

Cenário Macro | Overreaction?

José Carlos Carvalho

Novembro | 2020

VINCI partners



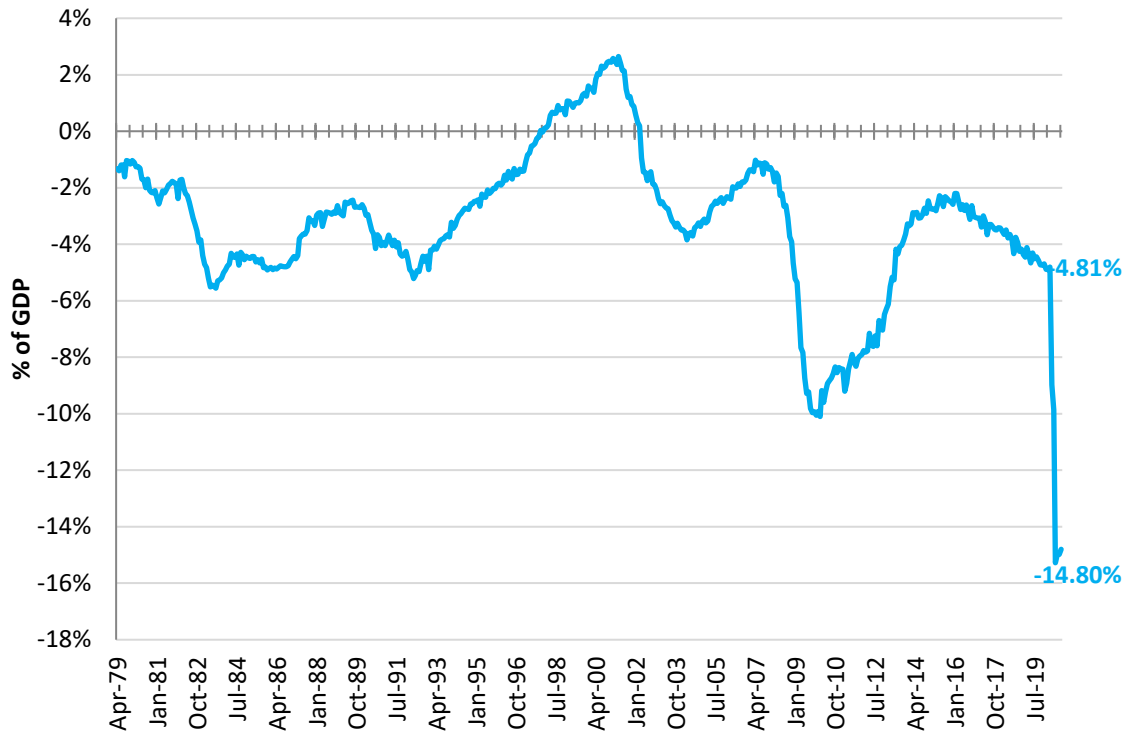
Cenário Internacional

**Covid vai atrapalhar a
recuperação cíclica global?**

Reação da política fiscal foi exagerada? Qual vem sendo o resultado da expansão monetária e fiscal nos Estados Unidos?

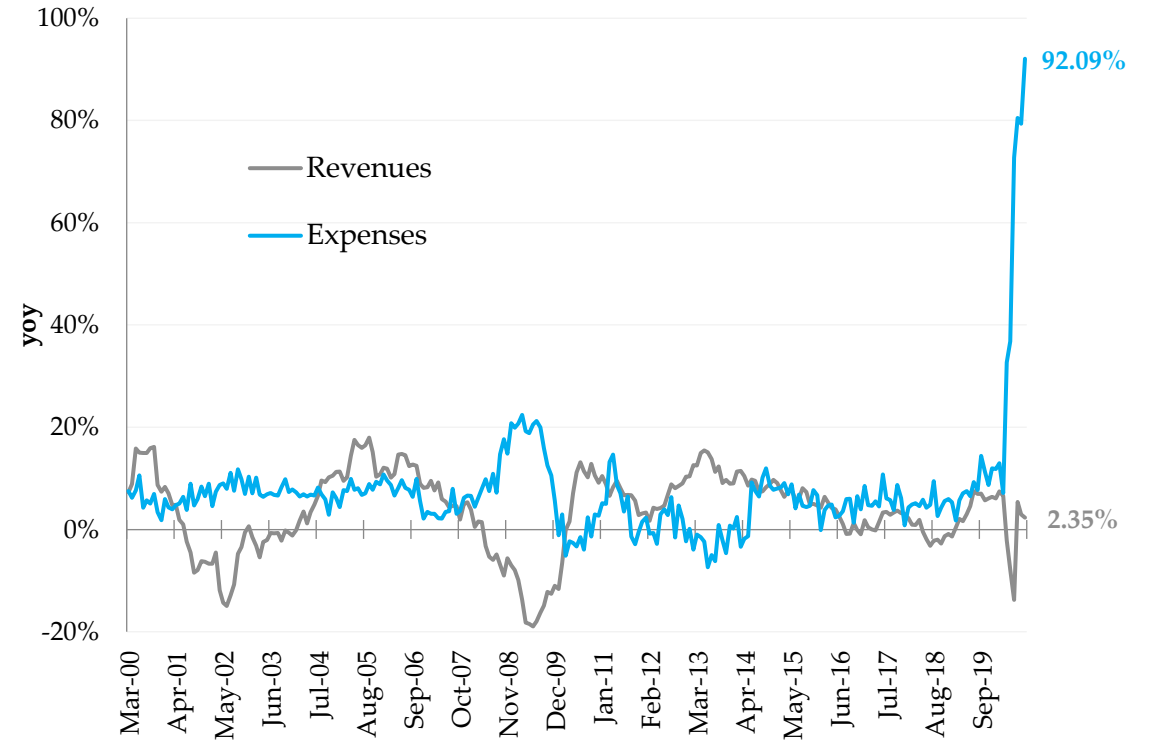
Déficit Fiscal americano saltou de 5% do PIB para mais de 16% do PIB em poucos meses.

US Fiscal Deficit (% of GDP)



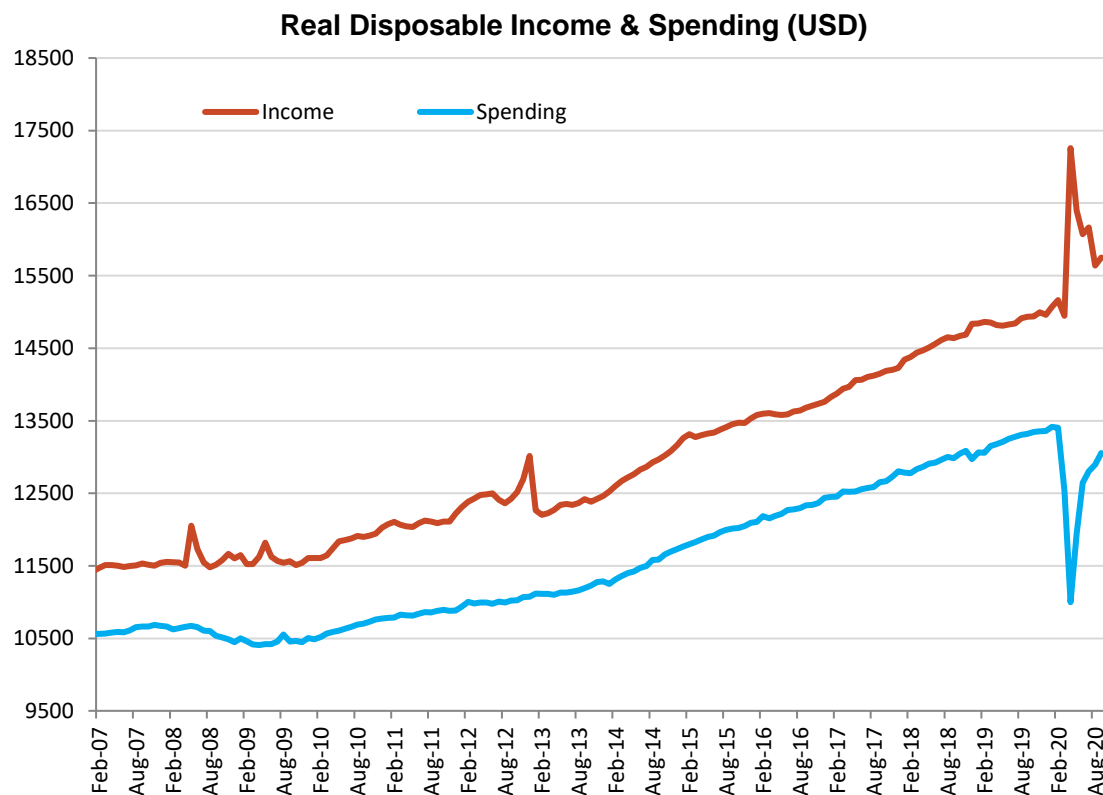
Gastos do governo crescendo 90% yoy. Onde está a recessão na arrecadação de impostos?

US Federal Fiscal Accounts

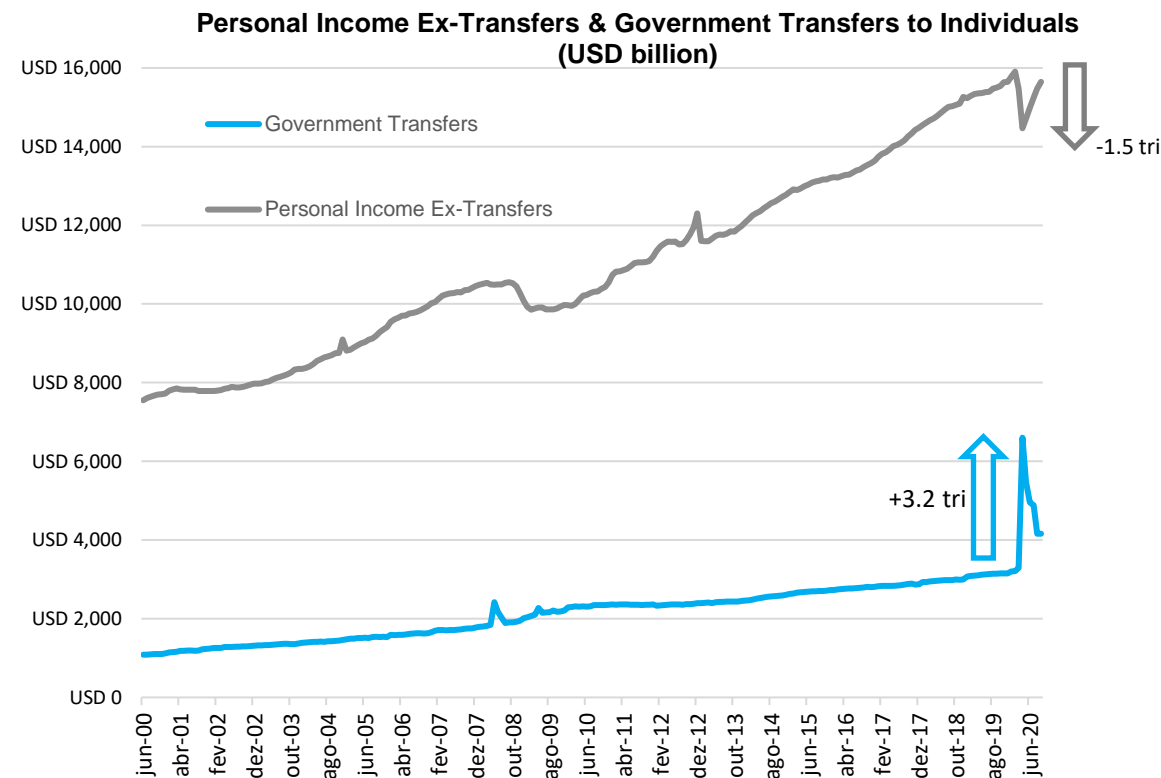


Governo americano aumentou a renda pessoal (no agregado de todo o país!) mais do que o que foi perdido pela crise do Covid. Nem toda a renda distribuída foi gasta

A renda disponível dos americanos cresce em média 2% ao longo dos anos. Entre março e abril cresceu 14%



A renda de todos os americanos caiu 1.5 tri em função da crise. O governo deu 3.2 tri pra “compensar” essa perda

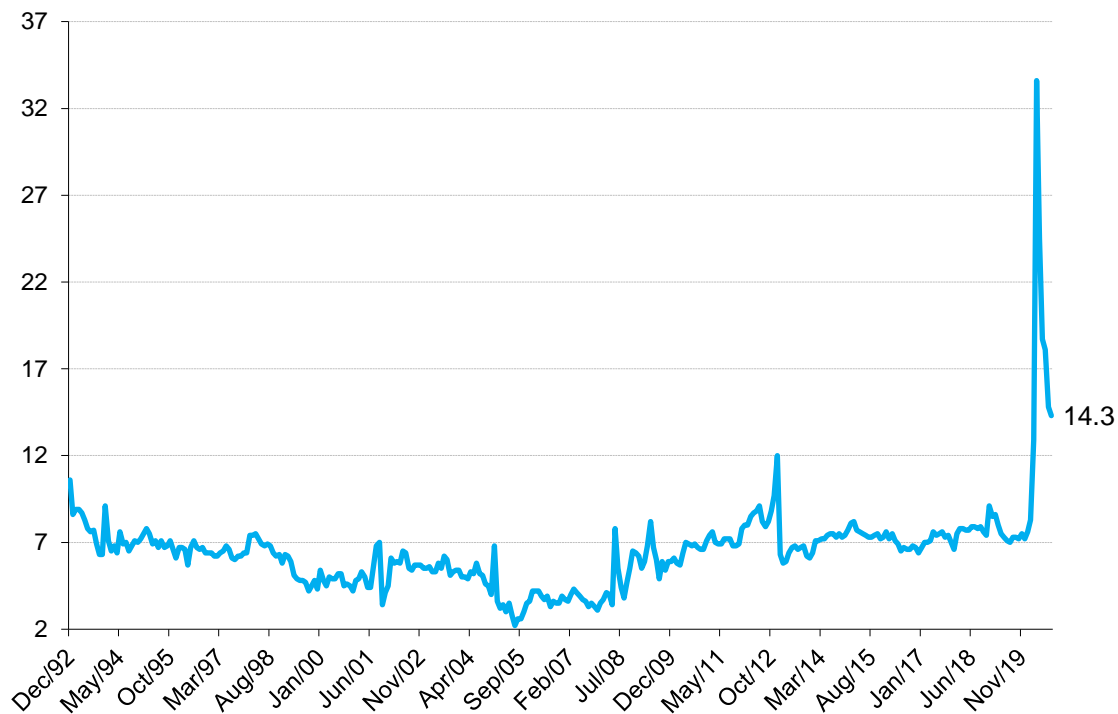


**Incerteza fez o consumidor gastar aos poucos a renda adicional.
Gasto fiscal veio substituir o PIB privado, temporariamente afetado.
Quando o setor privado normalizar, o gasto fiscal não será necessário.**

Consumo é função da “renda permanente”

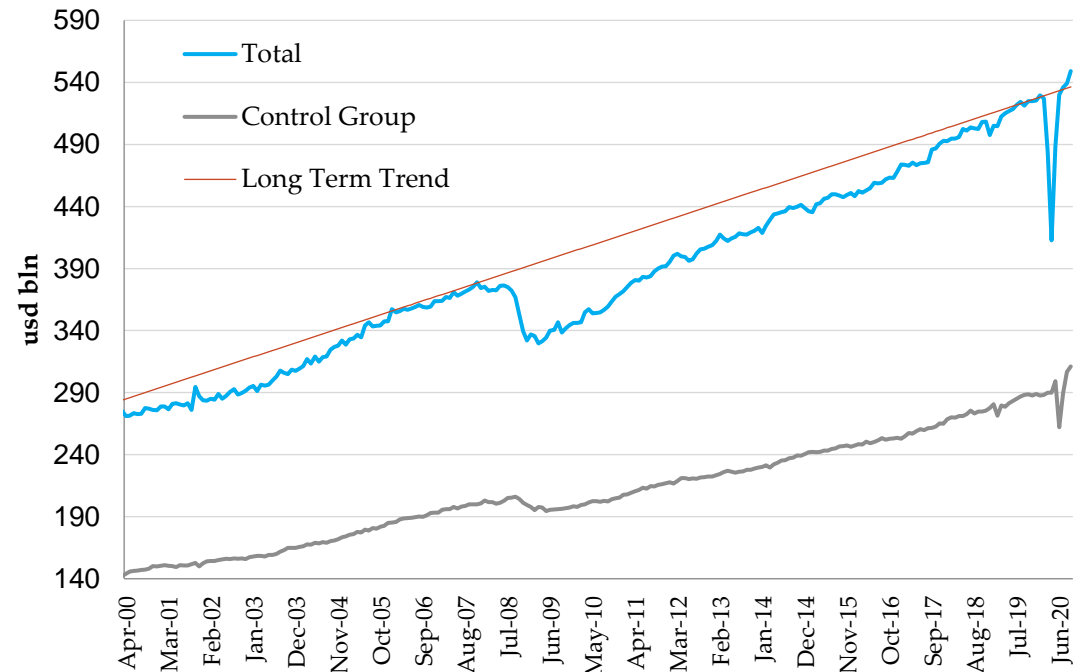
Mais dinheiro para o consumidor é a ajuda mais efetiva?

US Personal Savings Rate



Valor das vendas no varejo já aceleraram em relação à tendência de longo prazo. Precisa mais estímulo?

Retail Sales Value: Total & Control Group



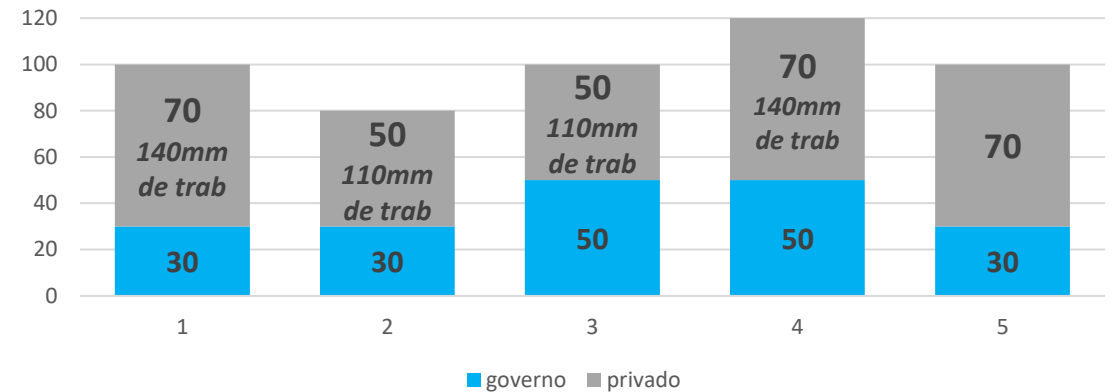
Fiscal Cliff?

Há uma diferença entre uma política fiscal tradicional e um aumento temporário nos gastos do governo para compensar um choque de oferta

$$Y = f(K, L)$$

- PIB caiu por que trabalhadores, em função da pandemia, não podiam se deslocar até seus empregos $Y=f(K,L)$
- Aumento dos gastos do governo veio fechar esse “gap” temporário
- Com a moderação da pandemia, trabalhadores estão progressivamente voltando aos seus postos de trabalho.
- Na medida em que isso acontece, o PIB volta também progressivamente ao seu nível original
- Spreads de Risco Corporativo não sugerem que “quebra” de empresas seja um risco sistêmico relevante
- “Mismatch” de qualificação da mão-de-obra numa crise de menos de um ano também não deveria ser relevante
- Lado bom: Destruição criativa de Schumpeter & fim de “zombie companies” (como as japonesas), são bons fatores para o crescimento de longo prazo.

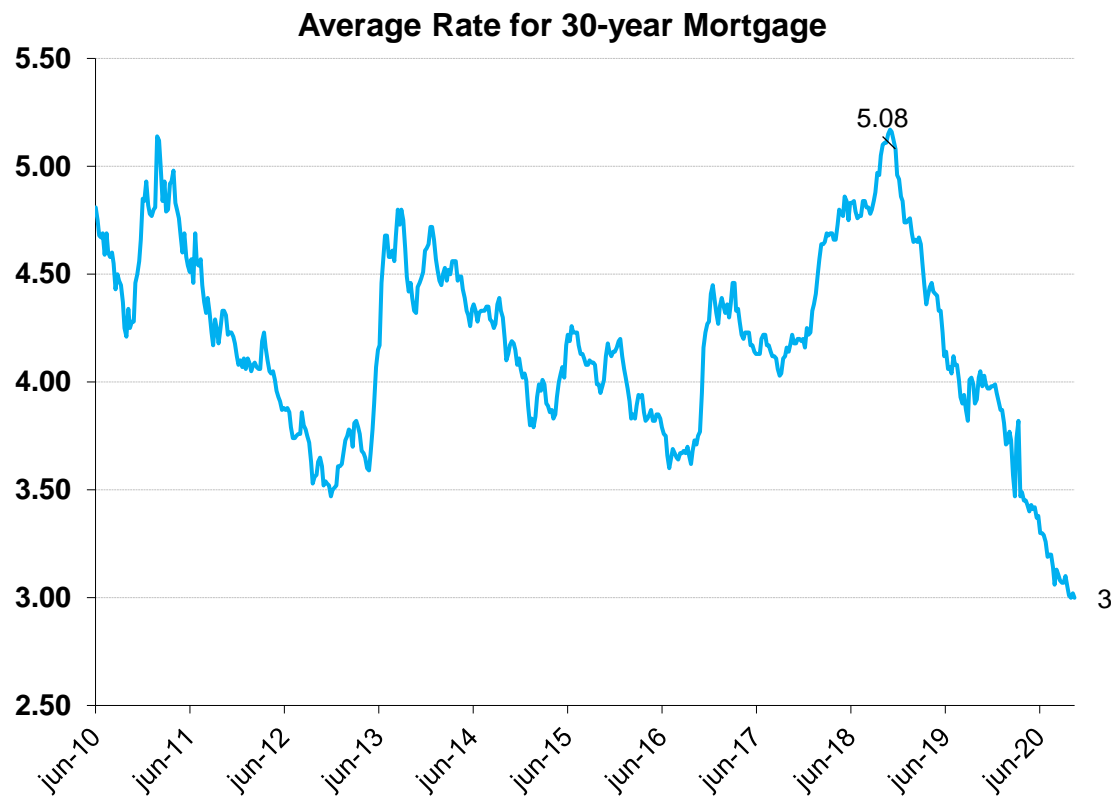
Política Fiscal Temporária para compensar Choque de Oferta
PIB Privado = $f(K,L)$



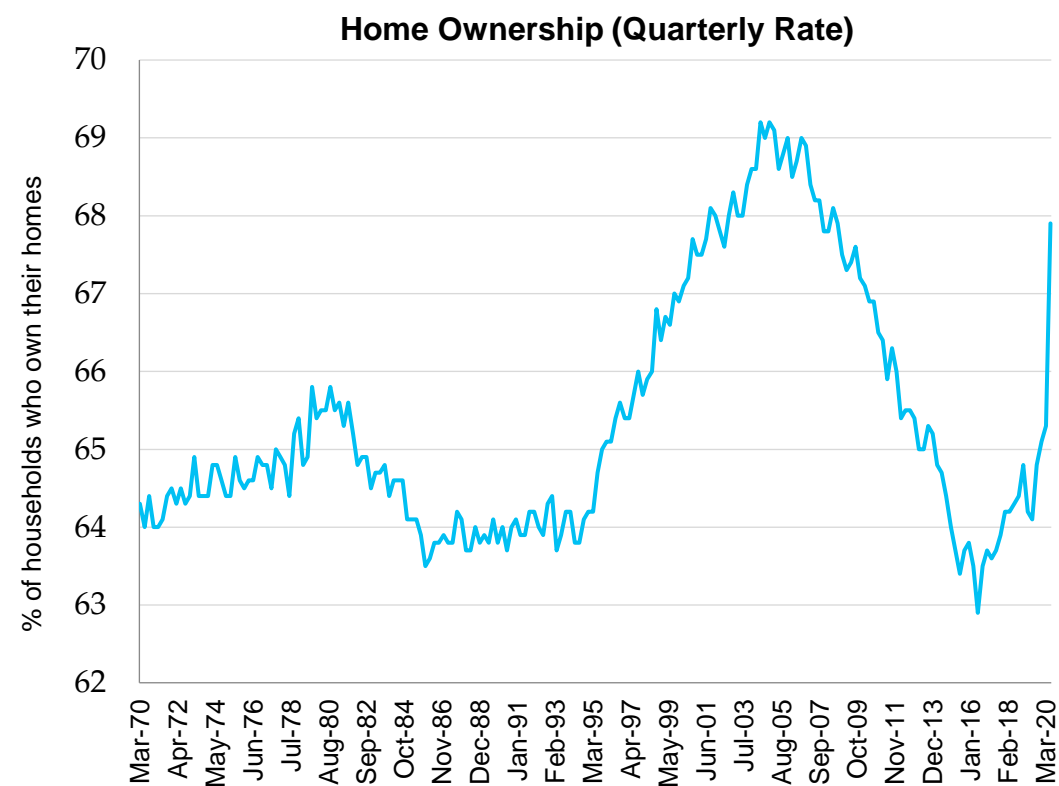
1. Economia está operando no nível 100. Covid faz com que trabalhadores fiquem em casa.
2. Com menos pessoas trabalhando, setor privado encolhe e PIB cai para 80
3. Governo aumenta os gastos temporariamente para compensar o efeito do choque de oferta do setor privado. PIB volta para 100
4. Pandemia acaba e trabalhadores do setor privado retornam. Setor privado retorna ao nível anterior.
5. Governo retorna ao seu tamanho normal, trazendo de volta o PIB ao seu tamanho original

Será que a recuperação da demanda está baseada apenas no consumo, apoiado pela ajuda emergencial? Não! Está ocorrendo um boom imobiliário no US depois da crise do Covid

Taxas das hipotecas em nível recorde de baixa, tornando hipotecas relativamente mais baratas do que aluguel

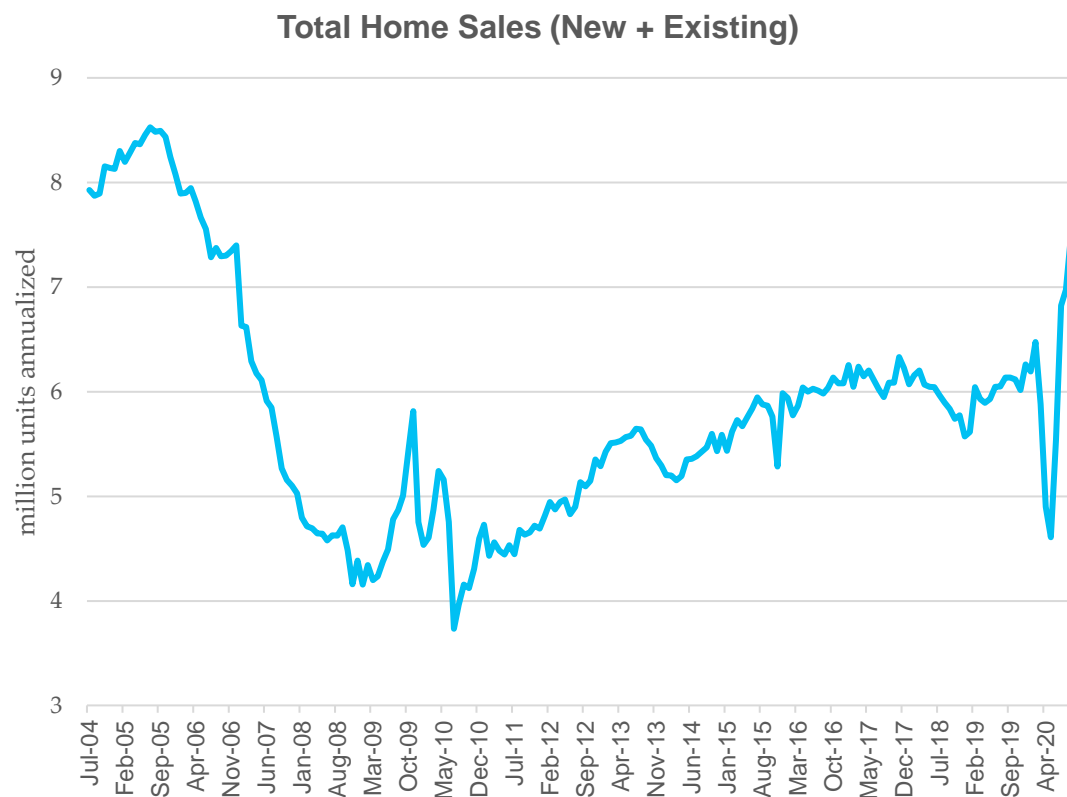


Famílias aproveitaram para comprar imóveis. “Home Ownership” perto do máximo da crise de 2008

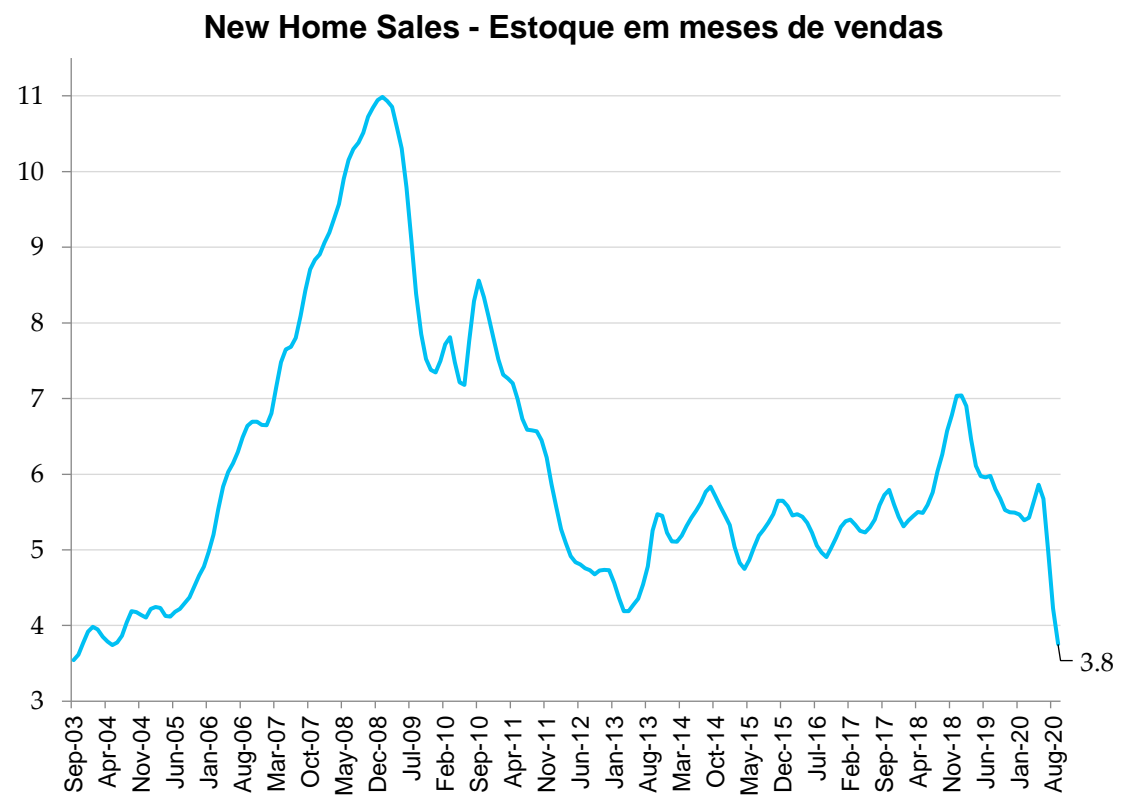


Venda de casas sugere que parcela relevante dos consumidores está confortável com compromissos de longo prazo

Vendas de casa no nível mais alto desde a crise do subprime e muito acima do pré-covid



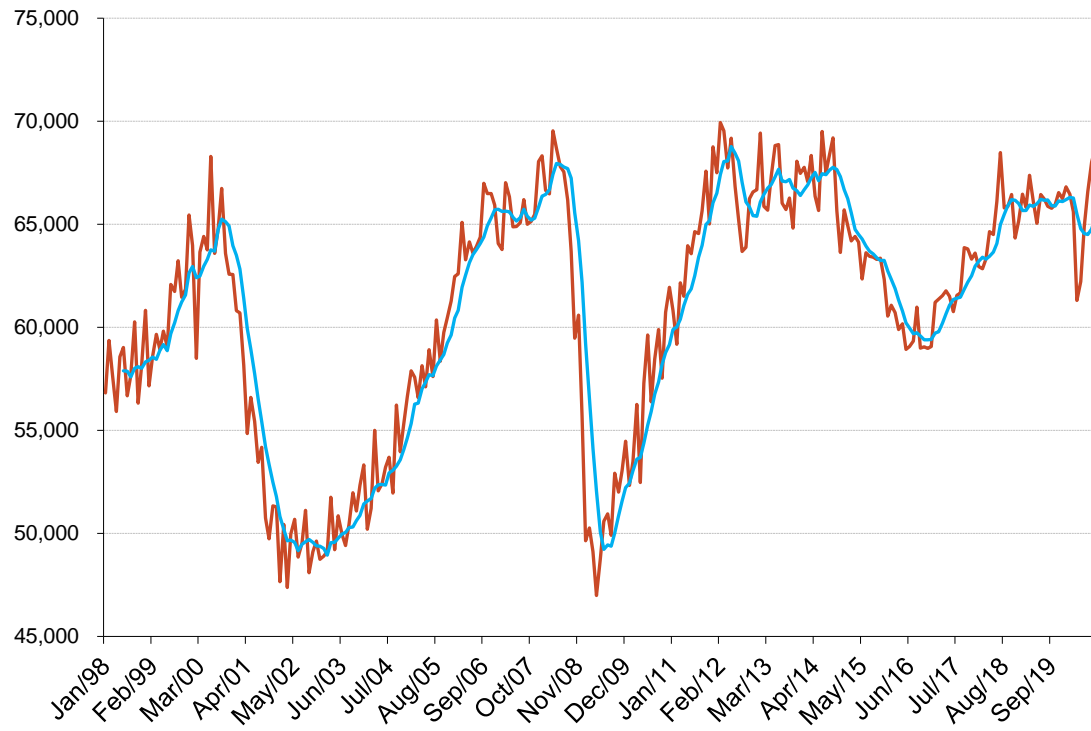
Estoques de casas novas equivalem a apenas 4 meses de vendas. Construção deve voltar a acelerar



**Demanda por bens de capital também acelerou.
Com investimento (e construção) se recuperando, é difícil imaginar uma
recessão prolongada
Empresas também estão assumindo compromissos de longo prazo**

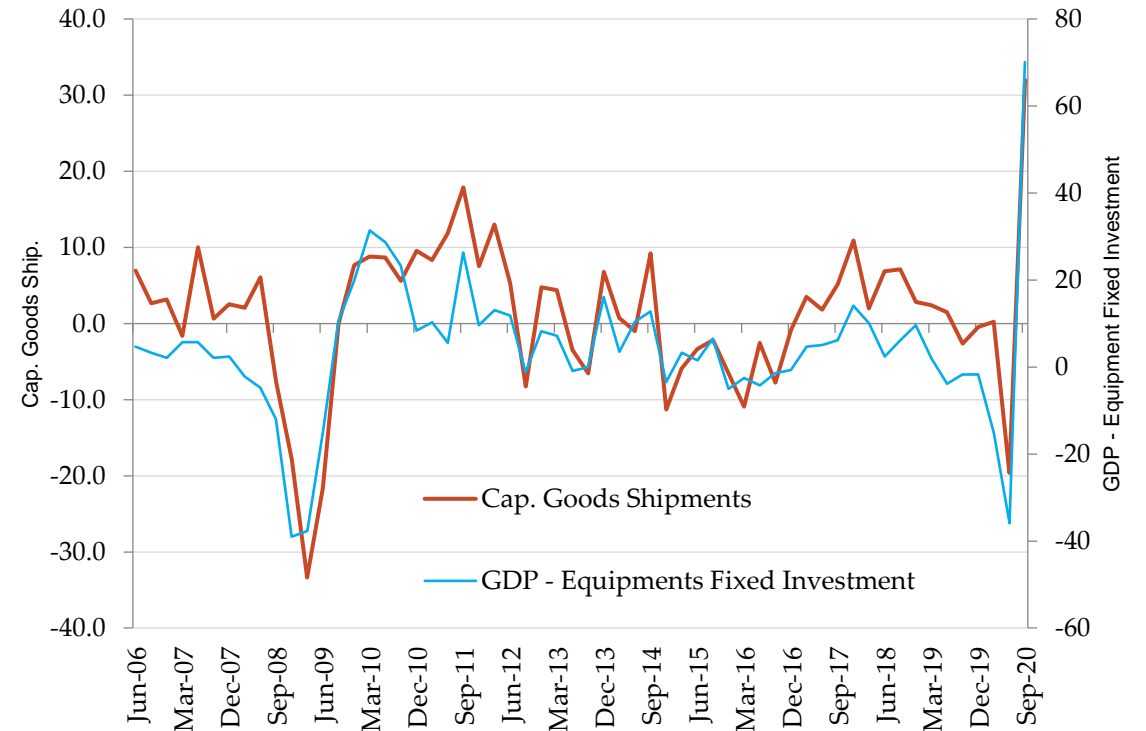
Novas Ordens de bens de capital ultrapassaram os valores pré-pandemia

New Orders Capital Goods Ex Defense Ex Aircraft



“ Shipments” de bens de capital anteciparam a forte recuperação do investimento no PIB americano

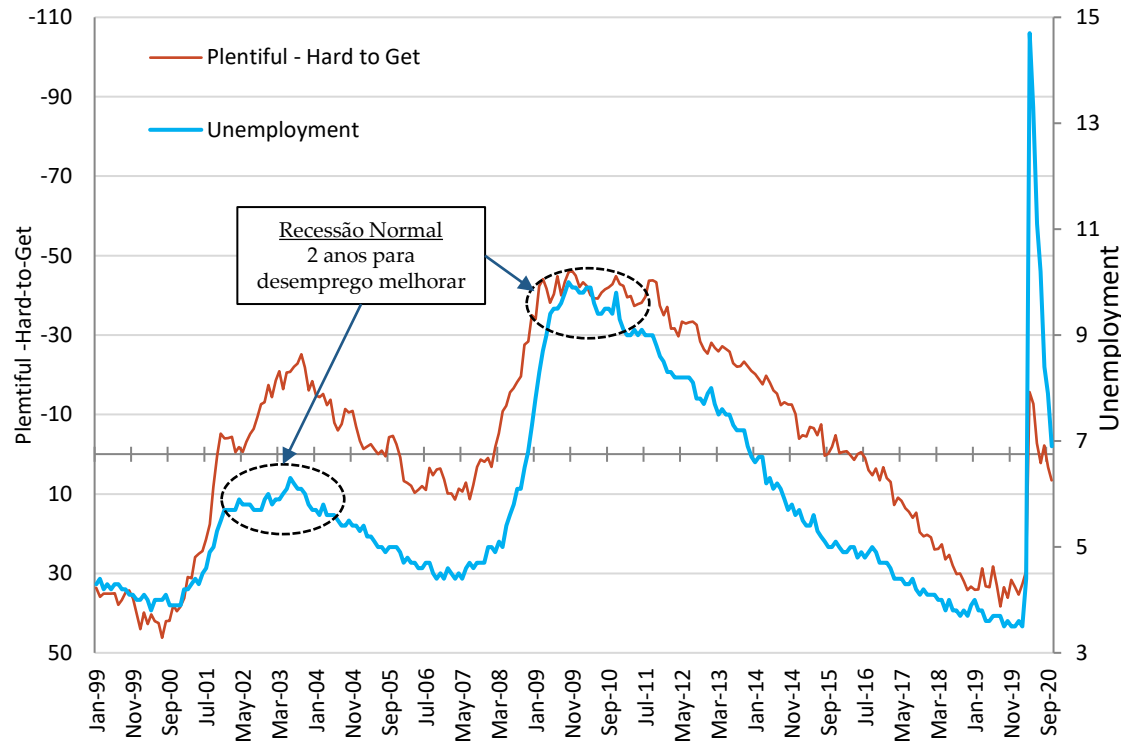
**Equipment Fixed Invest x Cap. Goods Ship Ex Def & Air
(var% QoQ ann)**



Y=f(K,L)
Quão rápido a mão-de-obra está voltando para a “função de produção”?

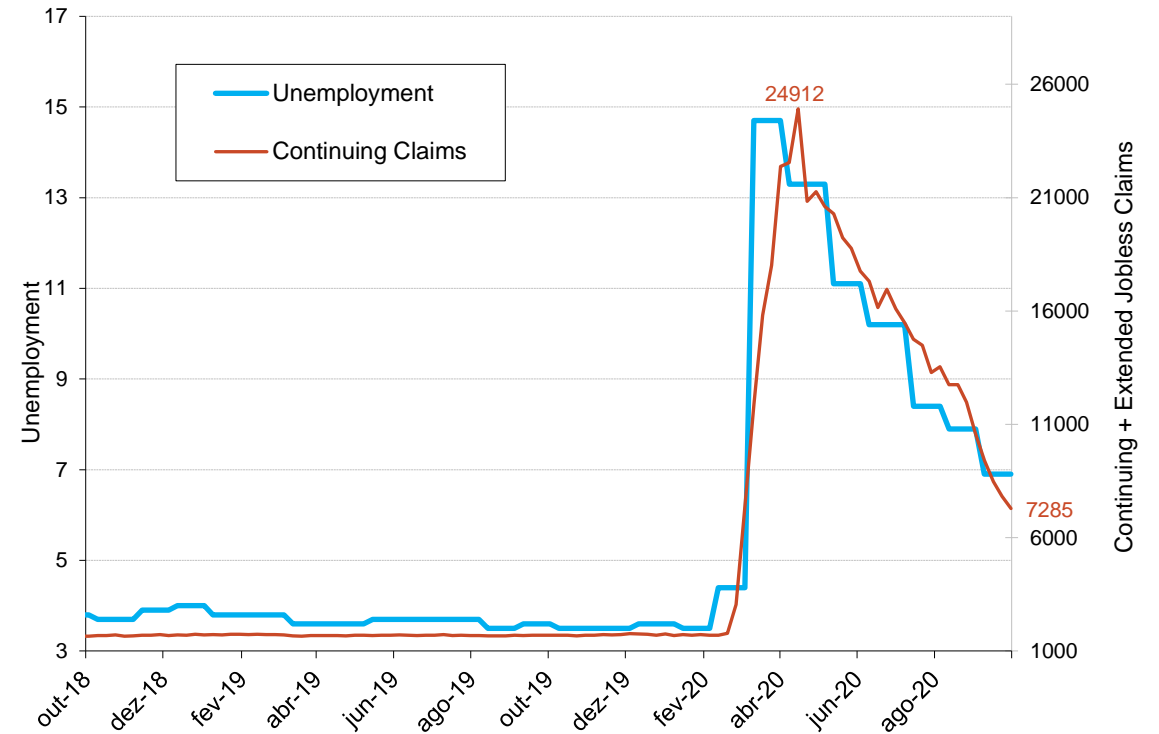
**Topo do desemprego foi diferente dos outros ciclos.
 Volta em “V”, choque de oferta temporário**

Unemployment & Jobs Plentiful vs Hard to Get



**Seguro desemprego (CC+EC) já caiu de 25 milhões de
 pessoas para 8 milhões de pessoas**

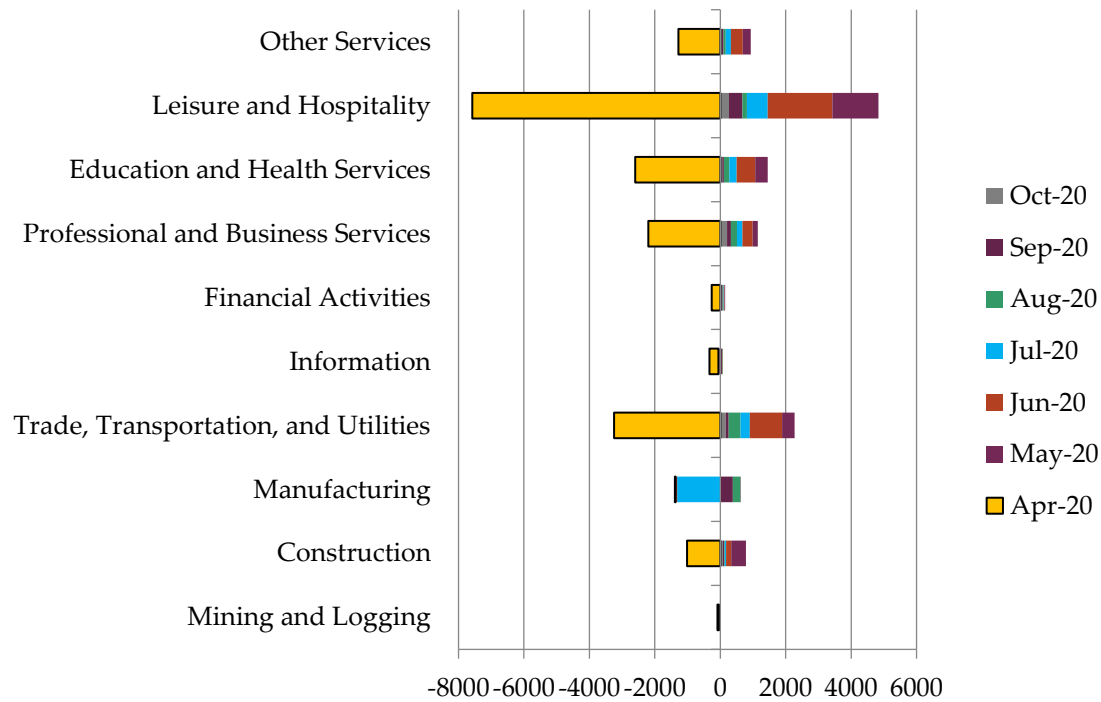
Unemployment & Continuing+Extended Jobless Claims



Hotéis, restaurantes e transportes foram os setores mais afetados nos Estados Unidos

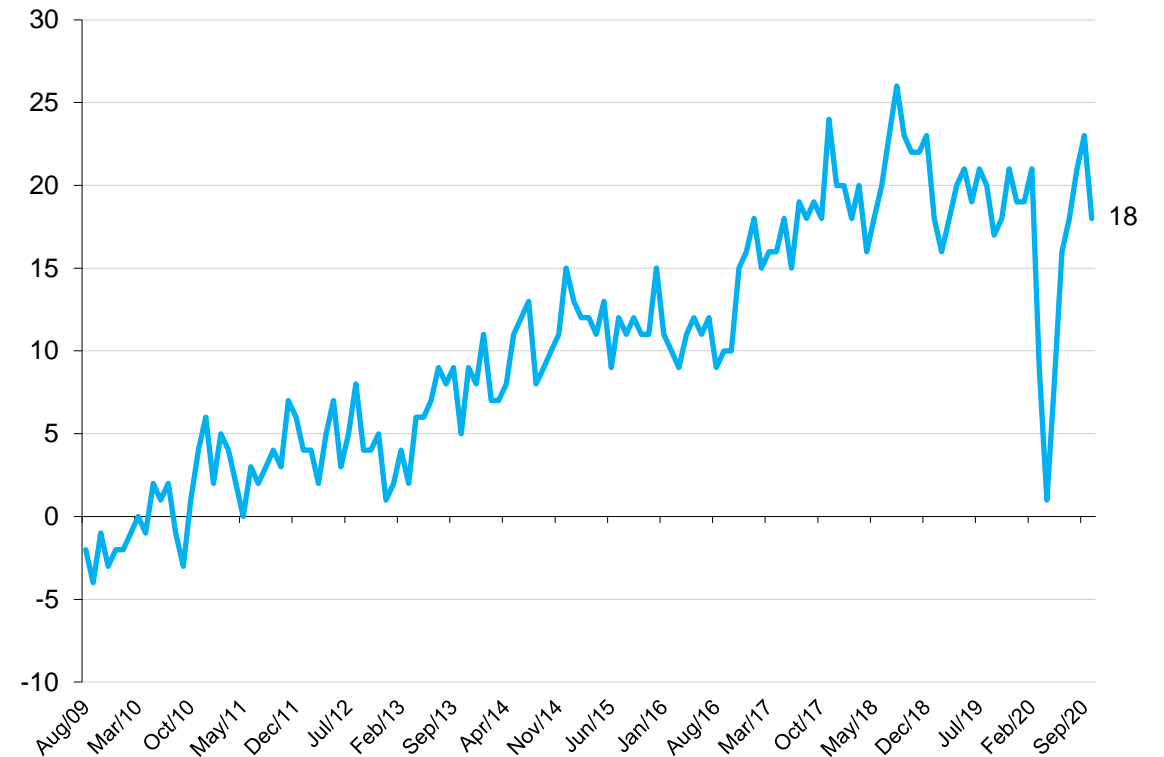
Setores mais afetados já recuperaram a metade das demissões de abril

Payroll by Industry



Pequenas empresas (NFIB) geram a maior parte dos empregos. "Hiring Plans" voltou para o nível pré-crise

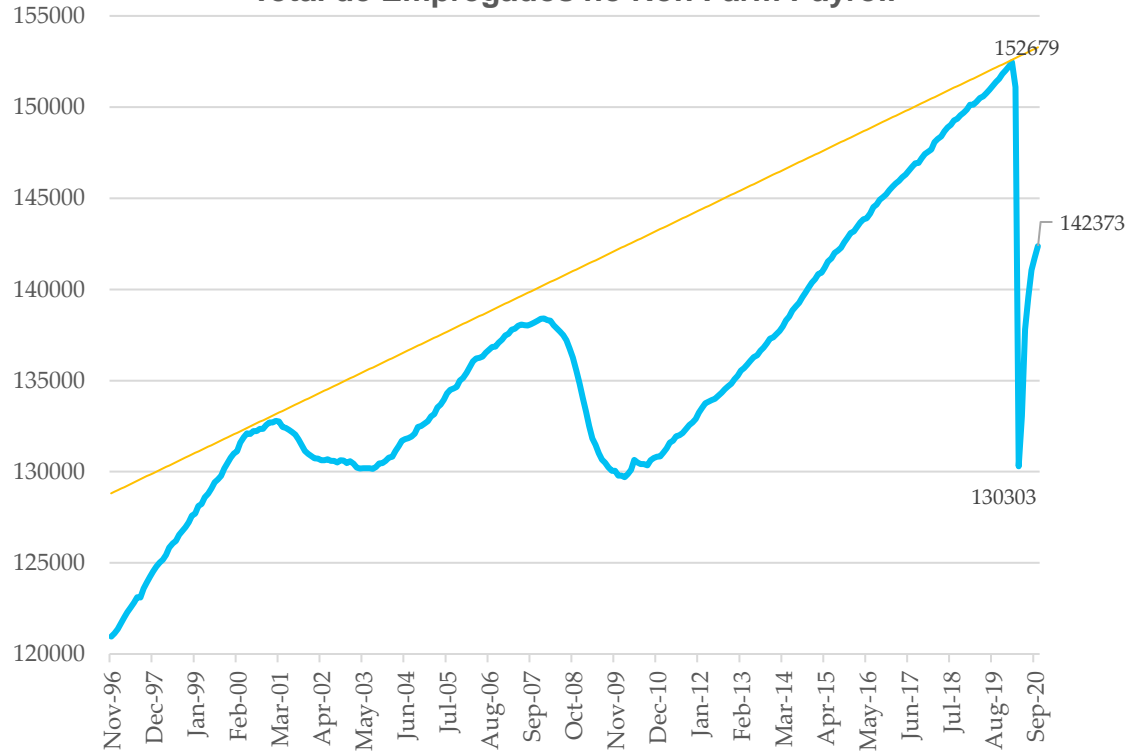
NFIB Hiring Plans



Emprego voltou mais da metade do total da queda. Oferta de empregos se recuperou ainda mais forte

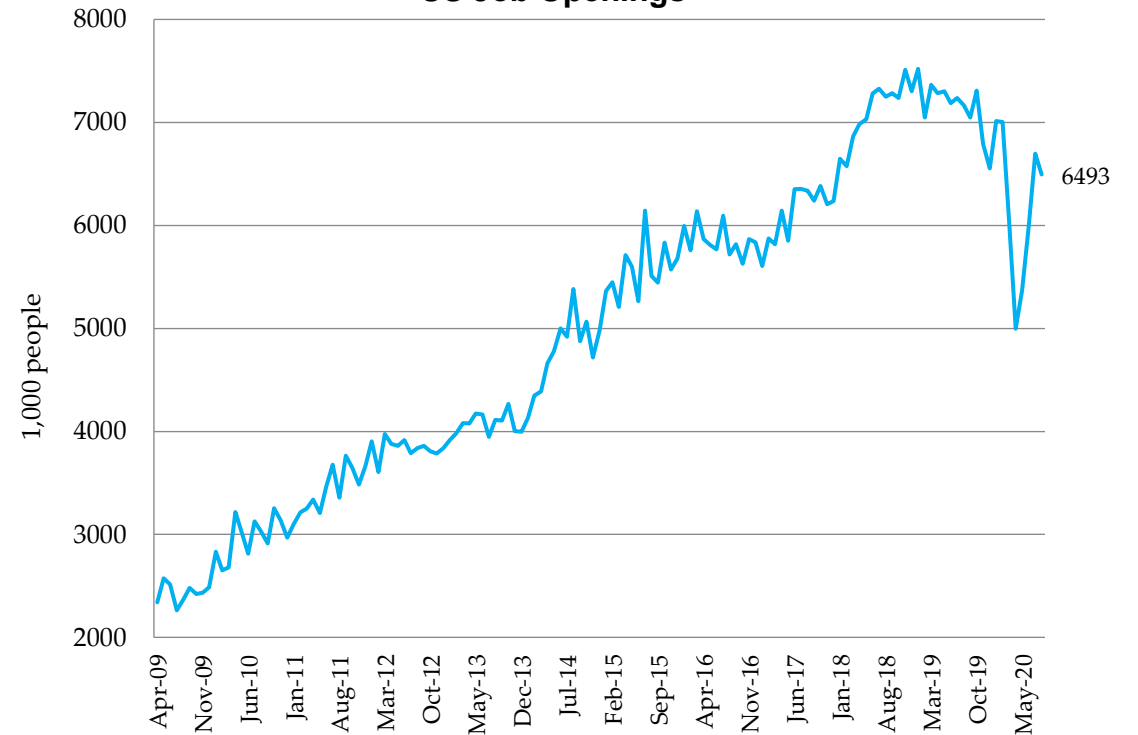
Faltam 10mm de empregos para voltar ao pico
NFP sai na próxima sexta-feira

Total de Empregados no Non Farm Payroll



Oferta de novos empregos vem se recuperando forte, sinal
que o emprego deve seguir melhorando

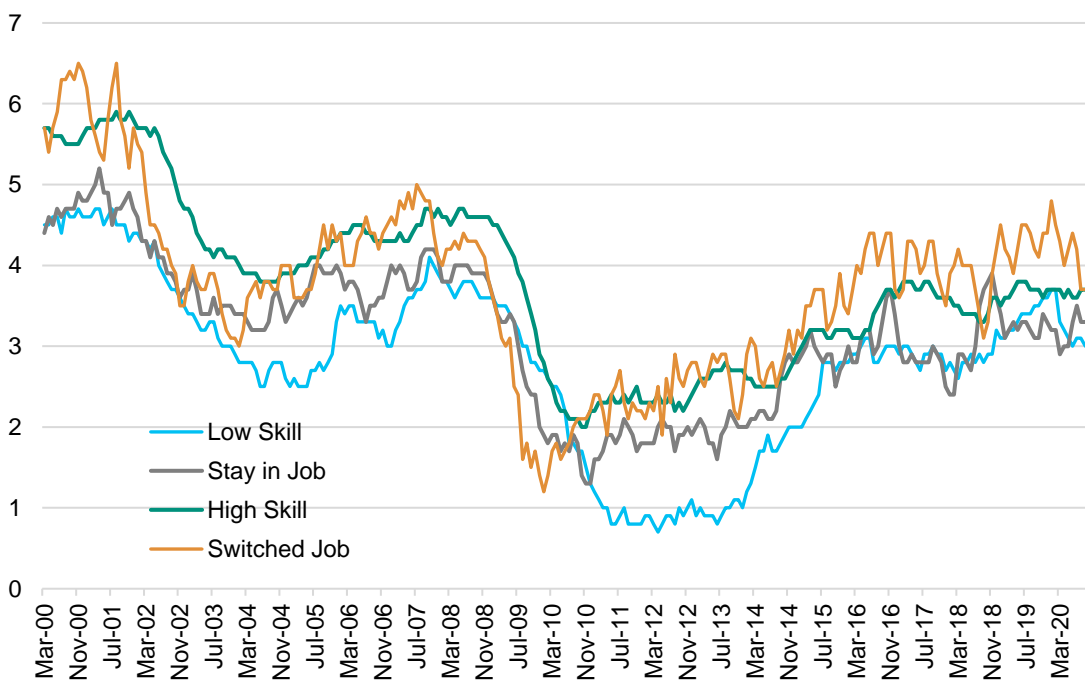
US Job Openings



Com um “salário alto” para os desempregados, os salários da economia não foram pressionados para baixo

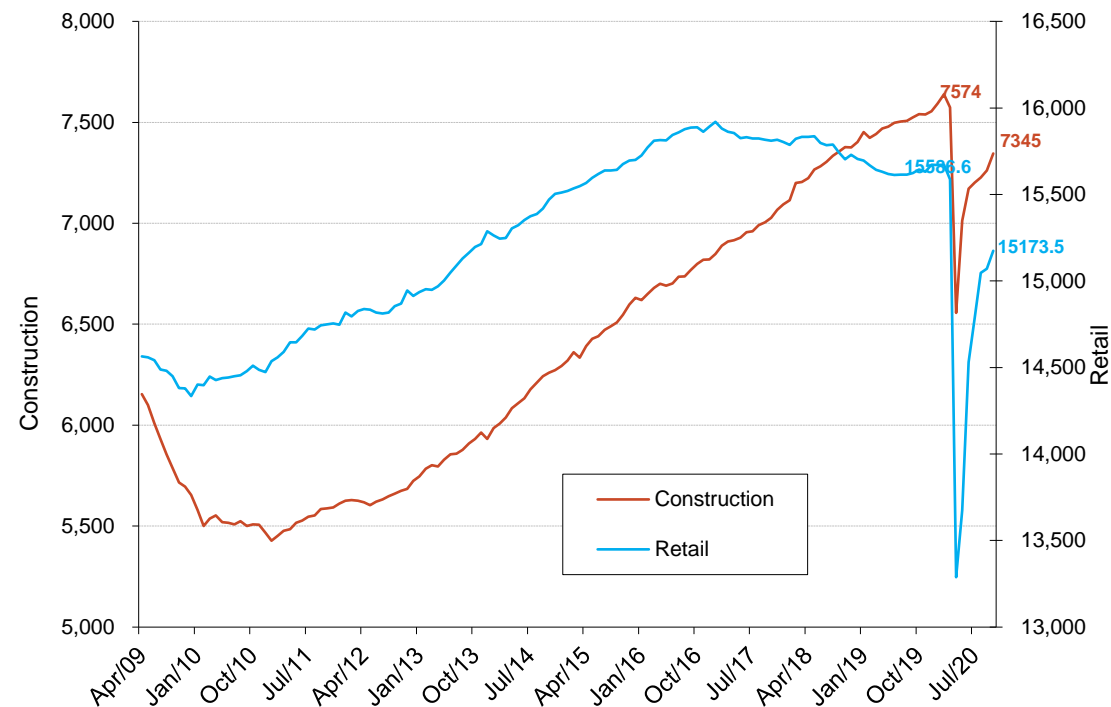
Esse indicador acompanha os mesmos indivíduos e não sofre efeito de composição da média

Atlanta Fed Wage Tracker (yoy)



Setores de mão-de-obra pouco qualificada mostraram uma recuperação mais forte do que a média

NFP - Employed in Construction & Retail ('000 workers)



Resumo da “Crise” Americana

Novas Ordens de bens de capital em nível mais alto do que antes da crise

Vendas no varejo acelerando em relação à tendência de longo prazo

Parcela significativa da renda distribuída ainda não foi gasta

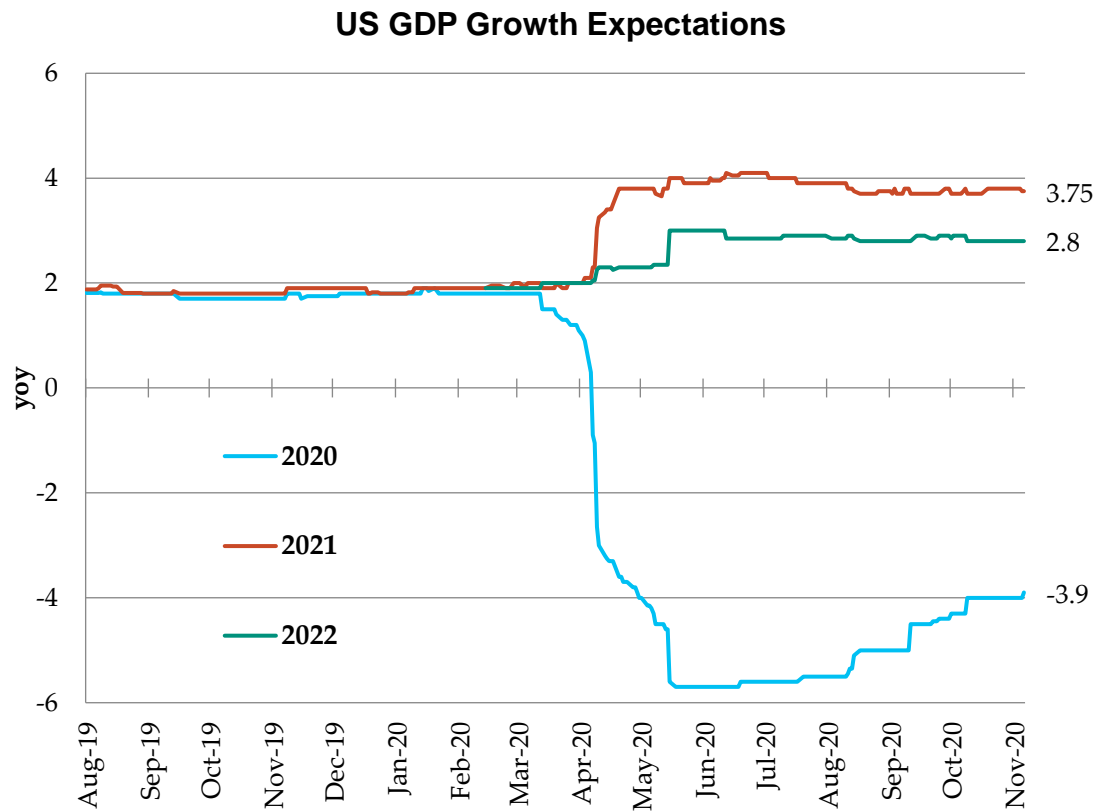
Arrecadação de impostos subindo na comparação anual

Venda de casas no nível mais alto desde a crise de 2008

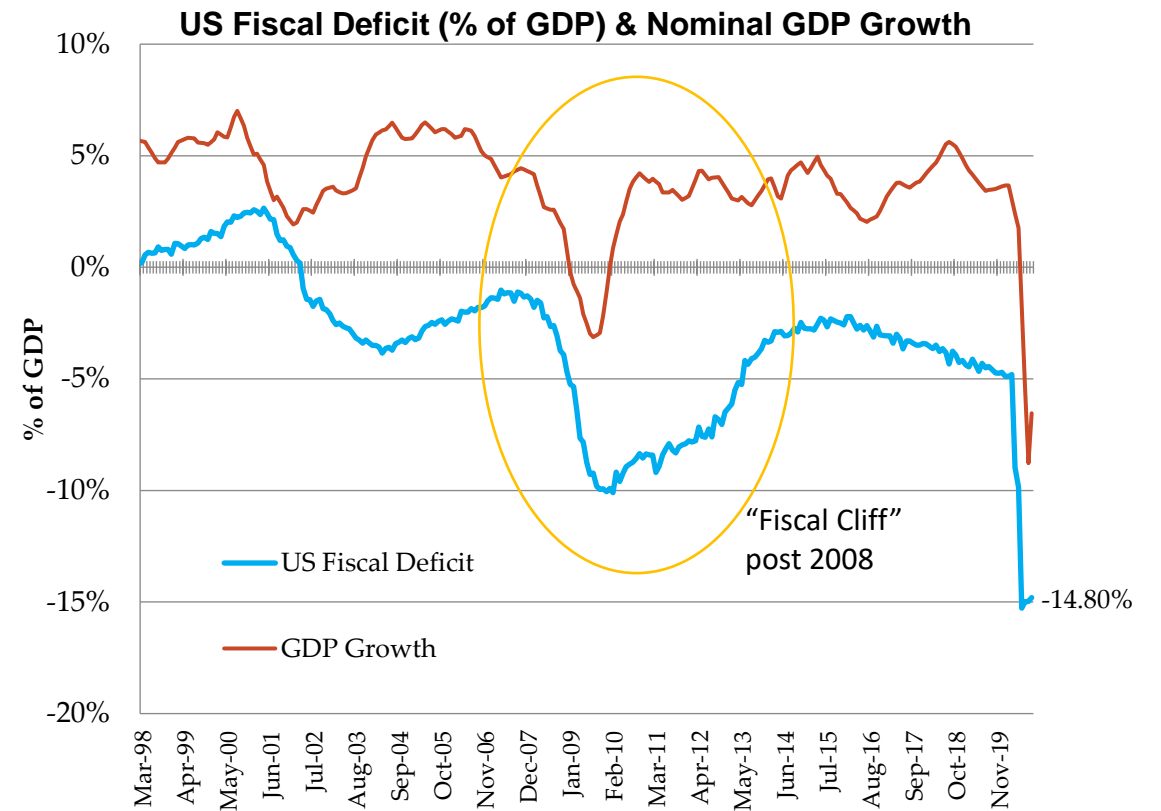
Emprego recuperou mais de metade da queda

Onde está o “Fiscal Cliff” posterior à crise de 2008?

Mercado segue revisando as expectativas de crescimento da economia americana para cima



Melhora fiscal pode vir da retomada da economia



Importante:

Isso não é uma previsão de que não vai haver um novo pacote fiscal. Apenas que ele parece não ser necessário considerando a velocidade da recuperação americana

Sem pacote fiscal adicional:

Recuperação Gradual

- Segue recuperação gradual, na medida em que trabalhadores voltam ao trabalho e PIB privado se recupera do choque temporário.
- Nesse cenário provavelmente o Fed volta a subir as taxas de juros num futuro mais distante

Com pacote fiscal adicional:

“Sugar High” seguido de...

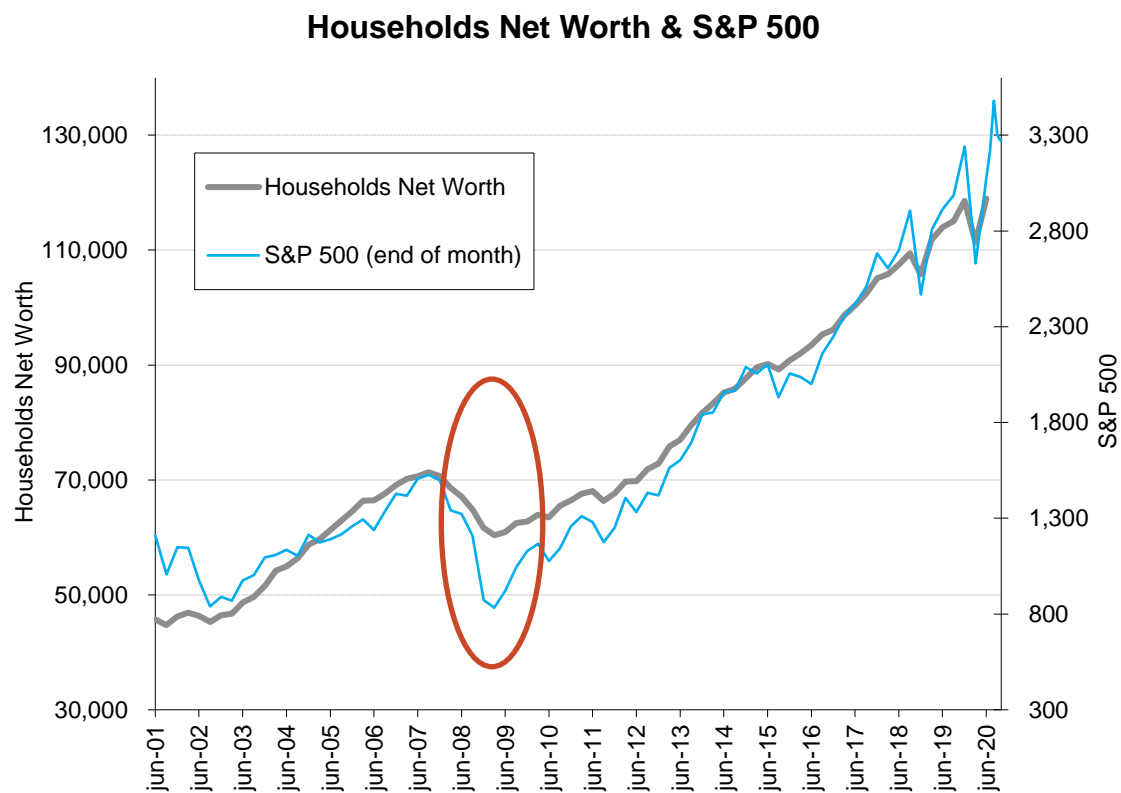
- Com o velocidade de recuperação atual, um pacote fiscal adicional vai gerar euforia nos mercados. Crescimento acima da tendência com juros baixos no curto prazo.
- Mas, com a euforia, o dia do novo “taper tantrum” vai se aproximar mais rápido também.
- Fed ansioso por mais ajuda fiscal para poder “reload the gun”

Por que a recuperação está sendo rápida?

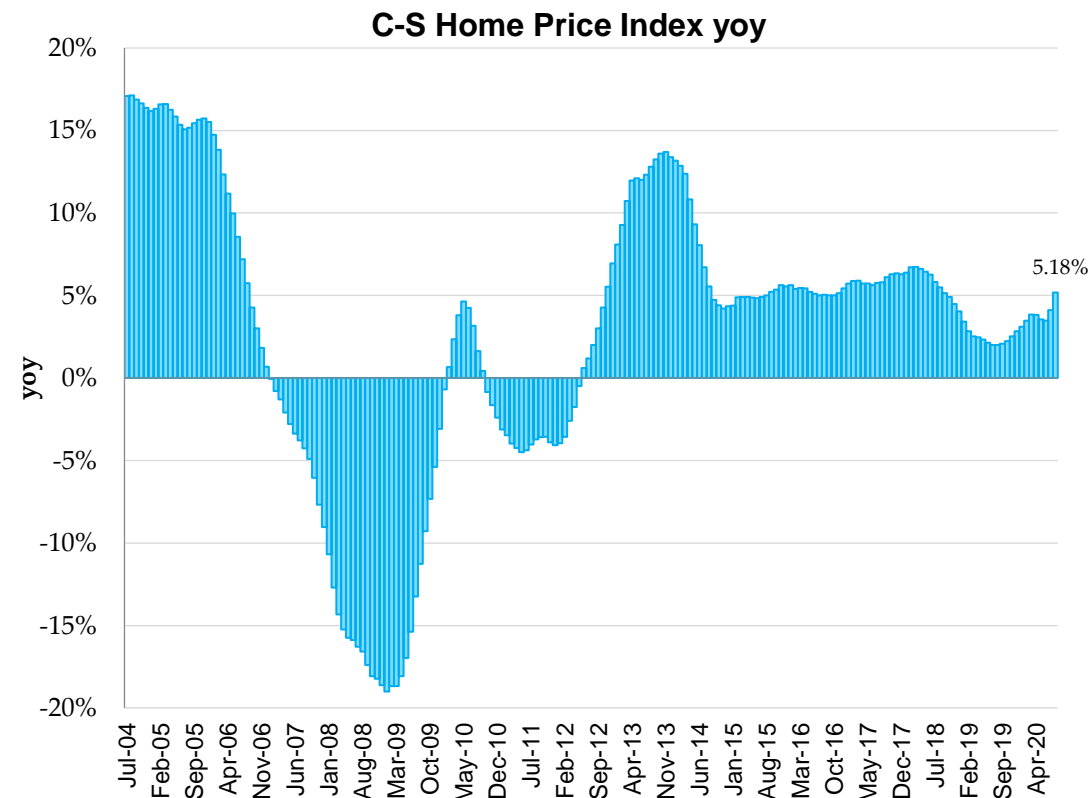
Não houve efeito riqueza negativo como em 2008.

Na verdade, depois do rápido susto inicial, o efeito riqueza é positivo

Riqueza das famílias tem uma forte correlação com a bolsa. Queda foi rápida quando comparada a 2008



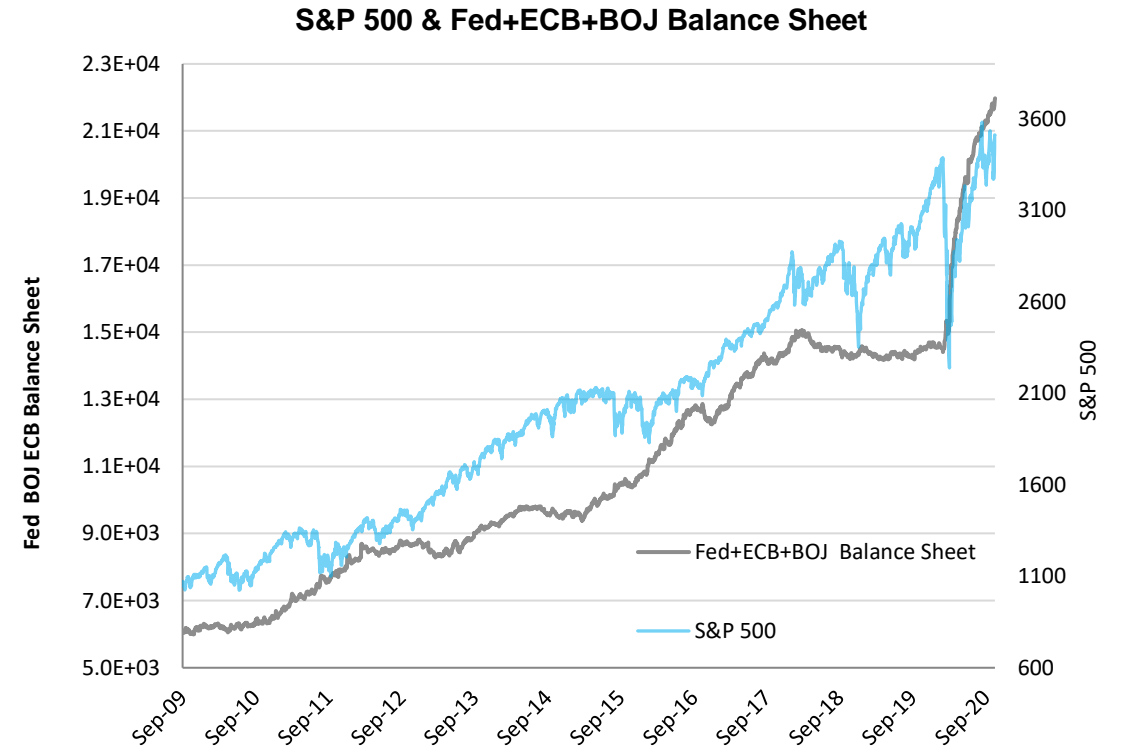
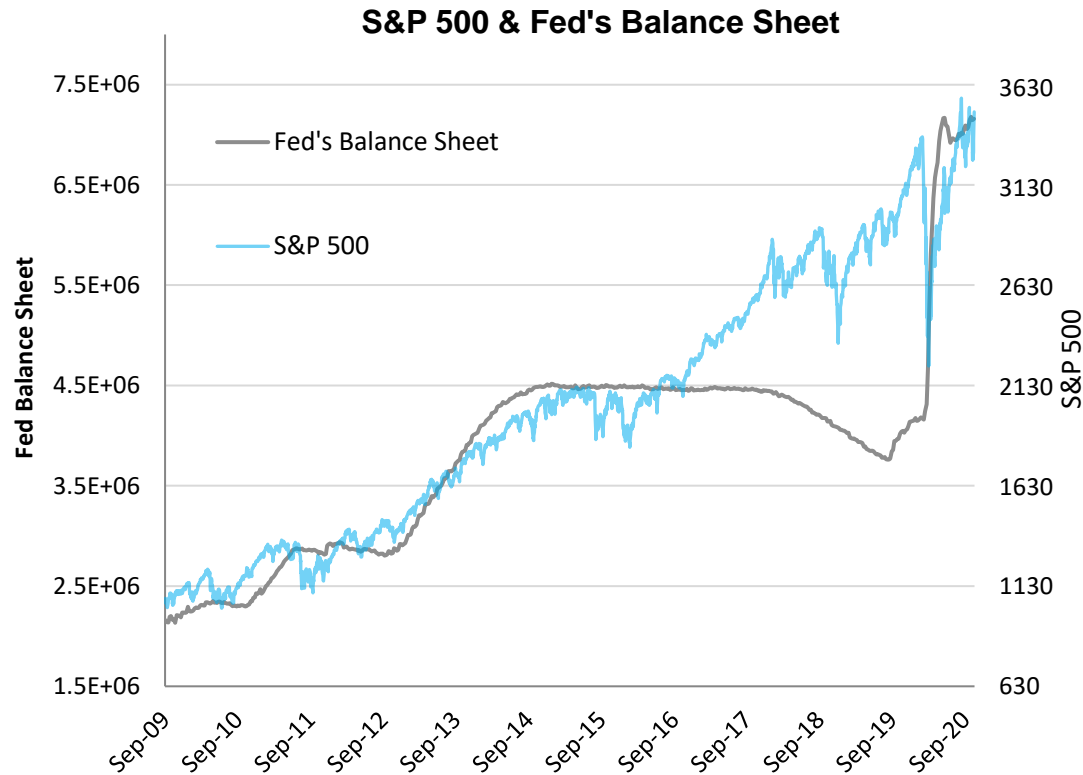
Preço das casas não caiu, aliás, acelerou a alta. Esse é um importante componente da riqueza das famílias



Por que a recuperação no preço dos ativos foi rápida? Pela ação da política fiscal mas também pela intensidade da política monetária.

Balance Sheet do Fed expandiu de USD 3.5 tri para mais de USD 7 tri em pouco mais de um ano

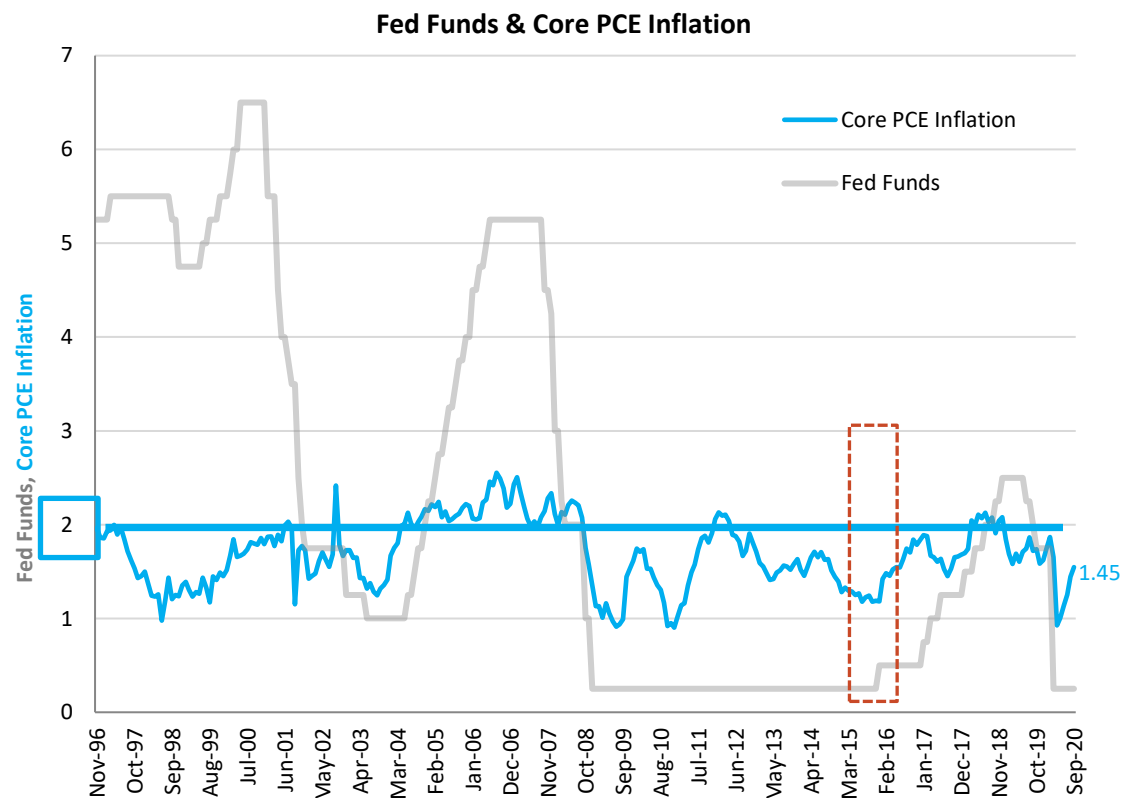
Fed+ECB+BOJ expandiram os BS de 15 tri para 21 tri durante a crise recente



Além da expansão quantitativa da moeda, a política monetária também atuou através da queda na taxa de juros até o limite de zero.

“Fed put” continua viva

A política monetária é utilizada com cada vez mais intensidade mas a inflação não chega na meta de 2%



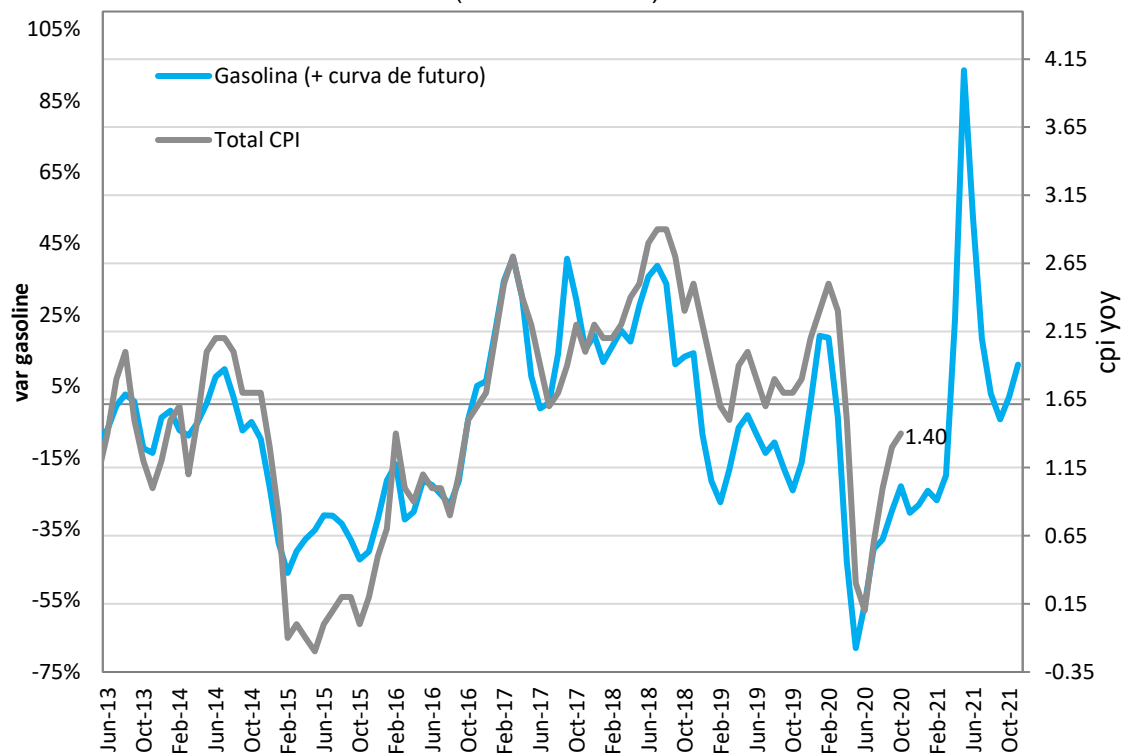
Onde estariam os mercados sem a compra de ativos pelo Fed? Sem inflação, Fed já pensa em novos instrumentos

- Target do Fed passou a ser a média do Core PCE de um período mais longo do que um ano, mas indeterminado
- Dessa forma, o Core PCE pode passar (“moderadamente e temporariamente”) de 2% e o Fed não subir imediatamente as taxas de juros
- Por que o Fed subiu a taxa de juros em 2015 quando o Core PCE ainda estava em 1,2%? Por medo da bolha de ativos. Por que vai ser diferente agora? Se for diferente, ‘bolha’ ainda tem muito para andar
- Além da meta flexível, Fed também considera o Controle da Curva de Juros (YCC) para uma futura crise. Isso seria um QE endógeno. Por exemplo, a taxa de juros de 5 anos poderia ser fixada em 0,5%. O Fed compraria quantos títulos do Tesouro fossem necessários para manter a taxa nesse nível.
- Enquanto não aparecer inflação é difícil que o Fed rompa a lógica de seguir comprando ativos quando necessário.

**A inflação vai subir? Não, mas cuidado com o efeito base.
 A inflação total é muito influenciada pelo petróleo.
 Petróleo “negativo” gerou uma base de comparação baixa para ano que vem**

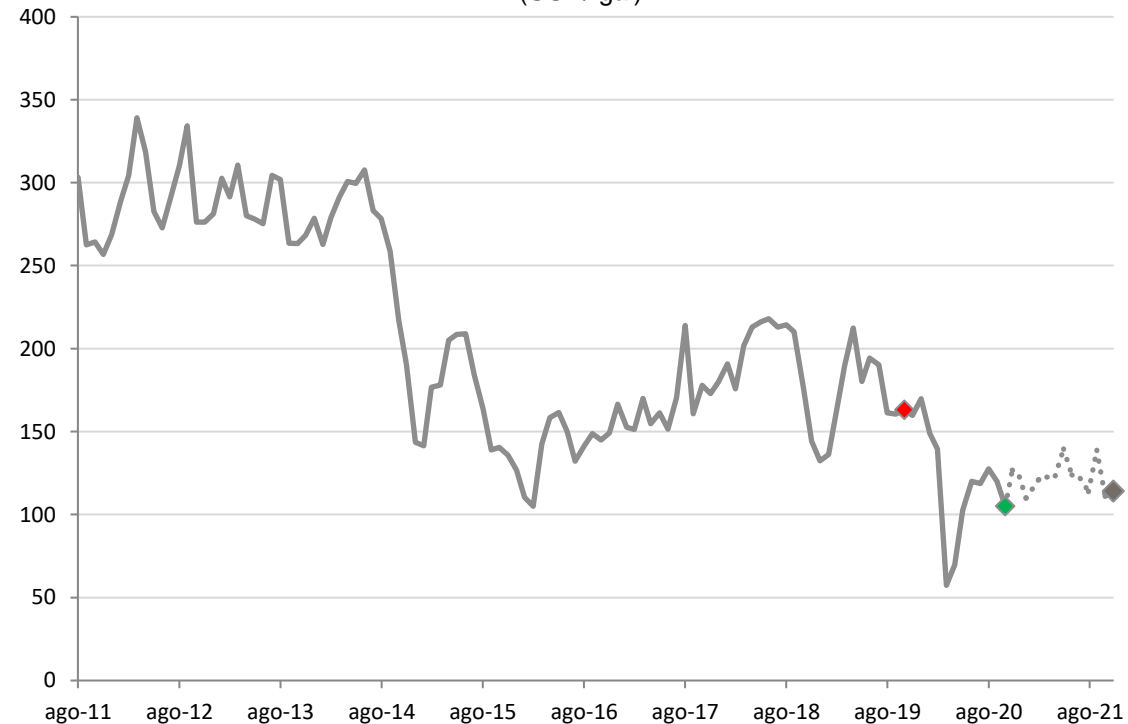
Volatilidade do preço da gasolina é muito alta e domina a flutuação no CPI Total nos EUA.

CPI x Gasolina (futuro da gasolina)
 (var% em 12 m)



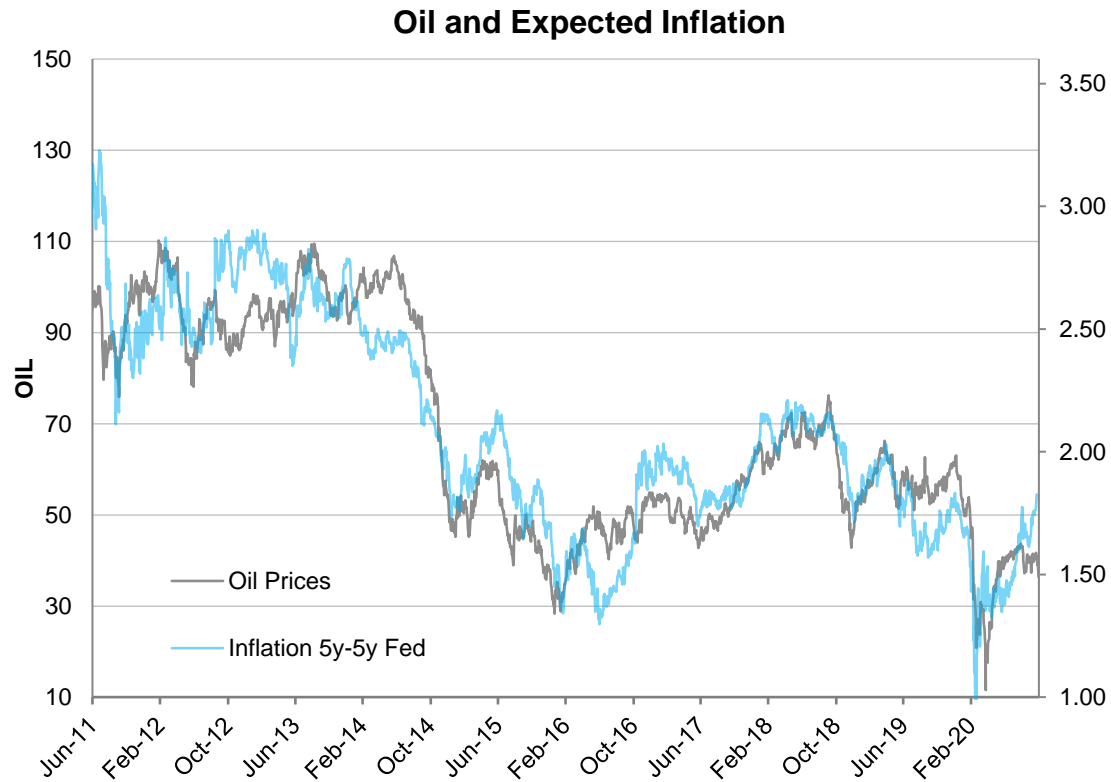
Forte queda no preço da gasolina em março levará a um pico temporário no CPI Total no ano que vem

Preços da Gasolina + Curva de Futuro
 (USD/ gal)

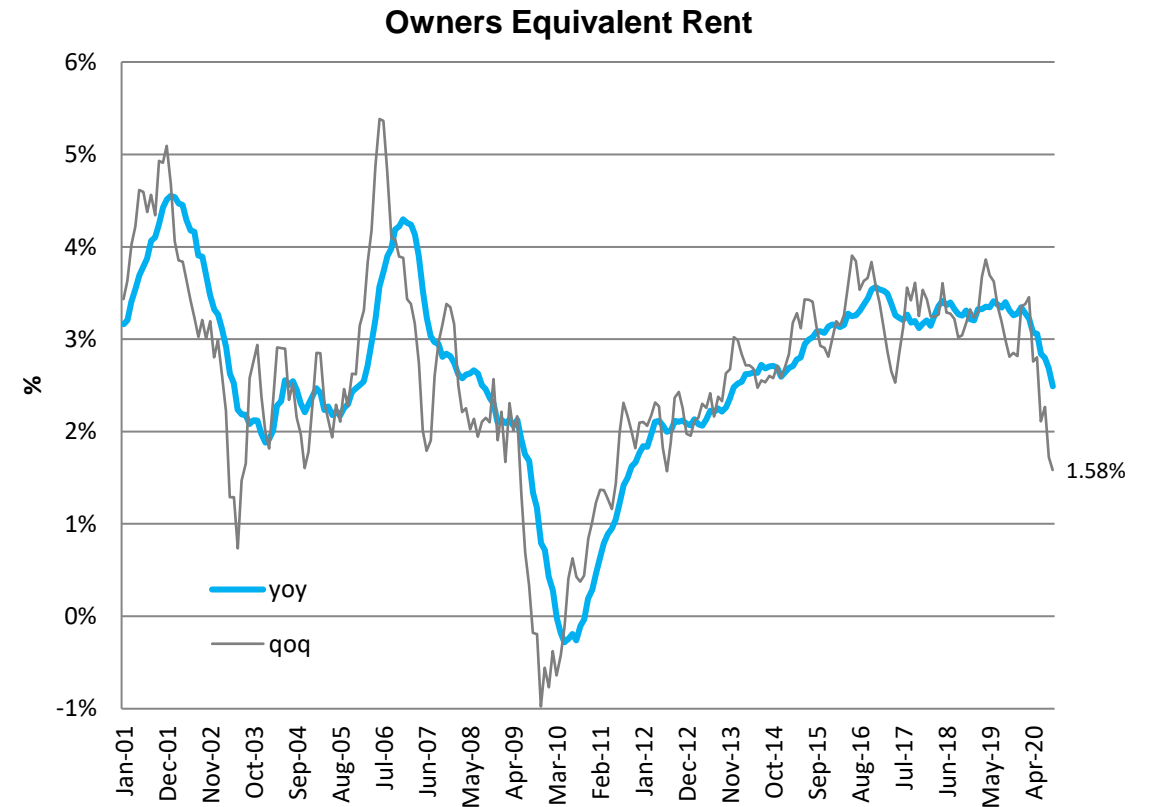


Expectativas de inflação de longo prazo e Core CPI devem se manter sob controle

A expectativa de inflação de longo prazo também tem uma correlação forte com o nível do petróleo



Queda em aluguéis [Rent(5)+OER(25) = 30% do Core CPI] deve manter núcleo de inflação baixo

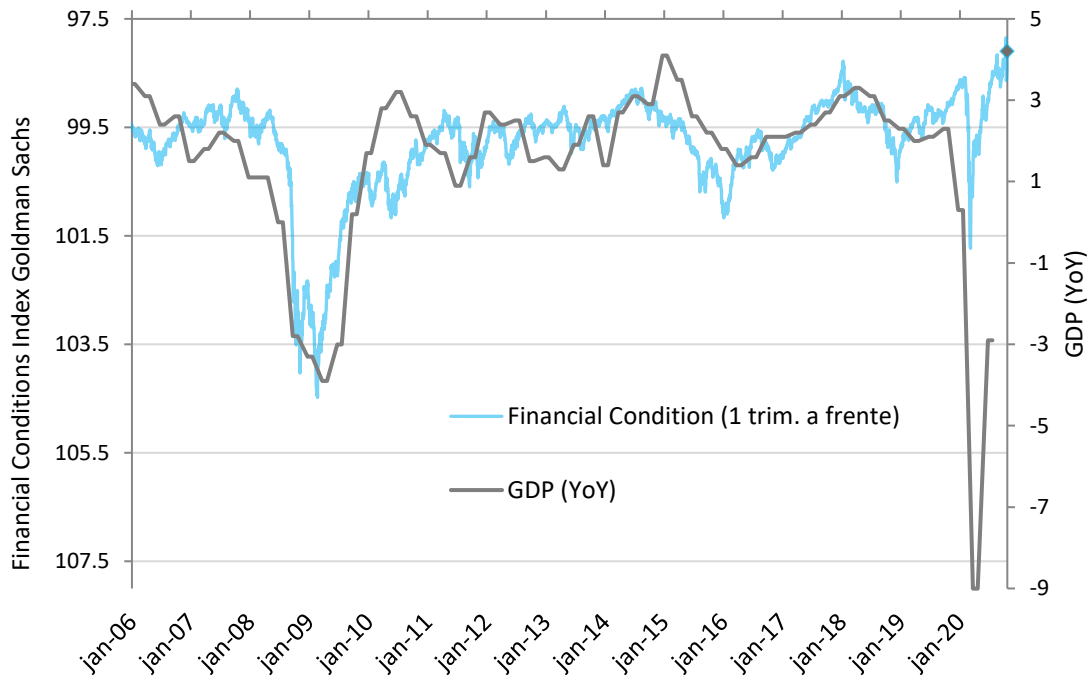


Podemos juntar todos os efeitos da política monetária num índice único: Financial Conditions Index (FCI)

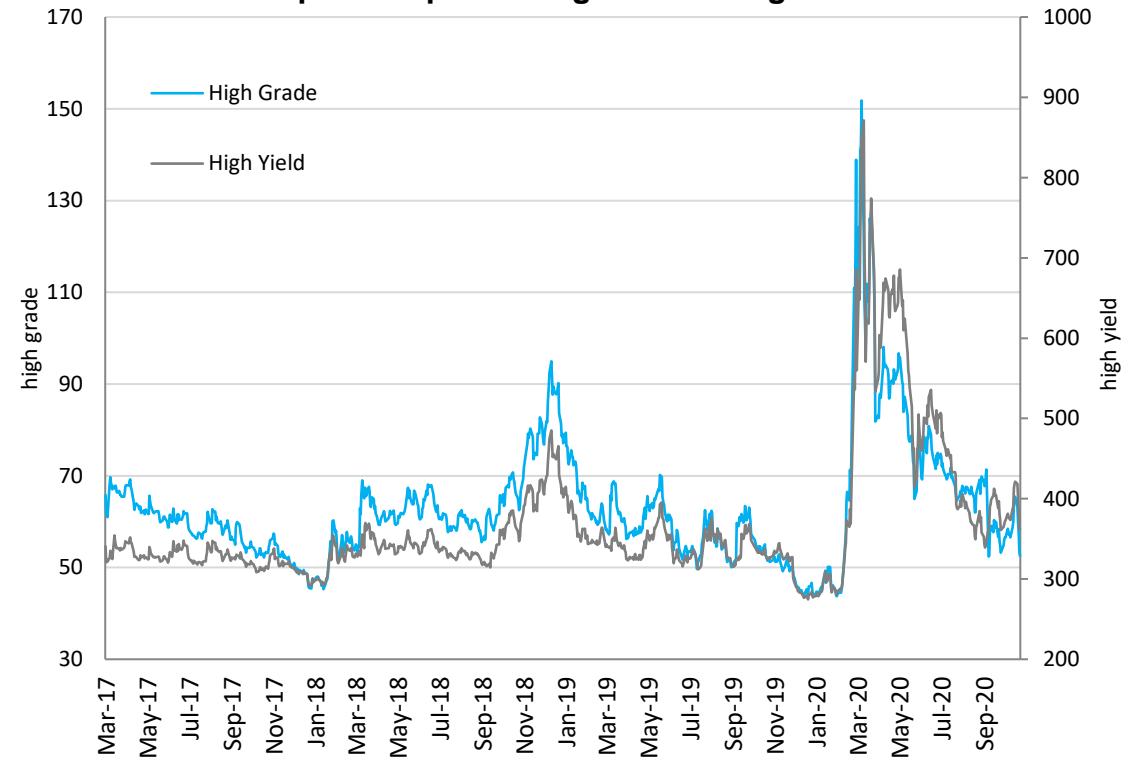
Impulso monetário “engasgou” inicialmente. Canal de transmissão foi reconstruído

Queda de juros não chegou nas empresas inicialmente. Fed teve que comprar corporate bonds, inédito até então

Financial Conditions Index GS vs. US GDP (YoY)



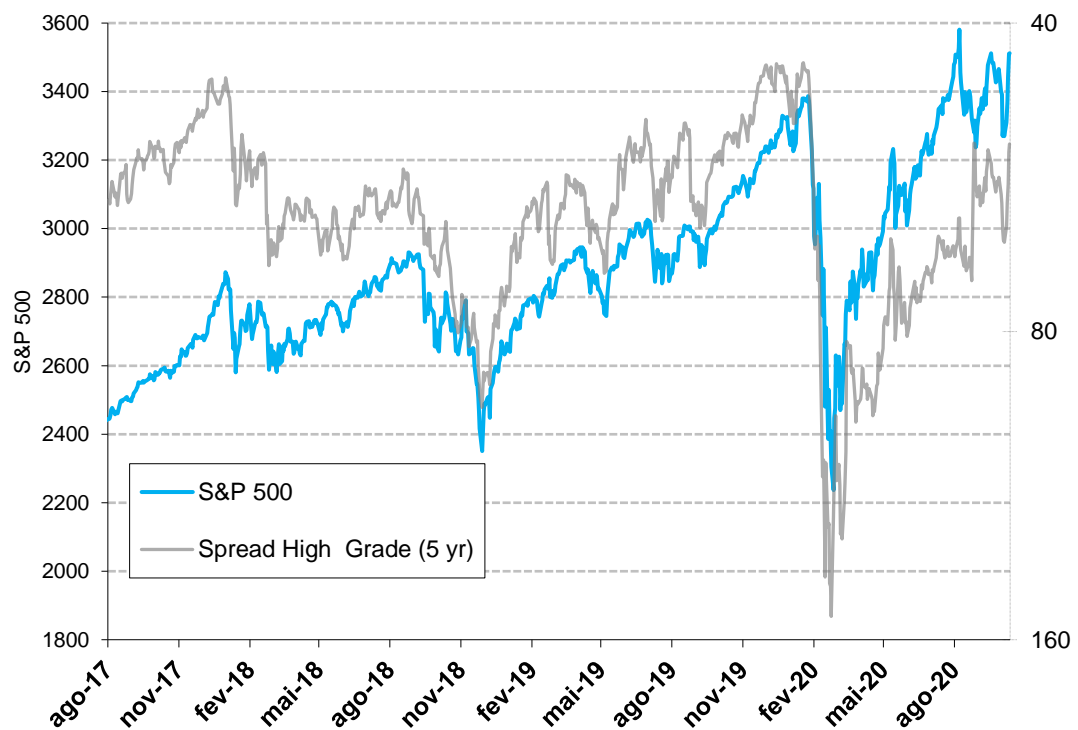
Corporate Spreads High Yield & High Grade



Intervenção do Fed no mercado de corporate bonds permitiu que o estímulo monetário chegasse às empresas.

Com a compra de bonds corporativos, os juros para empresas caíram e a bolsa voltou a subir

S&P 500 & Spread High Grade Bond



A forte intervenção da política monetária pode ter ajudado o USD enfraquecer. Perspectiva Fiscal na Europa também

USD Trade Weighted Index Spot



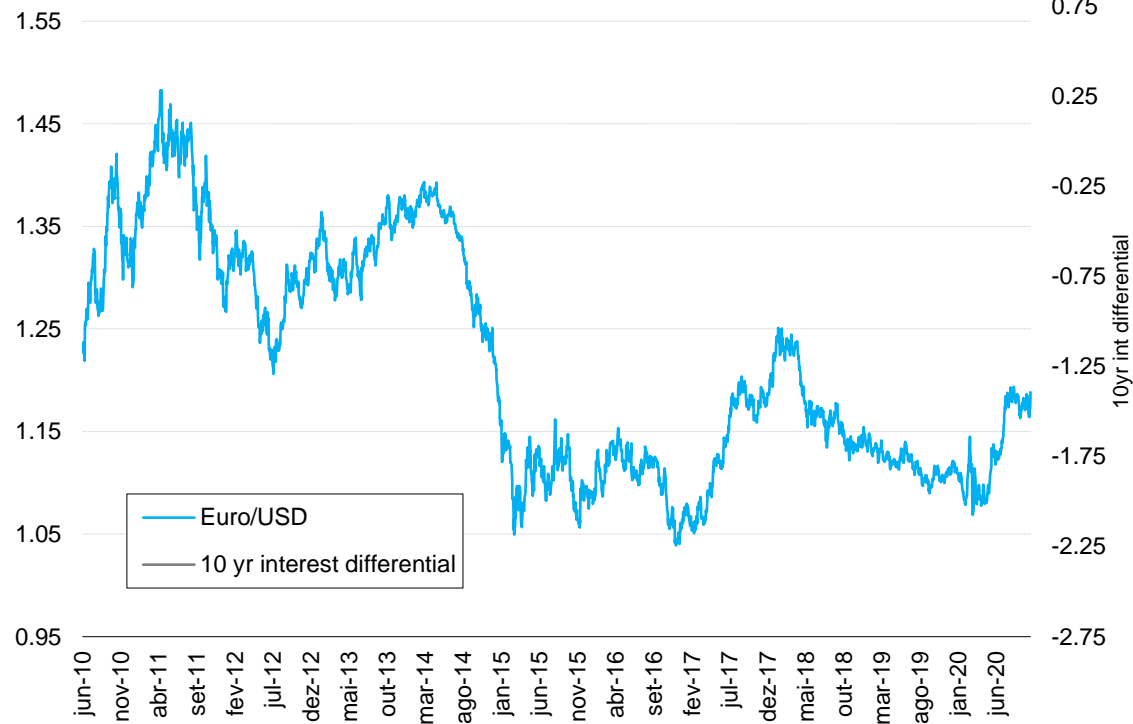
Por que o dólar enfraqueceu?

Diferencial de juros.

Perspectiva de uma política fiscal mais ativa na Europa (alguém ainda se lembra disso?) foi o catalizador

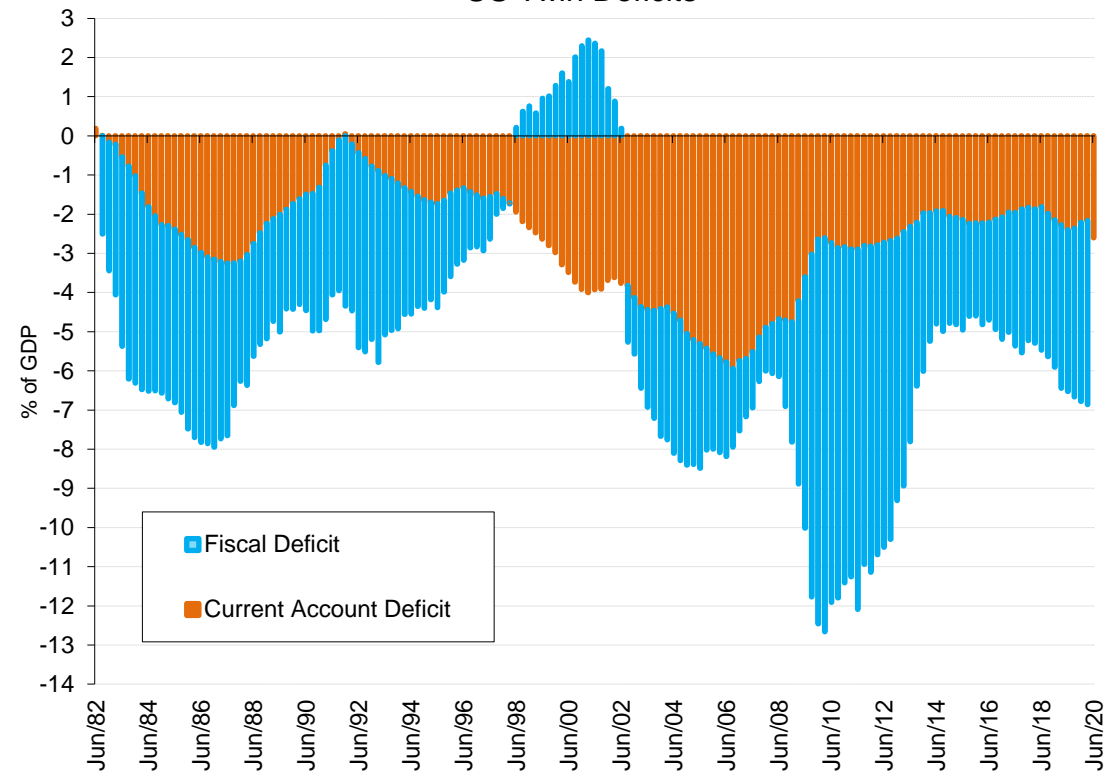
Euro finalmente seguiu na direção do diferencial de juros

Euro/USD x 10 year interest differential



Twin Deficits não é um bom instrumento para prever dólar forte ou fraco: Reaganomics & Plaza Accord

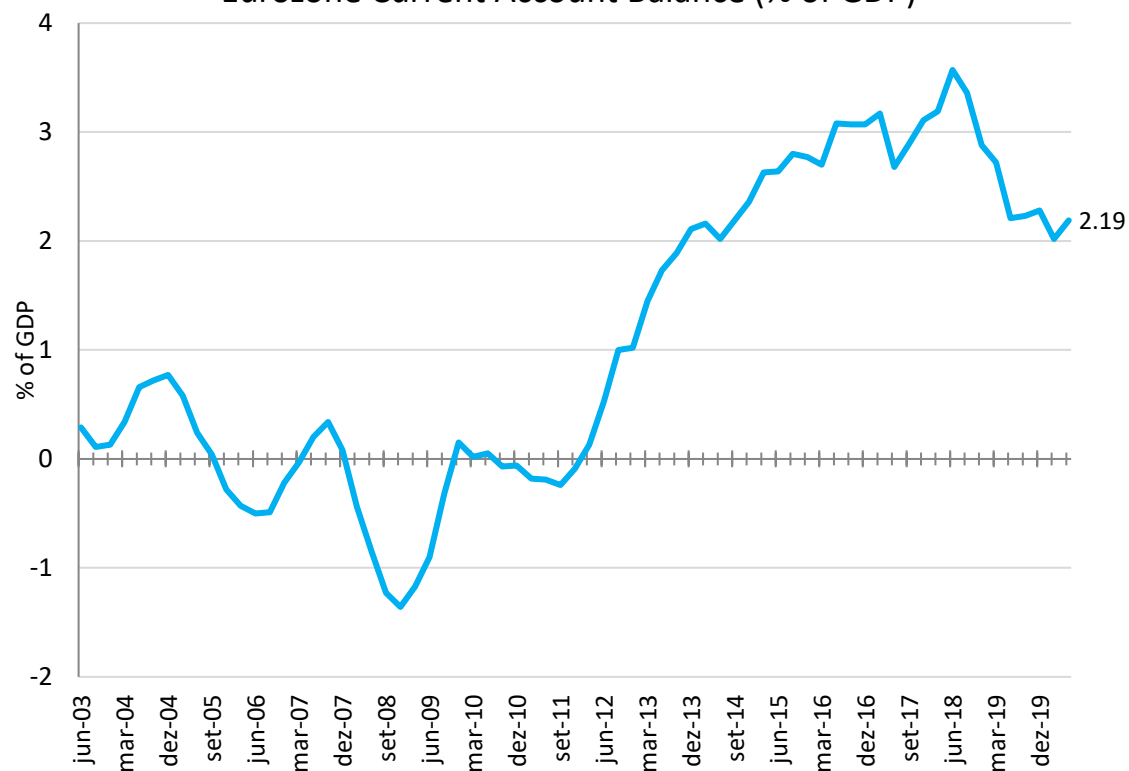
US Twin Deficits



Além do diferencial de juros, os fundamentos das contas externas são favoráveis ao Euro

Zona do Euro tem superávit em conta corrente acima de 2% do PIB desde 2013

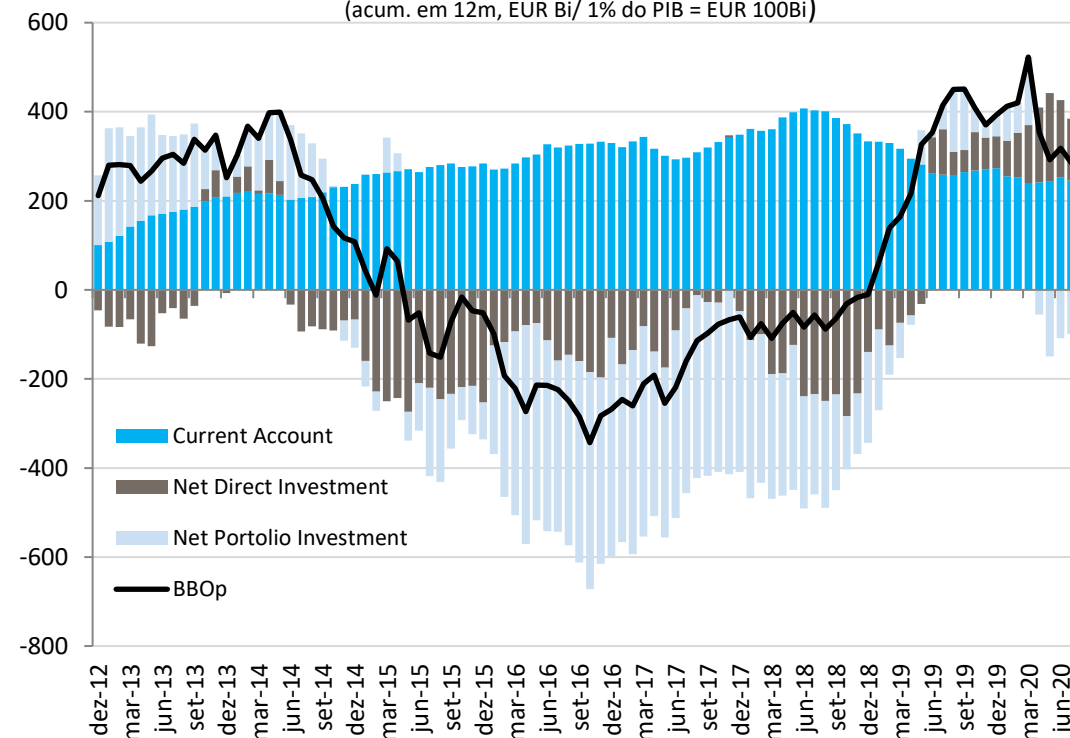
Eurozone Current Account Balance (% of GDP)



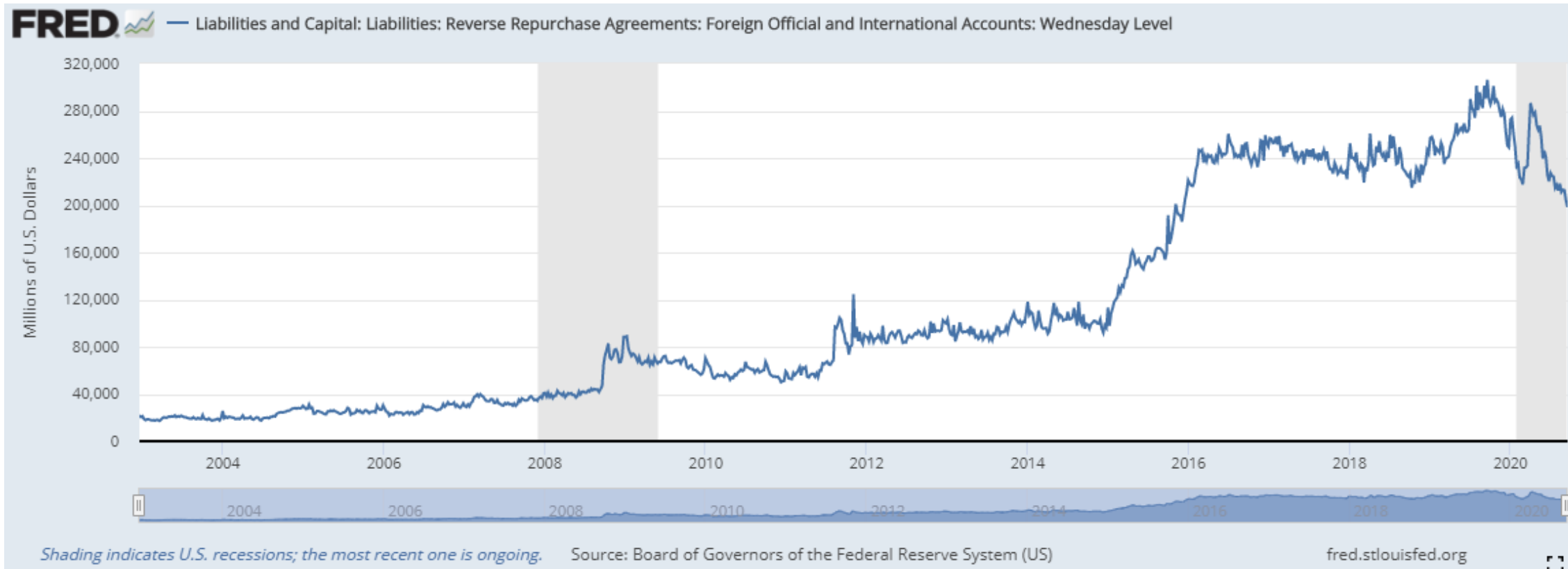
Além da CC, dinheiro parou de sair na conta de capital em 2019. Por que o Euro não apreciou antes?

EU Balance of Payments

(acum. em 12m, EUR Bi/ 1% do PIB = EUR 100Bi)



Com a redução do diferencial de juros curto, os depósitos de estrangeiros no Fed começaram a refluir

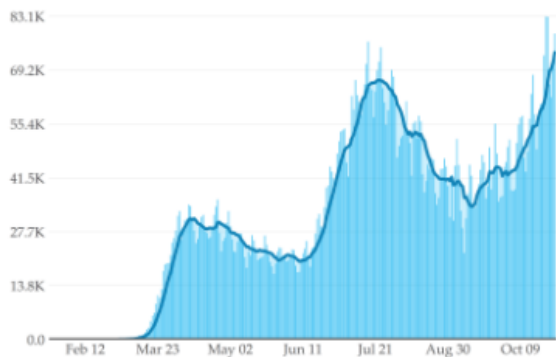


Segunda Onda do Covid

<https://www.vincipartners.com/uploads/219097966.html>

United States: New Cases

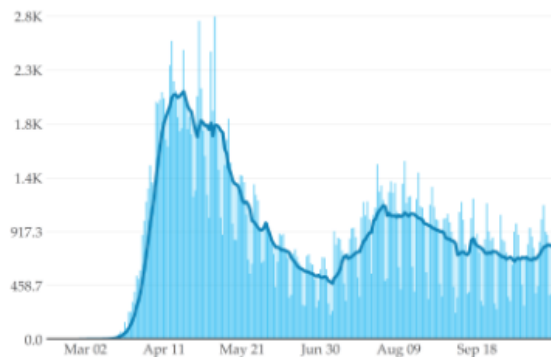
Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Fonte: Vinci Partners, Covid Tracking Project

United States: New Deaths

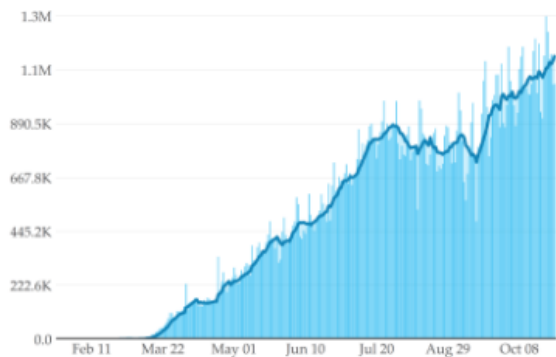
Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Fonte: Vinci Partners, Covid Tracking Project

United States: New Tests

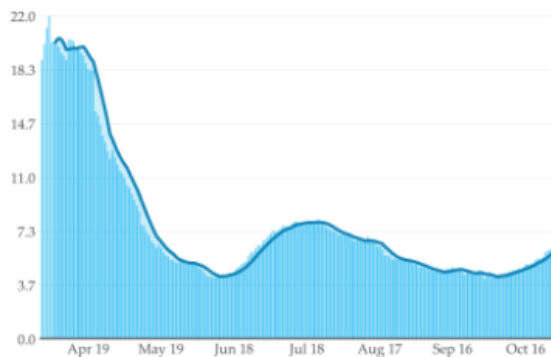
Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Fonte: Vinci Partners, Covid Tracking Project

United States: Positive Rate

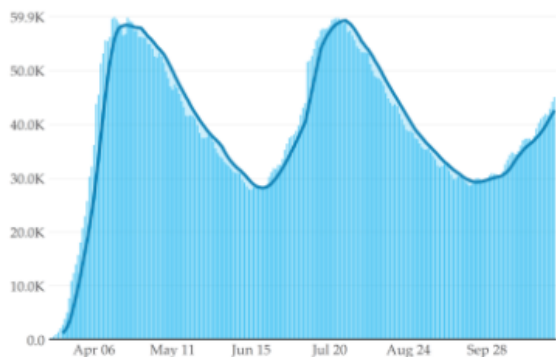
MM7D Positive/ MM7D New Tests



Fonte: Vinci Partners, Covid Tracking Project

United States: Currently Hospitalized

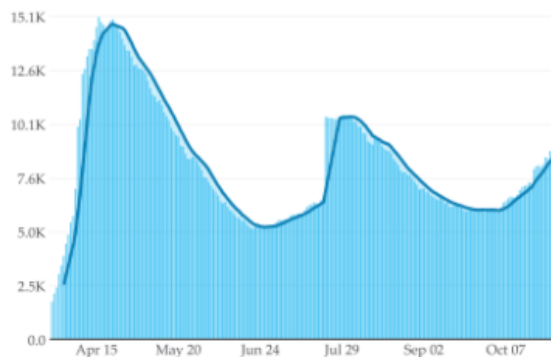
Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Fonte: Vinci Partners, Covid Tracking Project

United States: Currently in ICU

Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020

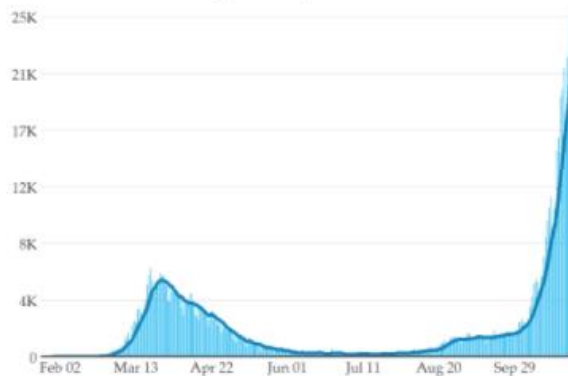


Fonte: Vinci Partners, Covid Tracking Project

US

Italy: New Cases

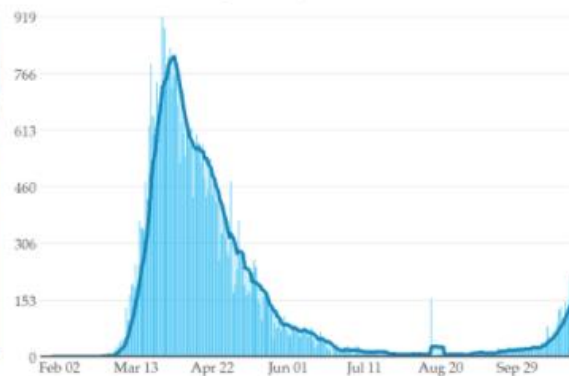
Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Vinci Partners, Johns Hopkins (CSSE)

Italy: New Deaths

Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Vinci Partners, Johns Hopkins (CSSE)

Italy: New Tests

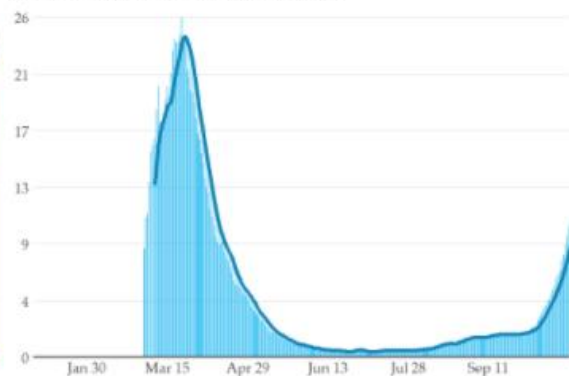
Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Vinci Partners, Our World in Data

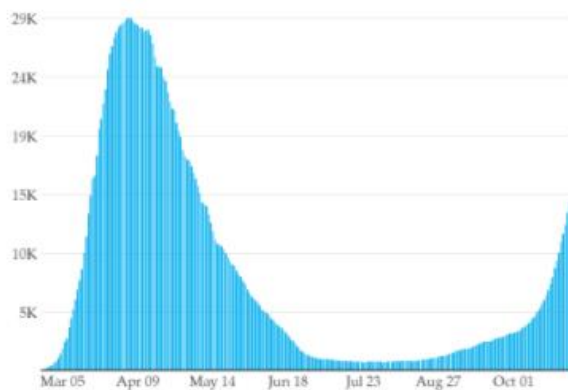
Italy: Positive Rate

Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



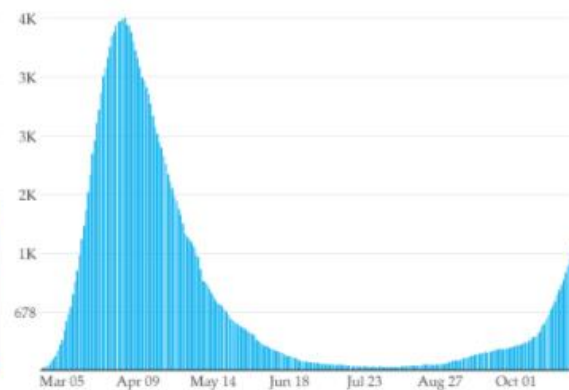
Vinci Partners, Our World in Data

Italy: Currently Hospitalized



Fonte: Vinci Partners, Istituto Superiore di Sanita

Italy: Currently in ICU



Fonte: Vinci Partners, Istituto Superiore di Sanita

Itália

France: New Cases

Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Vinci Partners, Johns Hopkins (CSSE)

France: New Deaths

Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Vinci Partners, Johns Hopkins (CSSE)

France: New Tests

Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Vinci Partners, Our World in Data

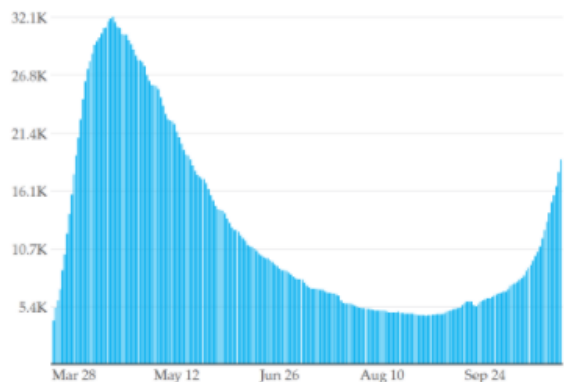
France: Positive Rate

Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



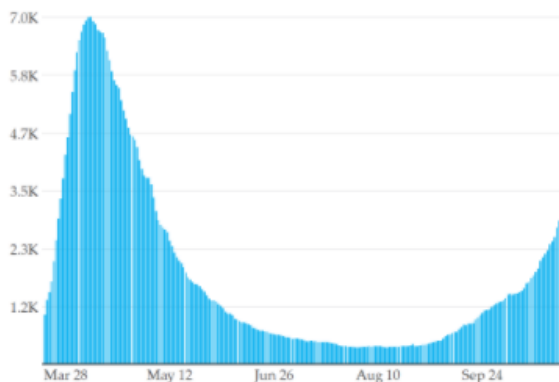
Vinci Partners, Our World in Data

France: Currently Hospitalized



Fonte: Vinci Partners, Santé publique France

France: Currently in ICU



Fonte: Vinci Partners, Santé publique France

França

UK: New Cases

Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Vinci Partners, Johns Hopkins (CSSE)

UK: New Deaths

Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Vinci Partners, Johns Hopkins (CSSE)

UK: New Tests

Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



Vinci Partners, Our World in Data

UK: Positive Rate

Dados atualizados até Wednesday, October 28, 2020



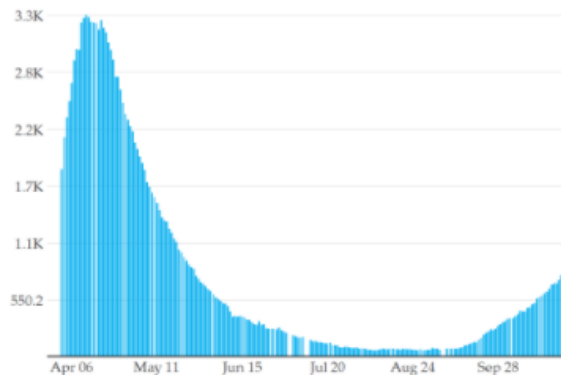
Vinci Partners, Our World in Data

UK: Currently Hospitalized



Fonte: Vinci Partners, Public Health England

UK: on Mechanical Ventilation Beds



Fonte: Vinci Partners, Public Health England

UK

Sweden: New Cases

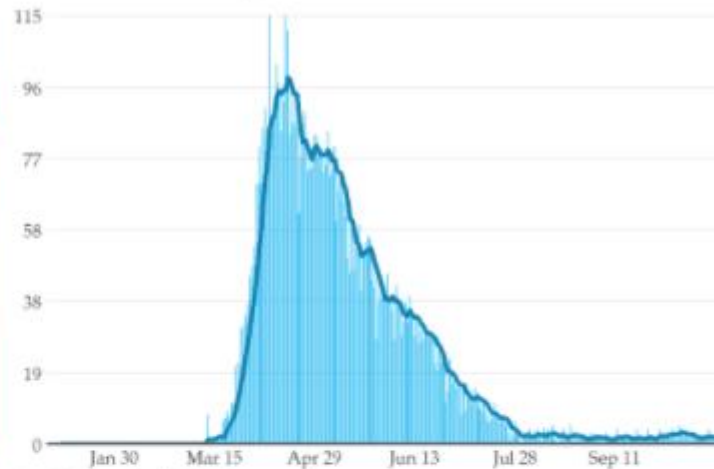
Dados atualizados até Tuesday, October 27, 2020



Vinci Partners, Our World in Data

Sweden: New Deaths

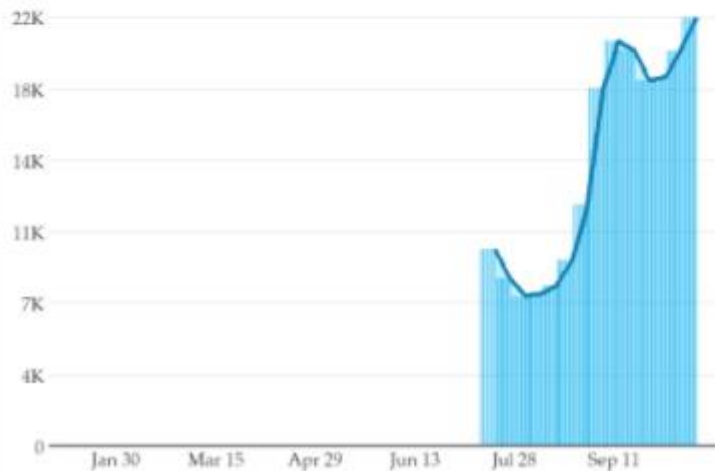
Dados atualizados até Tuesday, October 27, 2020



Vinci Partners, Our World in Data

Sweden: New Tests

Dados atualizados até Tuesday, October 27, 2020



Vinci Partners, Our World in Data

Sweden: Positive Rate

Dados atualizados até Tuesday, October 27, 2020



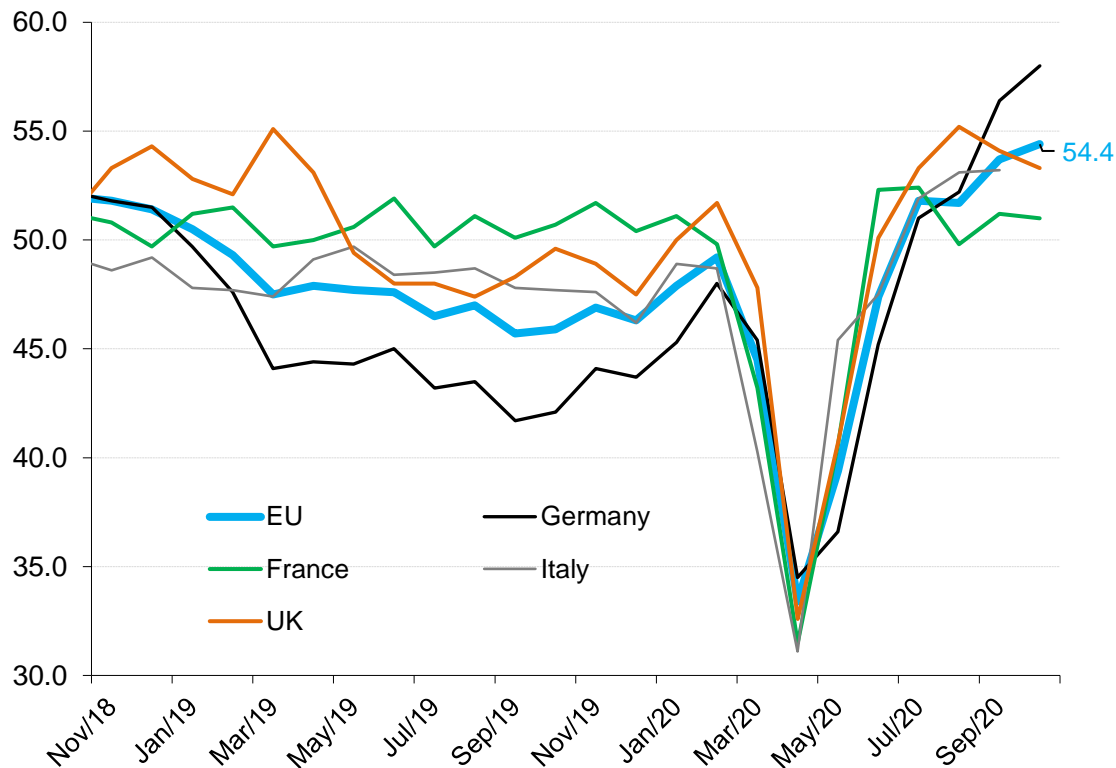
Vinci Partners, Our World in Data

Suécia

Com novas restrições, atividade na Europa deve desacelerar, principalmente no setor de serviços que já vinha desacelerando

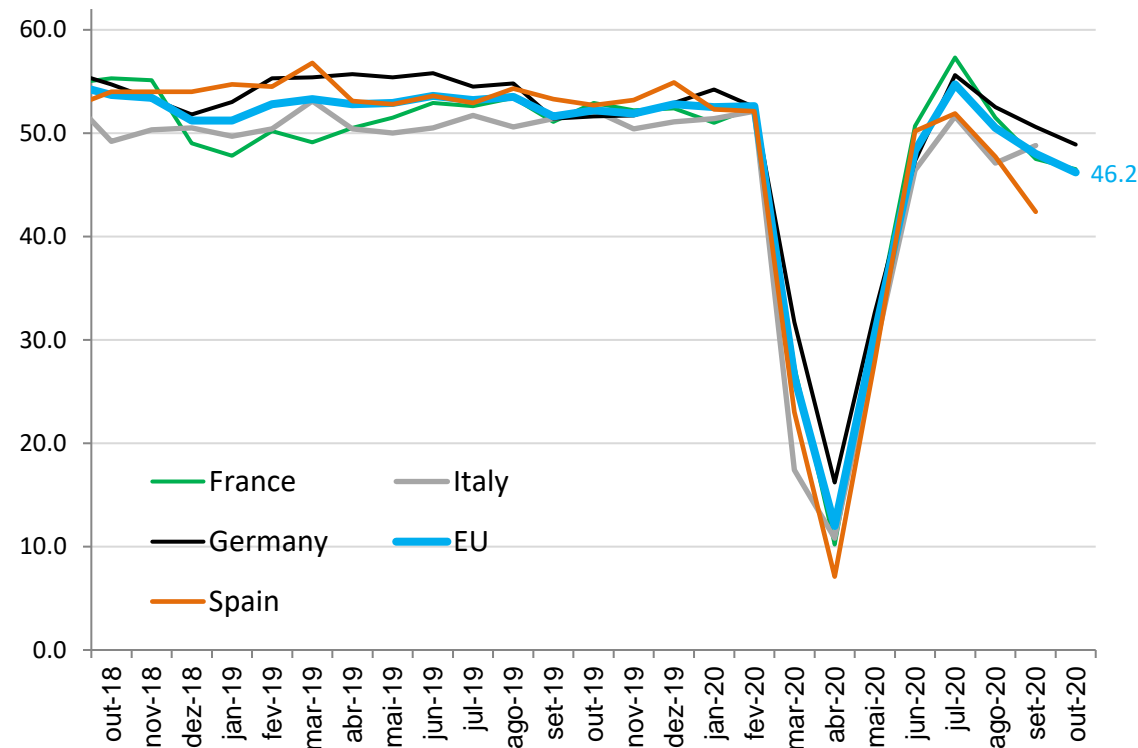
Indústria deve ser menos afetada pelas novas restrições impostas na Europa

Europe Markit Manufacturing PMI

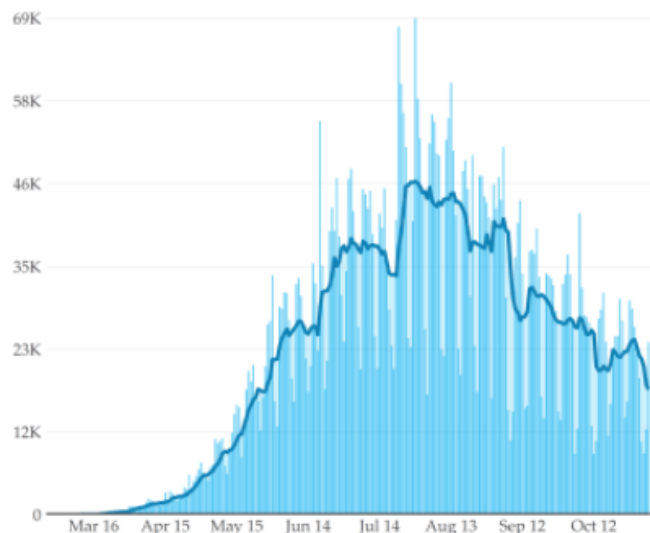


Pior impacto deve ser no setor de serviços, que já vinha desacelerando nos últimos meses

Europe Markit Service PMI

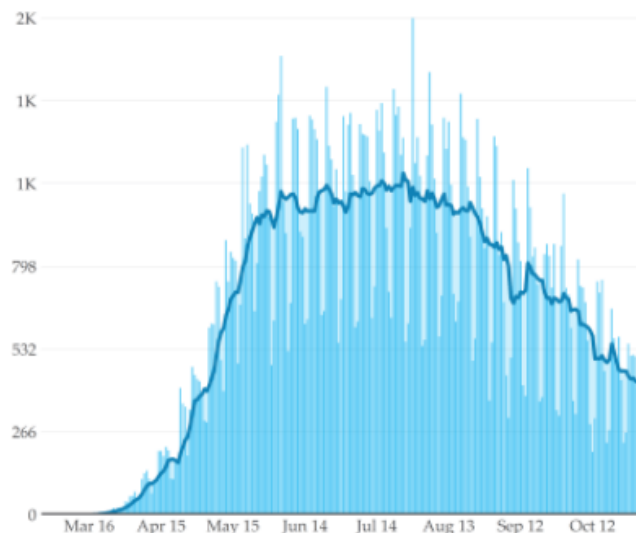


Brasil: Novos Casos
Dados atualizados até 04 November



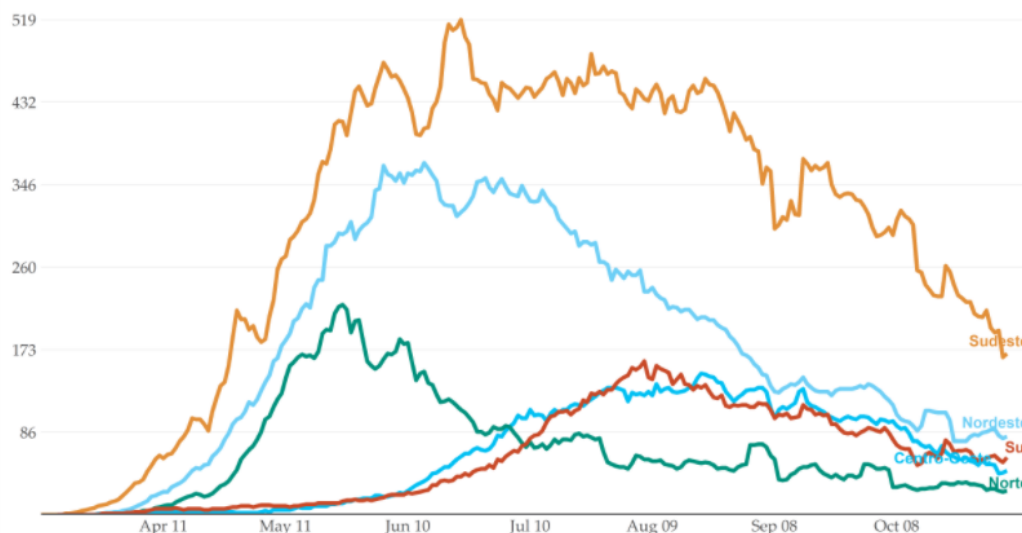
Fonte: Vinci Partners, Ministério da Saúde

Brasil: Novas Mortes
Dados atualizados até 04 November



Fonte: Vinci Partners, Ministério da Saúde

Novas mortes
Comparação entre regiões brasileiras - MM7D



Fonte: Vinci Partners, Ministério da Saúde

Brasil

- Herd Immunity?
- Verão impacta positivamente?
- Mantida essa tendência, fica difícil justificar extensão dos gastos emergenciais em dezembro

“ O ciclo econômico nunca morreu de morte natural. Foi sempre assassinado pelo Fed” *R. Dornbusch*

- Nos Estados Unidos, assim como nas demais economias desenvolvidas, as políticas monetárias e fiscal são fortemente expansionistas no momento
- O estímulo econômico agora briga com a segunda onda do Covid e com a perspectiva de vacinação em breve (além da eleição americana). Muitas incertezas ao mesmo tempo para a cabeça do mercado.
- No caso americano, é possível que a atividade ganhe um impulso adicional importante caso se confirme uma tendência de desvalorização do dólar. Mas a força da segunda onda do Covid na Europa coloca essa tese em cheque.
- A inflação persistentemente abaixo da meta, e a sinalização do Fed de querer tornar a política monetária ainda mais leniente, sugerem que não há uma mudança de direção na política monetária no horizonte relevante.
- Com a política monetária, fiscal e possivelmente o câmbio empurrando para a frente, a recuperação da atividade econômica nos EUA (e possivelmente global) deve persistir

Retomada do crescimento e USD fraco podem gerar um clima de apetite para risco

- Apesar da recuperação no preço dos ativos, sentimento do mercado continua pessimista.
- Caso se confirme uma tendência de desvalorização do USD, tradicionalmente observamos paralelamente uma alta no preço (em dólar) das commodities e um bom ambiente para risco de países emergentes

Brasil

Fiscal, fiscal, fiscal...

Fiscal não! Não há espaço e oposição (de olho em 2022) não deixaria ampliar o gasto

- Não existe espaço para a política fiscal.
- Gastos públicos estão próximos do teto
- Teto não vai ser rompido:
 - Emenda constitucional: governo não tem maioria consitucional para essa mudança
 - Defensores da candidatura de centro são capazes de bloquear uma emenda constitucional.
 - Permitir “Renda Cidadã” a 2 anos da eleição é “antecipar” reeleição de Bolsonaro

Então, o que fazer? Política monetária (low for longer), crédito e câmbio desvalorizado

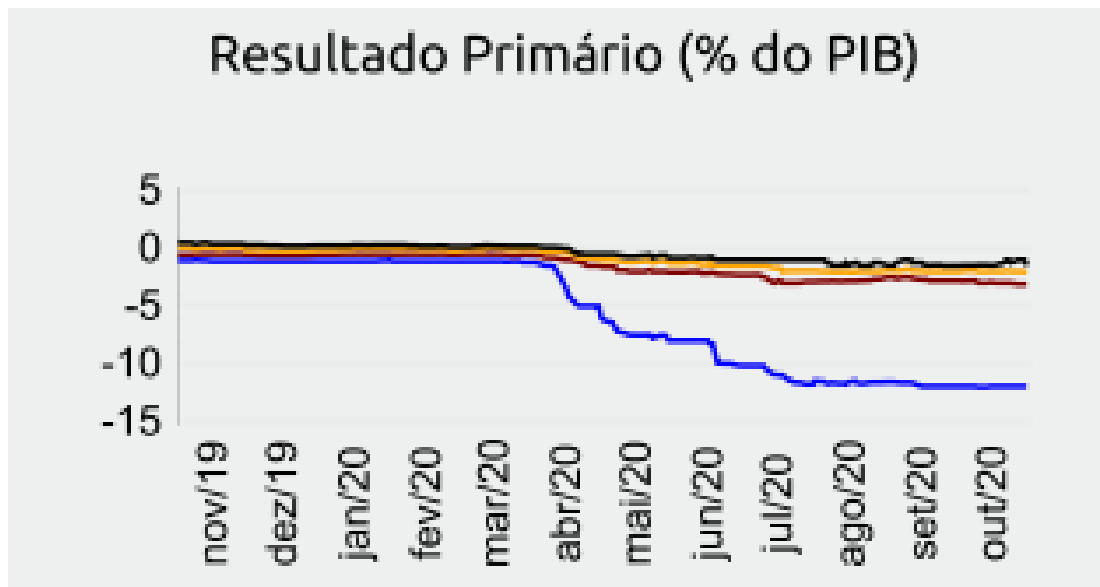
- Banco Central está sinalizando uma taxa Selic abaixo da neutra por um “considerable period” (Greenspan!). Inflação ancorada, ociosidade e desemprego elevado são a base desse cenário.
- Câmbio desvalorizado é efeito colateral desejado dos juros baixos. Com baixo pass-through os efeitos positivos sobre atividade predominam
- Crédito imobiliário vem crescendo no setor privado e deve ganhar mais reforço objetivando a retomada do emprego

Política Fiscal não tem nenhum espaço para ajudar no crescimento

Qual é o principal problema de curto prazo? Como financiar um déficit primário de 12% do PIB em 2020? Com muita oferta de títulos, o preço cai.

Mercado esperava que o Tesouro fosse tomar emprestado 0,5% do PIB em 2020. Vai tomar 12% do PIB

Distinguindo entre o juros do BC (colocar a inflação na meta) e o do Tesouro (financiar déficit gigante)



Fonte: Focus, BCB

- Se o BC exagerou no estímulo monetário, e a economia está superaquecida, a inflação pode voltar a subir e o BC teria que voltar a subir os juros mais a frente. Essa situação de “erro de política monetária” não parece ser o caso atual do Brasil como podemos ver nas expectativas do Focus sobre inflação e atividade nos próximos 4 anos
- O segundo motivo seria uma interferência da política fiscal nos juros. No Brasil, o Tesouro Nacional é o maior tomador de dinheiro no mercado. Podemos ver no gráfico ao lado (fonte Focus) que em poucas semanas o mercado reviu a expectativa de um déficit fiscal primário equilibrado para um déficit de 11% do PIB.
- Essa necessidade de financiamento sem precedentes do Tesouro Nacional aumentou a oferta de papéis, reduzindo o seu preço e portanto elevando a taxa de juros. Por isso a curva de juros inclinou.

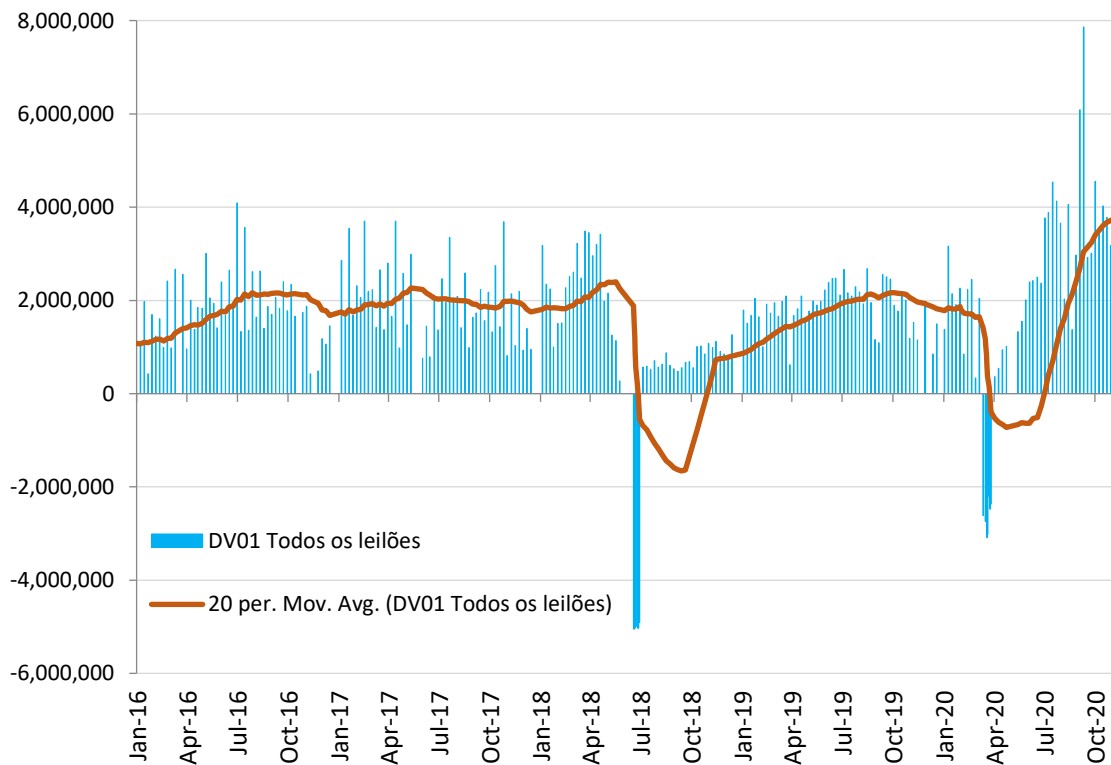
Oferta de títulos do Tesouro segue crescendo.

Mercado “saturou”: deságio nas LFTs e pressão para cima na curva de juros

Oferta & Demanda

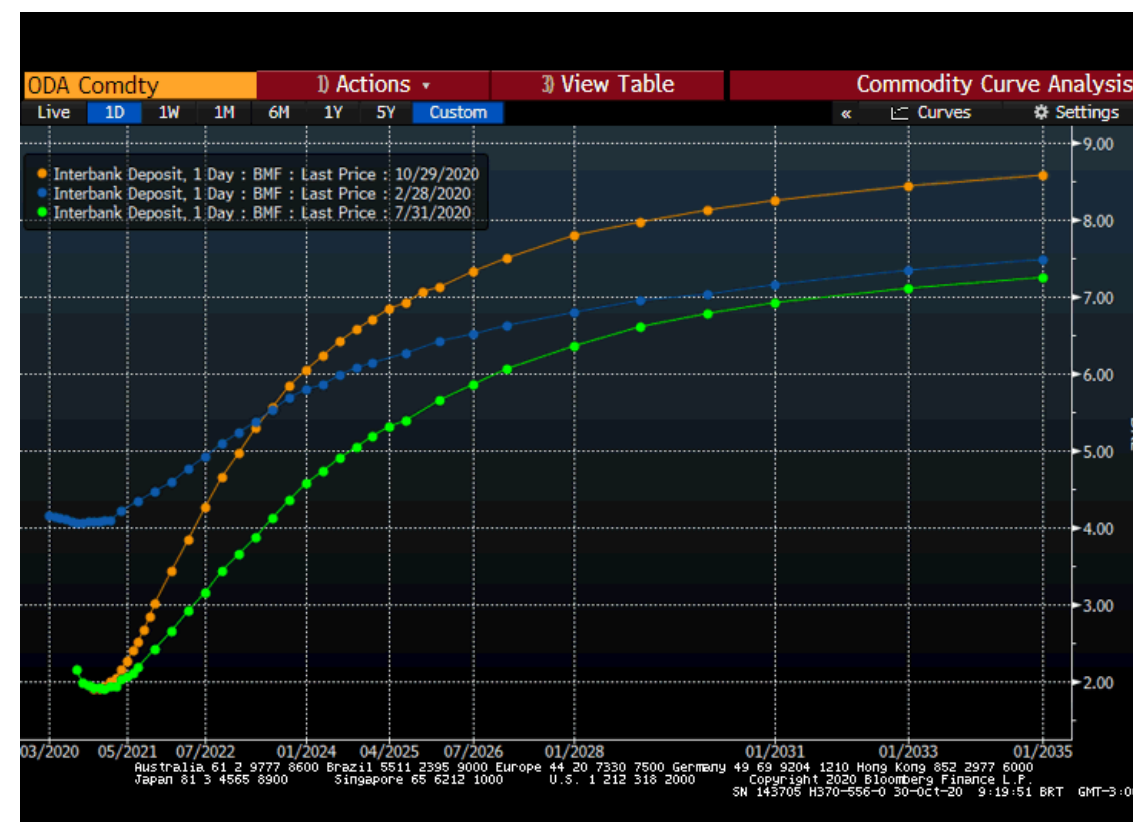
Com um déficit primário de 12% do PIB, leilões semanais do Tesouro pressionam o mercado de títulos

DV01 Todos os leilões



Curva de Juros: mais *duration*, mais inclinação

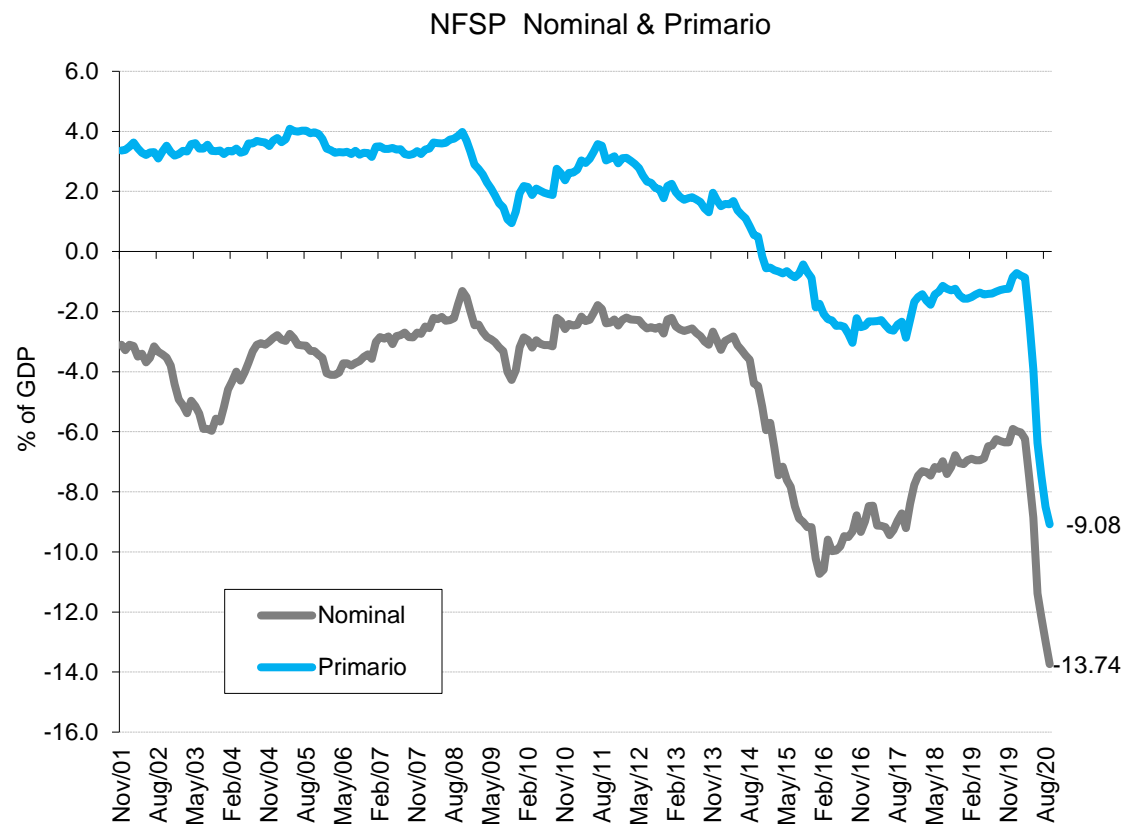
Azul= Fev28 Verde= Jul31 Laranja= Out29



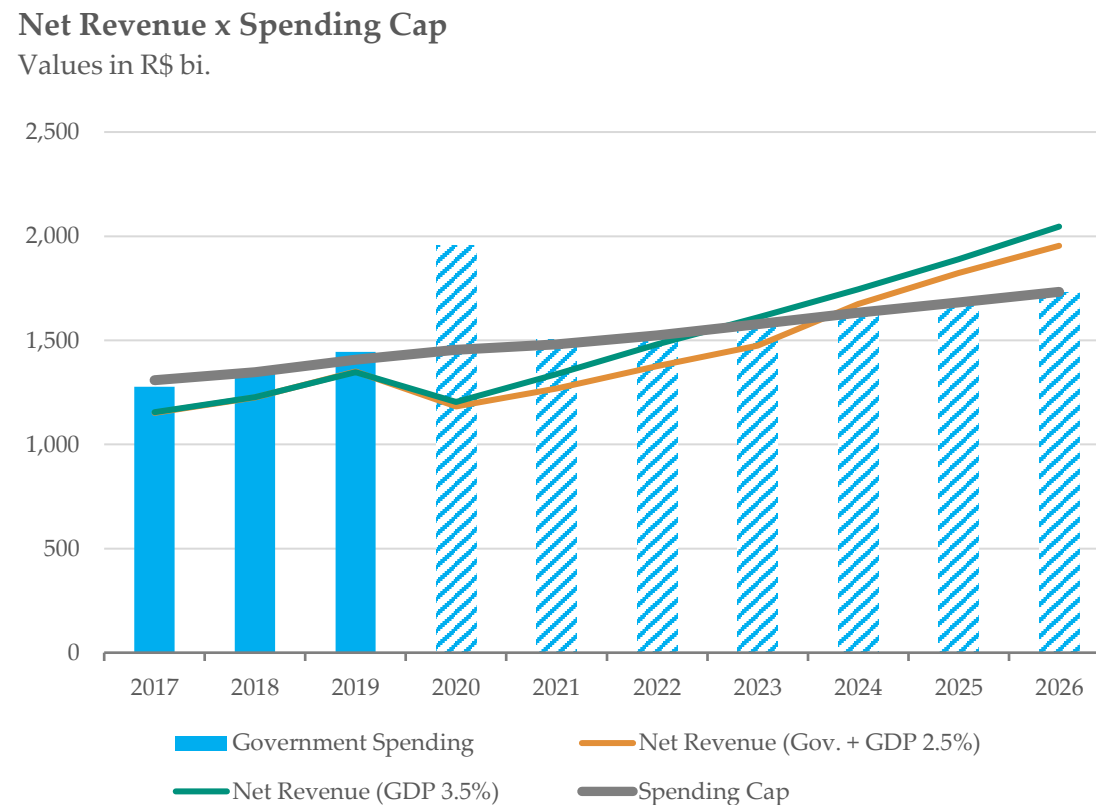
Para a curva de juros acalmar, é preciso reduzir a oferta de títulos, ou seja, reduzir o déficit.

Com despesas limitadas pelo teto dos gastos, toda surpresa positiva na arrecadação vira melhora no resultado primário.

Déficit primário deve chegar a 12% do PIB em 2020. Orçamento promete 3% de déficit em 2021 (no teto)



Teto vai ser respeitado quando acabar o “orçamento de guerra” no final do ano? Existe alternativa?

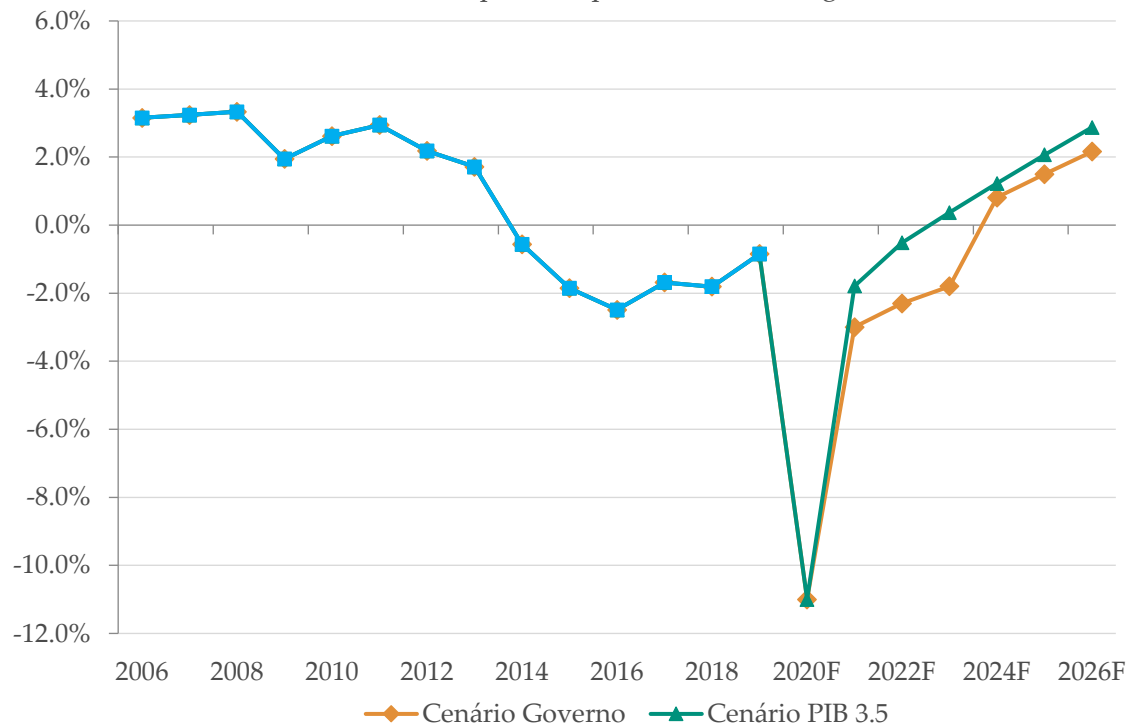


Se o teto de gastos for respeitado, a dívida bruta como proporção do PIB deve subir, mas não vai explodir

Se a economia crescer mais rápido, e o teto de gastos for respeitado, superávit primário pode surpreender positivamente

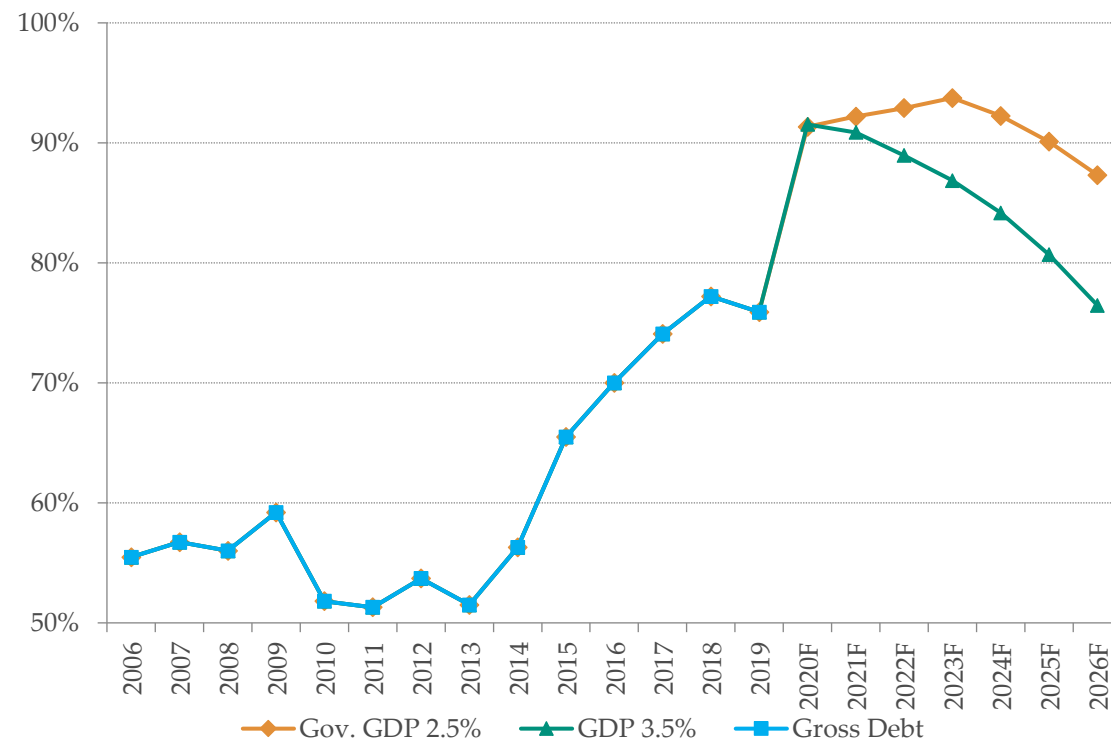
Superávit Primário (% PIB)

Diferentes taxas de crescimento e despesas respeitando o teto de gasto



Essa trajetória não é inevitável. Primário melhor, mais crescimento, privatizações, menos BNDES... podem ajudar

Gross Debt (% GDP)

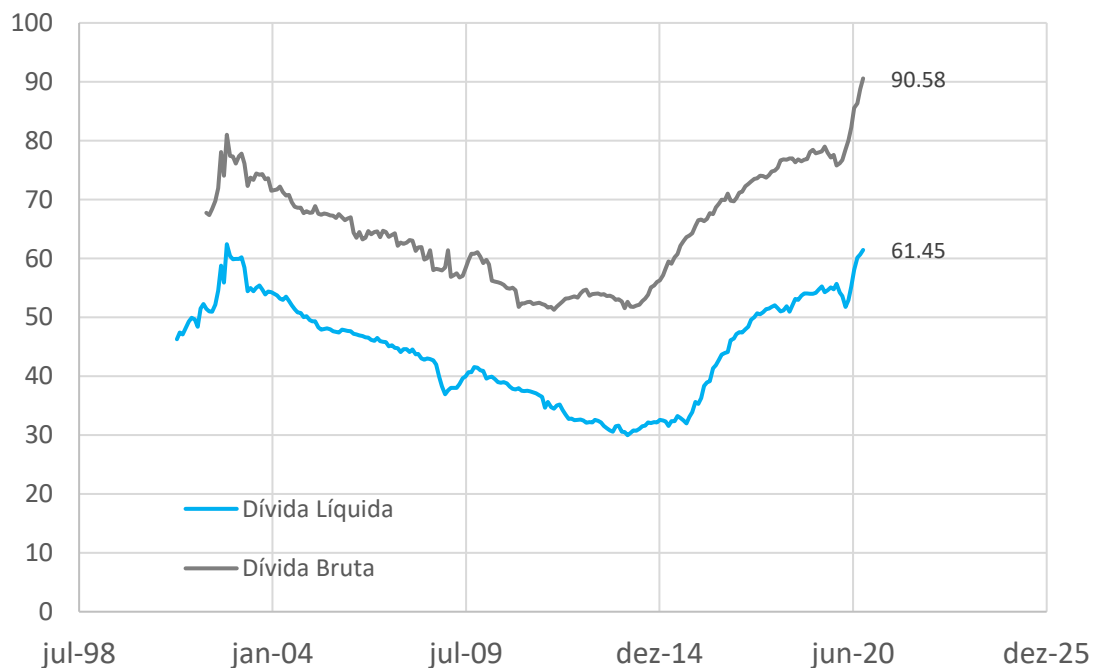


Dois fatores diferenciam positivamente situação fiscal do Brasil no choque da Covid:

- (1) o governo brasileiro é credor em dólares e
- (2) taxas de juros baixas propagam menos o choque no futuro (Dom Fiscal)

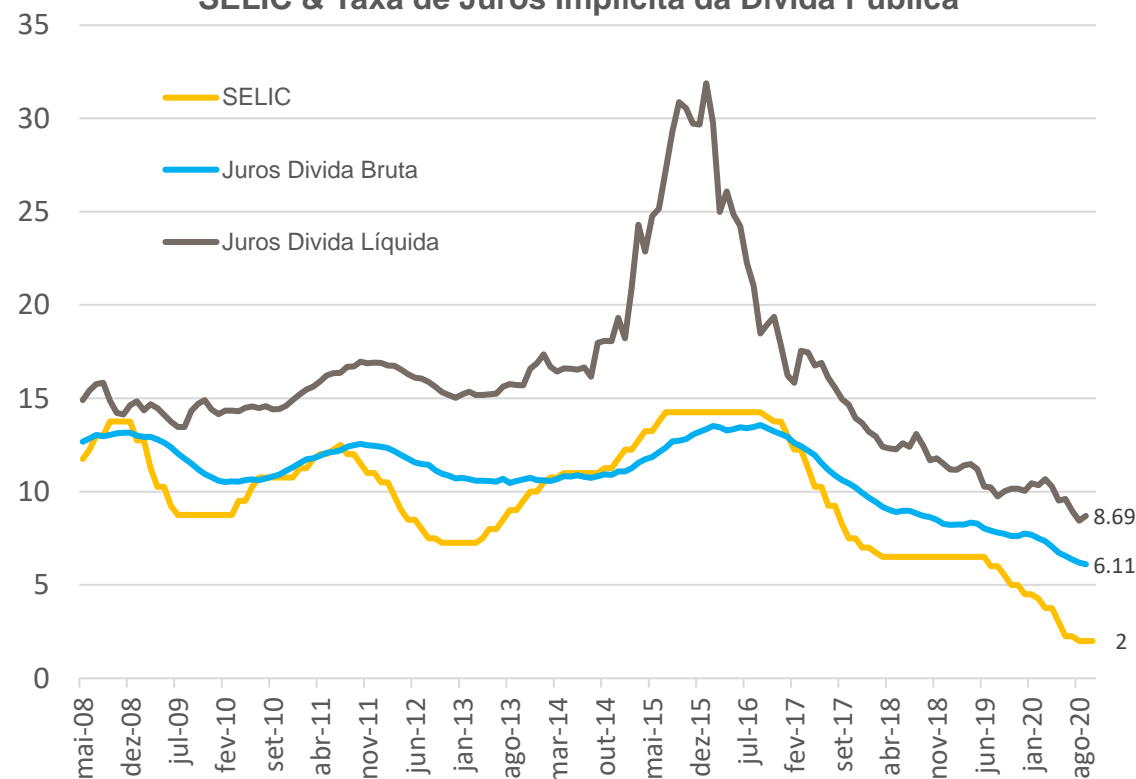
Dívida bruta ou líquida? Agências de risco e mercado olham a bruta. Brasil tem mais de 20% do PIB em reservas

Dívida do Setor Público: Bruta & Líquida



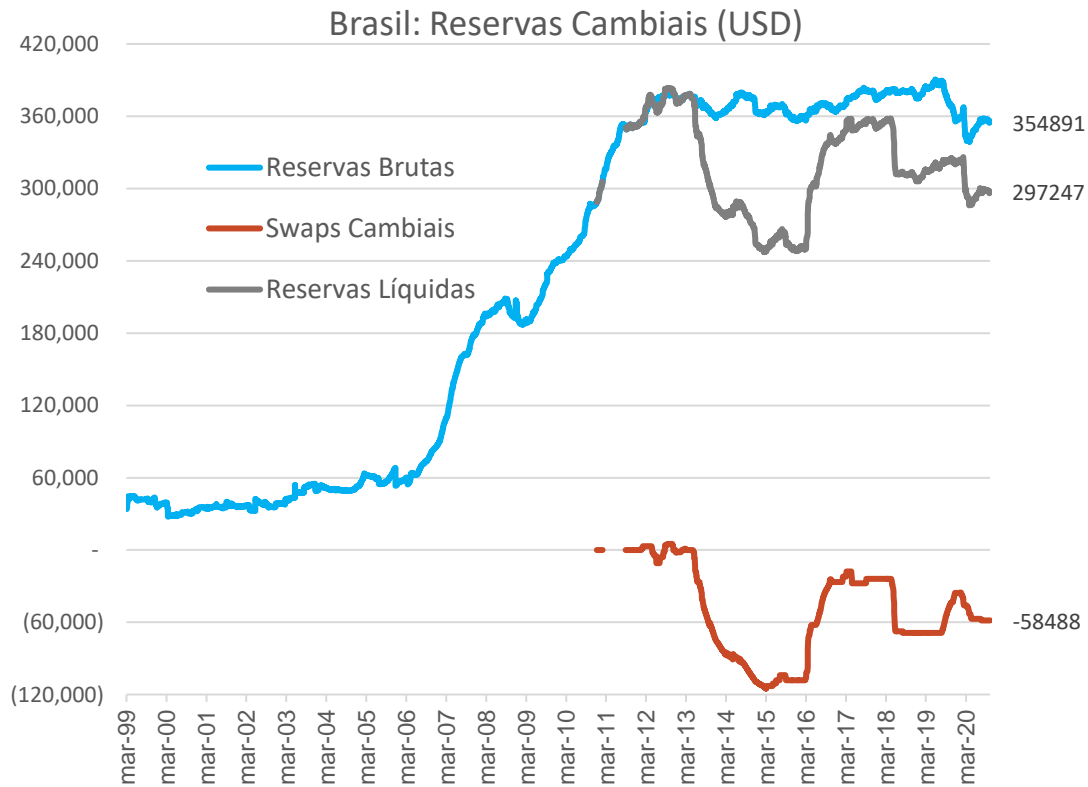
Dominância Fiscal se torna menos provável com juros baixos e inflação ancorada nos próximos anos

SELIC & Taxa de Juros Implícita da Dívida Pública

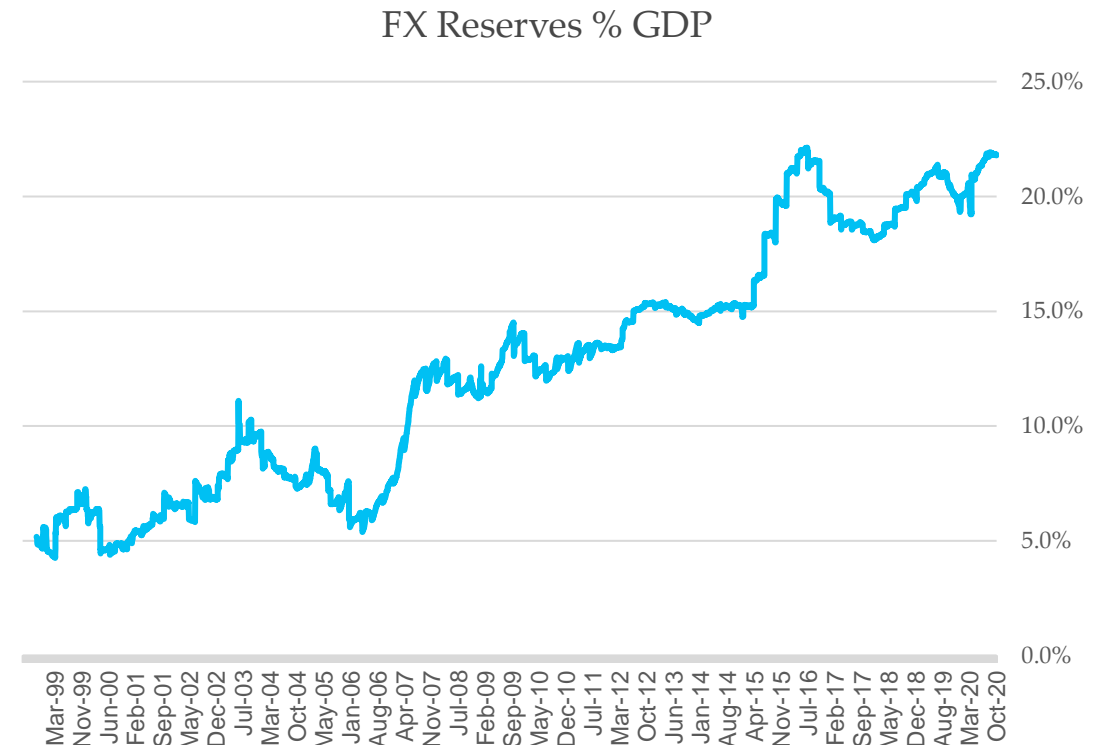


Reservas cambiais foram usadas com parcimônia durante a crise.

Venda de reservas poderia ter efeito sobre a dívida bruta



Com a desvalorização do Real, as reservas cambiais do Brasil aumentaram como proporção do PIB

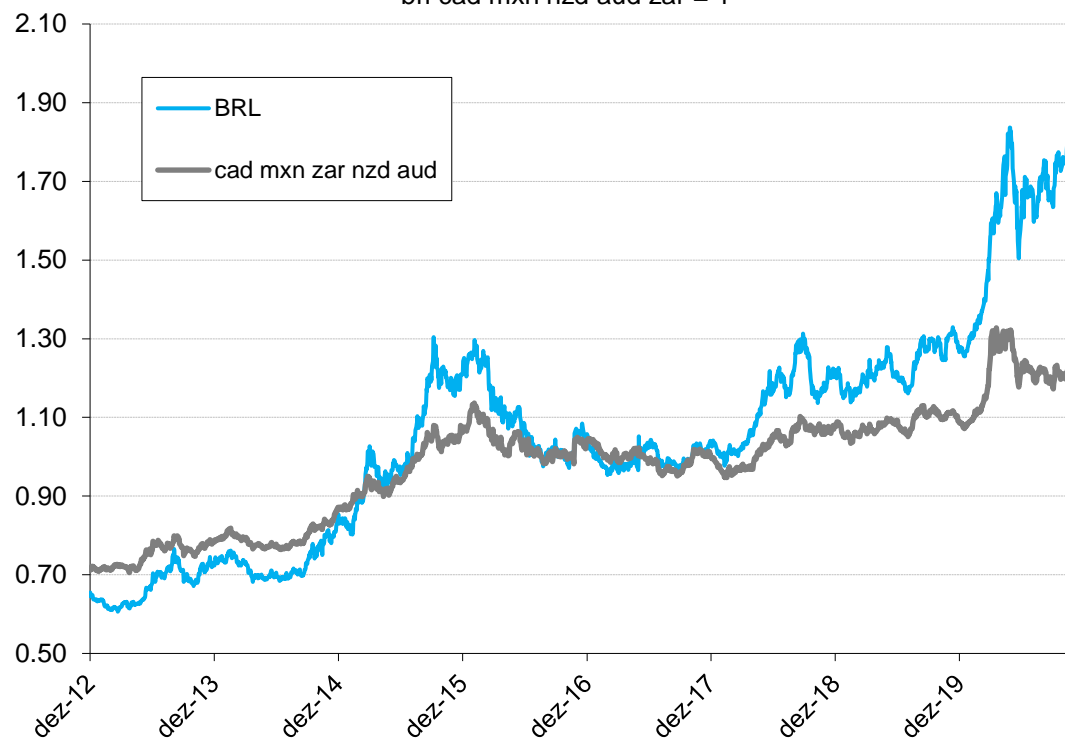


Taxa de Câmbio é um dos instrumentos para ajudar na retomada do crescimento

Atuação discreta do BC no mercado de câmbio não afetou a tendência principal de desvalorização de moedas emergentes. BRL desvalorizou mais do que os pares

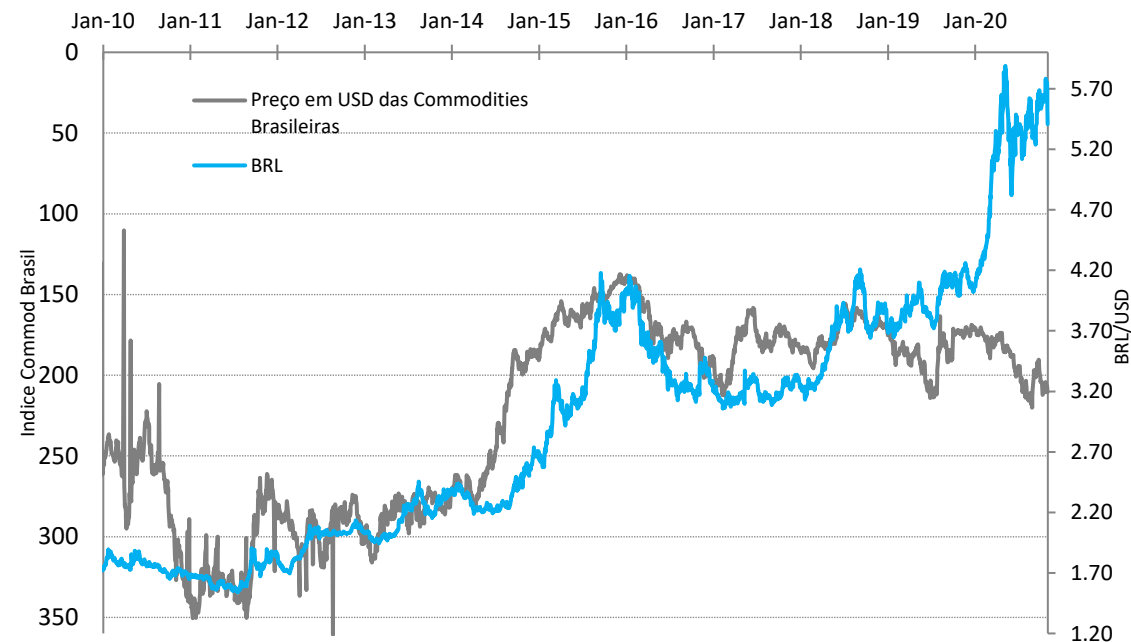
Nessa crise o Real se desvalorizou mais do que a cesta de moedas emergentes

Nominal Exchange Rates
brl cad mxn zar nzd aud = 1



Real desvalorizou mais do que as principais commodities produzidas no Brasil

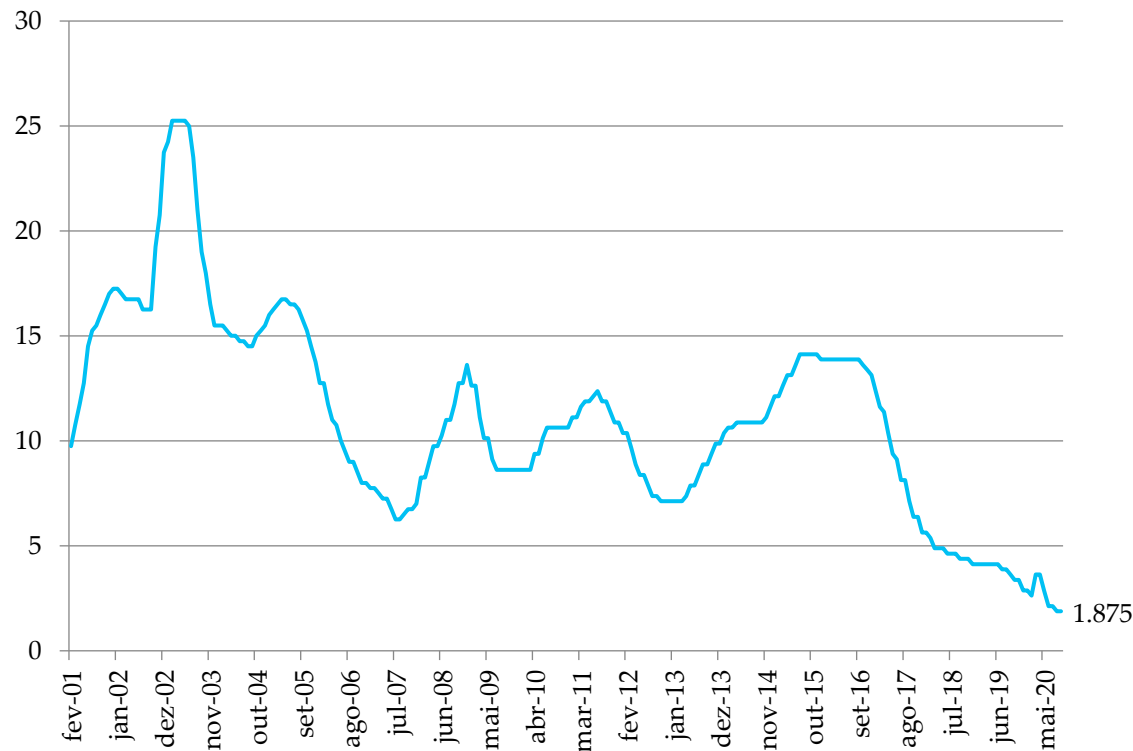
BRL & Indice de Commodites Brasil (Soja+Acúcar+Ferro)



Por que o Real se desvalorizou mais do que as moedas emergentes? Por que o diferencial de juros nunca foi tão baixo.

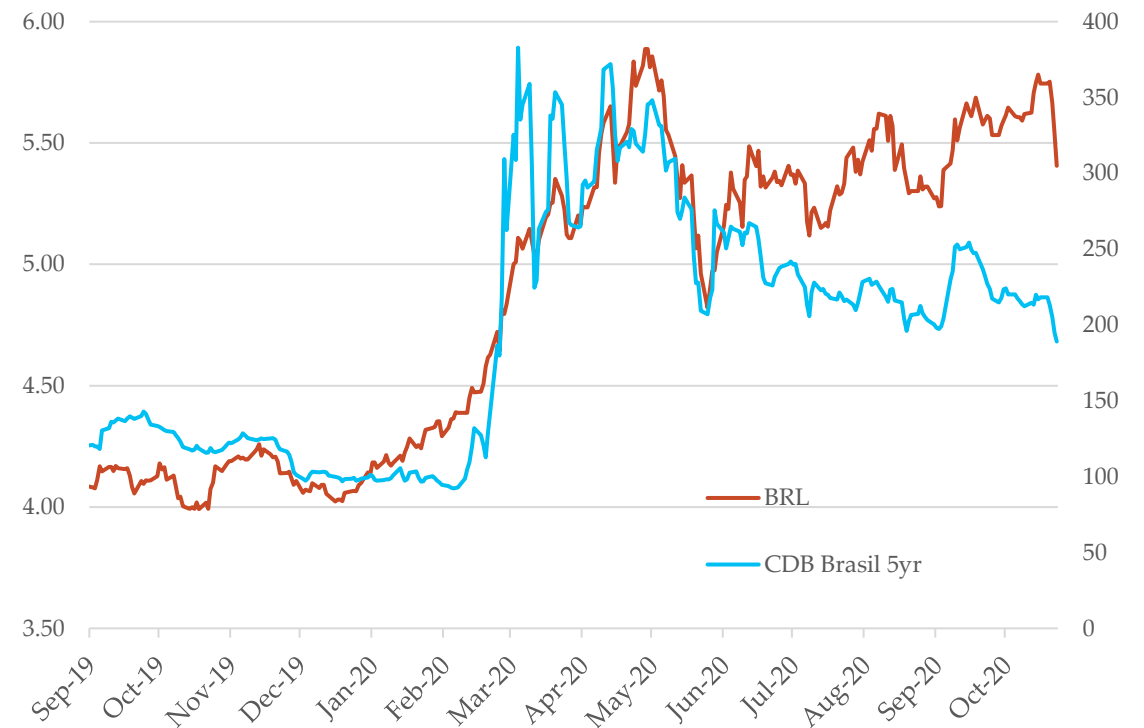
Diferencial de juros caiu acentuadamente nos últimos anos

Diferencial de Juros Brasil vs US



Risco Brasil está acalmando na margem. BRL descolou até mesmo do risco Brasil

BRL & CDS Brasil 5 yr

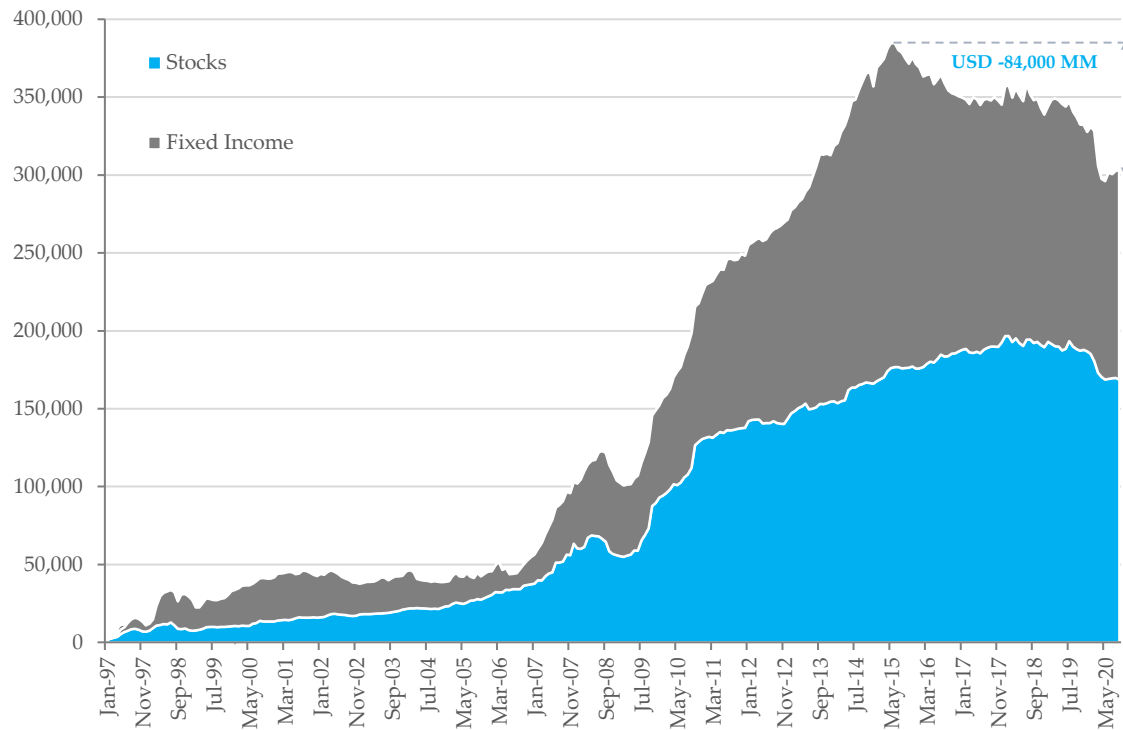


Principais fluxos de saída na conta de capital foram relacionados à queda no diferencial de juros

Saídas significativas no mercado de renda fixa e também empresas brasileiras trocando dívida externa por dívida local

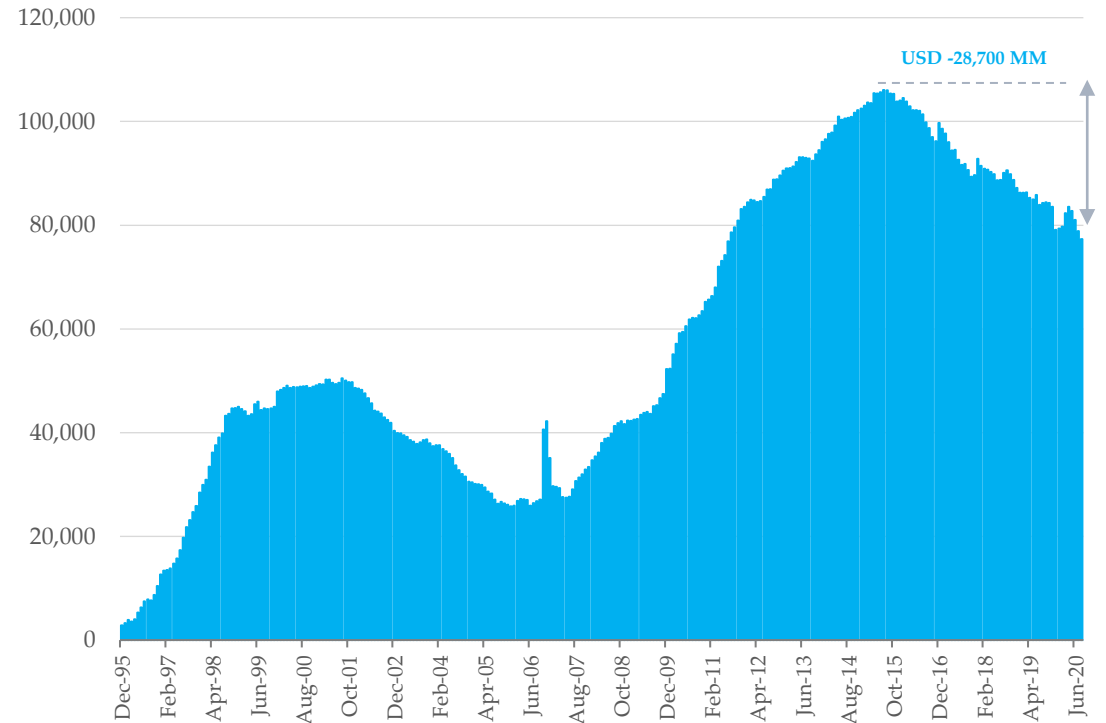
Breakdown of Portfolio Investment Assets

Accumulated values since January 1997 (MM dollars)



Bonds + Loans from Brazilian companies abroad

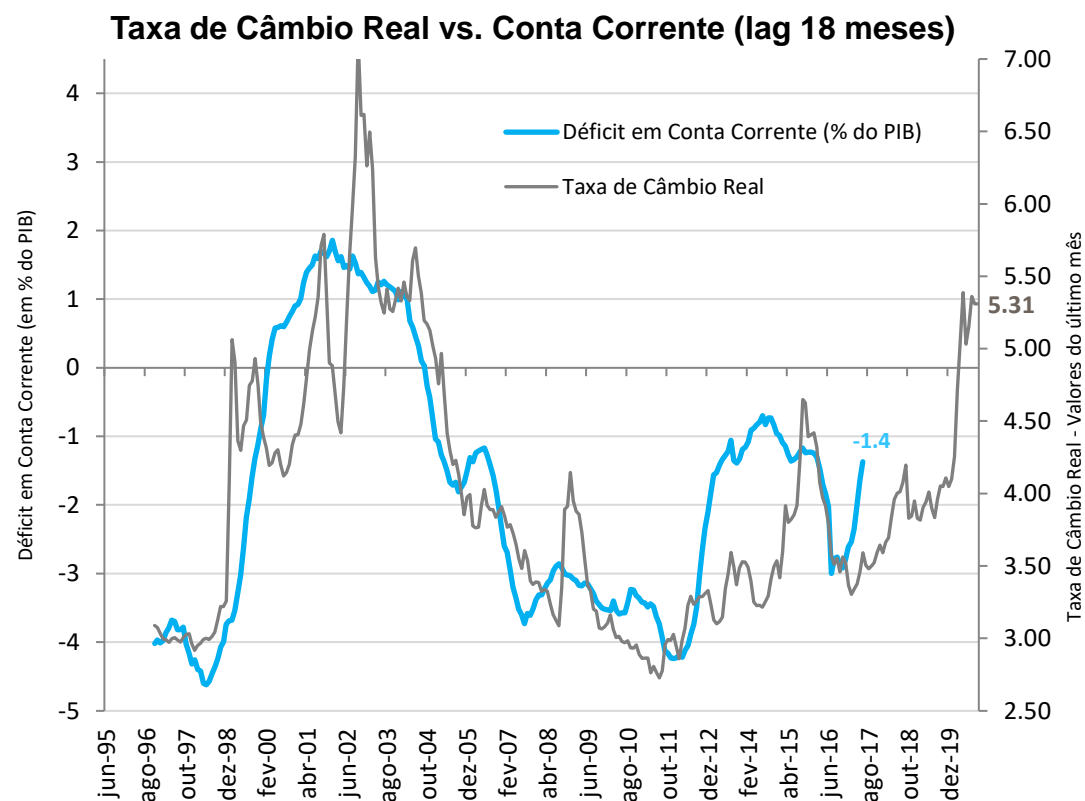
Accumulated values since January 1995 (MM USD)



Overshooting ocorre porque o mercado de câmbio se move sem atrito e mercado de produto demora a reagir.

Com inflação baixa, o ajuste do câmbio real se dará com o câmbio nominal caindo

Últimos 6 meses já tiveram superávits na conta corrente.
Acumulado em 12 meses foi de -3,5 para -1,4% do PIB



Fluxos cambiais mais equilibrados podem levar a uma tendência de apreciação no ano que vem

- Grande preocupação do governo é o crescimento. BRL desvalorizado ajuda a atividade econômica
- Até o nível atual, câmbio não afetou juros nem inflação. Mas desvalorizações acima do nível atual vem pressionando a curva de juros
- Redução de overhedge dos bancos em dezembro deve gerar uma compra de USD 14 b de dólar futuro em dezembro
- Quando romper o range, rompe para baixo: superávit crescente em conta corrente, redução da dívida em USD das empresas, tendência global de enfraquecimento do USD...

Overhedge dos bancos: desmontando mais uma bomba

Fim do incentivo fiscal para bancos pode levar a uma compra de dólares na BMF de USD 15 bilhões em dezembro de 2020.

Overhedge dos bancos vem se reduzindo mas ainda é USD 30b. Metade deve ser reduzido em dezembro

Investimento de instituições financeiras brasileiras no exterior vem se reduzindo

Gráfico 2.3.1 – Overhedge & investimento no exterior

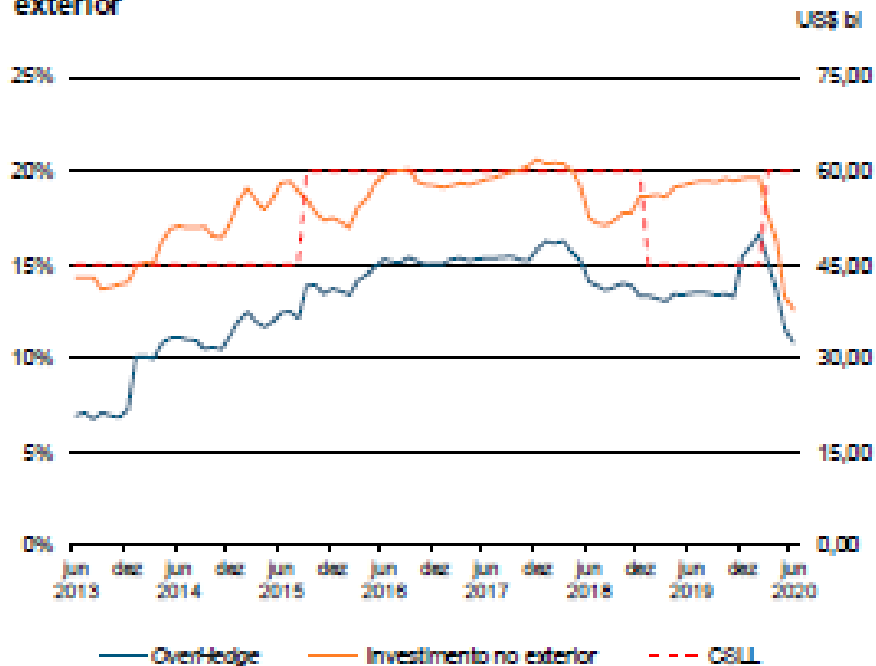
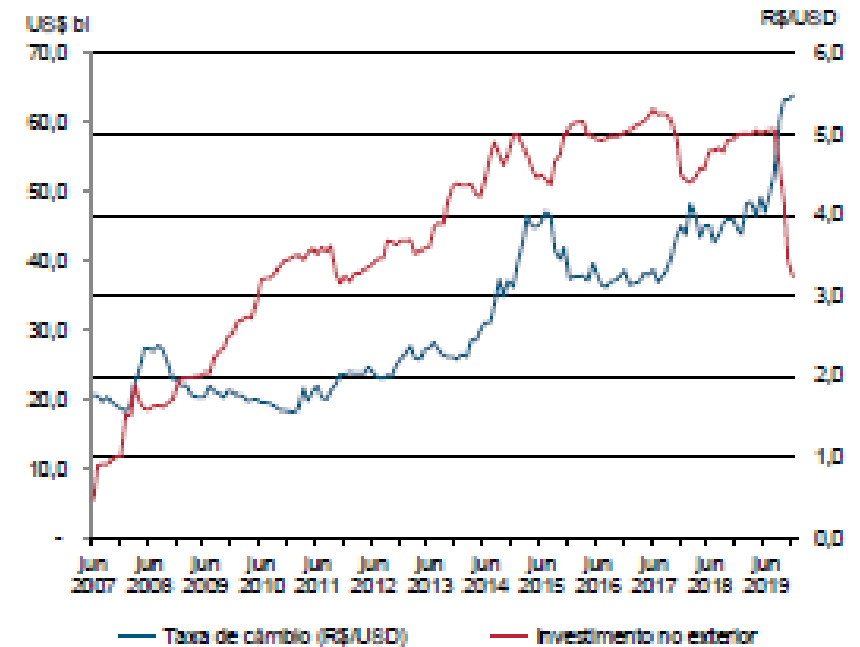


Gráfico 2.3.3 – Investimento no exterior e dólar Desde de 2008



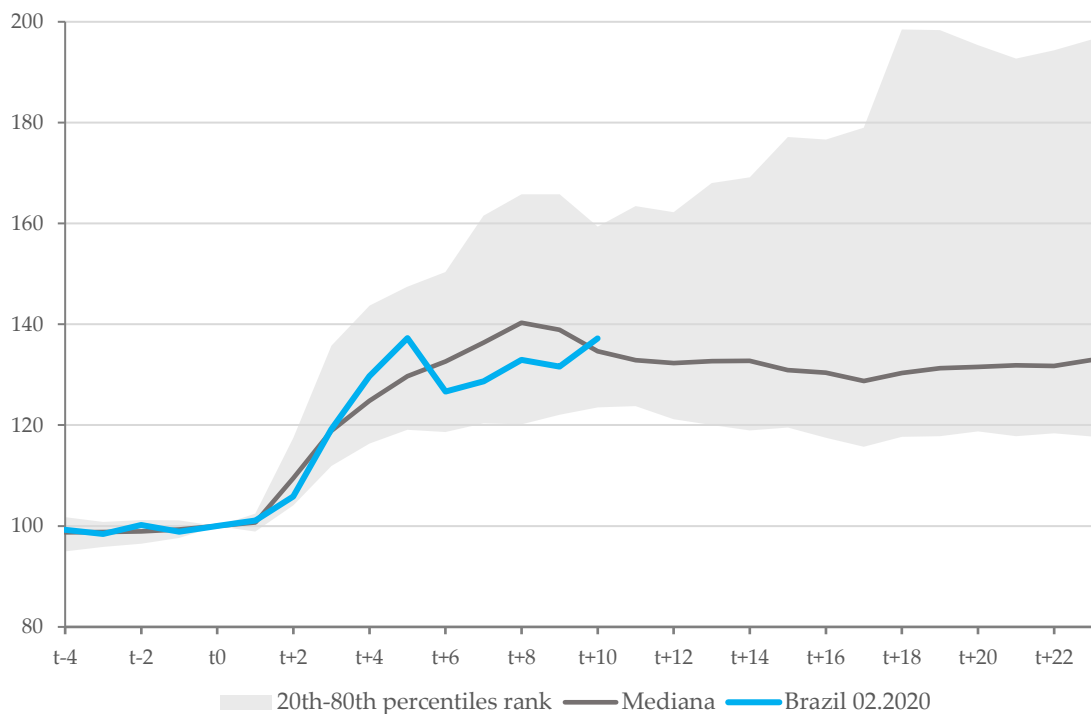
Estudo sobre comparações internacionais de *overshooting* no câmbio

Com inflação muito baixa no Brasil, ajuste do câmbio real deve se dar com queda do câmbio nominal

Identificamos 82 eventos estáveis (não relacionados a hiperinflação) nas últimas décadas

Stable

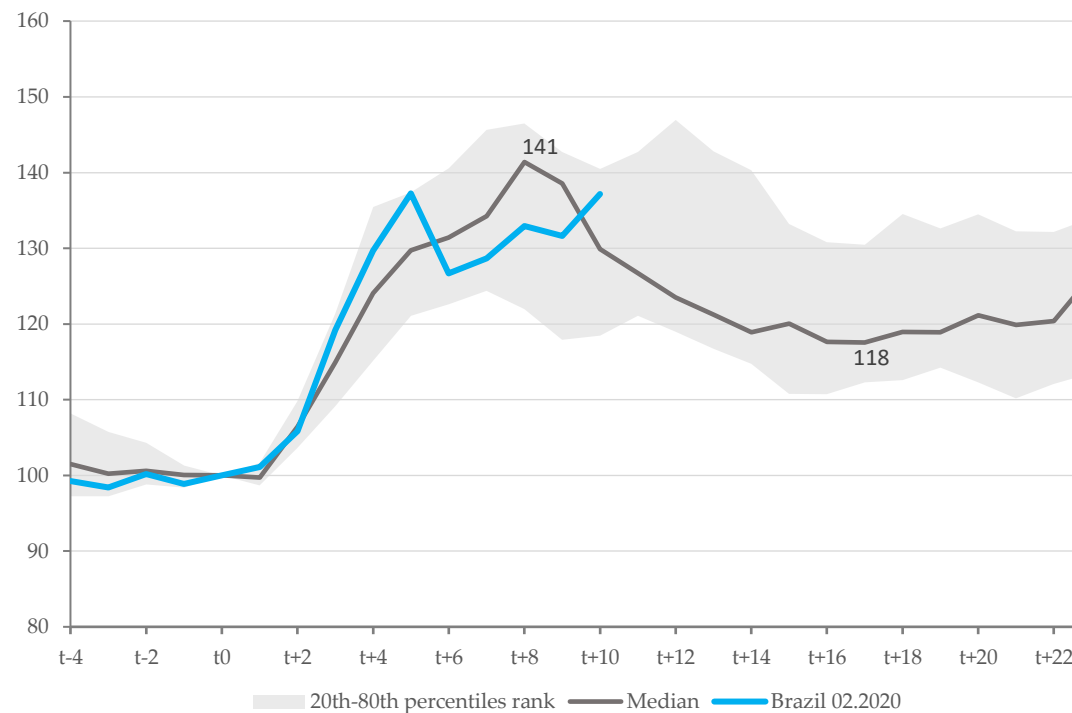
Comparação entre 82 eventos de overshootings



Do universo total, apenas 23 casos tiveram uma inflação menor do que 10% depois de 2 anos. Brasil deve ter 6%!

Stable & CPI<10

Comparison between 23 events of overshootings

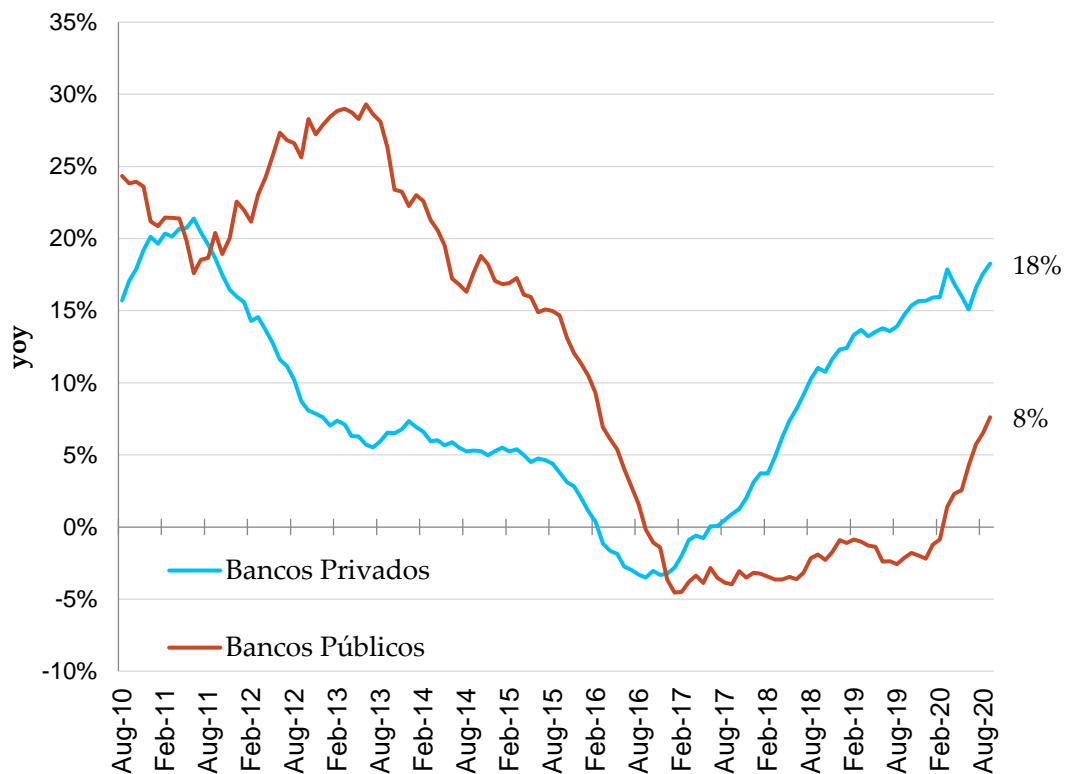


**Crédito e política monetária
serão os principais catalisadores
do crescimento a curto prazo**

Com a queda nas taxas de juros, o crédito já vinha se expandindo naturalmente. Governo deve focar no crédito imobiliário para maximizar a geração de emprego

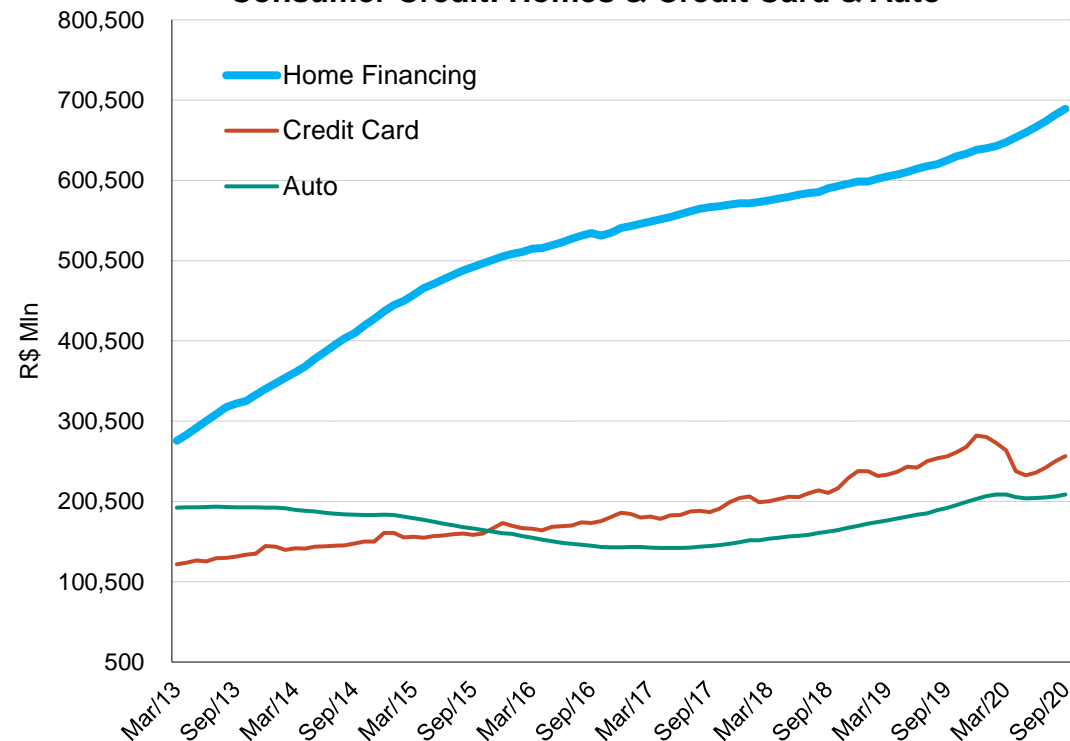
Crédito privado segue crescendo firme. Bancos públicos voltaram a emprestar

Estoque de Crédito: Bancos Públicos e Privados



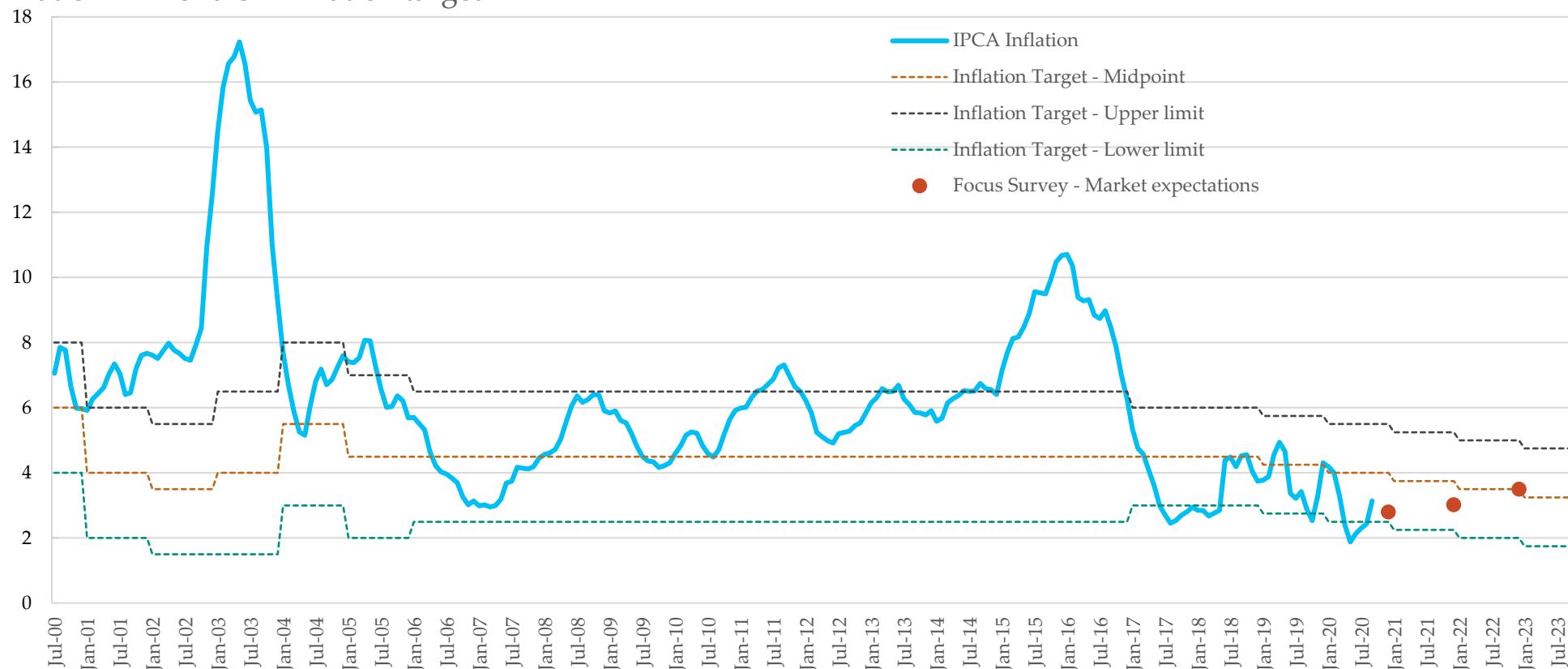
Crédito imobiliário passou ileso pela crise. Governo deve focar nessa modalidade para estimular emprego

Consumer Credit: Homes & Credit Card & Auto



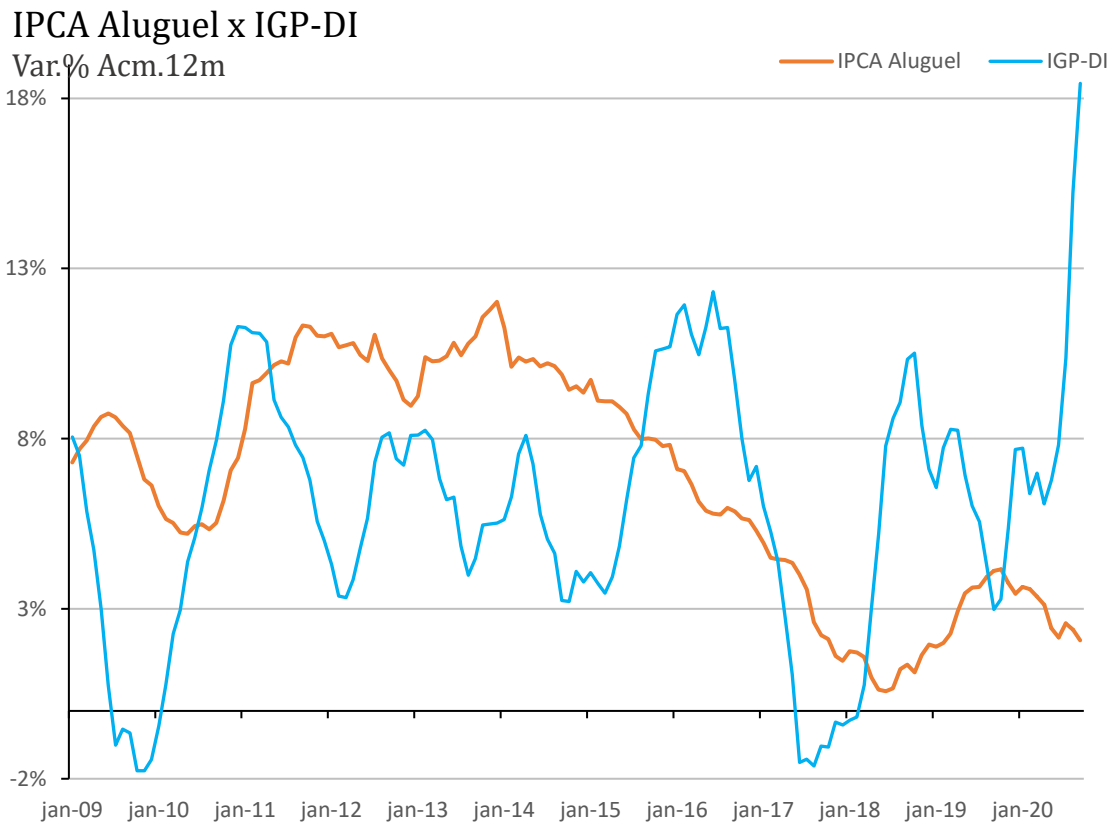
Taxa de juros está historicamente baixa, MAS com inflação ancorada. Mercado prevê inflação abaixo ou no centro da meta pelos próximos anos

Inflation 12 months x Inflation target

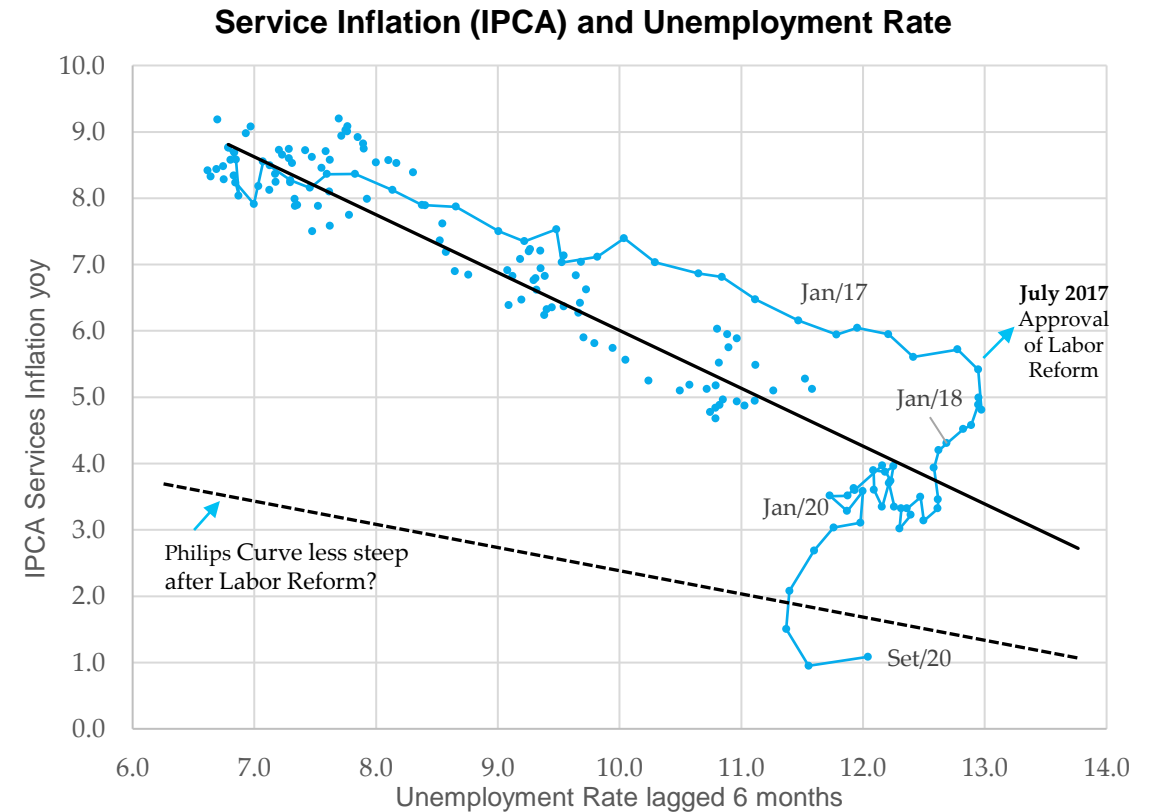


Inflação sob controle no Brasil: inflação de serviços, que depende da atividade, e é mais inercial, deve se manter baixa por alguns anos

Tradables vs Non-Tradables: Com a ociosidade, a inflação de aluguéis não consegue subir apesar da alta no IGP



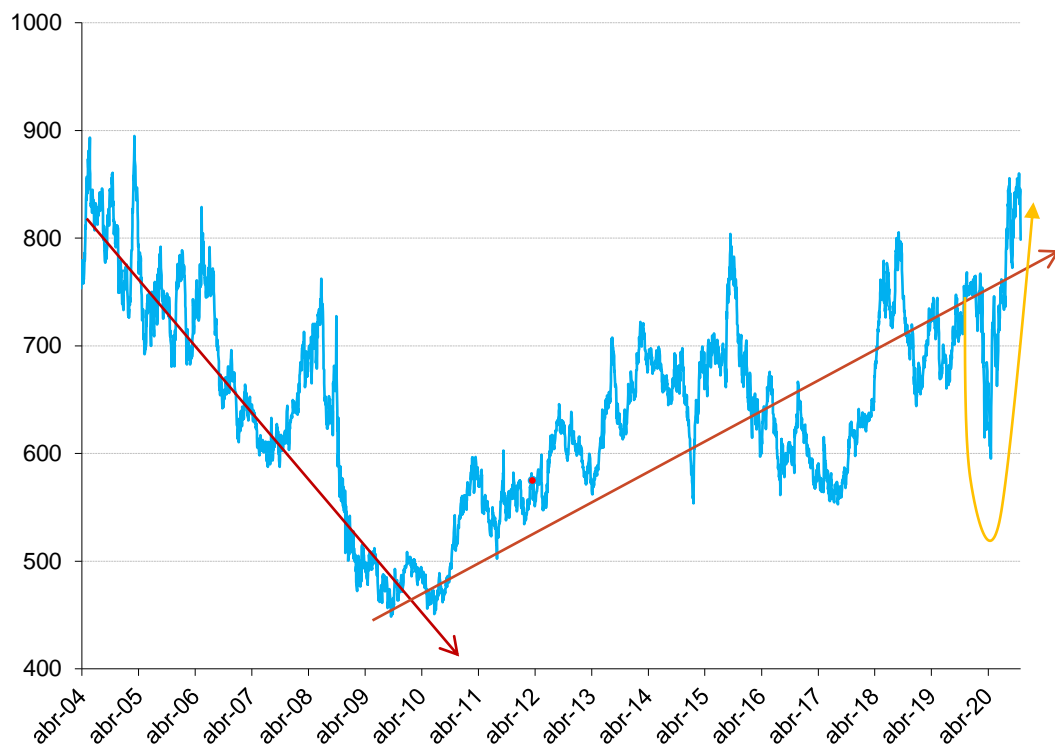
Inflação de serviços teve queda acentuada pela crise. Desemprego alto deve manter core sob controle



De onde veio a surpresa inflacionária recente? Alta das commodities em USD + Desvalorização do Real

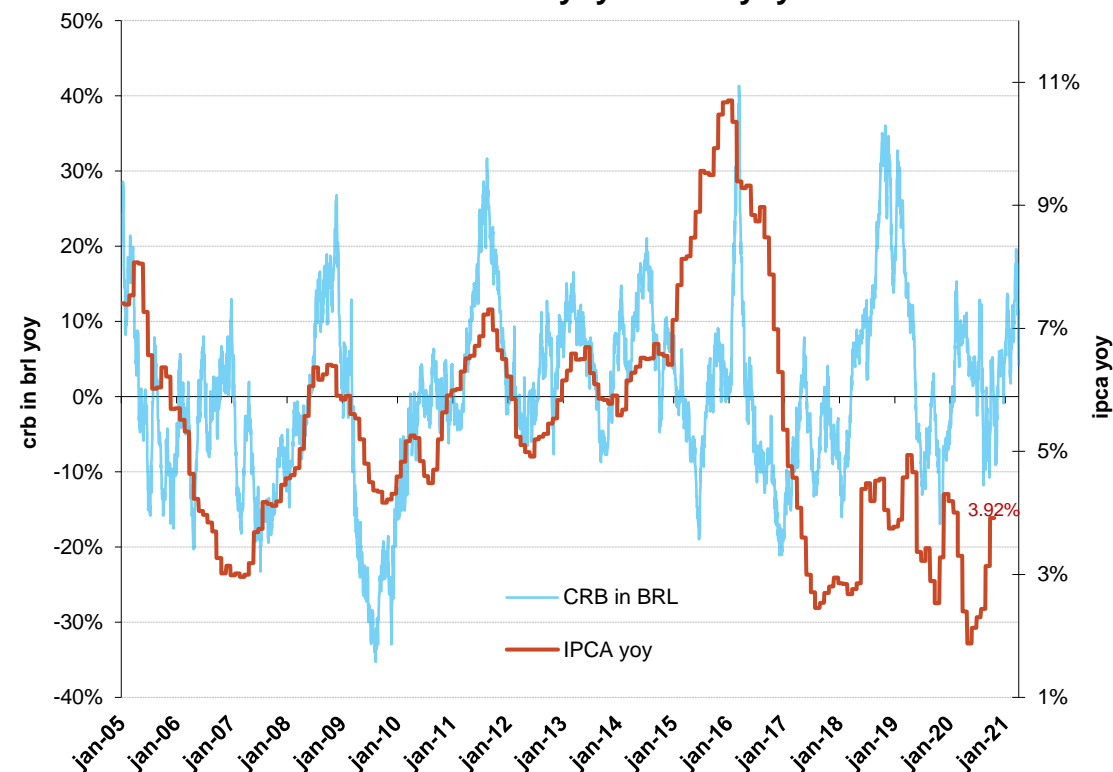
CRB medido em Reais teve forte alta nos últimos meses depois uma queda forte no início da crise do Covid

Índice do CRB em Reais

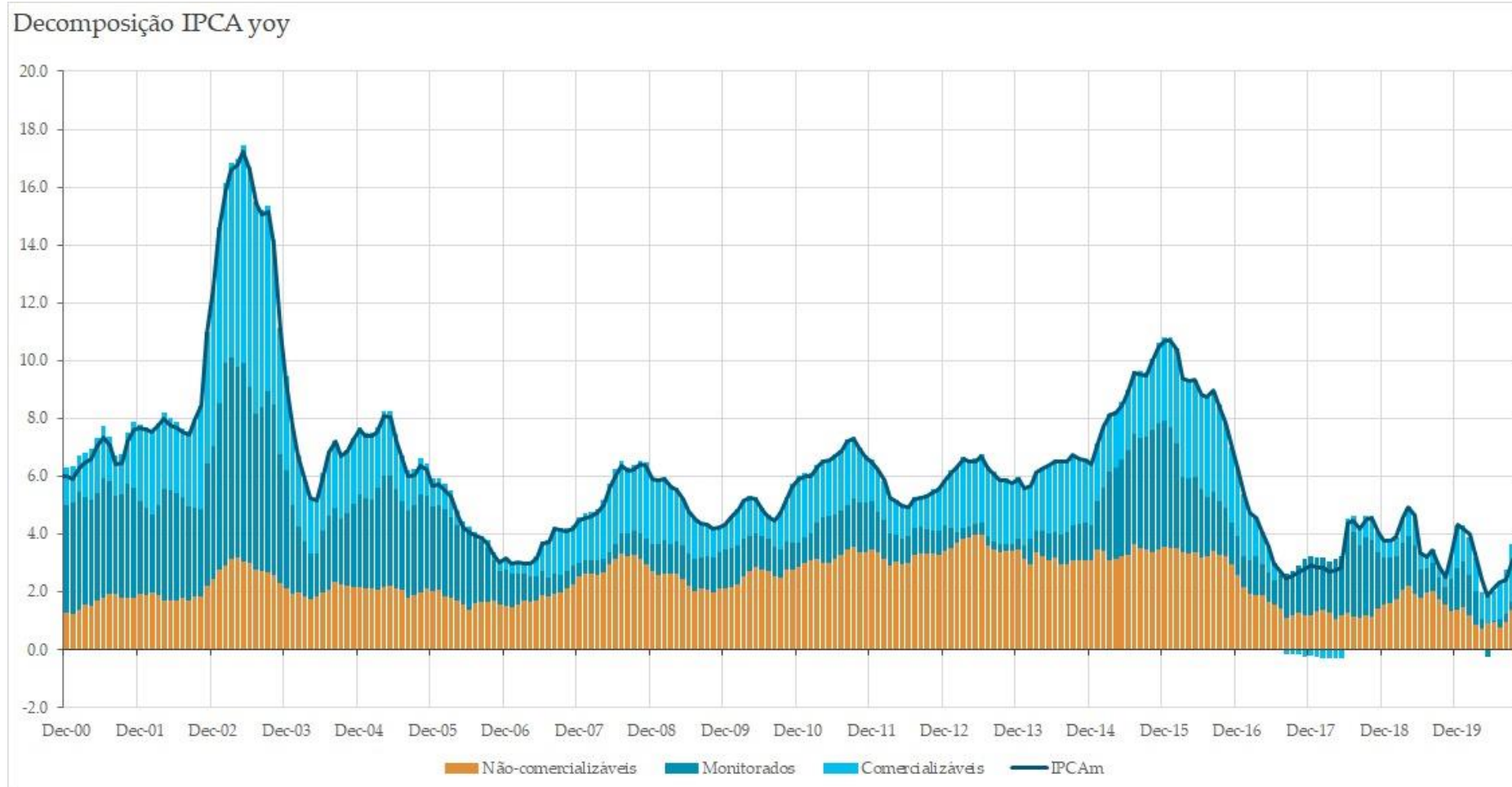


Desde 2017 correlação entre o IPCA e o preço das commodities em Reais vem se reduzindo

CRB em Reais yoy & IPCA yoy

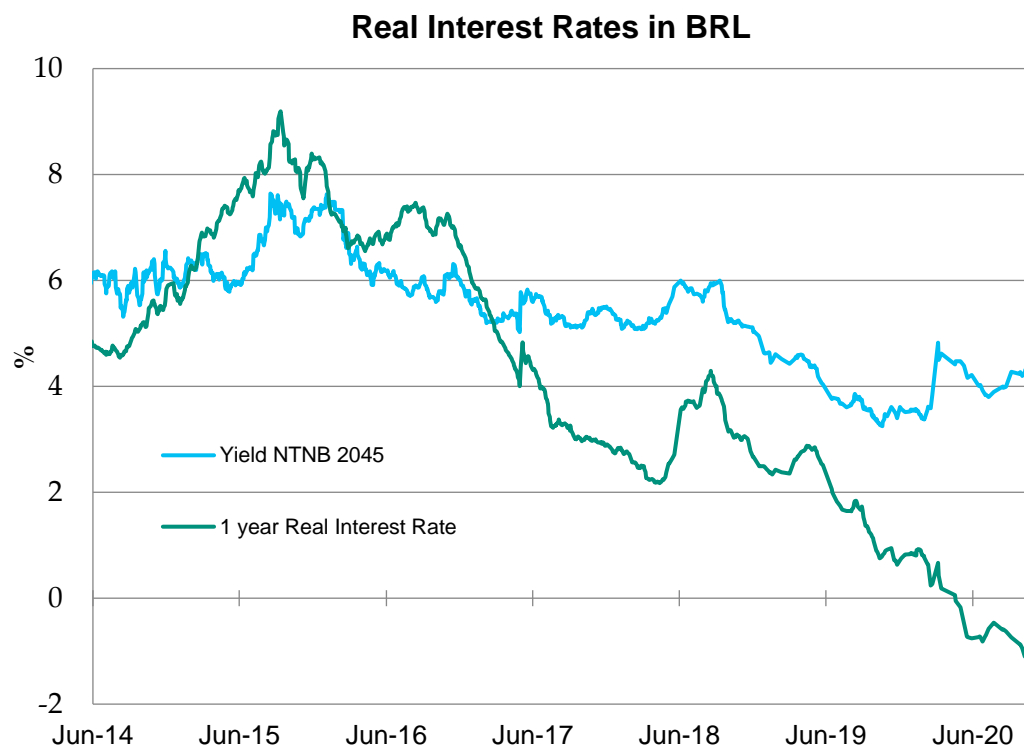


Não-Comercializáveis compõem a base menos volátil do IPCA. Comercializáveis e Monitorados (gasolina) são mais voláteis Taxa de câmbio vai continuar desvalorizando para sempre?

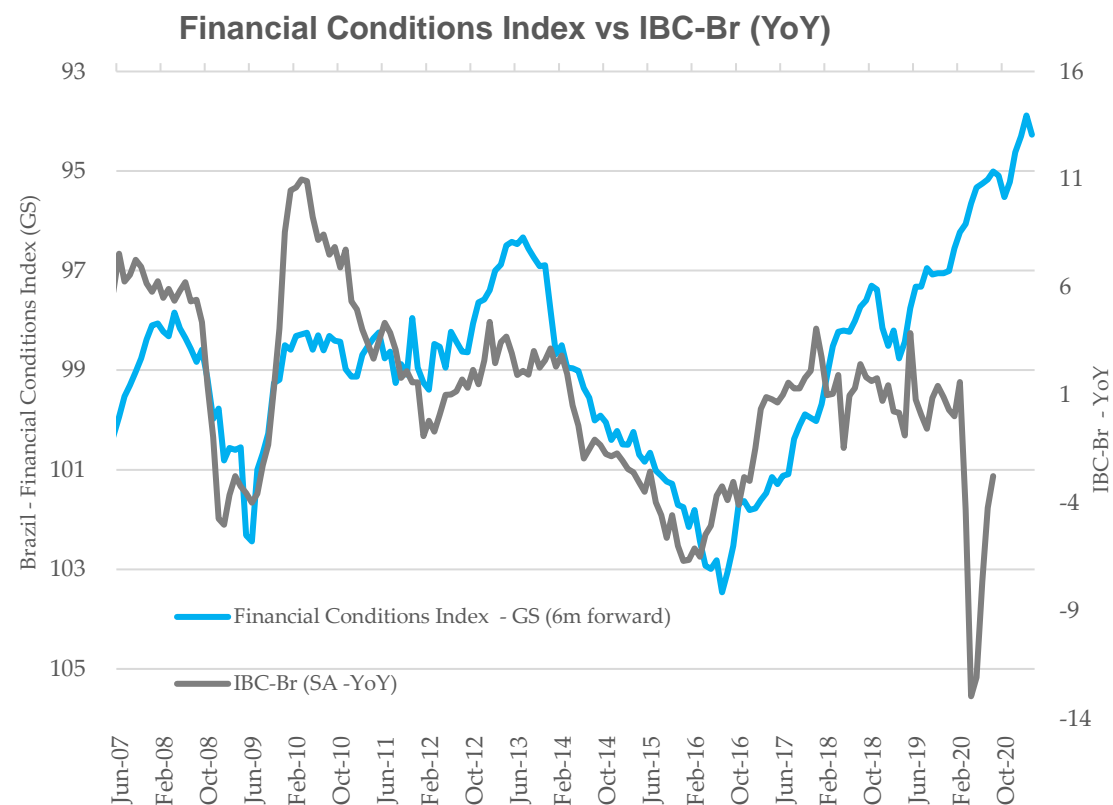


Queda forte nas taxas de juros reais vai impactar crescimento? Com ociosidade e desemprego, BC vai ser lento na alta da Selic. PIB nominal vai ficar acima dos juros por algum tempo (efeito riqueza?)

Taxa de juros de 1 ano real já está negativa usando a expectativa de inflação futura do mercado

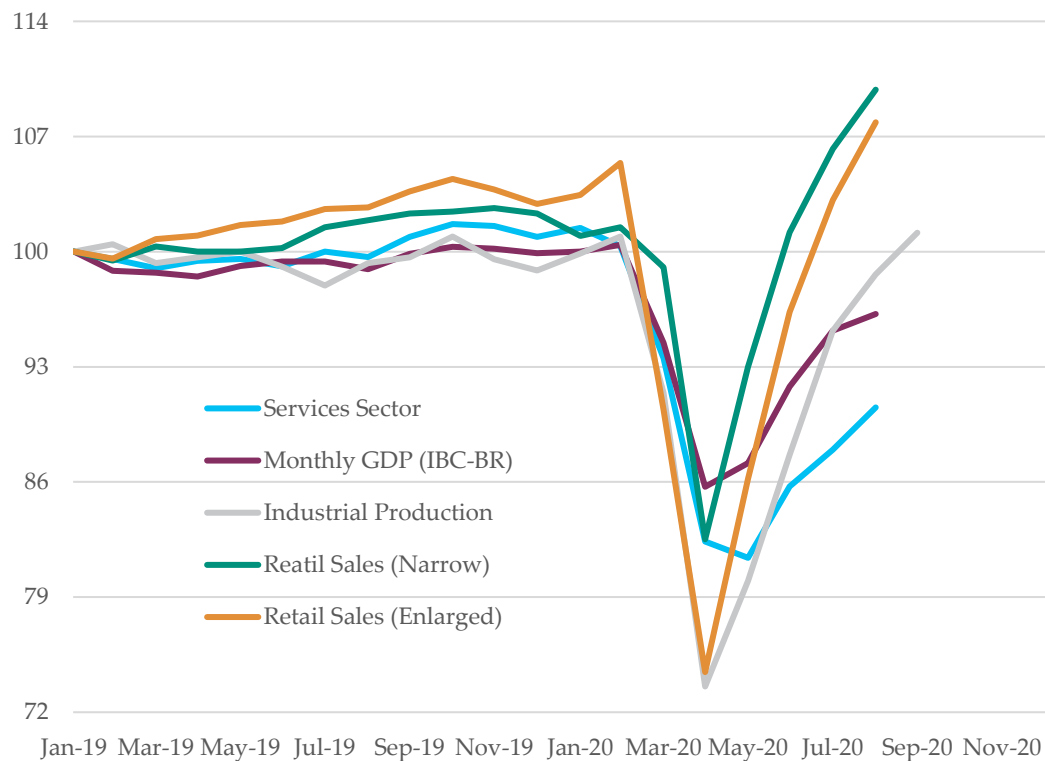


Índice de Condições Financeiras sugere aceleração do crescimento ao longo do próximo ano



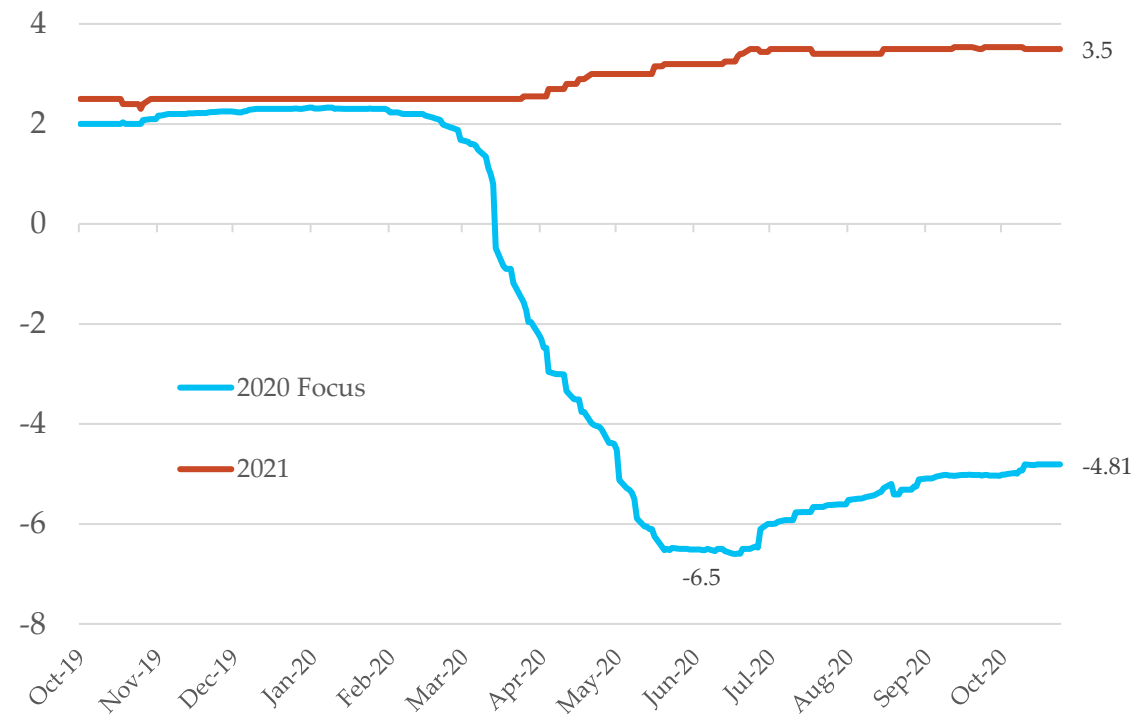
Varejo mostrou recuperação mais forte. Indústria está chegando nos níveis da crise. Setor de serviços é o mais fraco

Activity Indicators (Jan 2019 = 100)

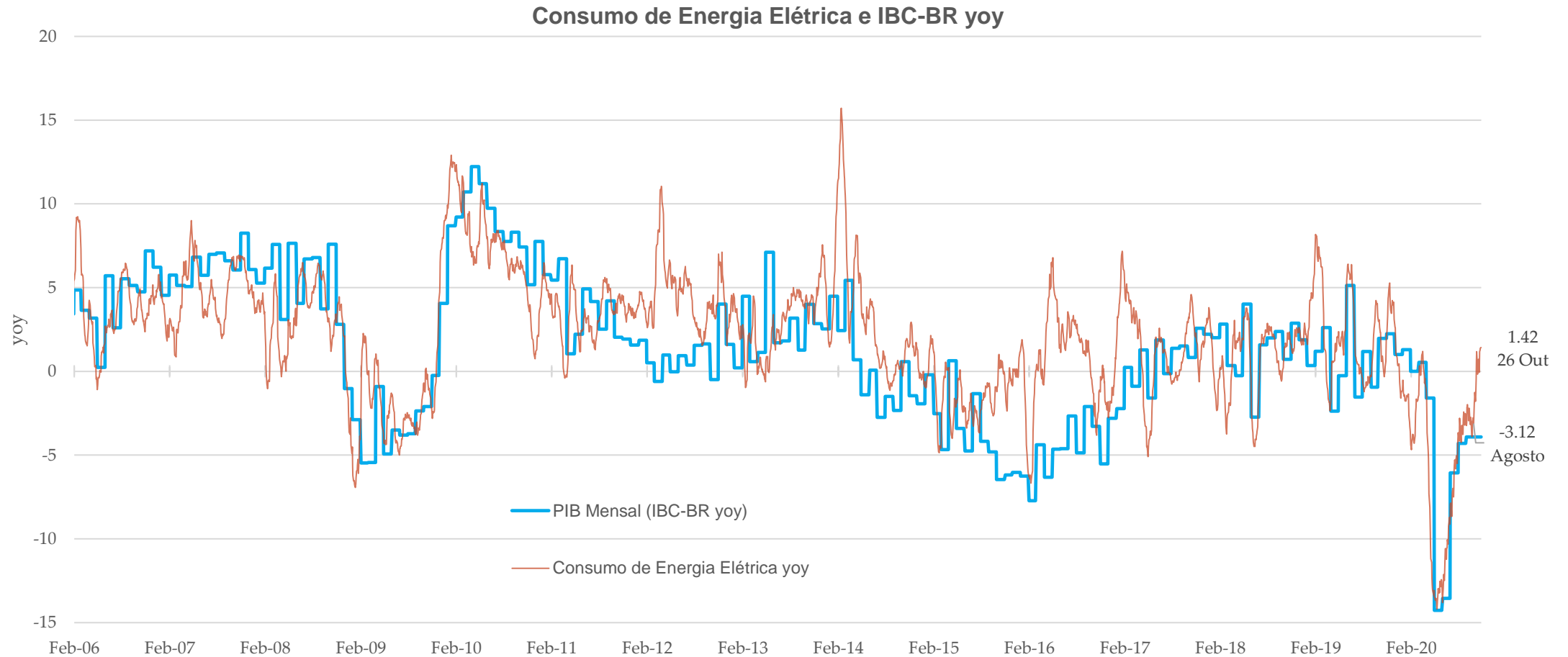


Vento a favor da política monetária pode levar ao crescimento no Brasil ser ainda maior do que as expectativas correntes

Expectativa de Crescimento do PIB no Brasil

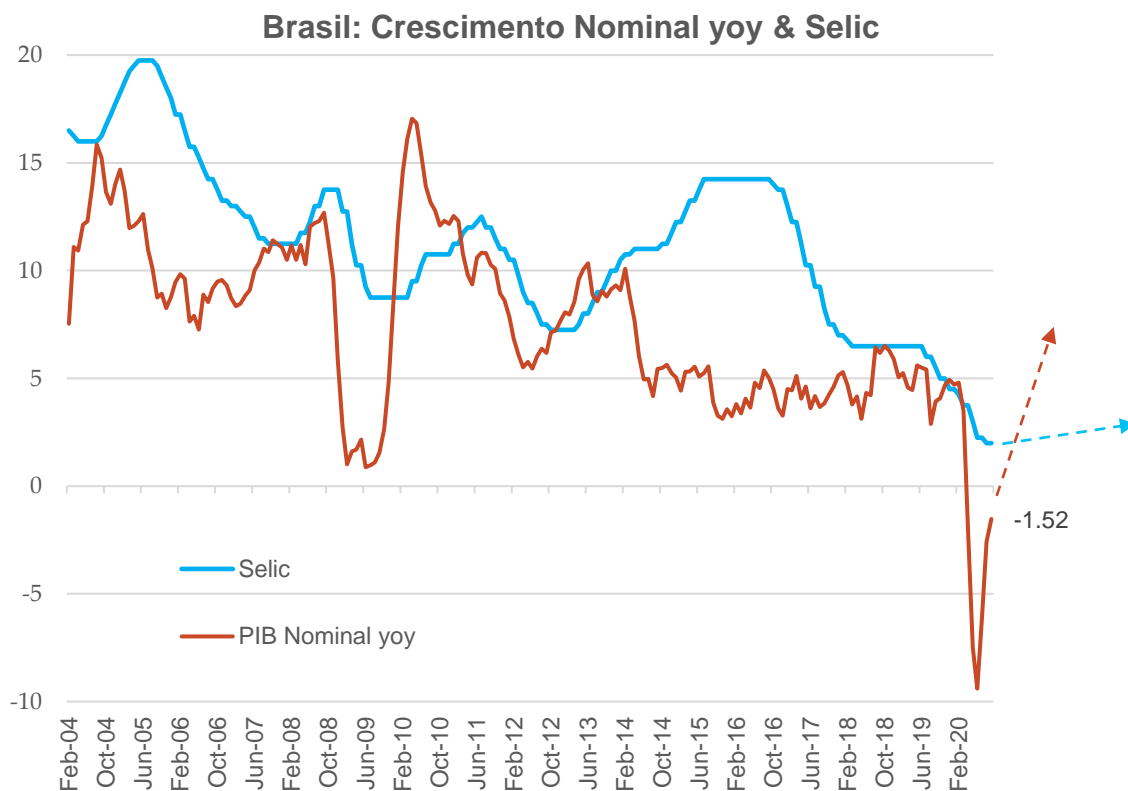


Dados diários do Consumo de Energia Elétrica sugerem que a recuperação do PIB (IBC-BR, último dado ainda em agosto) deve continuar forte em setembro e outubro

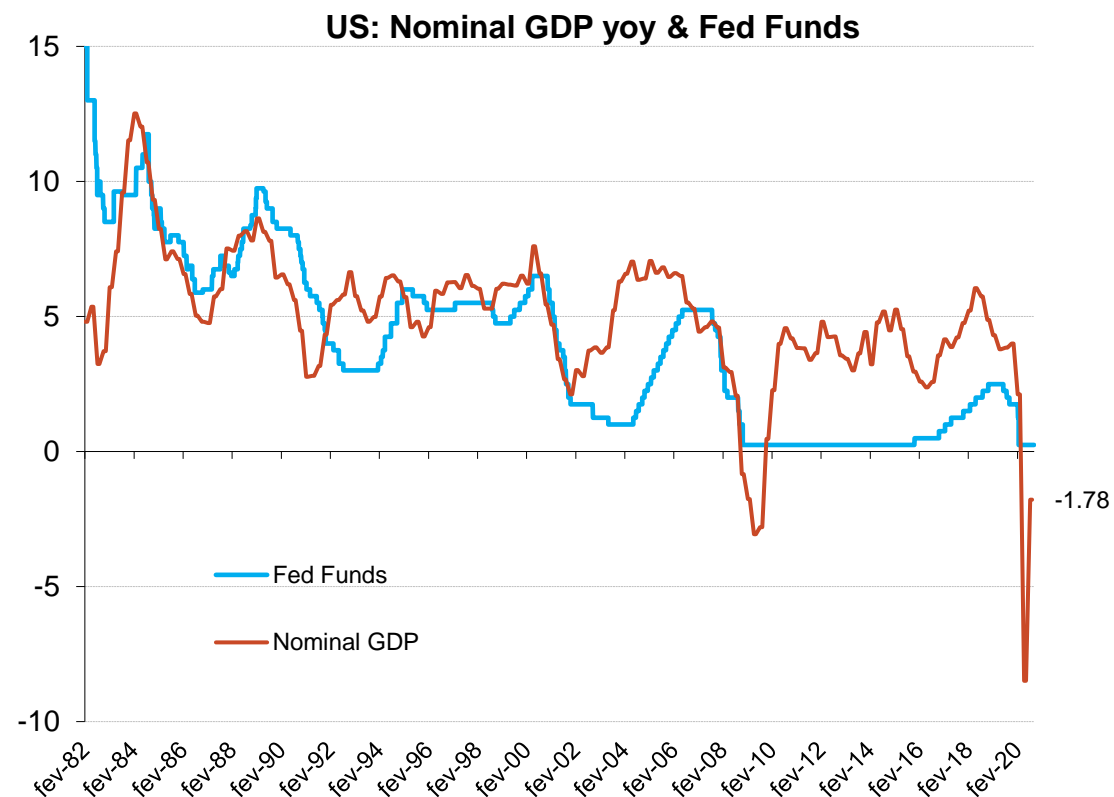


PIB nominal acima da taxa de juros por algum tempo. Brasil vai seguir a receita americana de usar o “efeito riqueza” como um dos canais de transmissão da política monetária?

Em 2021, pela primeira vez o PIB nominal ficará acima do juros sem ter a inflação explodindo a meta



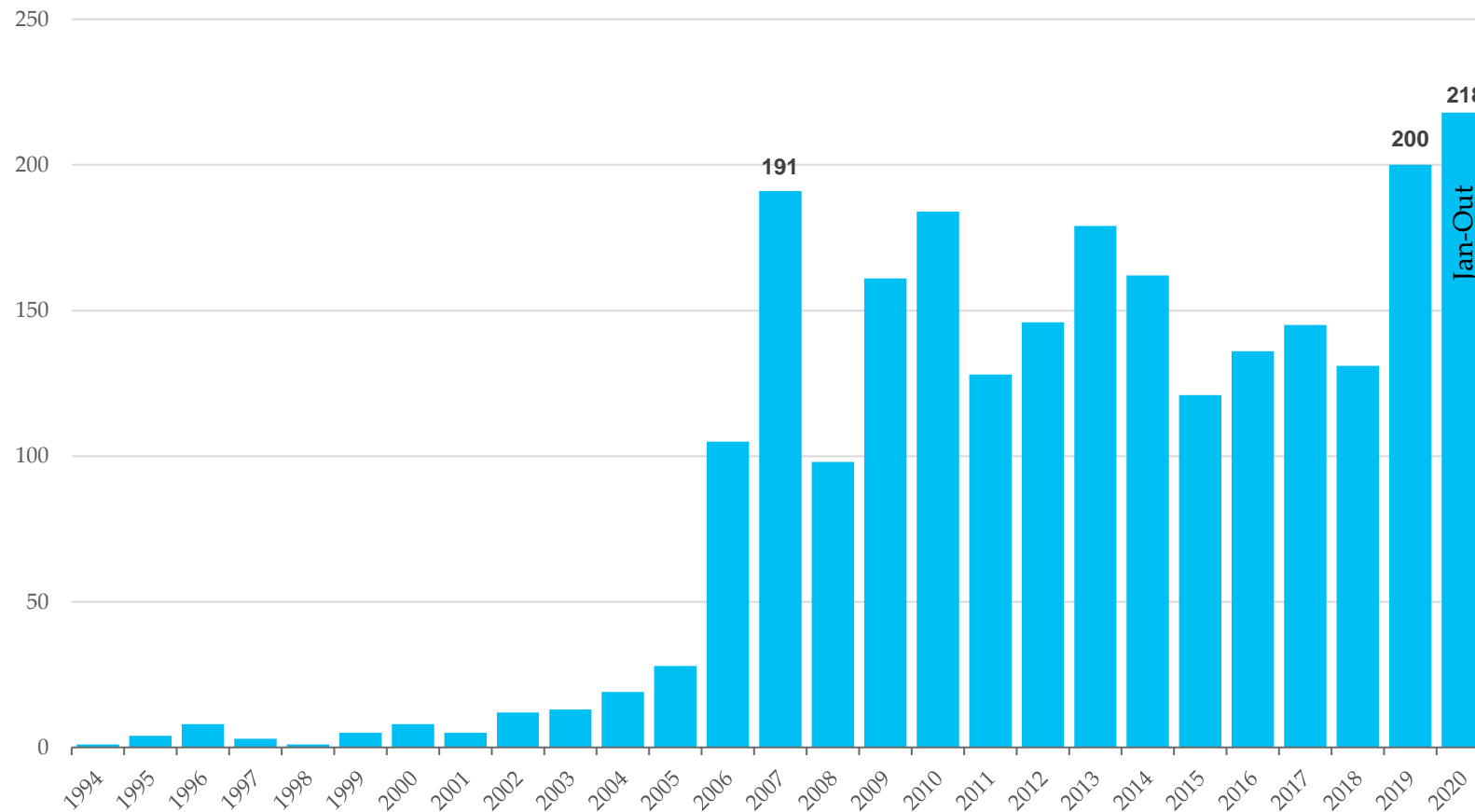
Brasil copiando o modelo americano de usar o efeito riqueza para transmitir a política monetária?



Primeiros sinais: apesar da crise, 2020 já tem (em 10 meses) recorde de operações no mercado de capitais

Efeitos positivos sobre o Investimento (Tobin's Q) e sobre o consumidor (efeito riqueza)

Number of IPO's and Follow-on's in Brazil



Source: Bloomberg, Vinci Partners

- Alta no preço dos ativos no mercado internacional pode gerar um clima positivo para países emergentes e Brasil em particular
- Expectativas do mercado são de crescimento baixo (apesar das revisões mais otimistas) e inflação dentro da meta pelos próximos anos, apesar da Selic em níveis em recorde de baixa.
- Parte longa da curva de juros deve permanecer muito inclinada enquanto o Tesouro tiver que fazer leilões grandes para financiar o déficit fiscal excepcional
- Efeitos defasados da queda de juros sugerem uma forte retomada na atividade econômica depois da pandemia
- Desemprego e hiato do produto elevados sugerem que crescimento pode persistir por algum tempo antes de pressionar salários e inflação
- Pandemia provou um desvio da trajetória fiscal de melhora que vinha se observando até 2019. Cenário positivo depende que trajetória de sustentabilidade fiscal seja retomada em 2021.



Rio de Janeiro

55 21 2159 6000
Av. Bartolomeu Mitre, 336
Leblon - 22431-002

São Paulo

55 11 3572 3700
Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.277
14º andar Jardim Paulistano - 01452-000

Recife

55 81 3204 6811
Av. República do Líbano, 251 - Sala 301
Torre A - Pina - 51110-160

Nova York

1 646 559 8000
780 Third Avenue, 25th Floor
10017