gastos com pessoal neste ano, obter-se-á resultado primário muito menos negativo e relação dívida pública/PIB bem menor que a esperada pelos analistas no começo deste ano.

Por conseguinte, esse cenário fiscal desanuviado também contribuirá para um Real mais forte no final deste ano, tão logo os resultados fiscais forem sendo divulgados e as perspectivas de curto prazo para o resultado primário e a relação dívida/PIB forem melhorando. Em virtude do respeito às regras fiscais vigentes e considerando também o crescimento cíclico contratado, não se enxerga piora fiscal até o fim de 2022 - muito pelo contrário, a expectativa é de melhoria das contas públicas, o que contribuirá para um Real menos depreciado.

Adicionalmente, esperamos que haverá normalização da taxa de juros para 7% no fim deste ano, que se manterá ao longo de 2022, saindo do terreno de juros reais negativos para o positivo, também contribuindo para a apreciação cambial, ou seja, levando o Real em direção ao seu patamar justo. A velocidade dessa normalização dependerá de como a inflação de bens comercializáveis se comportará em relação a dos bens não-comercializáveis (serviços).

(1) Termos de troca (TDT): no comércio internacional, a expressão designa a relação entre o valor das importações e o valor das exportações de um país em determinado período, sendo expressada da seguinte forma:  $TDT=VE/VI$ , onde VE é o valor das exportações e o VI é o valor das importações.

# QUEM TE VIU, QUEM TE VÊ

2021 - 2022: um biênio positivo em meio a tantas adversidades (e pessimismo de alguns...)



Não se espera que os preços dos serviços surpreendam para níveis muito acima do período pré-pandêmico, visto que estes vêm num patamar baixo e costumam apresentar maior nível de inércia. Por sua vez, espera-se que os bens comercializáveis devolvam parte significativa do aumento ocorrido no primeiro semestre, especialmente em decorrência da depreciação do Real, pois estes costumam apresentar menor nível de inércia e o câmbio deve continuar apreciando até o fim deste ano. Com isso, o IPCA deve ceder dos atuais 8,1% em 12 meses para níveis em torno de 6,8% em dezembro de 2021 e ir em direção aos 3,5% no segundo semestre do próximo ano.

## O que nos impede de termos um cenário ainda mais construtivo?

Por que esperar R\$ 4,80, e não R\$ 4,50, para o câmbio nominal justo no fim deste ano? Por que um crescimento de 5,3% no fim do ano, e não 6%? Além de um eventual desapontamento com o cenário de dinâmica da inflação para este período de reabertura conforme descrito no parágrafo anterior, o que impede de termos cenário macroeconômico de câmbio, crescimento econômico, inflação e juros ainda mais construtivo para o biênio 2021-2022?

Em primeiro lugar, vale destacar que, neste período de normalização parcial da pandemia e retomada da economia, não tem sido fácil compreender o ambiente macroeconômico internacional. Em linhas gerais, em decorrência das políticas fiscais e monetárias expansionistas ao redor do mundo, vários analistas têm esperado taxas maiores e mais persistentes de inflação, como observadas no mundo na década de 70. Em razão disso, há crescente expectativa de taxas de juros maiores ao redor do mundo.

Por outro lado, a maioria dos analistas não enxerga inflação persistente e acredita em gargalos pontuais de oferta na cadeia de produção de certos insumos, originados na queda simultânea de oferta e demanda existentes no auge da pandemia, as quais ainda não foram restabelecidas ao período pré-pandêmico. Sendo assim, com o fim da crise sanitária e a retomada da economia, a demanda teria reagido mais rápido que a oferta, causando inflação setorial e temporária, mas não permanente e estrutural.

Logo, mesmo em economias como a americana, a incerteza sobre o futuro da inflação existe e esse é o primeiro ponto de atenção ou de risco para o nosso cenário macroeconômico doméstico. De fato, mudanças nas taxas de juros nas economias desenvolvidas, especialmente nos EUA, tendem a

impactar severamente os mercados emergentes, afetando câmbio, inflação, levando a perspectivas de alterações na taxa de juros doméstica, assim como na taxa de crescimento do PIB.

Em segundo lugar, no que diz respeito aos riscos domésticos, o que nos impede de termos um cenário mais construtivo são a crise hídrica, a evolução da pandemia e a incerteza política. Em nossa visão, a crise hídrica é o principal risco doméstico.

Acreditamos nisso não só pelo impacto que a crise hídrica pode causar na estrutura de preços, mas também pela possibilidade de apagão ou até mesmo blecautes frequentes no último bimestre deste ano. Ao longo do mês de julho, informações relevantes para o cenário hídrico foram conhecidas: i) NOAA (Administração Nacional Oceânica e Atmosférica) divulgou um alerta para La Niña, aumentando a probabilidade de chuvas abaixo da média no Centro-Sul a partir de setembro de 2021; ii) a ONS atualizou suas projeções elevando a demanda e diminuindo a oferta de energia elétrica do sistema até novembro, expondo assim um cenário muito dependente de importação de energia.

Apesar disso, não subestimamos a competência política dos partidos de oposição em produzir notícias na CPI da Pandemia e em desgastar o Governo, assim como no costumeiro relacionamento tumultuado do Governo com o parlamento. Este pode ser amenizado com o rearranjo político recentemente configurado com o “Centrão”, que passou a ter um representante do Senado na Esplanada dos Ministérios. Há também um clima de polarização na sociedade brasileira que alimenta a incerteza política em um momento de proximidade do ciclo eleitoral de 2022, contexto que contribui para um cenário menos construtivo.

# QUEM TE VIU, QUEM TE VÊ

2021 - 2022: um biênio positivo em meio a tantas adversidades (e pessimismo de alguns...)

**Enfim, em não havendo a concretização desses riscos, inclusive o de um cenário internacional adverso, com política monetária mais restritiva mais cedo que o esperado, acreditamos que o Brasil está caminhando para um ambiente macroeconômico com inflação sob controle, taxas de juros reais e nominais nos seus menores níveis históricos e crescimento do PIB em torno de 2,8% em 2022, mesmo depois de uma pandemia, que fez a economia desabar, gerando obstáculos adicionais para o crescimento (e incrementando o pessimismo de alguns).**

Equipe Macroeconômica



**Acompanhe a  
AZ Quest**



## Disclaimer

As informações contidas neste material são de caráter meramente e exclusivamente informativo, não se tratando de qualquer recomendação de compra ou venda de qualquer ativo negociado nos mercados financeiro e de capitais. A AZ QUEST não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste material. A AZ Quest Investimentos Ltda. não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Todos os fundos de investimento geridos pela AZ Quest Investimentos Ltda. utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este material não deverá ser reproduzido, distribuído ou publicado sob qualquer propósito sem autorização da AZ Quest Investimentos. Para mais informações, ligue para (55) 11 3526 2250 ou acesse [www.azquest.com.br](http://www.azquest.com.br).