

Cenário Macro | Paradoxo?

Tanta Demanda (portos congestionados, falta de componentes, falta energia...)

Que a Oferta cai

José Carlos Carvalho

Outubro | 2021

Três mensagens importantes nessa apresentação

1. Crescimento global começa a desacelerar. No entanto, a desaceleração se dá de um nível extremamente forte para um nível moderado mas ainda acima do crescimento potencial de várias economias. Mais importante, parte da desaceleração vem por problemas de oferta. Queda na produção de carros, por exemplo, ocorre por falta de *chips*, não por falta de interesse em comprar carros. Atender à demanda reprimida e recompor estoques pode levar anos.
2. O problema do excesso de demanda em relação à oferta, e a conseqüente inflação, faz com que os principais BCs do mundo considerem desacelerar e reverter o estímulo monetário. Com a economia global ainda crescendo forte, mas num ritmo mais moderado, nível de preços das commodities deve permanecer elevado mas a inflação de commodities deve cair.
3. Cenário *Goldilocks* global pode voltar: crescimento morno por mais tempo junto com aperto monetário lento. No Brasil, para 2022 contribuem positivamente o crescimento global, a expansão do crédito e a volta do estímulo fiscal depois de uma grande contração em 2021. Negativamente contribui a elevação na taxa de juros em 2021. Estimamos que o crescimento desacelere de 5,3% em 2021 para 2,5% em 2022, e a inflação também desacelere de 8,4% para 4% (em função da maior estabilidade no preço das commodities em dólares).

Estados Unidos:

Excessos da política fiscal e monetária garantem demanda maior do que a produção por mais alguns anos

Até meados de 2022, Fed vai continuar emitindo moeda, mas num ritmo decrescente (*taper*)

Se os ativos reagirem bem durante o *taper*, a alta de juros deve começar no final de 2022 ou início de 2023

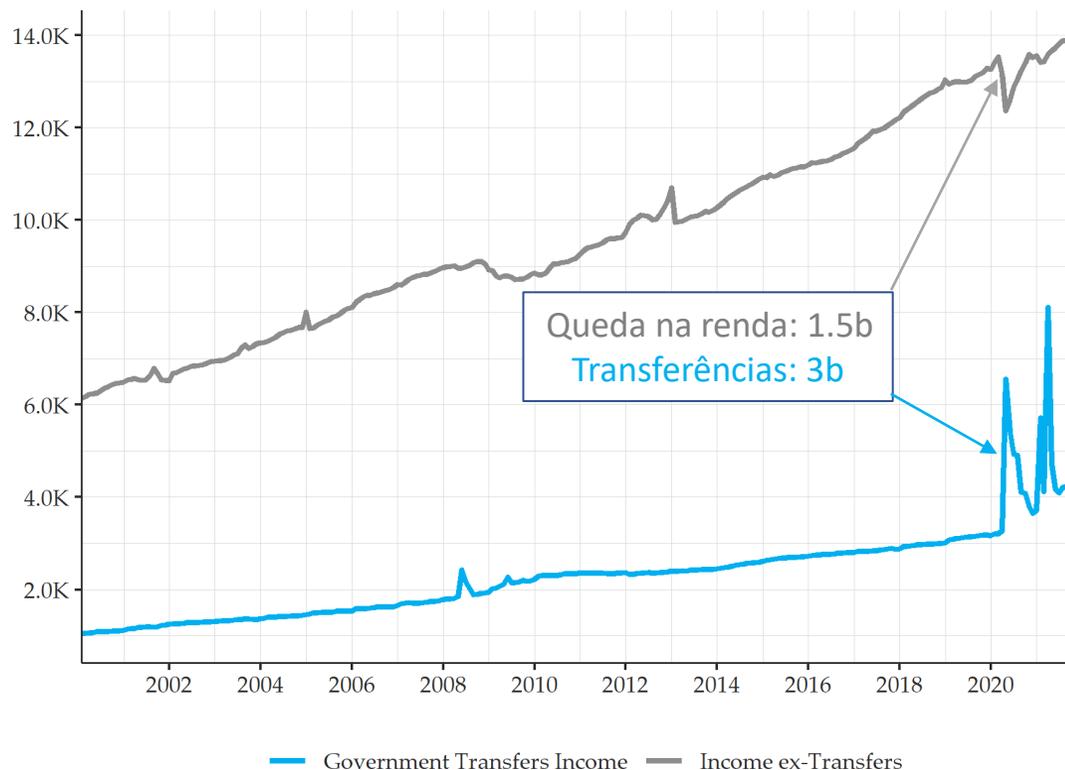
PIB tem duas óticas siamesas: produto e renda

Em tempos normais, empresas produzem, vendem seus produtos (gerando “renda”) que então é distribuída para salários, lucros, impostos, aluguéis, juros... Dessa vez o governo “distribuiu renda” antes da produção, gerando excesso de poupança. Esse excesso de poupança vai alimentar demanda nos próximos anos

Transferências do governo para os indivíduos persistiu mesmo quando a renda recebida do setor privado já estava em alta

US: Personal Income - Government and ex-Transfers

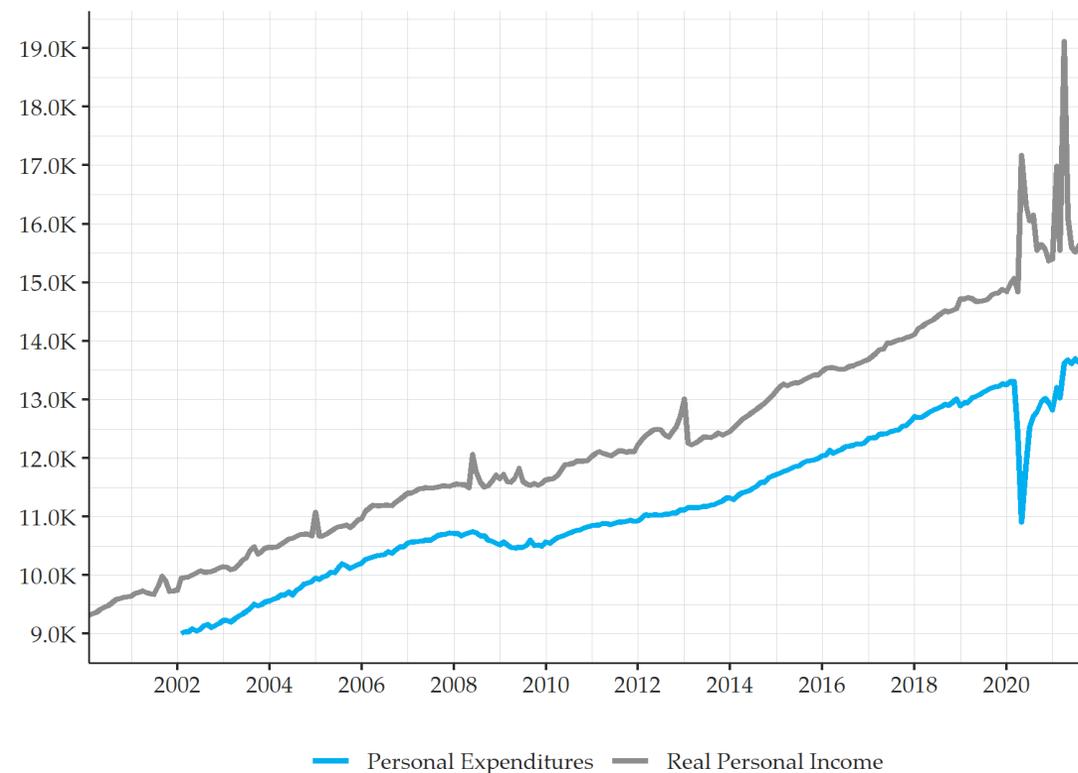
Last update: Aug 2021



Renda total do consumidor (privada + transferências do governo) cresceu durante a pandemia. Mas consumo (principalmente de serviços) estava limitado. A renda e a poupança cresceram durante a pandemia

US: Personal Income and Spending

Last update: Aug 2021

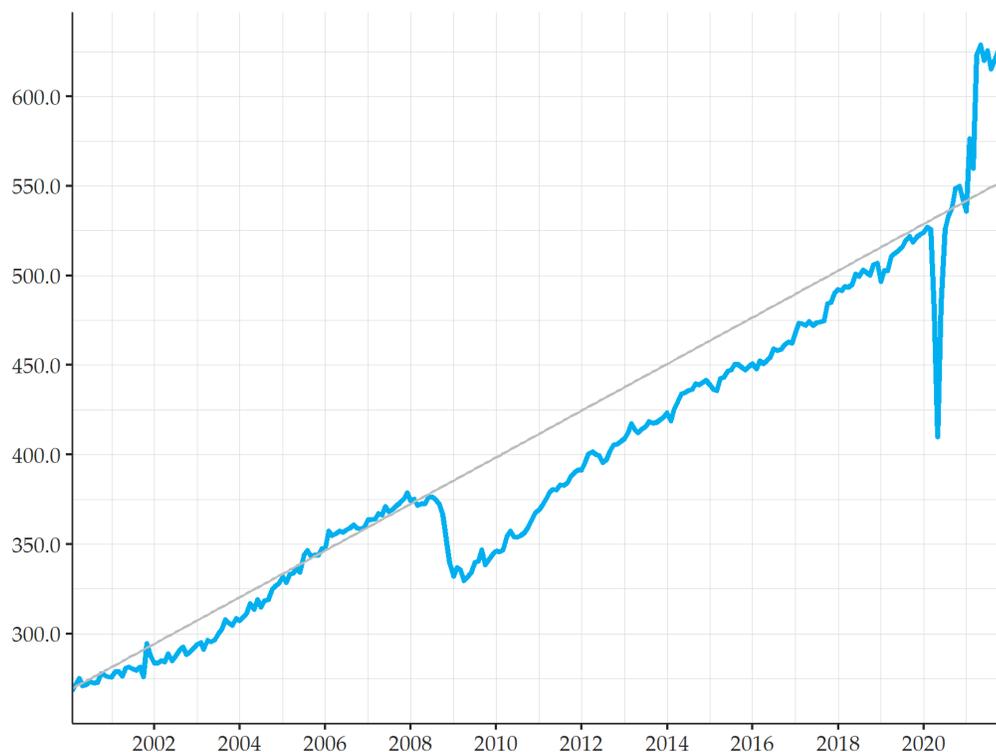


Consumidores gastaram onde havia oferta (bens) e acumularam poupança

A aceleração do consumo já se nota nos dados de vendas no varejo. Ainda assim, com limite no consumo de serviços, a taxa de poupança cresceu para até 33% da renda durante a crise. Isso levou a um excesso de poupança de \$2.6tri / 12.5% do PIB que deverá alimentar o consumo nos próximos anos.

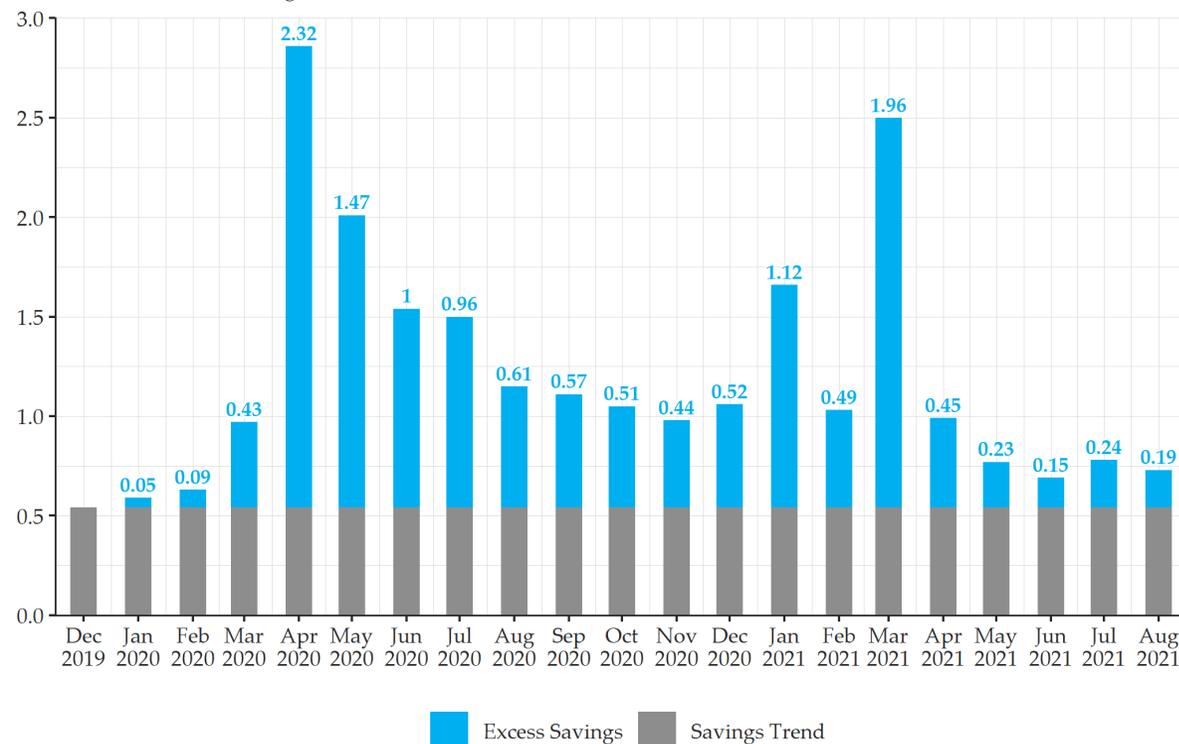
US: Retail Sales

Last update: Sep 2021



US: Excess & Trend Savings (%GDP)

Dados atualizados até Aug 2021



/// Será que o consumidor vai gastar o excesso de poupança?

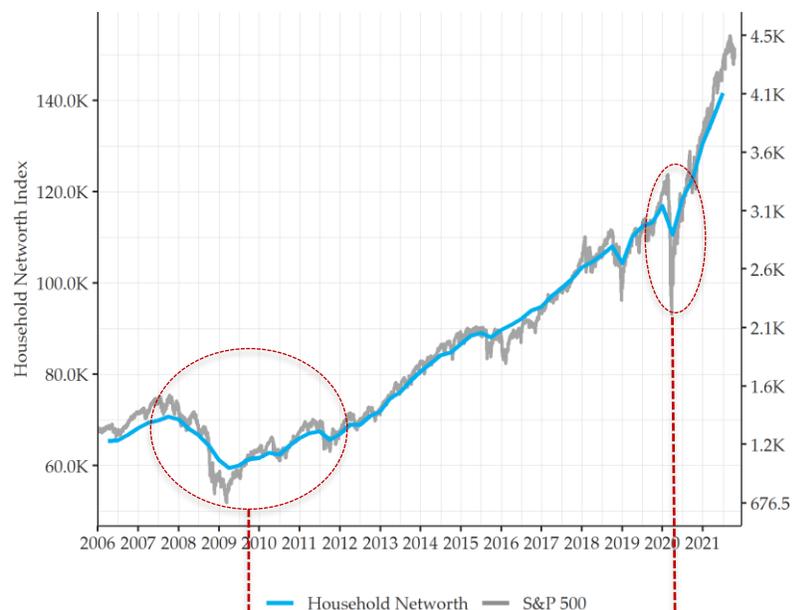
Efeito riqueza positivo

Com um impacto muito rápido no preço dos ativos durante os primeiros meses, e uma performance espetacular após a crise, efeito riqueza deve estimular ainda mais o consumo nos próximos meses.

Por que a diferença entre as pesquisas de Confiança do Consumidor? “Ancoragem” das expectativas com perguntas preliminares

US: Household Networth x S&P 500 - (Aug: 3 / Sep: 1)

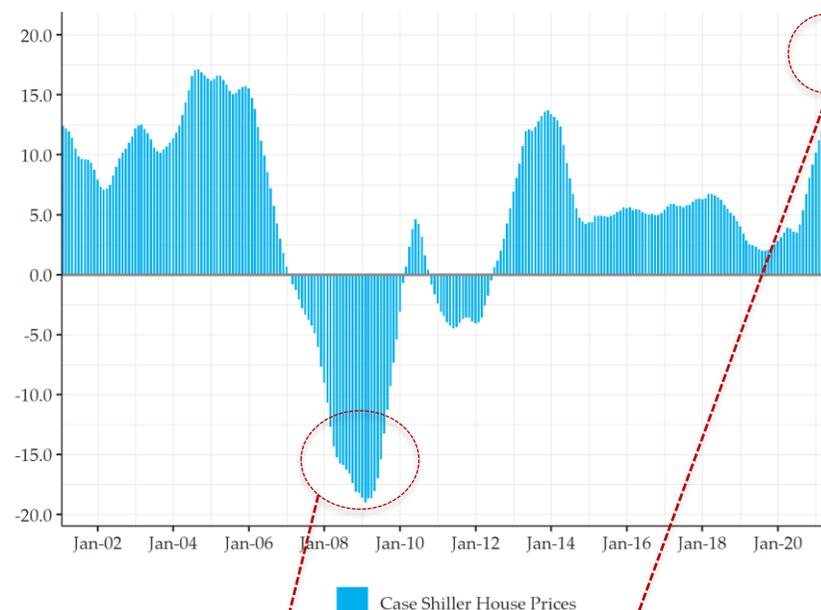
Last update, Oct 2021



Em 2008, riqueza das famílias levou 5 anos para voltar ao nível pré crise. Durante o Covid, voltou em questão de meses

US: Case Shiller House Prices - Jun: 3 / Jul: 3

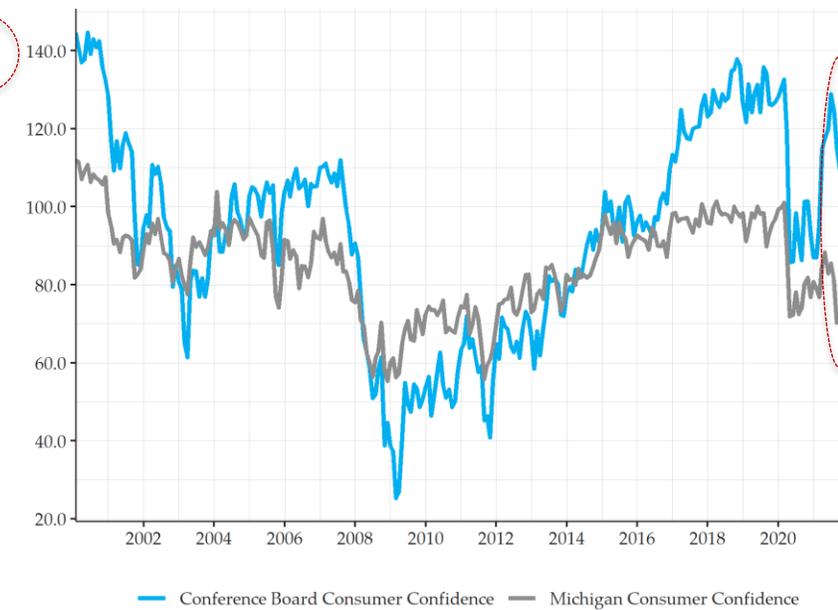
Dados atualizados até Jul 2021



Em 2008 média dos preços das casas no US caiu 20%. Agora sobe 20%!

Consumer Confidence: Michigan vs Conference Board

Last update: Oct 2021



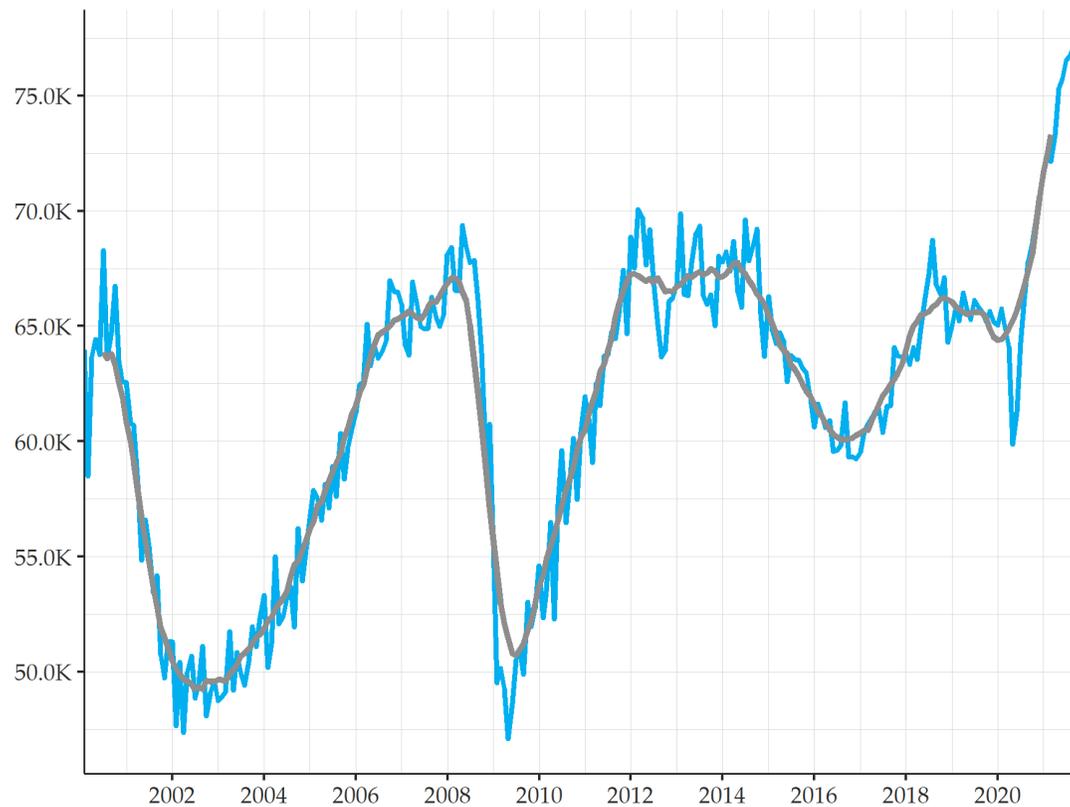
Ancoragem de expectativas:
Michigan: perguntas preliminares sobre inflação
Conf Board: perguntas preliminares sobre mercado de trabalho

Empresas encomendam níveis recorde de bens de capital

Demanda de máquinas tem forte correlação com o investimento. Correlação entre entrega de máquinas e número de Investimento do PIB sugere uma forte alta no Investimento ao longo de 2021. Isto sugere um crescimento sustentado por um período mais longo.

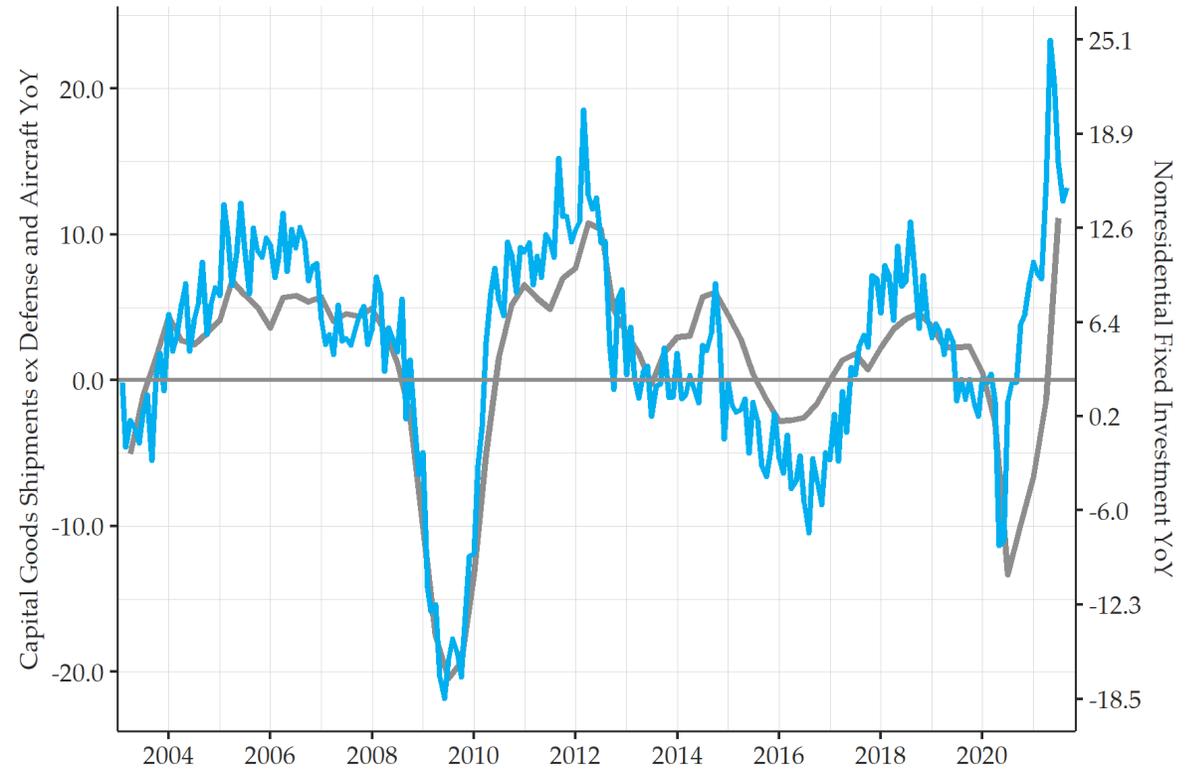
US: New Orders Capital Goods ex Defense and Aircraft

Last update: Aug 2021



Cap. Goods Shipment x Fixed Investment

Last update, Aug 2021



— Capital Goods Shipments ex Defense and Aircraft — Nonresidential Fixed Investment

/ Origem do problema: excesso de demanda

12,5% do PIB de excesso de poupança (energia potencial) vai virar “demanda” nos próximos anos (energia cinética)

Mas a produção americana consegue crescer 12,5% nos próximos anos?

Não

Então como o lado da oferta e demanda vão se equilibrar?

- 1. Aumento do déficit da balança comercial**
- 2. Aumento da produção local & redução de estoques**
- 3. Aumento na inflação, em especial serviços, que não são importáveis**

Ações futuras do Fed visam moderar as consequências negativas do excesso de demanda

Podemos monitorar quando a redução do excesso de demanda virará desaquecimento.

Mas ainda estamos longe desse ponto.

As principais válvulas de escape estão funcionando!

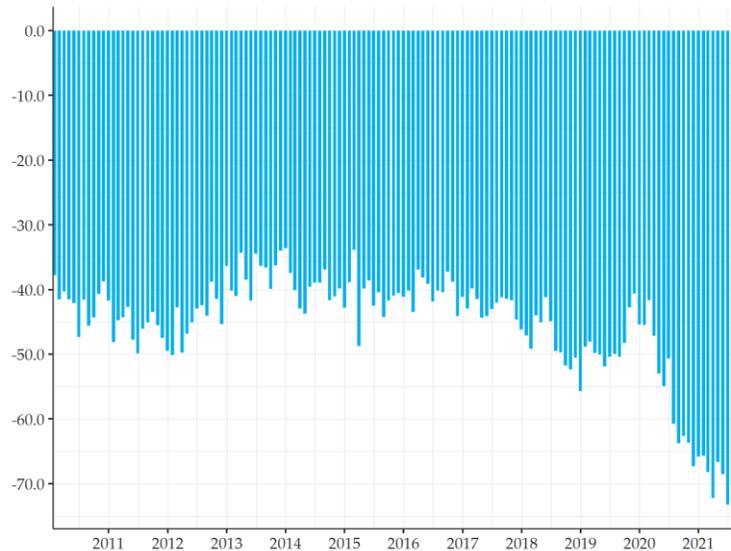
Piora da balança comercial...

... aumento do PIB ...

... e redução de estoques

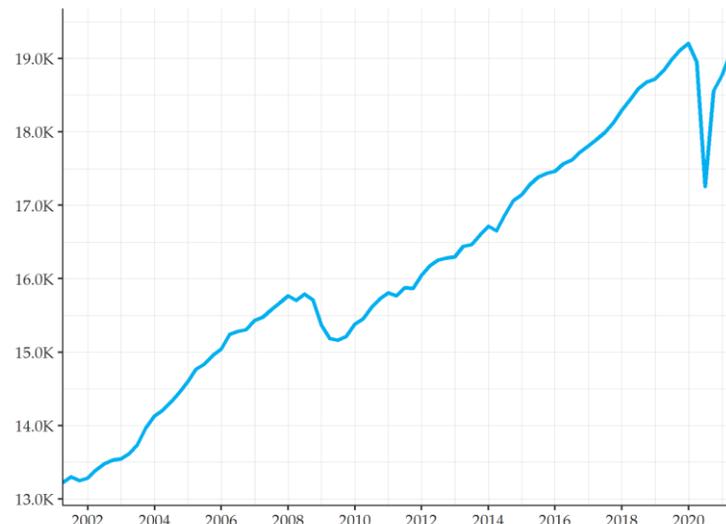
US: Trade Deficit

Last update, Aug 2021

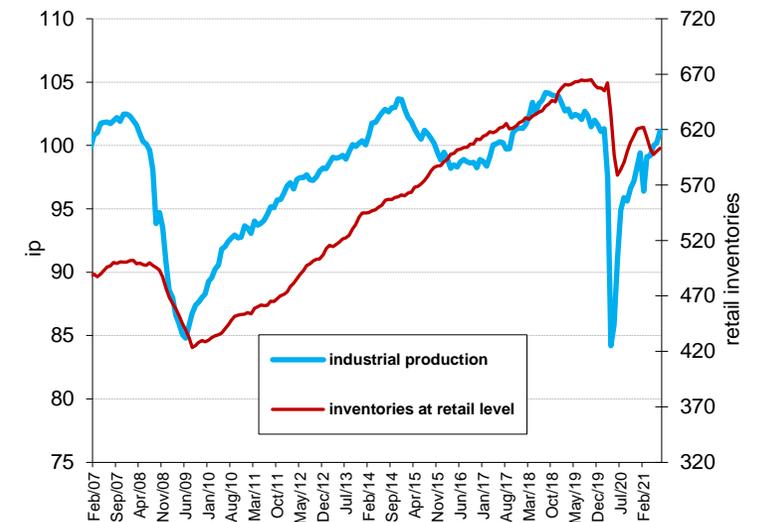


US: Real GDP (USD bi)

Last update: Jun 2021



Industrial Production & Retail Inventories



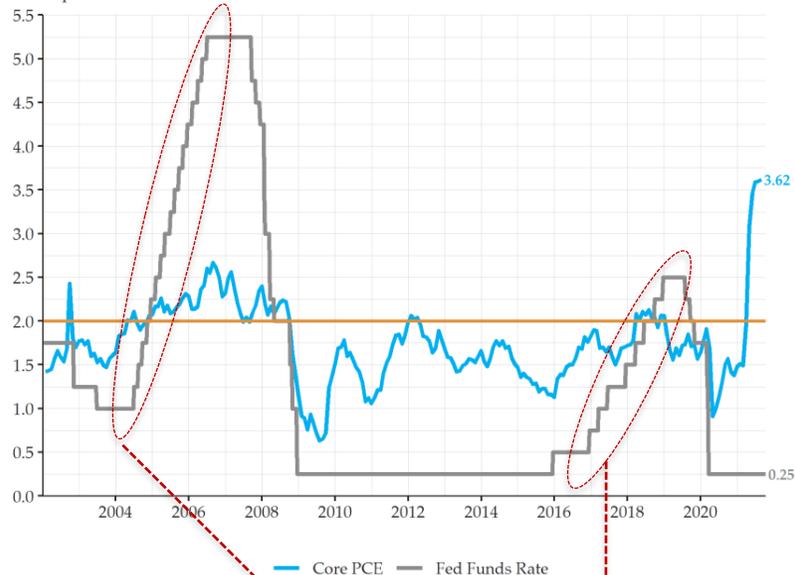
Além das válvulas de escape, parte da energia será gasta em atrito -- no caso, inflação

Como foi a alta de juros de Fed Funds e UST 10 anos nos 3 primeiros anos do governo Trump?
Como foi a performance da bolsa nesse mesmo período?

Parte do valor real da poupança acumulada se reduz com a inflação

US: Core PCE x Fed Funds

Last update: Oct 2021



Altas de juros com economia forte.
Ativos performam bem até desaquecimento da economia

Em 2017, juros e atividade subiram juntos

Global Vinci Leading Indicator x US 10y

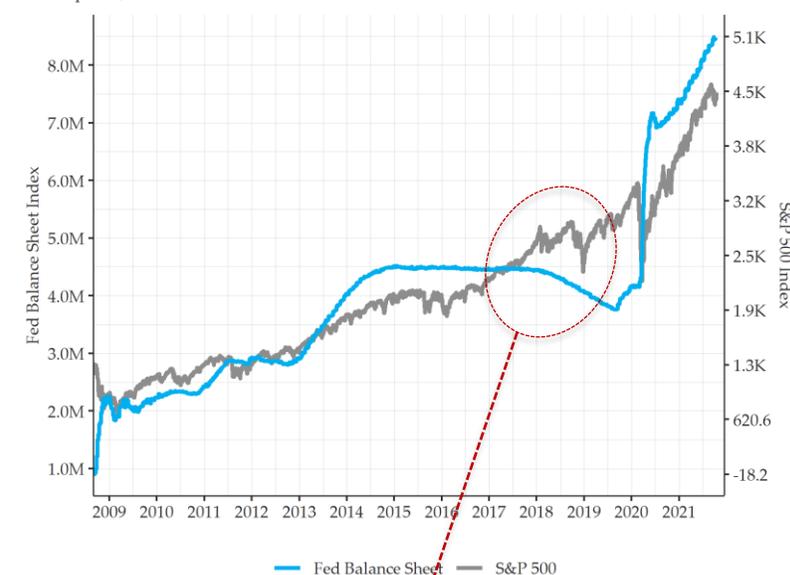


Para o ritmo de crescimento atual a correlação histórica mostra que UST 10y deveria estar em torno de 3%

2018, reversão do QE

US: Fed Balance Sheet

Last update, Oct 2021



Redução da emissão de moeda em 2017/18 não afetou a bolsa

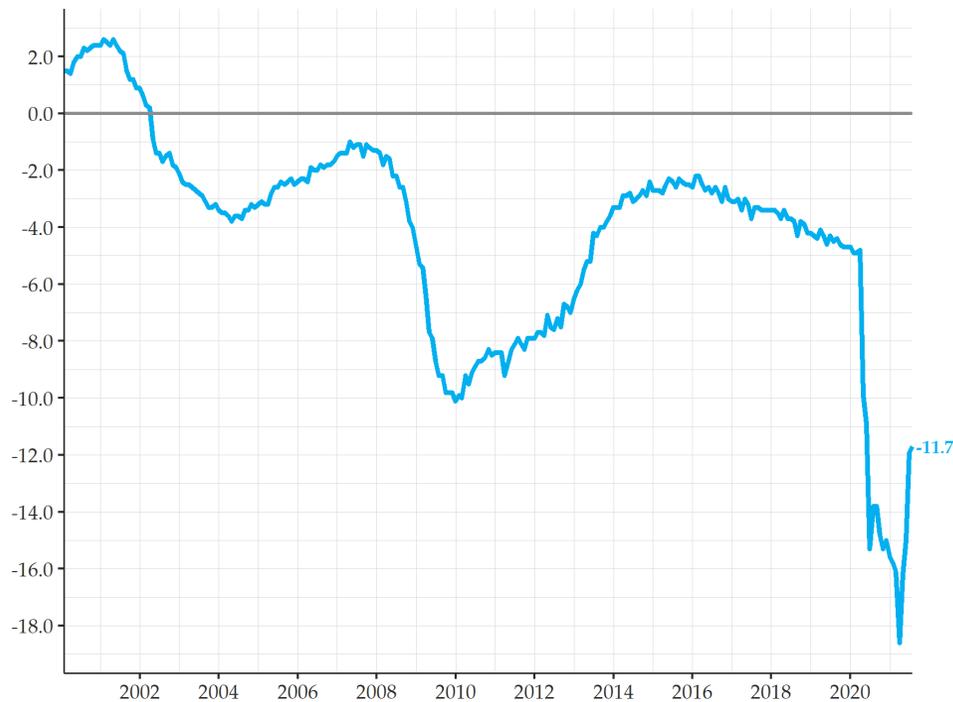
Com tanto crescimento na atividade e déficit fiscal recorde, por que a curva de juros americana tem taxas tão baixas?

O grande aumento no déficit fiscal (e a velocidade) só encontra paralelo na Segunda Guerra Mundial

Movimento fiscal foi feito por aumento de despesas.
Não houve queda na arrecadação

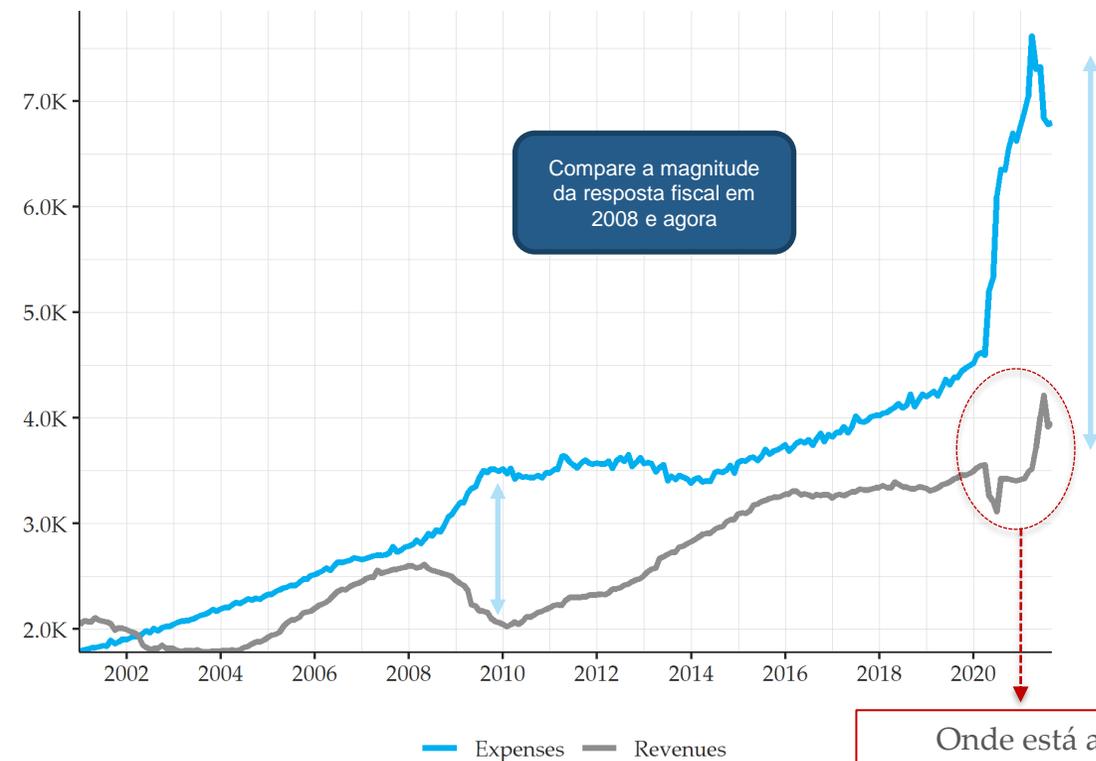
US: Fiscal Deficit

Last update: Jul 2021



US: Fiscal Accounts

USD Bn Ac.12m (Aug-21)



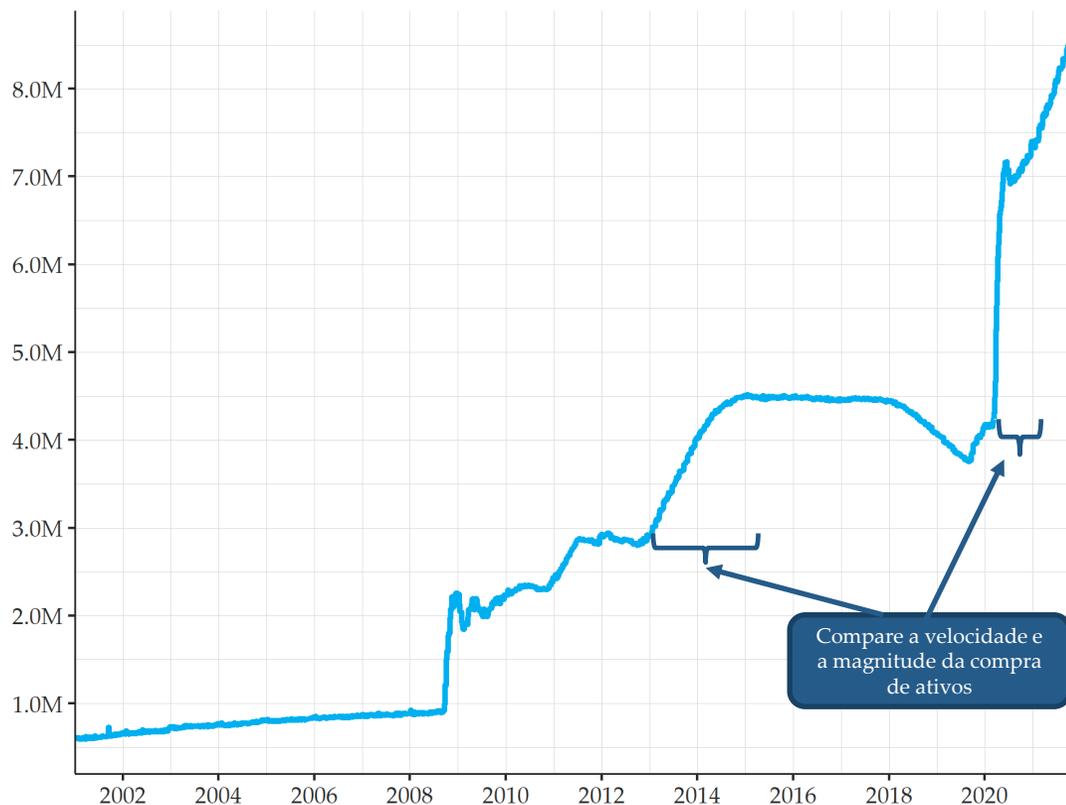
Onde está a recessão?
Arrecadação de impostos recorde!

O Fed foi o grande comprador das emissões de títulos

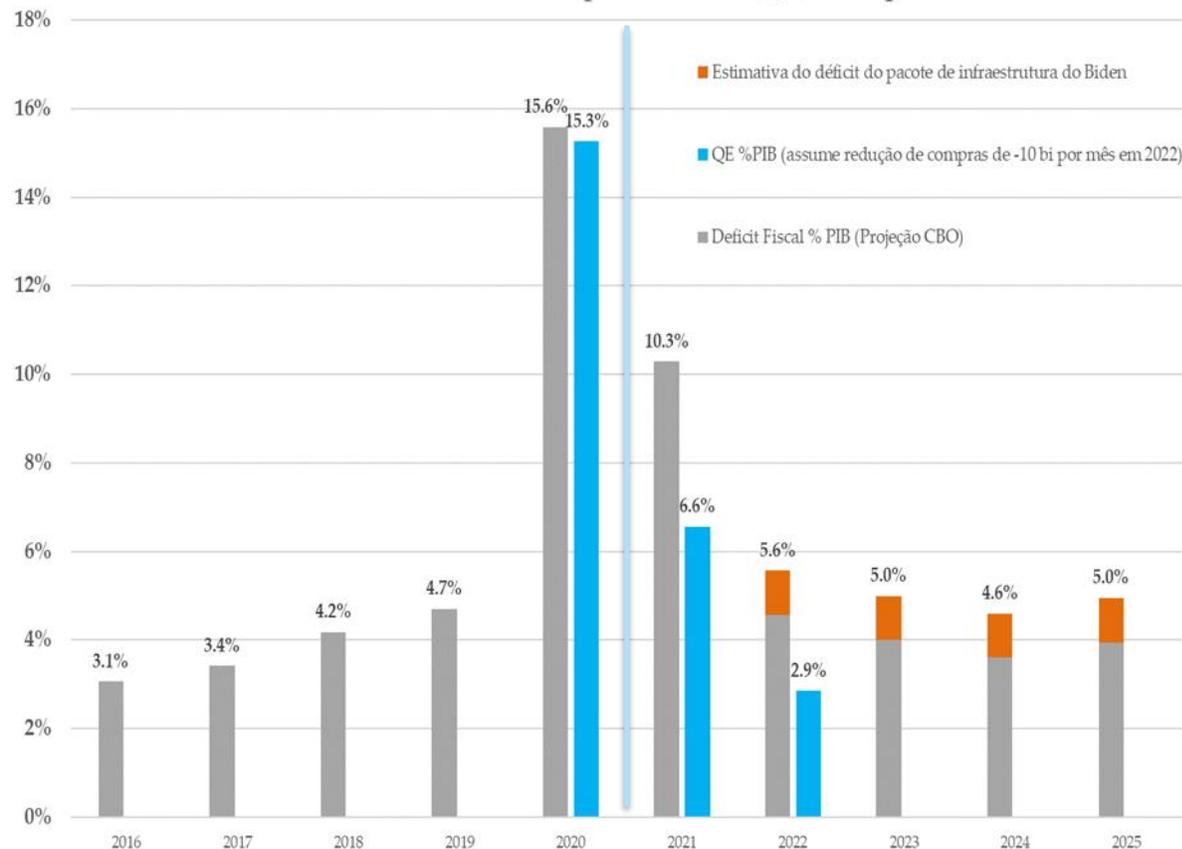
Fed fez mais QE desde 2020 do que havia feito entre 2008 e 2020. [O Fed mais do que duplicou a emissão de moeda comprando, principalmente, US Treasuries](#). Financiar os déficits fiscais elevados será mais difícil no futuro com o fim do QE. A oferta de Treasuries deve seguir elevada, mas com menos demanda com a saída do Fed do mercado (que compra Treasuries sem perguntar qual é a taxa de juros)

US: Fed Balance Sheet

Last update: Oct 2021



Déficit fiscal do Tesouro americano e compras de ativos (QE) feitas pelo Fed



Por que o juro de 10 anos está baixo? Caixa do Tesouro

Em 2020, no pior momento da pandemia, a taxa de juros do bond de 10 anos estava apenas 0,5%. Nesse momento o US Treasury emitiu títulos além da sua necessidade de financiamento. O caixa, que em geral não ultrapassava USD 400 bi, foi a USD1.8 tri (quase 10% do PIB). Agora o US Treasury paga despesas usando o excesso de caixa, emitindo poucos bonds novos. [Esse caixa devem se esgotar em poucos meses](#)

US Treasury General Account - Millions

Last update: out, 15



Source: Bloomberg, US Treasury

Juros devem subir forte quando acordo do debt ceiling for anunciado. Treasury vai emitir papel para pagar déficit corrente além de recompor o caixa para 800B

US Temporary Cash Added/Drained - Billions (Fed Repo)

Last update: out, 15



Source: Bloomberg, US Treasury

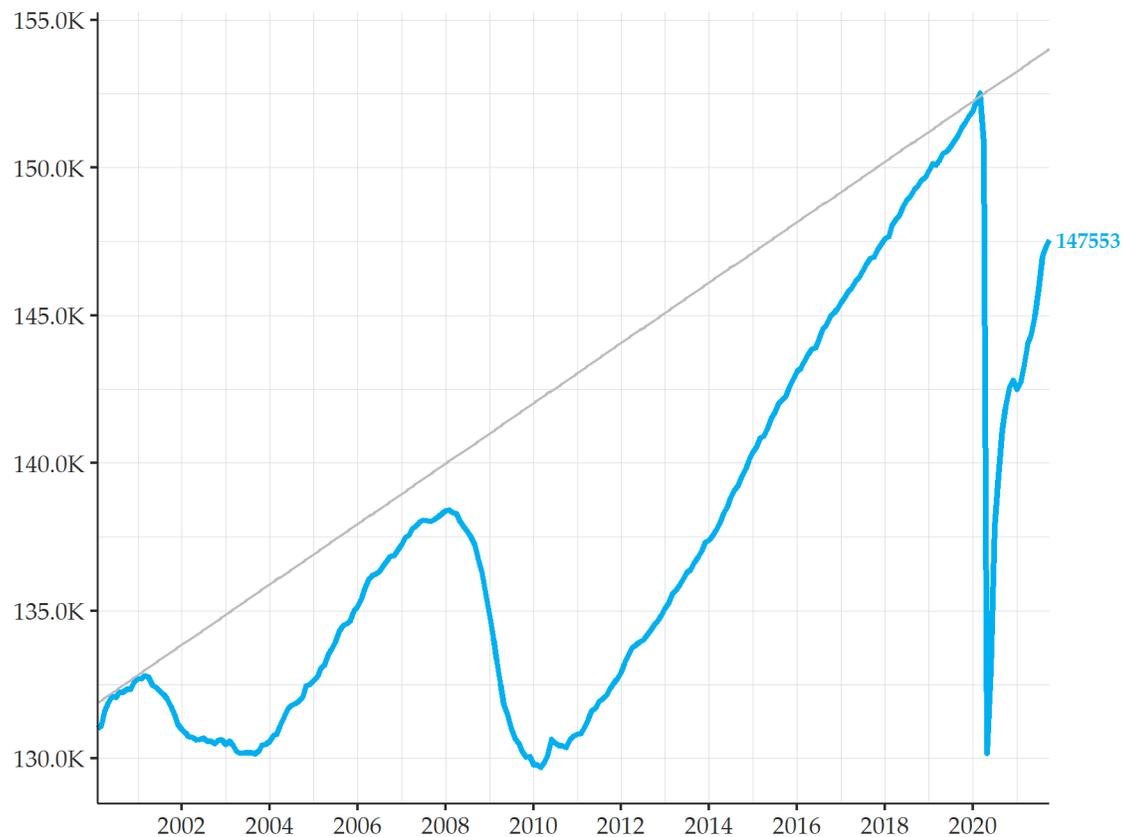
Por que a bolsa e os ativos americanos "não param de subir"? Por que tem USD 1tri (5% do PIB) parado em repos ganhando 0,05% ao ano!

Se a inflação já está acima da meta, o que falta para o Fed ser mais incisivo na sua atuação? Em teoria, o mercado de trabalho.

Nível de emprego ainda não voltou para os níveis pré-pandemia. Mas esse indicador olhado isoladamente não representa o que está acontecendo no mercado de trabalho americano.

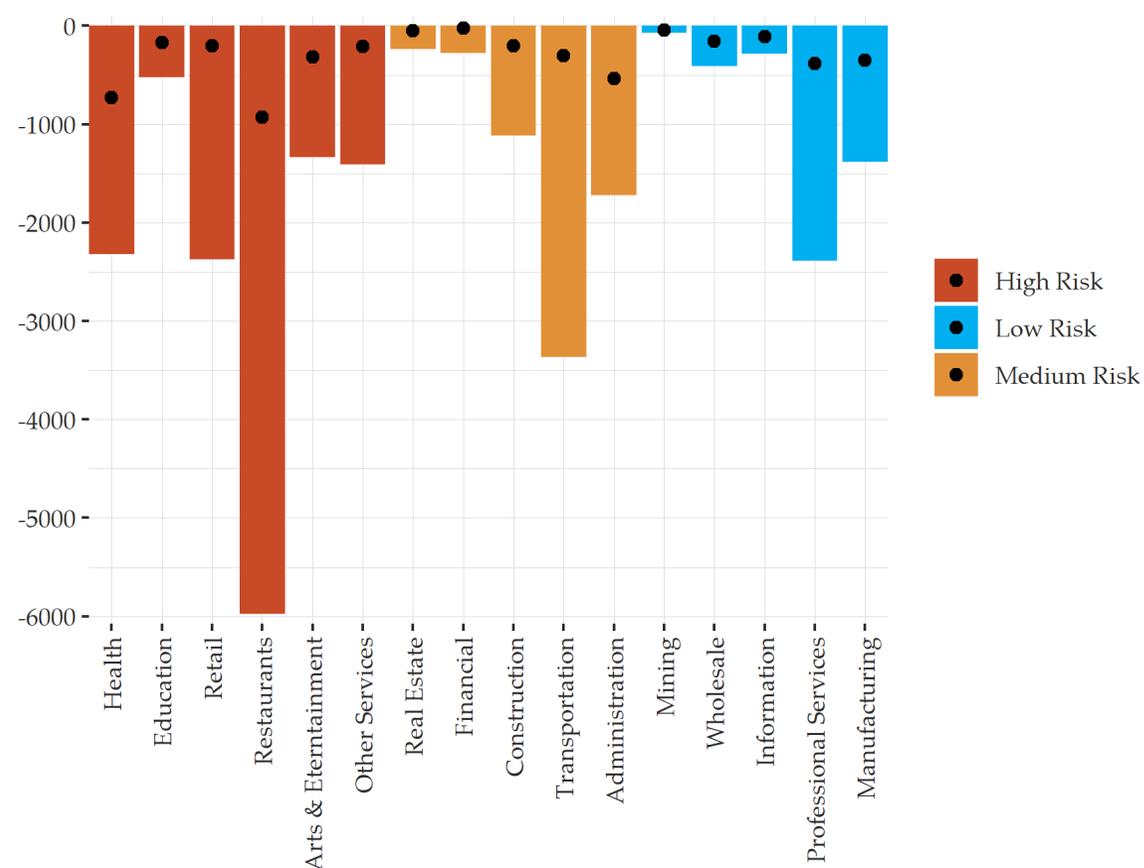
US: Nonfarm Payroll Employment (Thousands)

Last update: Sep 2021



Empregos perdidos em relação ao período pré pandemia (milhares)

Comparação entre abril 2020 (barras) e último dado disponível (pontas)

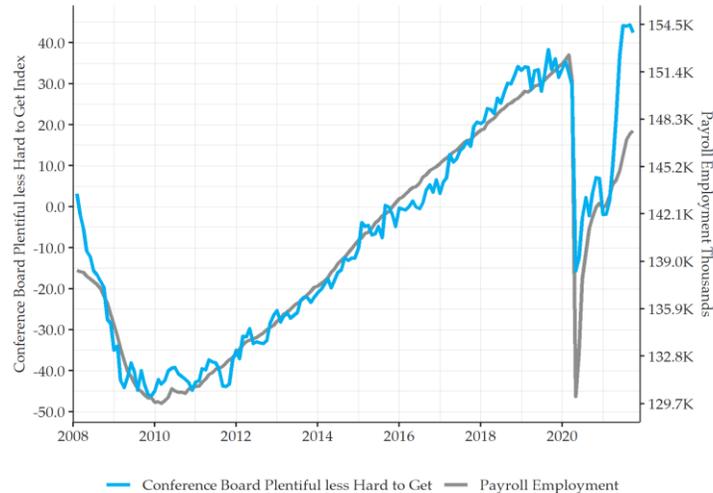


Demanda por trabalho está forte. O problema está na oferta de trabalho!

Dados do JOLTS e NFIB mostram que a demanda por trabalhadores continua muito forte. Quando indivíduos respondem sobre as condições do mercado de trabalho, afirmam que a facilidade de encontrar emprego estão muito boas. **Se as empresas querem contratar, e há facilidade de se encontrar empregos, por que a taxa de participação continua tão baixa?**

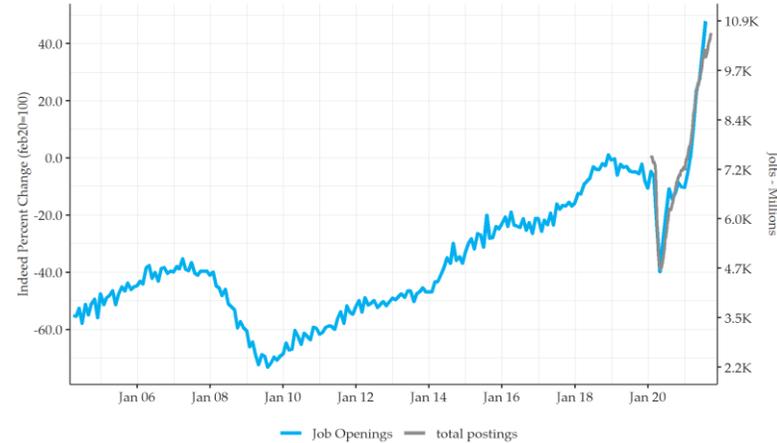
US: Plentiful less Hard to Get x Payroll Employment

Last update, Sep 2021



Jobs Openings - Indeed x Jolts

Last update: Sep 2021



US: Jolts - Job Hires

Last update: Aug 2021



Source: BLS, Indeed

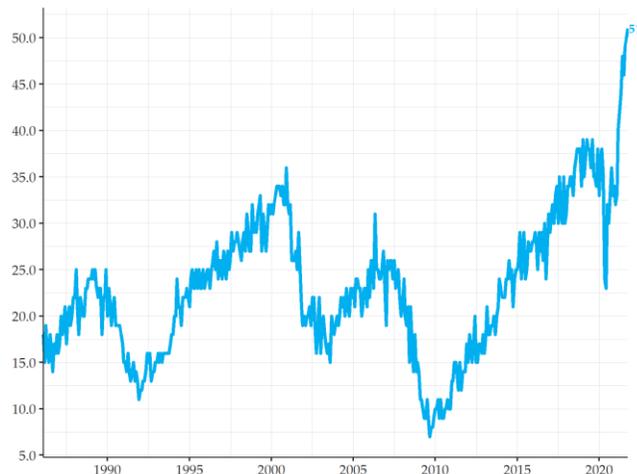
Participation Rate %

Last update: Sep 2021



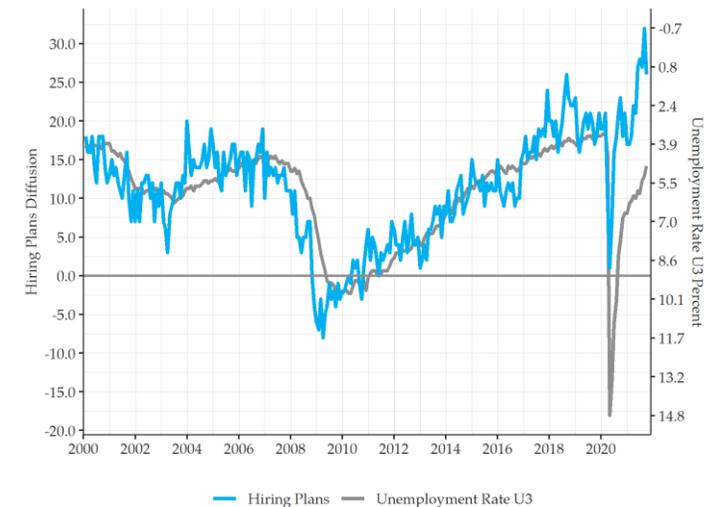
US: NFIB Job Openings - Aug: 3 / Sep: 3

Last update: Sep 2021



US: NFIB Hiring Plans - Aug: 3 / Sep: 1

Last update, Sep 2021

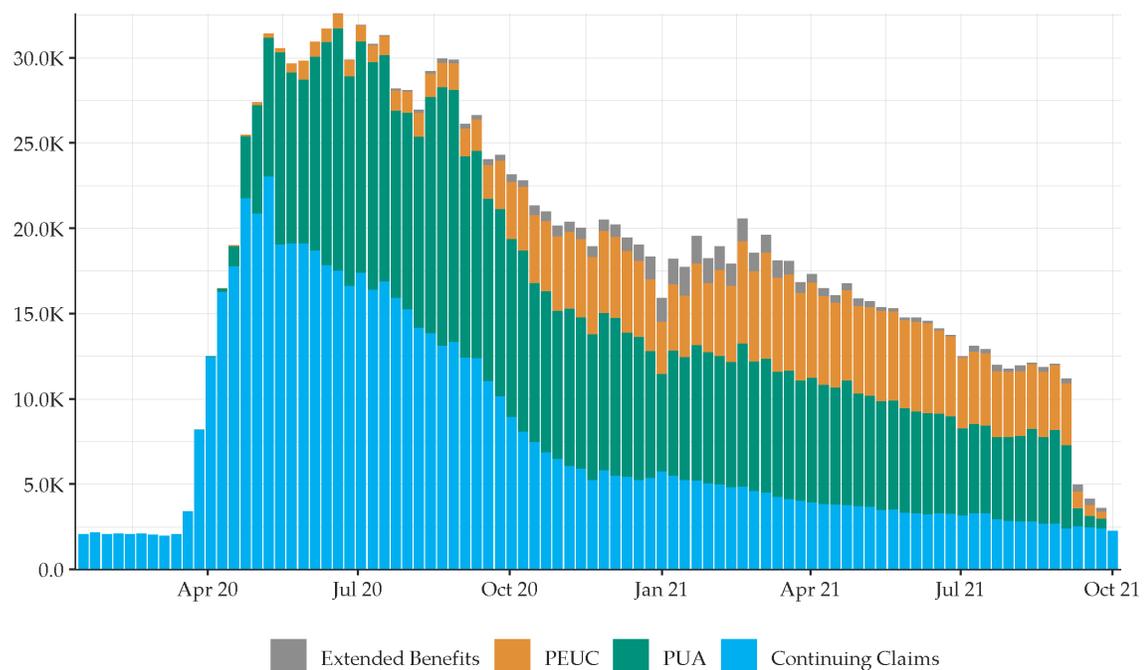


Seguro desemprego começa a expirar a partir de setembro

Com a extensão do auxílio desemprego emergencial, os incentivos para trabalhar são menores. Alguns estados já anunciaram o encerramento do programa a partir de junho, mas o impacto maior da redução no seguro desemprego deve ser a partir de setembro. **Com o descasamento entre oferta e demanda, a variável de ajuste é o preço – salários continuam acelerando.**

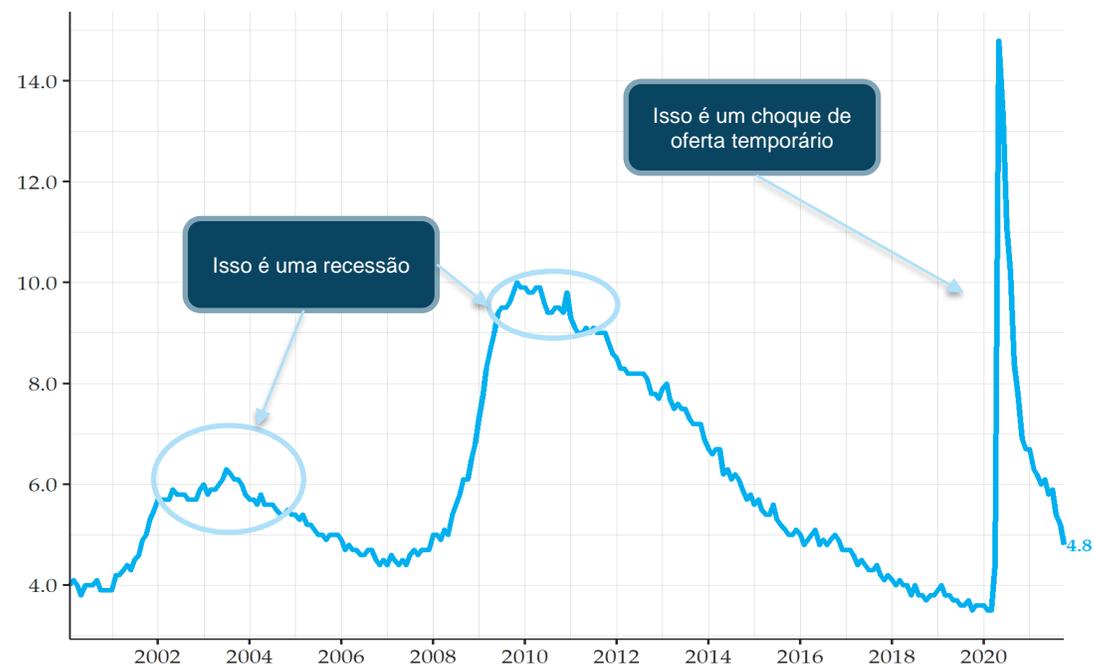
US: Continuing Claims and other Benefits

Thousands NSA



US: Unemployment Rate

Last update: Sep 2021



Covid foi um “choque de oferta” no mercado de trabalho

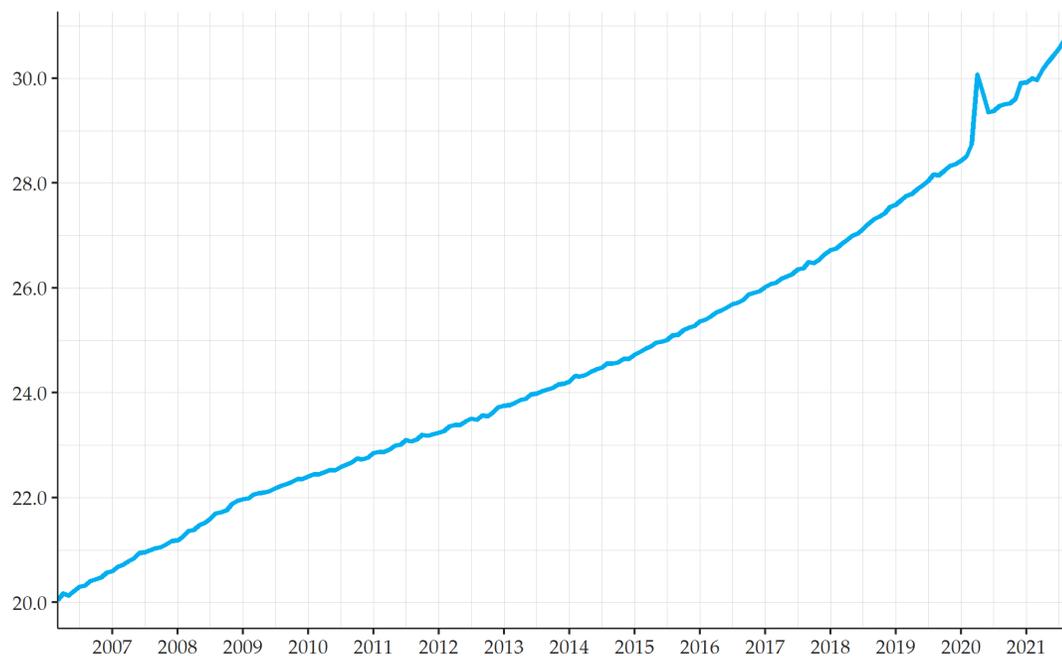
Wage-tracker do Atlanta Fed mostra inflação de salários acelerando. *Job-switcher* ganha mais do que *Job-stayer*

Salário médio por hora acelerou depois da Covid

Inflação de salários não foi afetada pela Covid.

Average Hourly Earnings for All Private Employees

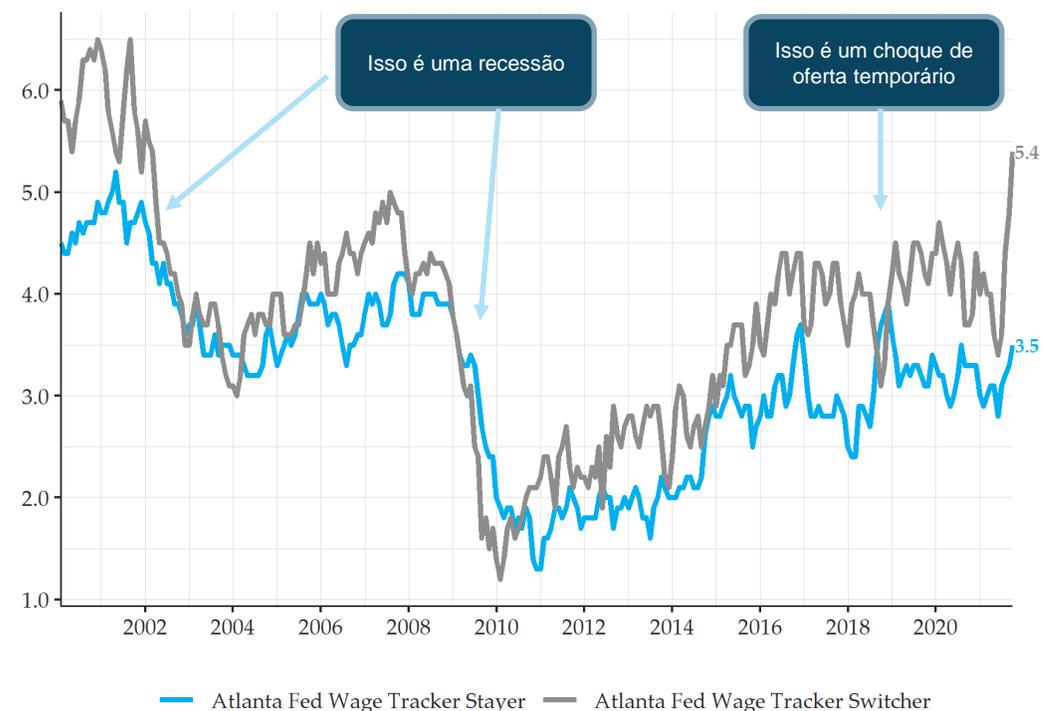
Last update: Aug 2021



Source: BLS

US: Atlanta Fed Wage Tracker - YoY

Last update: Sep 2021



Source: Bloomberg, Atlanta Fed

Commodities em forte alta: oferta limitada a curto prazo

Recuperação rápida da demanda levou a uma alta generalizada no preço das commodities

Índice de preço de commodities industriais subiu 60% desde o pior momento da crise e 36% da fase pré-Covid

Preço do petróleo afeta as expectativas de inflação de longo prazo no US

CRB Raw Industrials



WTI x US 5y5y Forward Inflation Breakeven

Last update: out, 15



— US 5y5y Forward Inflation Breakeven — WTI

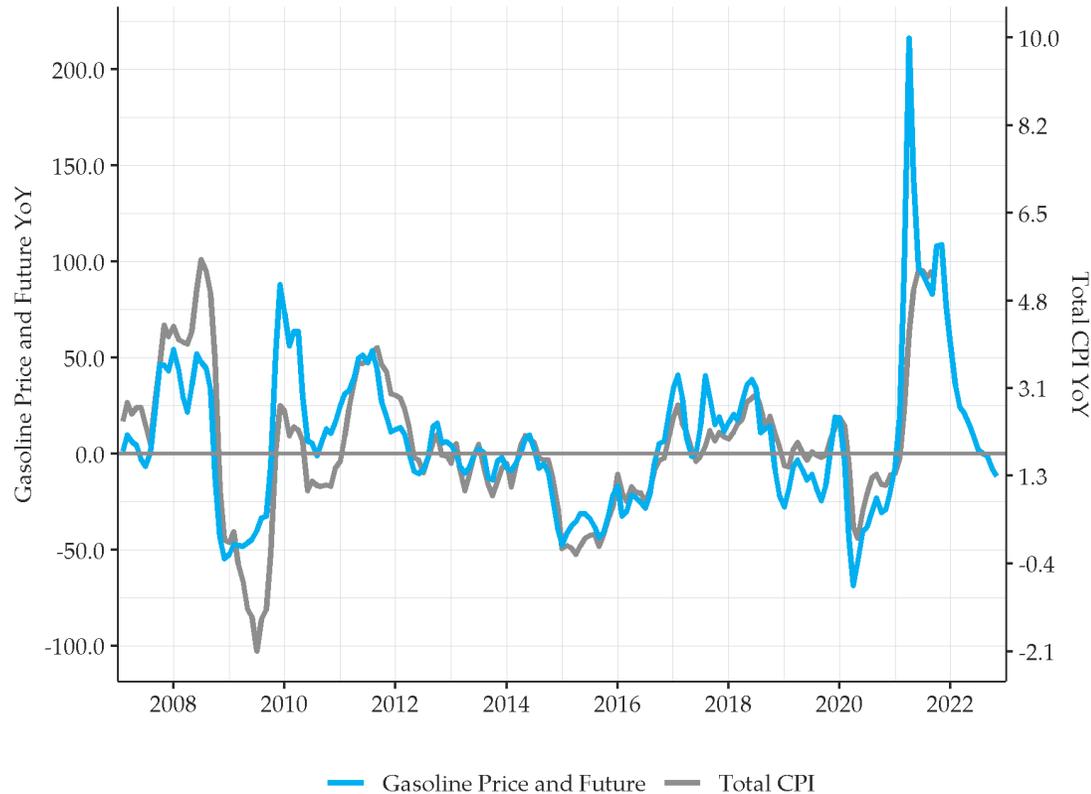
Inflação é temporária ou permanente?

A inflação total, que inclui energia, deve cair para 2% em 2022. Nesse caso, o efeito base é importante

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

Gasoline Price and Future x Total CPI

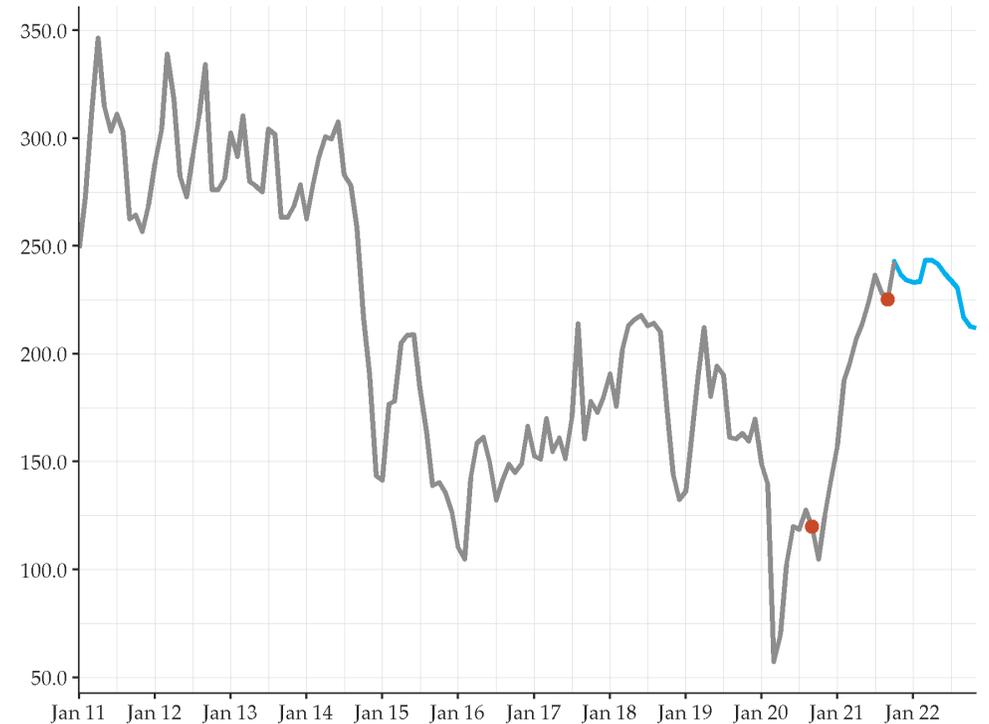
Last update, Nov 2022



Forte queda no preço da gasolina em março de 2020 levou a um pico temporário no CPI Total em 2021

US Gasoline - USD/gal

Spot & Future Prices

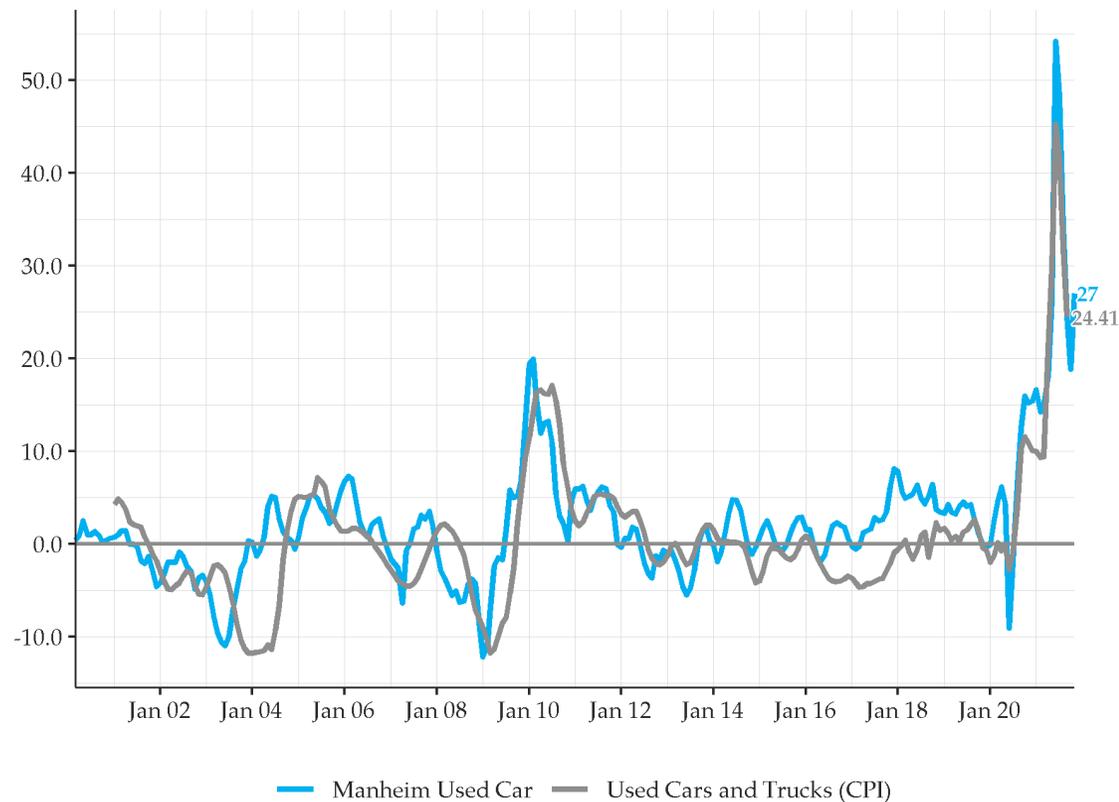


Fatores transitórios

Além da gasolina, problemas de oferta tem impactado o preço de veículos usado, e a reabertura da economia continuando resultando em uma normalização dos preços das passagens aéreas.

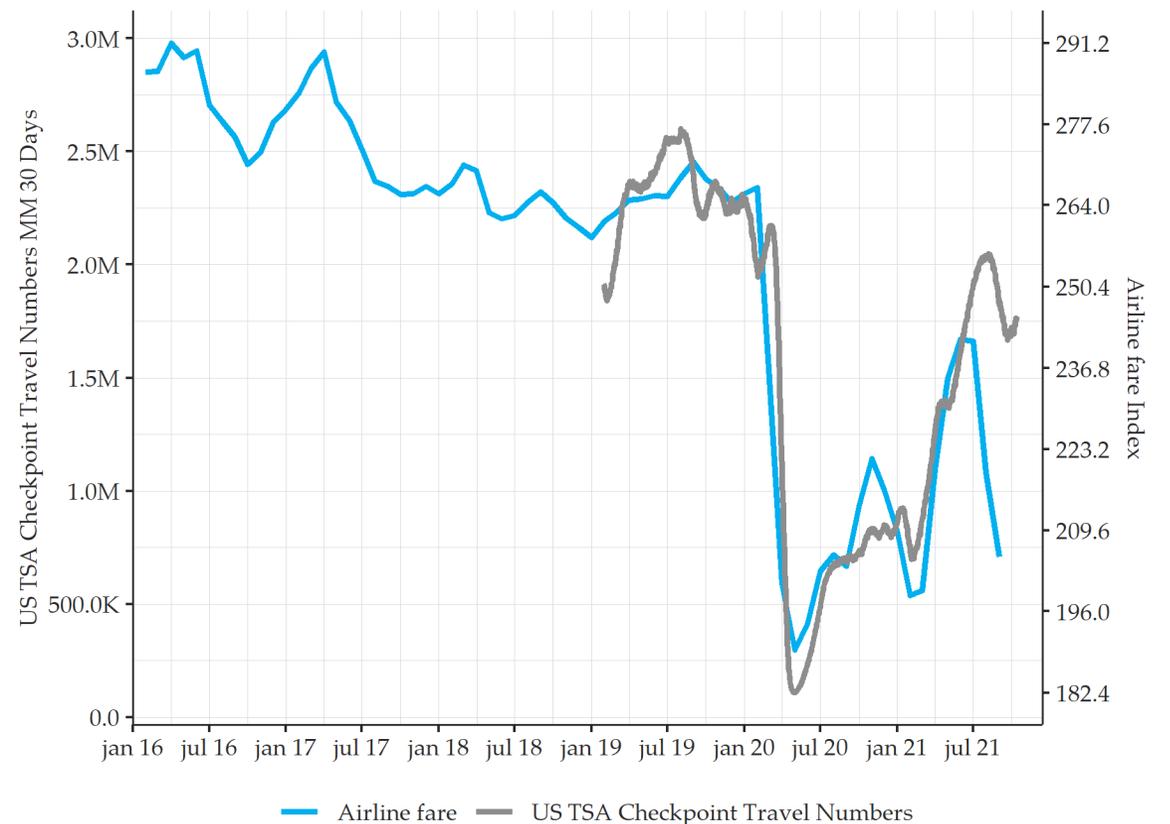
US: Manheim used cars vs CPI used cars (yoy)

Last update: Nov 2021



TSA Checkpoint Travel MM 30d x US CPI Airline Fare Index SA

Last update: out 2021

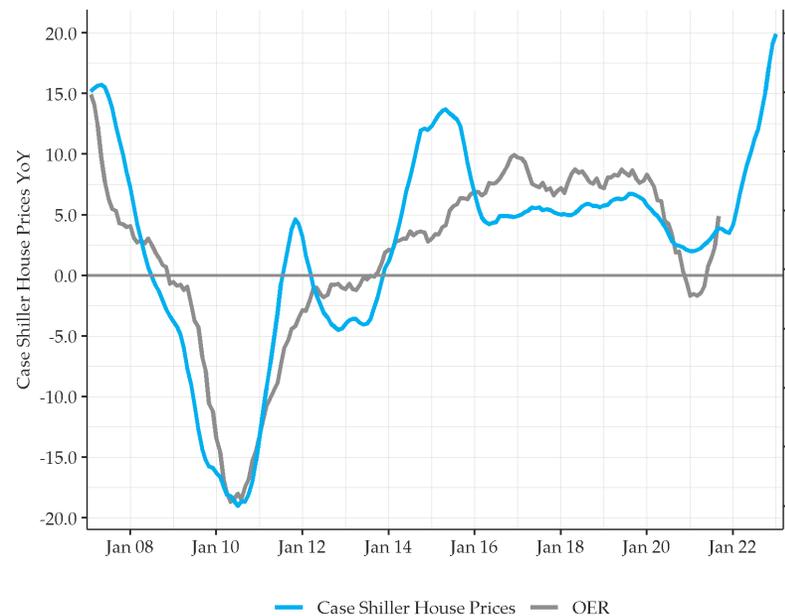


Inflação persistente: aluguel

Por outro lado, a inflação de *Shelter*, item persistente e que representa 30% do Core, segue em tendência de alta. Indicadores antecedentes, como o preço dos aluguéis e de casas apontam para a continuidade do processo nos próximos meses.

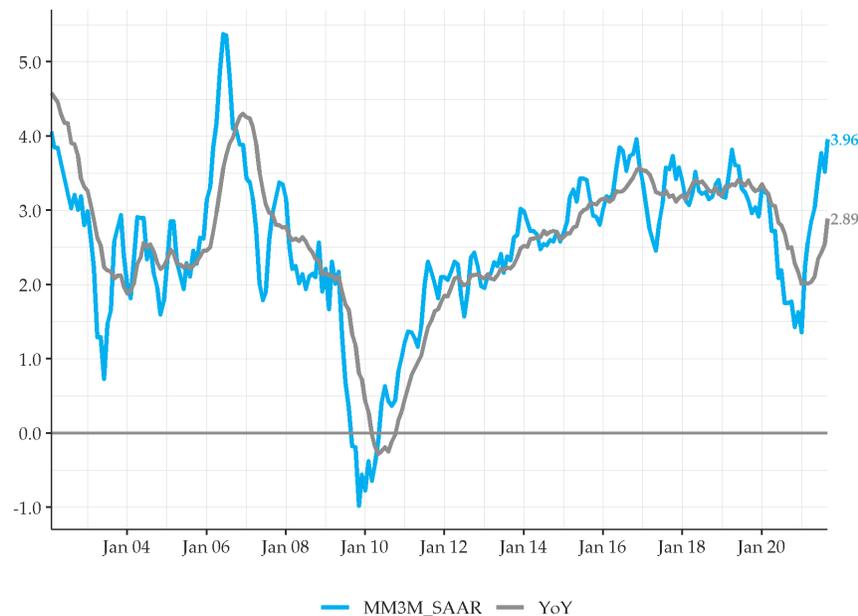
US: Case Shiller Home Price (%yoy) x OER inflation (%yoy)

Last update, Jan 2023



US: CPI Services - Owners Equivalent Rent

Last update: Sep 2021



US: Apartment list Index (%yoy) x OER inflation (mm3m saar)

Last update, Sep 2021



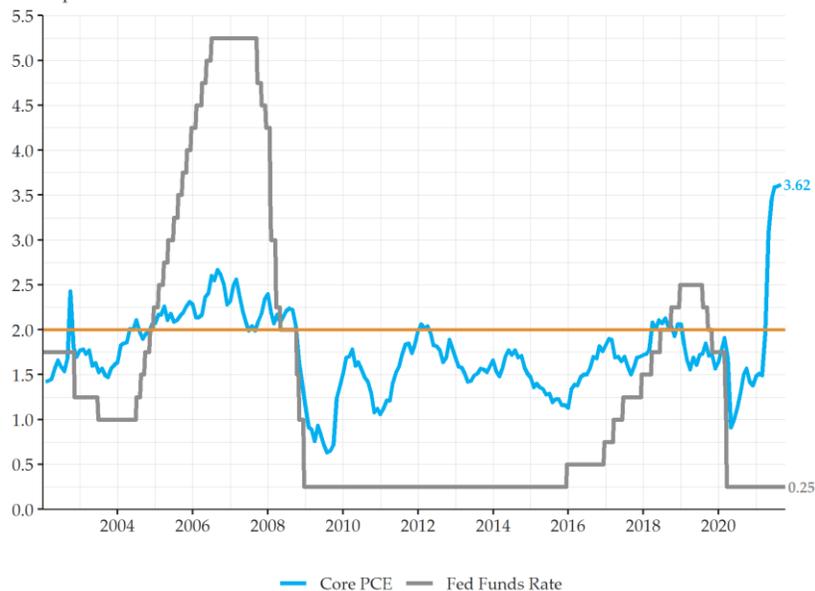
Source: BLS, Apartment List

Core PCE já acelerou para cerca de 3,5%. Inflação de aluguéis vai seguir pressionando o Core CPI pelo próximos anos

Core PCE já passou de 3,5% yoy.

US: Core PCE x Fed Funds

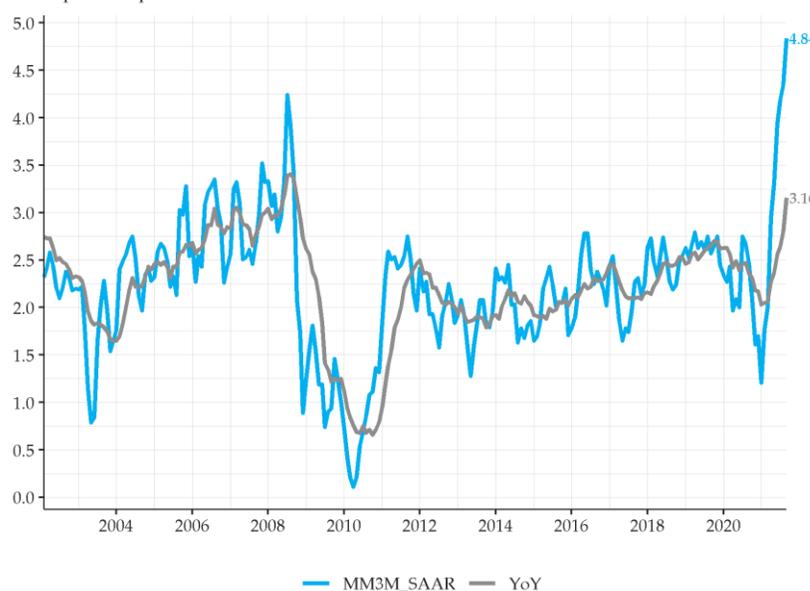
Last update: Oct 2021



Média dos núcleos de inflação já chegou a 4%
usando os últimos 3 meses anualizado

US: Media dos núcleos (trimmed, median, core)

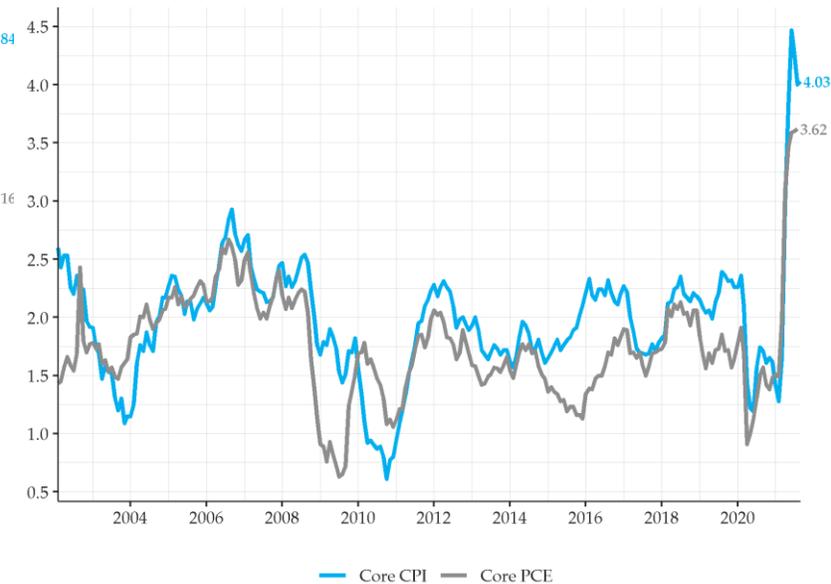
Last update: Sep 2021



Alta no Core CPI sugere que o Core PCE deve
seguir acelerando na próxima divulgação

Core CPI vs core PCE (%YoY)

Last update: Sep 2021



Ciclo global de crescimento está coordenado

Depois da recuperação acelerada após o vale da crise, crescimento global desacelera para um nível ainda forte

Com crescimento forte, nível preço das commodities deve se manter elevado, mas inflação de commodities cairá

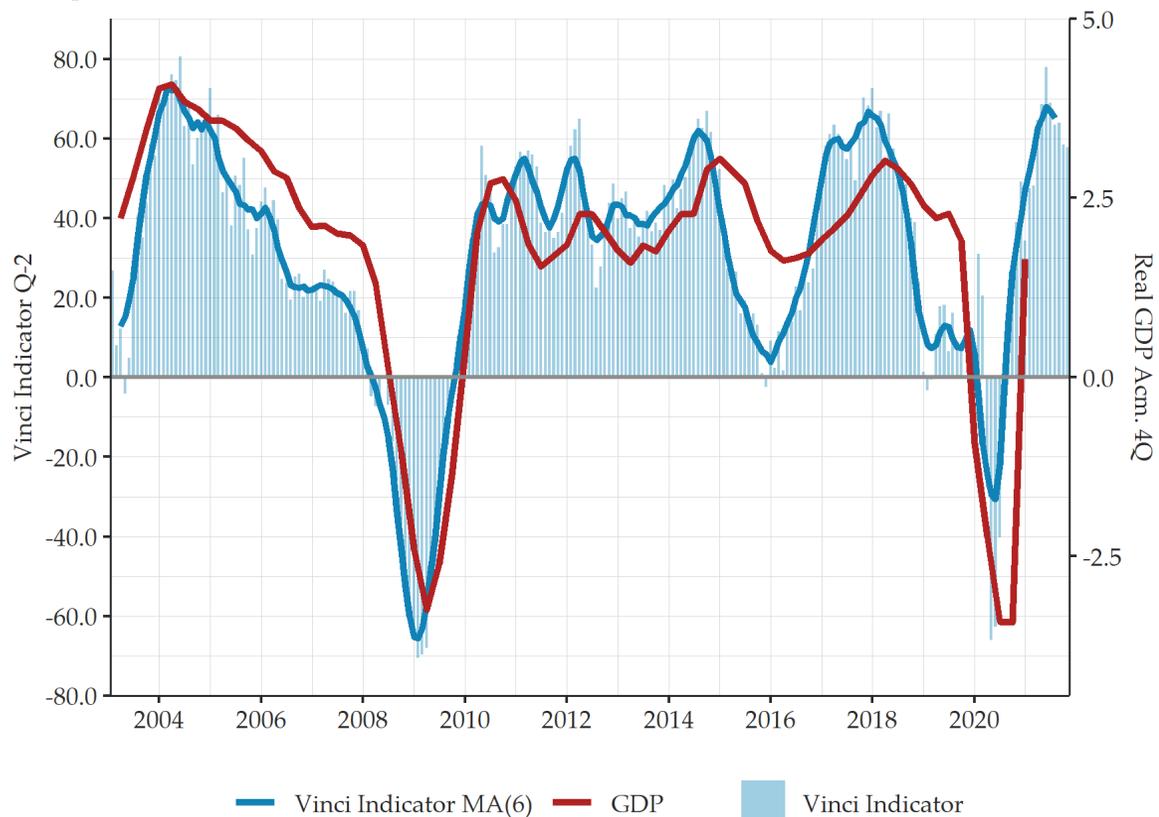
US Vinci Leading Indicator

Indicador antecedente sugere que ritmo de crescimento americano vai desacelerar, mas crescimento em 2022 nos EUA ainda deve ser acima de 4%, o dobro do crescimento potencial americano.

Indicador Mensal

US: Vinci Leading Indicator

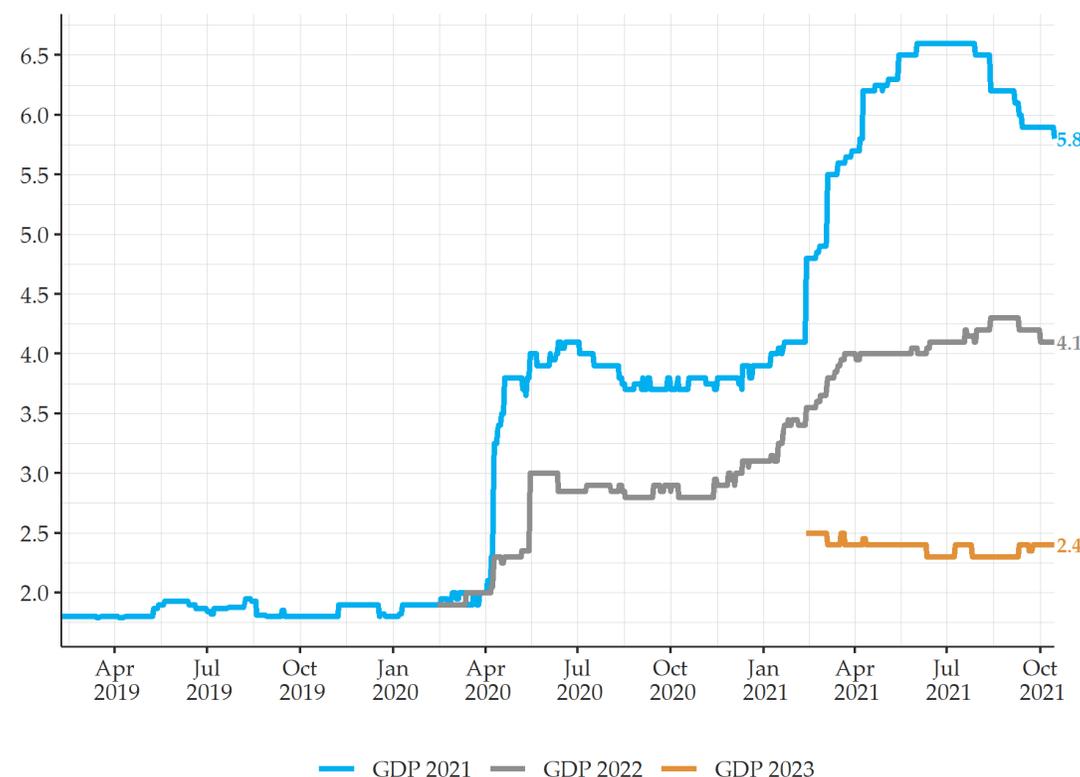
Comparação entre o Indicador Q-2 e o PIB acumulado em 4 trimestres



Crescimento de 4.2% em 2022 ainda é o dobro do crescimento potencial americano

US: GDP Expectations - YoY%

Last update: Oct 2021



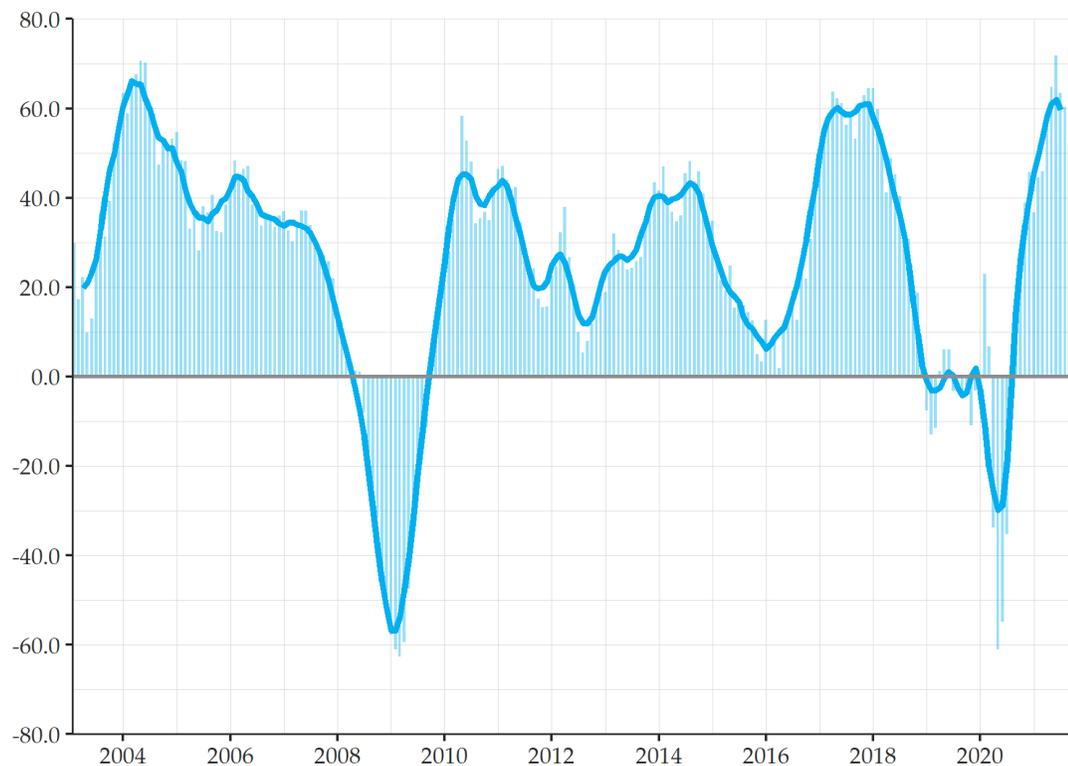
Global Vinci Leading Indicator

A crise da Covid coordenou os ciclo globais de crescimento. China pode estar um trimestre adiantada e Europa um trimestre atrasada. Brasil ainda acelerando.

Indicador Mensal

Global: Vinci Leading Indicator

Indicador Mensal & MA(6)

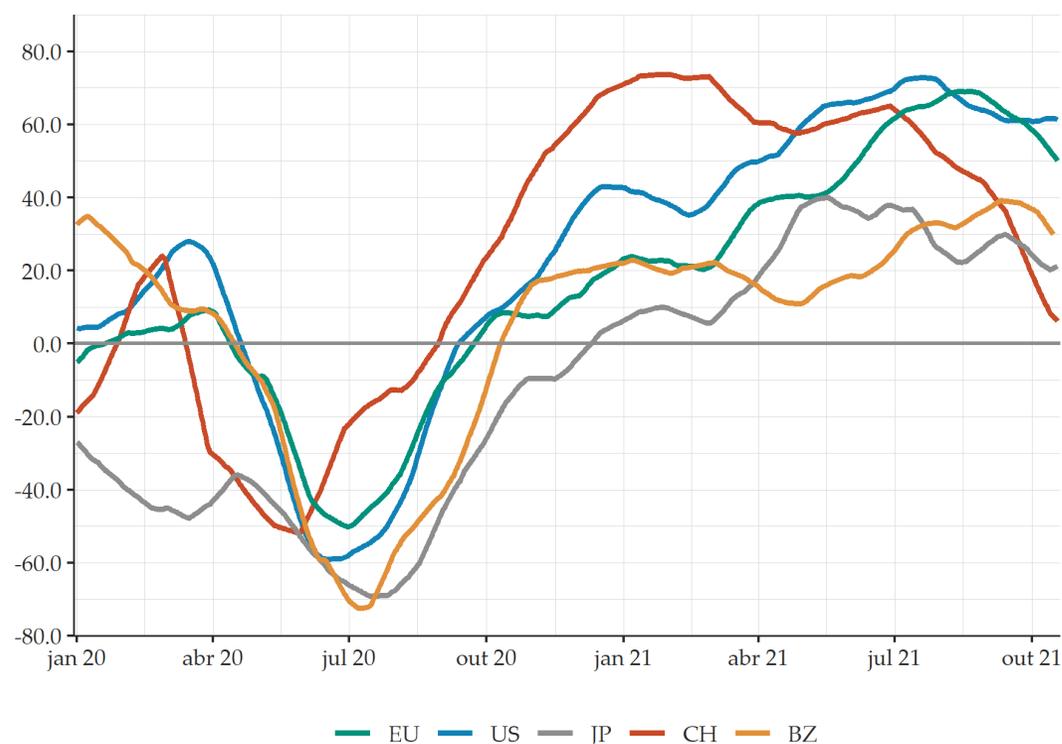


Fonte: Formulação Vinci Partners

Indicador Diário

Vinci Leading Indicator - Daily

Média móvel de 30 dias



Fonte: Vinci Partners

China Vinci Leading Indicator

Sinais de desaquecimento vem se acentuando na China após a recente onda de Covid. Queda foi mais acentuada em “soft data”, que é mais afetada pela expectativa das consequências dos lockdowns (política de tolerância zero).

Indicador Mensal

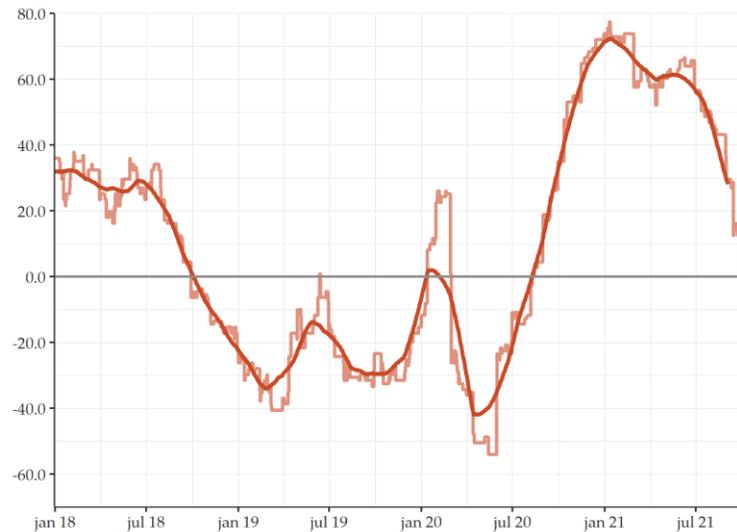
China: Vinci Leading Indicator
Indicador Mensal & MA(6)



Fonte: Formulação Vinci Partners

Indicador Diário

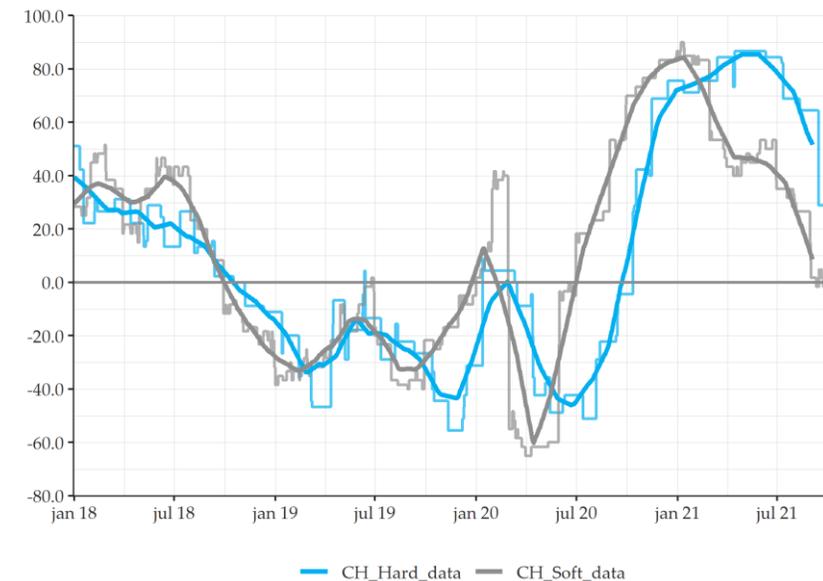
China: Vinci Leading Indicator - Daily
Indicador Diário & Média Móvel de 90 Dias



Fonte: Vinci Partners

Queda nos PMIs vem afetando fortemente o LI de China. *Hard data* segue forte.

CH: Vinci Leading Indicator Por Tipo de Dado
Índice Diário e Média Móvel de 90 dias



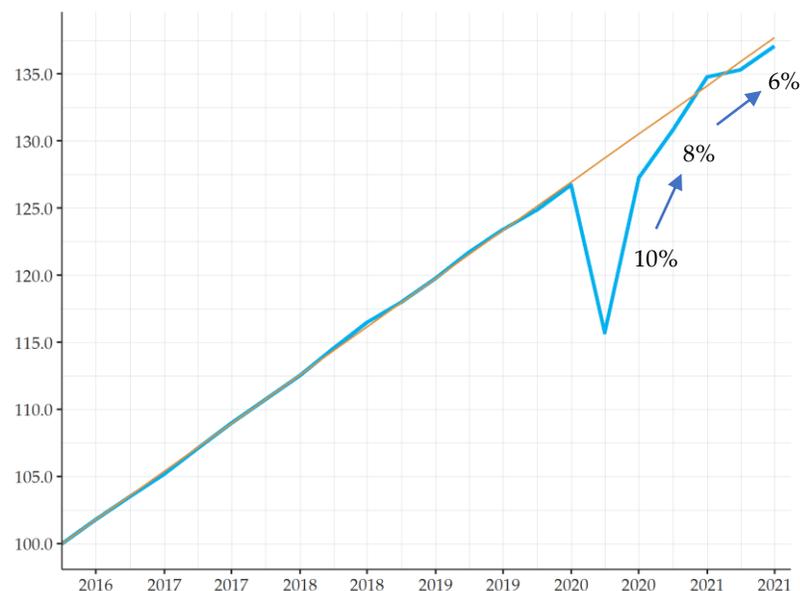
Fonte: Vinci Partners

China: Tale of two economies

Ritmo de crescimento caiu, mas base de comparação da crise era muito baixo. Na prática crescimento voltou ao ritmo anterior à crise do Covid

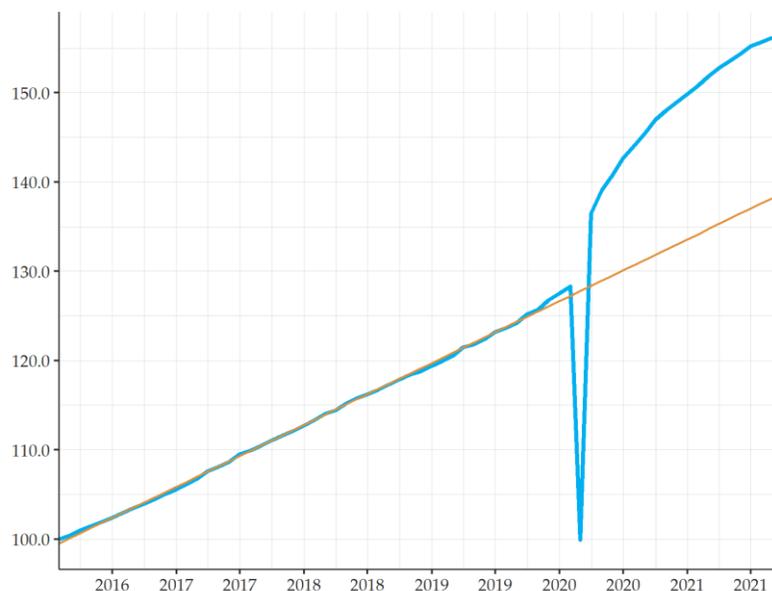
PIB voltou à tendência de crescimento anterior à crise do Covid

CH: GDP & Trend
Index SA



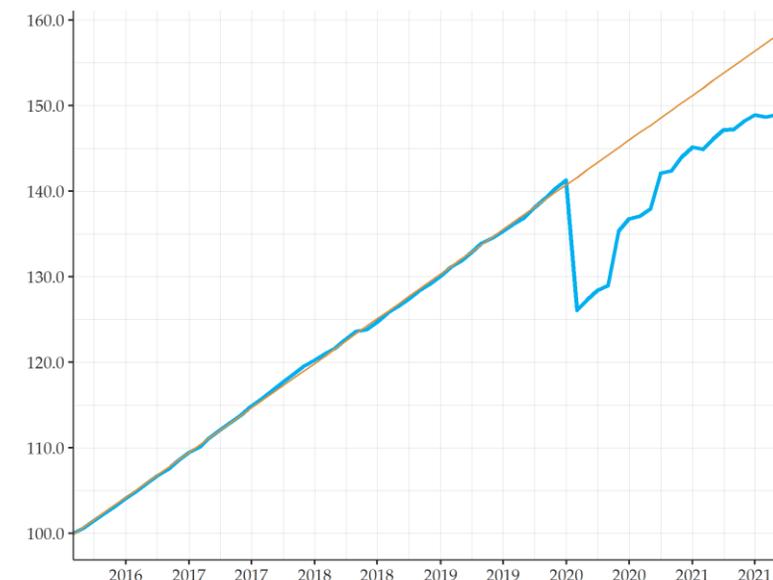
Retomada do crescimento não foi homogênea: indústria segue crescendo acima da tendência

CH: Industrial Production & Trend
Index SA



Retomada no consumo não foi total, ainda segue abaixo da tendência

CH: Retail Sales & Trend
Index SA

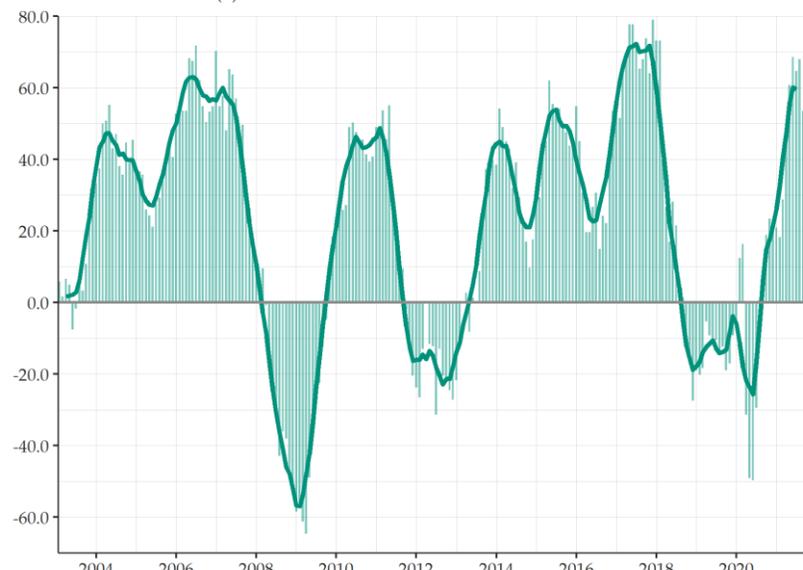


Europe Vinci Leading Indicator

Indicador Mensal

EU: Vinci Leading Indicator

Indicador Mensal & MA(6)

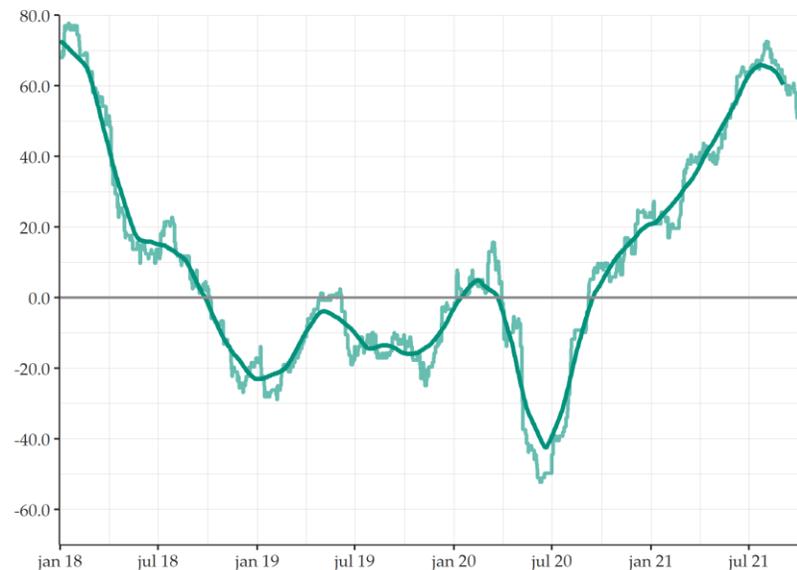


Fonte: Formulação Vinci Partners

Indicador Diário

EU: Vinci Leading Indicator - Daily

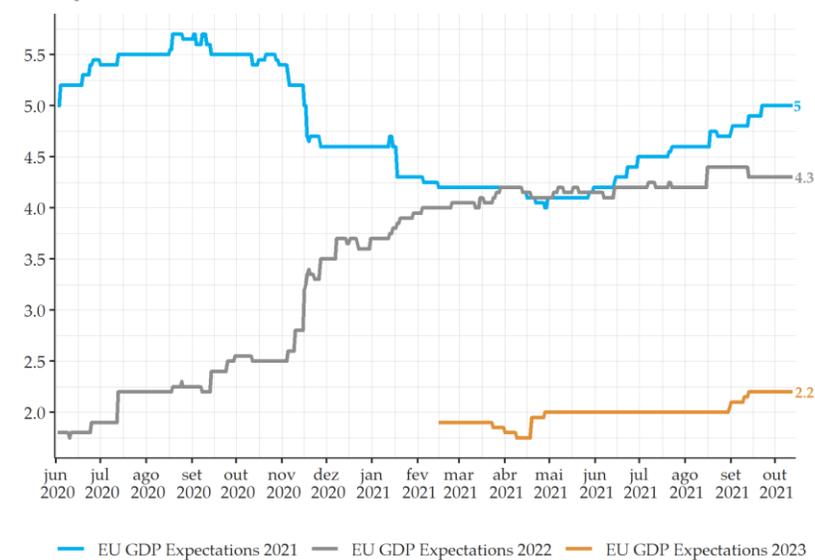
Indicador Diário & Média Móvel de 90 Dias



Fonte: Vinci Partners

EU: GDP expectations

Last update: out 2021



Alemanha: exemplo claro entre demanda forte e oferta limitada a curto prazo

New Orders descolou da produção industrial, numa situação pouco comum nas últimas décadas

GE: Manufacturing Orders - jul: 3 / ago: 3

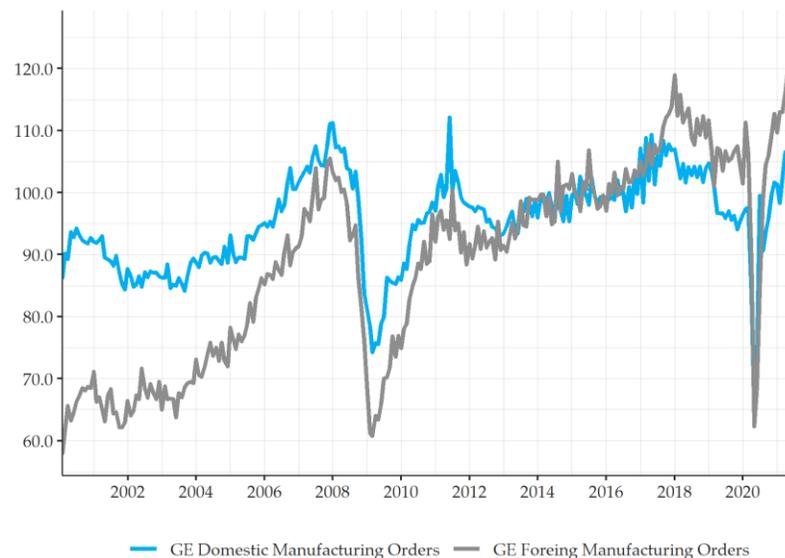
Last update, ago 2021



New Orders subiram em função tanto do mercado doméstico quanto do internacional

GE: Manufacturing Orders

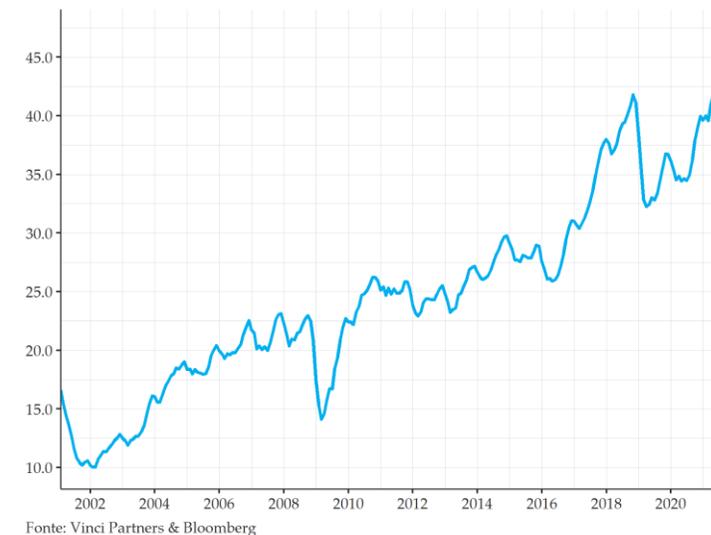
Last update: ago 2021



Choque de Oferta ou Demanda? Faltam semicondutores, mas vendas nunca foram tão altas como agora

Vendas de Semicondutores (US\$ bln)

Última Atualização: Aug 2021



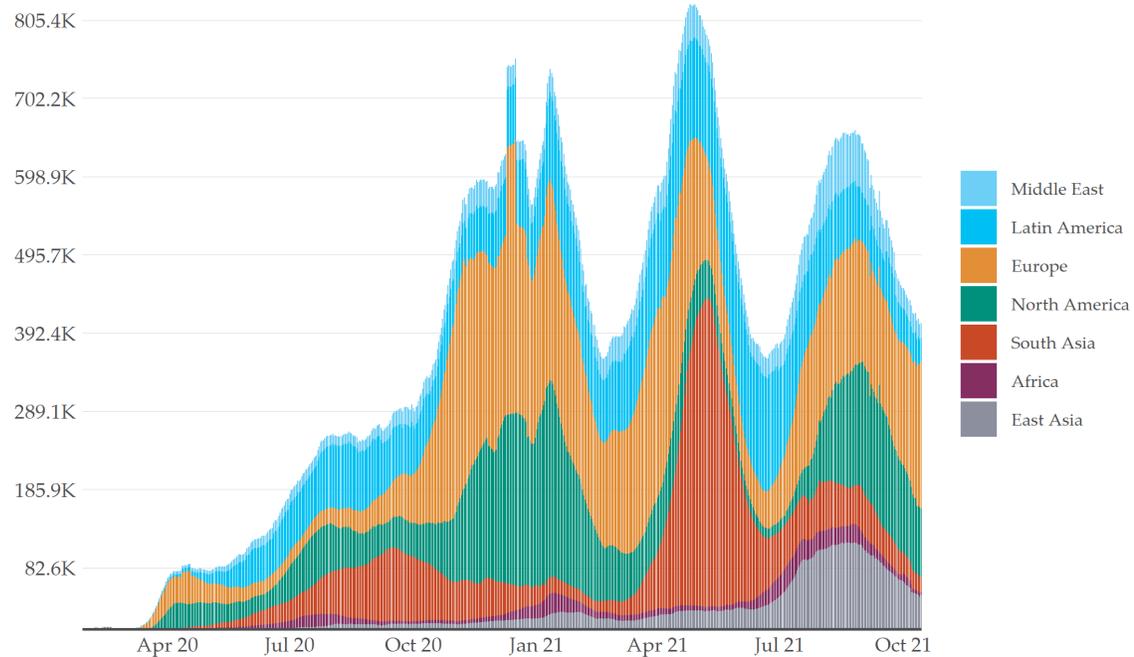
Covid Update Vacinação vs Novas Cepas

Covid no Mundo

Total agregado de casos volta a cair

Novos casos no Mundo MM7D

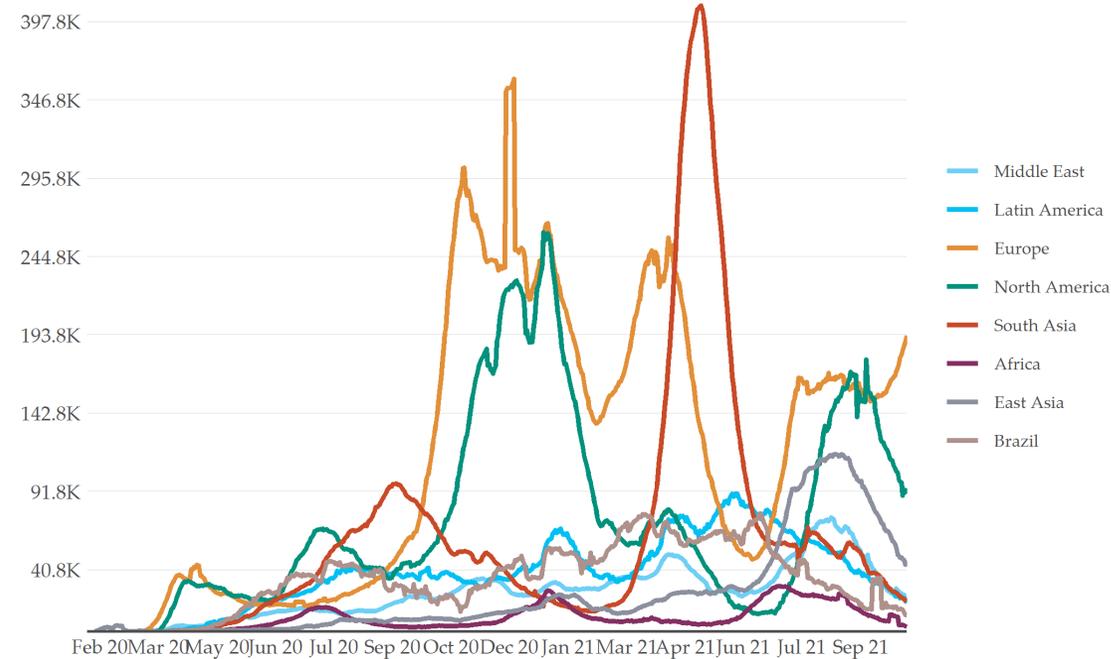
Dados atualizados até 14, Oct, 2021



Fonte: Johns Hopkins, ecdc, Vinci Partners

Novos Casos no Mundo

Dados atualizados até 14, Oct, 2021



Fonte: Johns Hopkins, ecdc, Vinci Partners

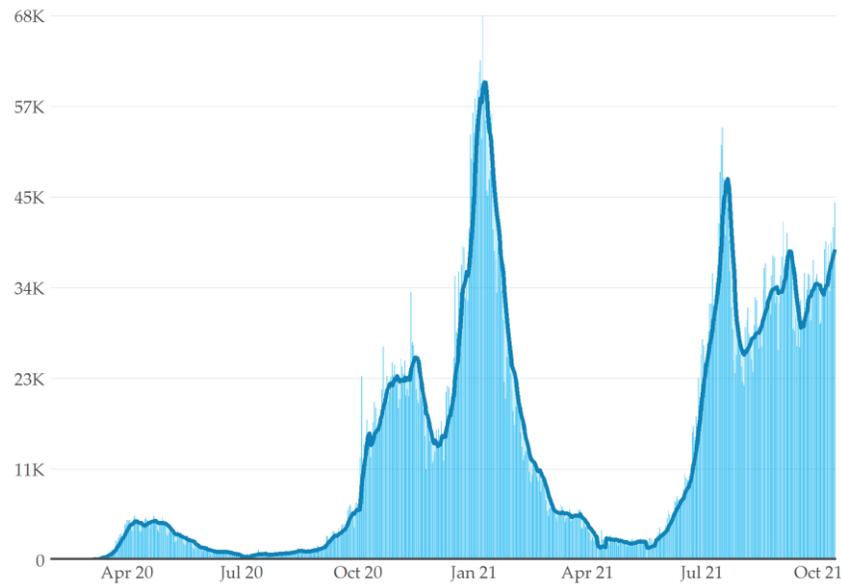
UK Vacinação Funciona (1)

O caso do Reino Unido: vacinação + lockdown

Avanço da Variante Delta aumenta o número de casos mas não o número de mortes

UK: New Cases

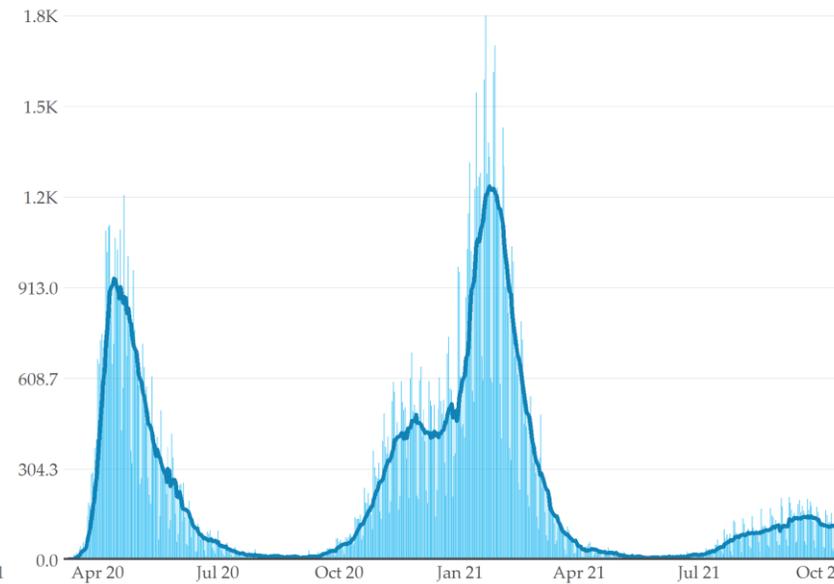
Dados atualizados até 14, Oct, 2021



Vinci Partners, Our World in Data

UK: New Deaths

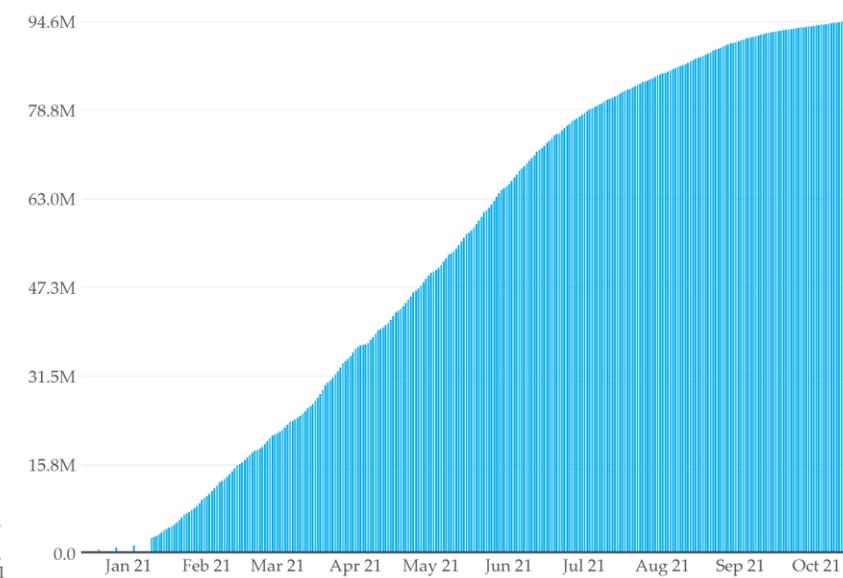
Dados atualizados até 14, Oct, 2021



Vinci Partners, Our World in Data

United Kingdom: Total vaccinations

Dados atualizados até 13, Oct, 2021



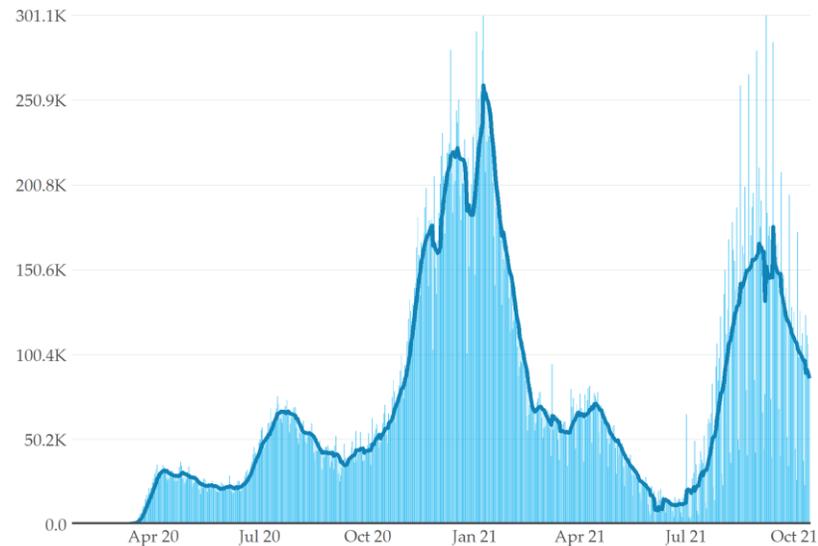
Vinci Partners, Our World in Data

USA Vacinação Funciona (2)

Mesmo com áreas de baixa vacinação, variante delta causa menos mortes do que na onda anterior

United States: New Cases

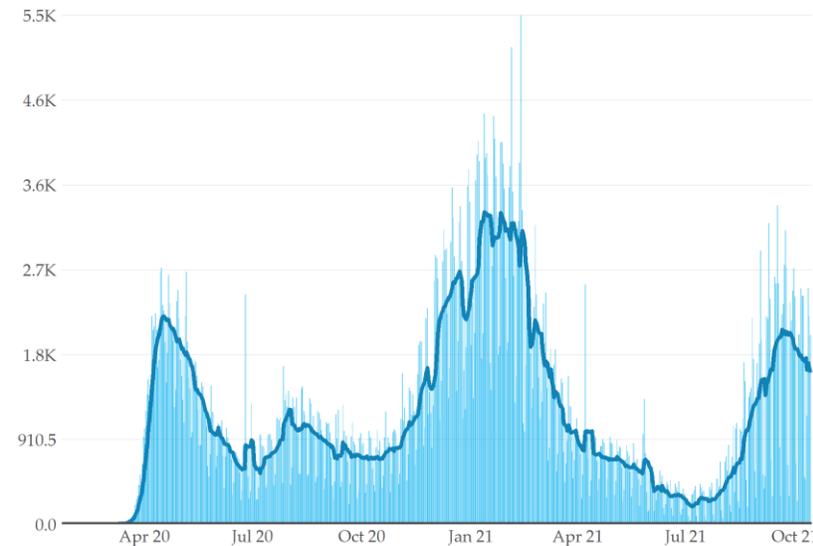
Dados atualizados até Thursday, October 14, 2021



Fonte: Vinci Partners, NY Times, HHS

United States: New Deaths

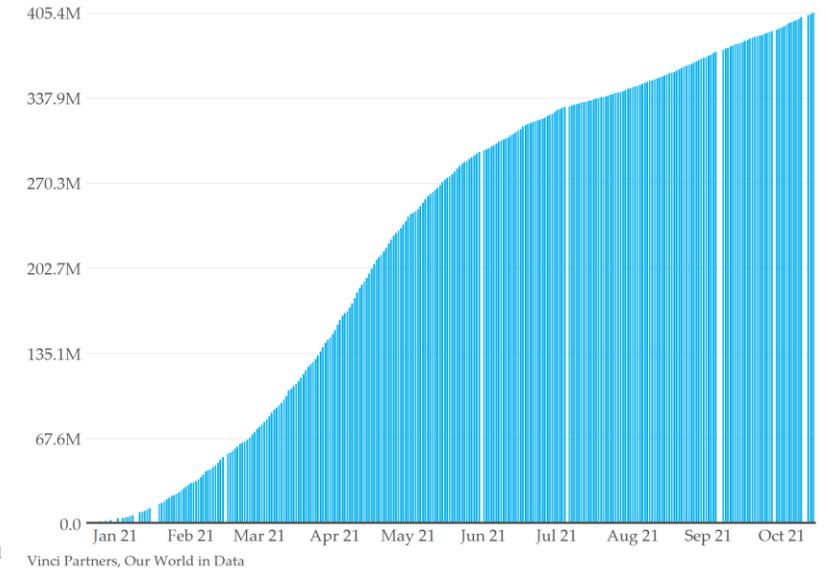
Dados atualizados até Thursday, October 14, 2021



Fonte: Vinci Partners, NY Times, HHS

US: Total vaccinations

Dados atualizados até 14, Oct, 2021



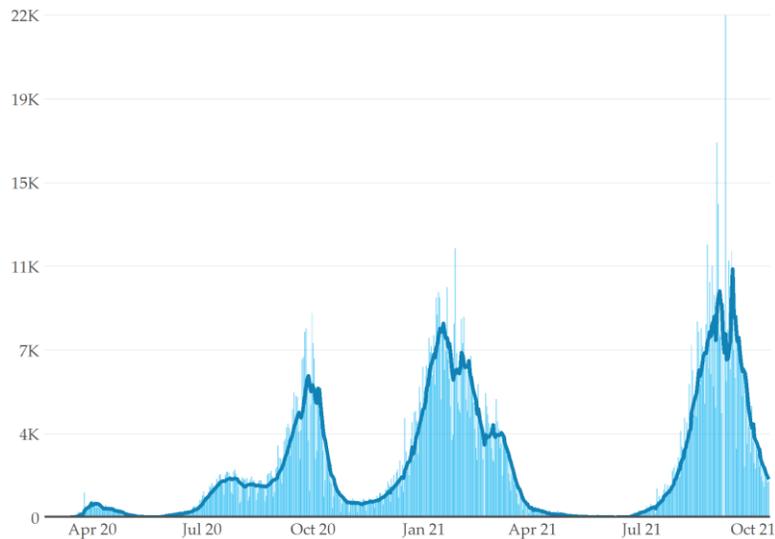
Vinci Partners, Our World in Data

Israel também segue o padrão de casos altos e mortes baixas

Repare na escala do gráfico de mortes

Israel: New Cases

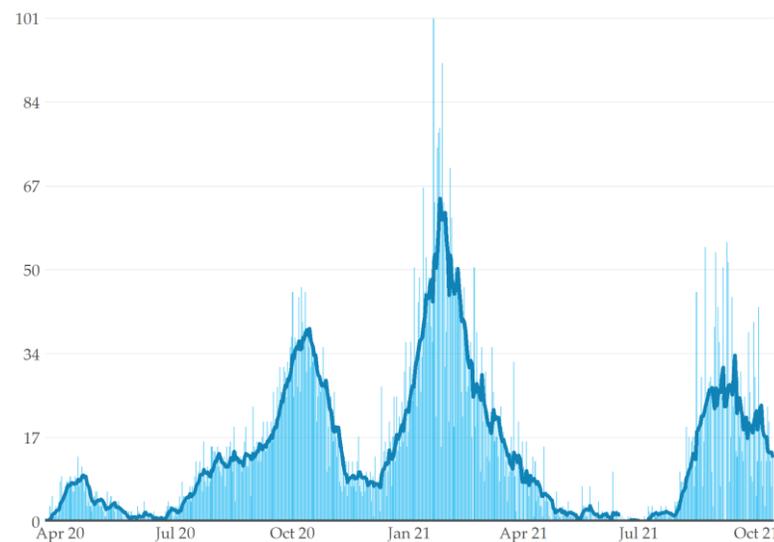
Dados atualizados até 14, Oct, 2021



Vinci Partners, Our World in Data

Israel: New Deaths

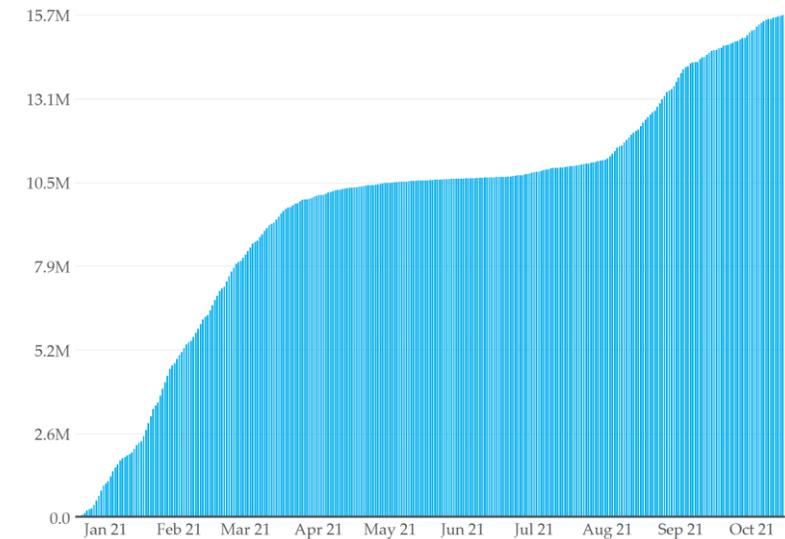
Dados atualizados até 14, Oct, 2021



Vinci Partners, Our World in Data

Israel: Total vaccinations

Dados atualizados até 14, Oct, 2021



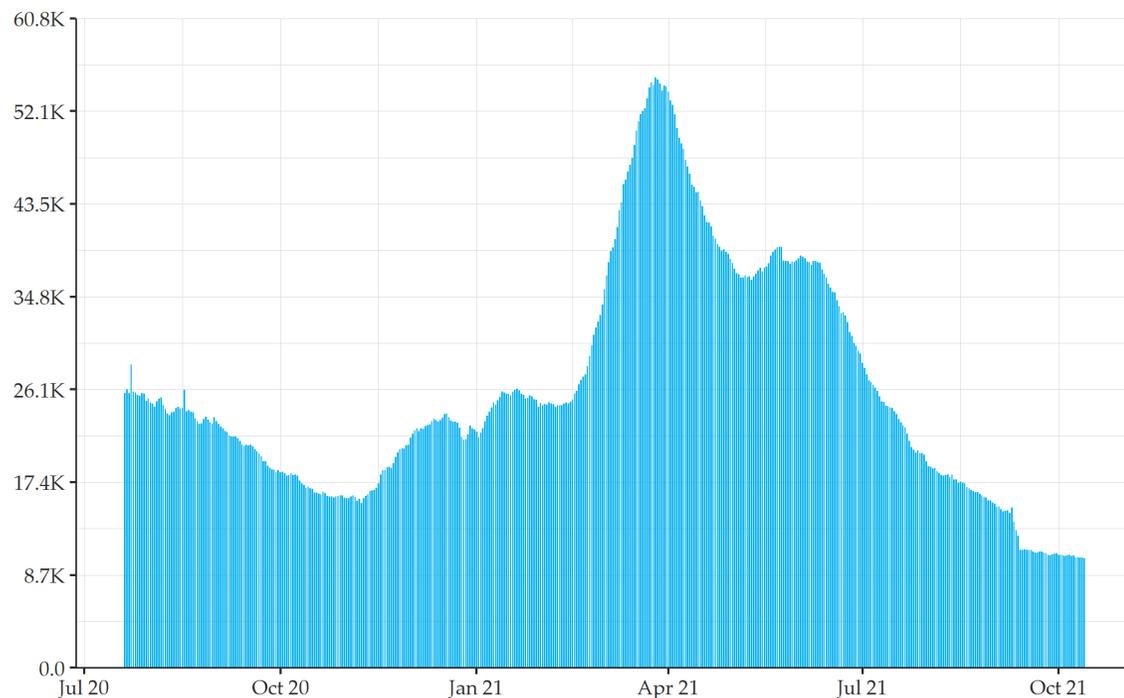
Vinci Partners, Our World in Data

Brasil: Queda em hospitalizações e pessoas em UTI

A queda em hospitalizações antecede a queda em mortes por aproximadamente 15 dias

Brasil: Hospitalizados

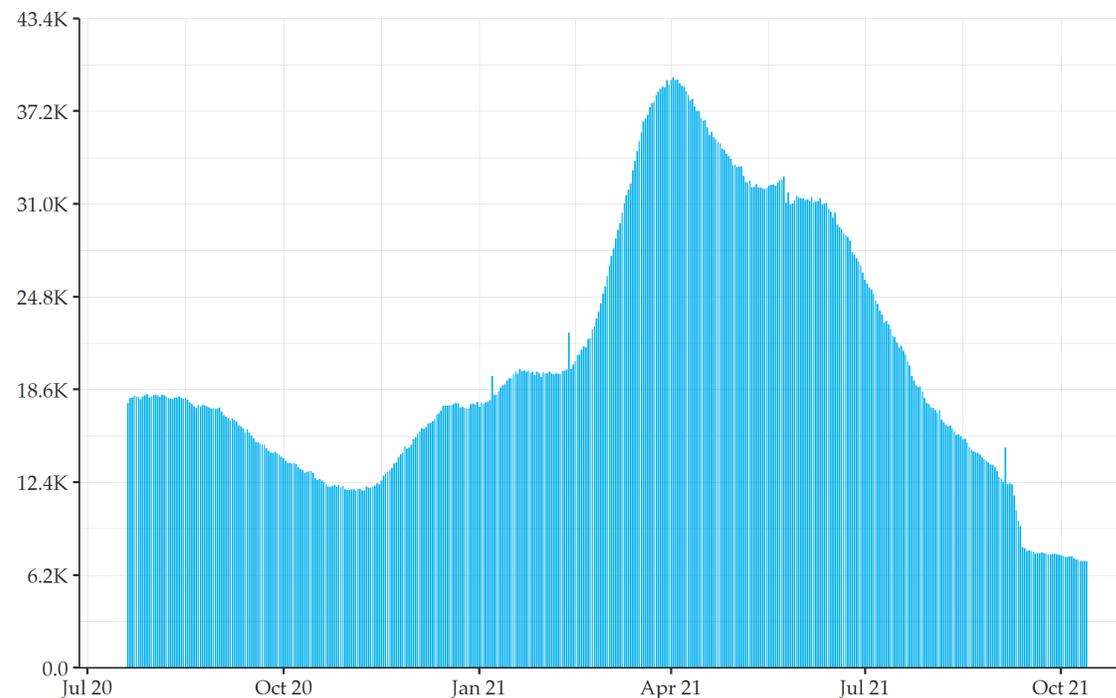
Dados Atualizados até 13 Oct



Fonte: Vinci Partners, eSUS

Brasil: UTI

Dados Atualizados até 13 Oct



Fonte: Vinci Partners, eSUS

Brasil: Vacinação segue acelerando

Mesmo com a reabertura progressiva da economia, e com a variante Delta, o número de casos e mortes segue em queda

Brasil: Novos Casos

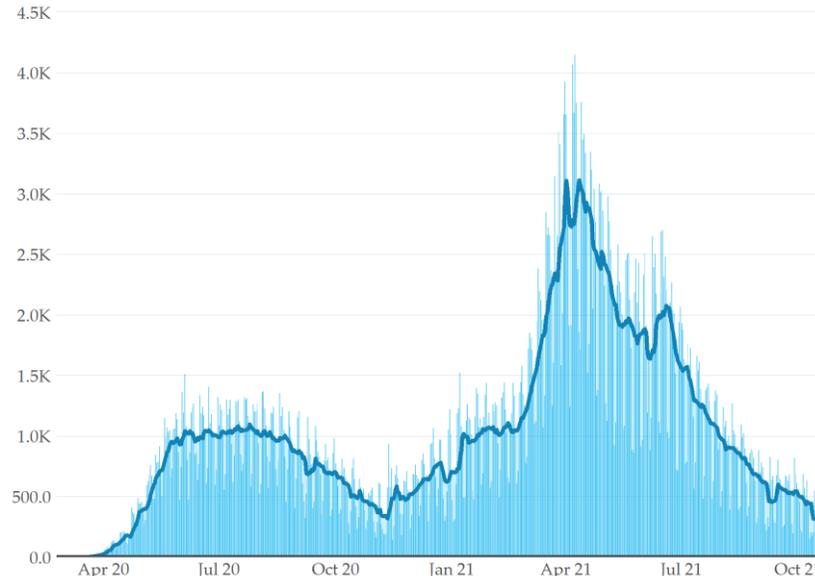
Dados atualizados até 14 Oct



Fonte: Vinci Partners, Secr. Estaduais, Coronavirusbra1

Brasil: Novas Mortes

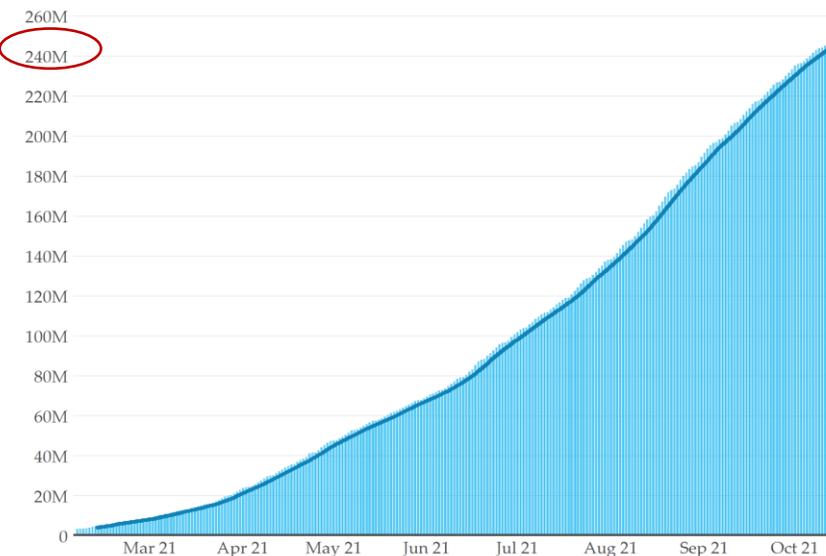
Dados atualizados até 14 Oct



Fonte: Vinci Partners, Secr. Estaduais, Coronavirusbra1

Brasil: Vacinados

Dados atualizados até 14 Oct



Fonte: Vinci Partners, Secr. Estaduais, Coronavirusbra1

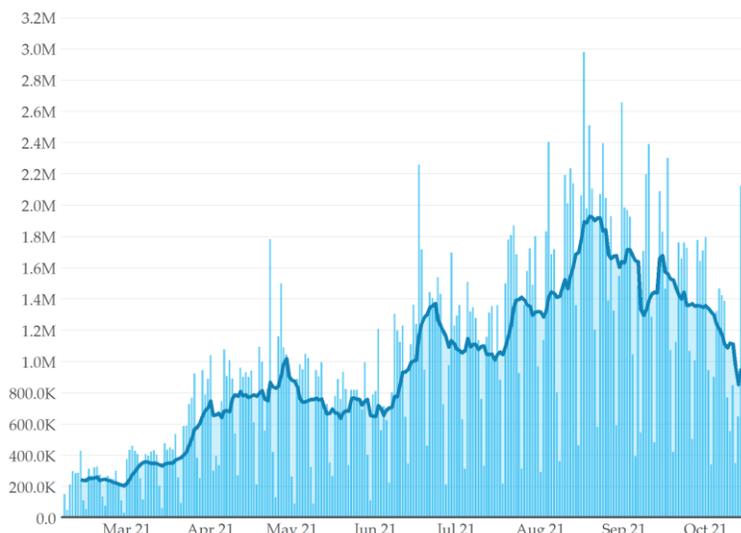
Processo de vacinação - Brasil

Esse deve ser um importante vetor para sustentar atividade ao longo do segundo semestre

Vacinação tem oscilado em torno de 2 milhões de pessoas por dia

Brasil: Novos_Vacinados

Dados atualizados até 14 Oct

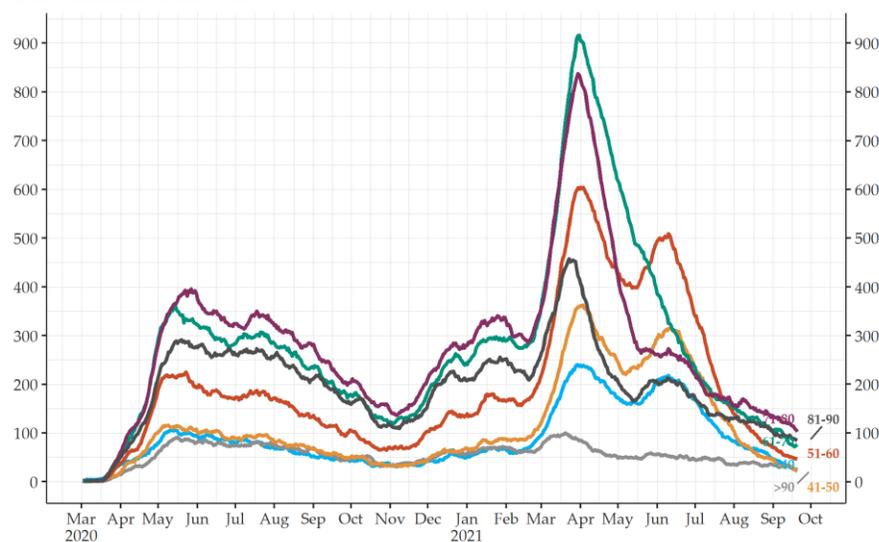


Fonte: Vinci Partners, Secr. Estaduais, Coronavirusbra1

Óbitos em idades mais elevadas e portanto mais vulneráveis não estão crescendo. Efeito vacinação!

Óbitos na Data de Ocorrência

Dados atualizados até 20-09-21

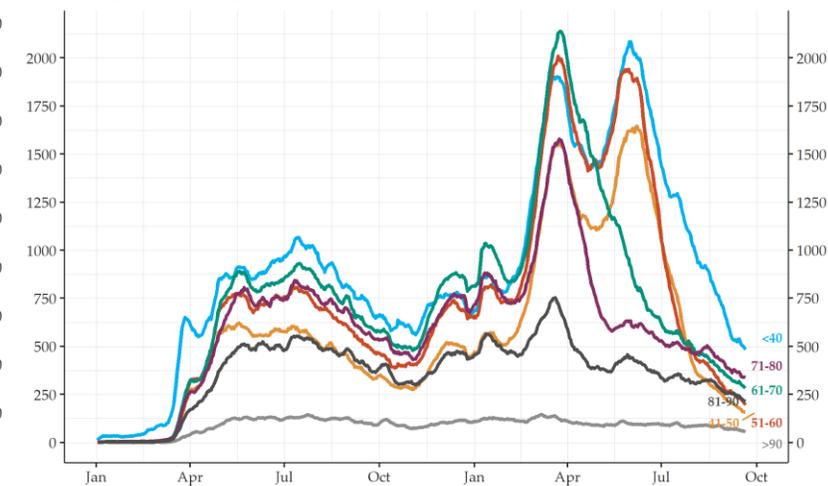


Fonte: Vinci Partners, OpenSus

Hospitalizações em queda em todos os grupos de idade

Novas Hospitalizações na Data de Ocorrência

Dados atualizados até 20-09-21



Fonte: Vinci Partners, OpenSus

Brasil

Moderação no crescimento e na inflação em 2022

Crescimento no Brasil segue forte

Crescimento do PIB deve ultrapassar 5% em 2021. Consumo de energia elétrica segue forte em 2021, em níveis superiores a qualquer momento dos últimos anos.

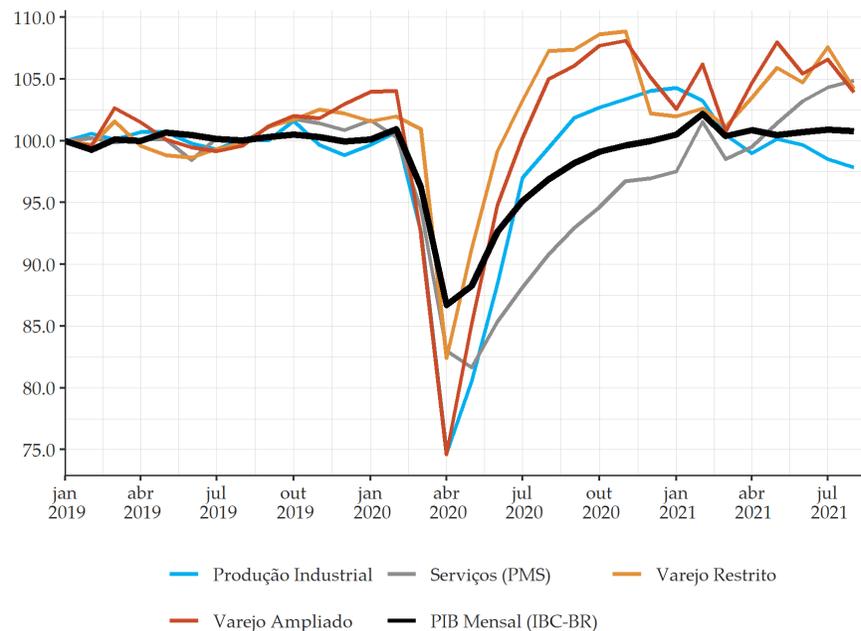
Todos os setores de atividade voltaram para o nível pré-pandemia

Consumo de energia elétrica acima do padrão sazonal de anos passados

Consumo de energia correlaciona bem com o PIB e é divulgado diariamente

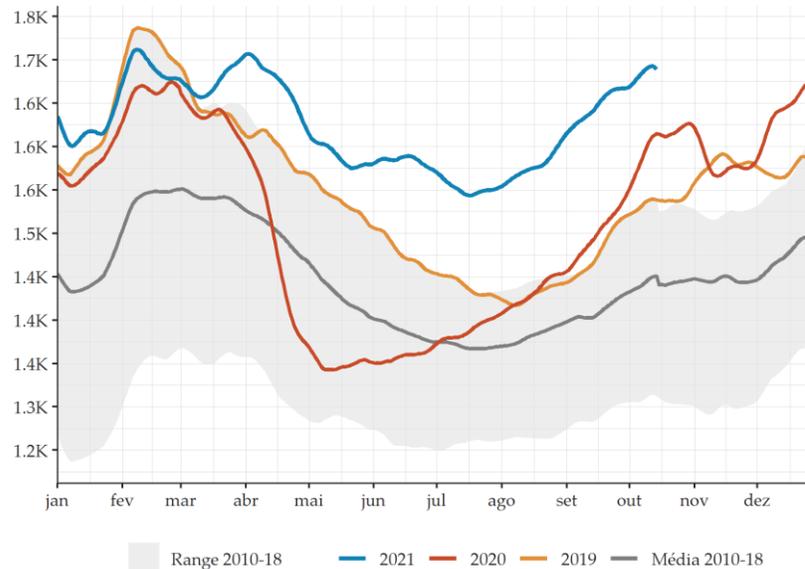
Indicadores de Atividade

(Jan 2019 = 100)



Carga Diária de Energia Elétrica

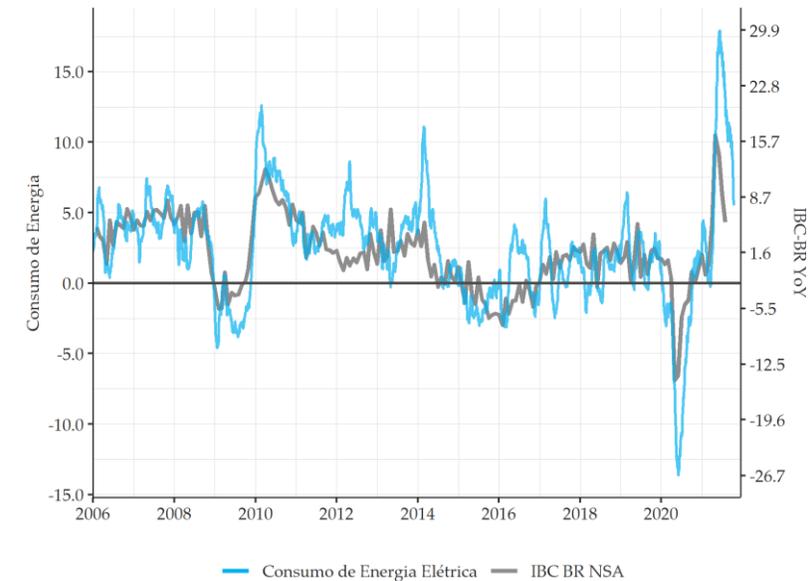
Comportamento Sazonal desde Janeiro de 2010



Fonte: Vinci Partners, ONS

Consumo de Energia Elétrica x IBC BR NSA

Last update, out 2021

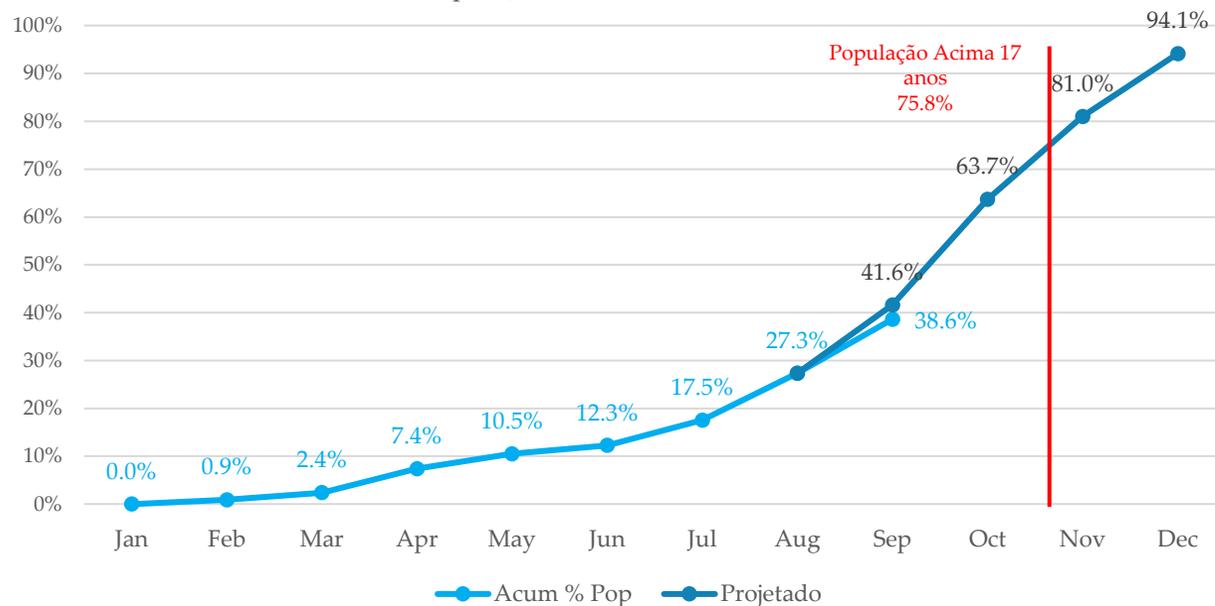


Vacinação ainda é vento a favor em 2021

Vacinação (ao permitir a volta ao trabalho) e alta no preço das commodities são dois choques de oferta positivos acontecendo paralelamente em 2021

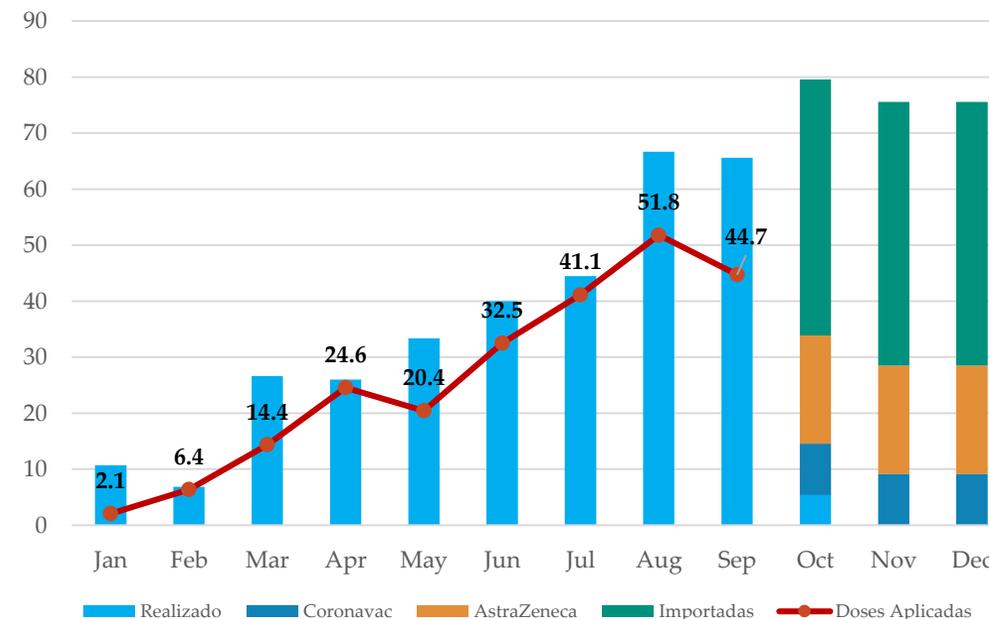
Vacinação (2 doses) atinge a meta em novembro de 2021

Vacinação 2ª Dose AZ + Pfizer + Coronavac + Janssen Acumulada – % População Total - com dados diários



Cronograma de vacinação vem sendo cumprido

Cronograma Vacinação Nacional (em mm de doses) Total Mensal



Será que vai faltar energia ainda 2021?

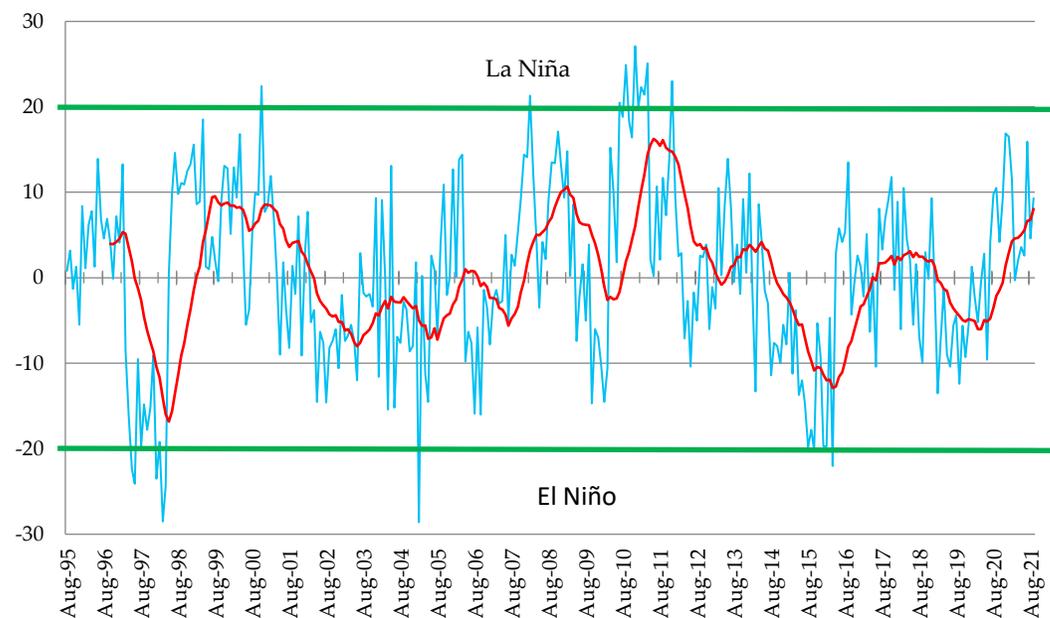
Regime de chuvas foi extraordinariamente fraco nos últimos anos. Ainda é cedo para prever, mas temperatura no Oceano Pacífico sugere que La Niña pode ser mais moderado em 2022

Precipitação nos Principais Reservatórios - mm 365 dias

Last update: 13 Oct 21

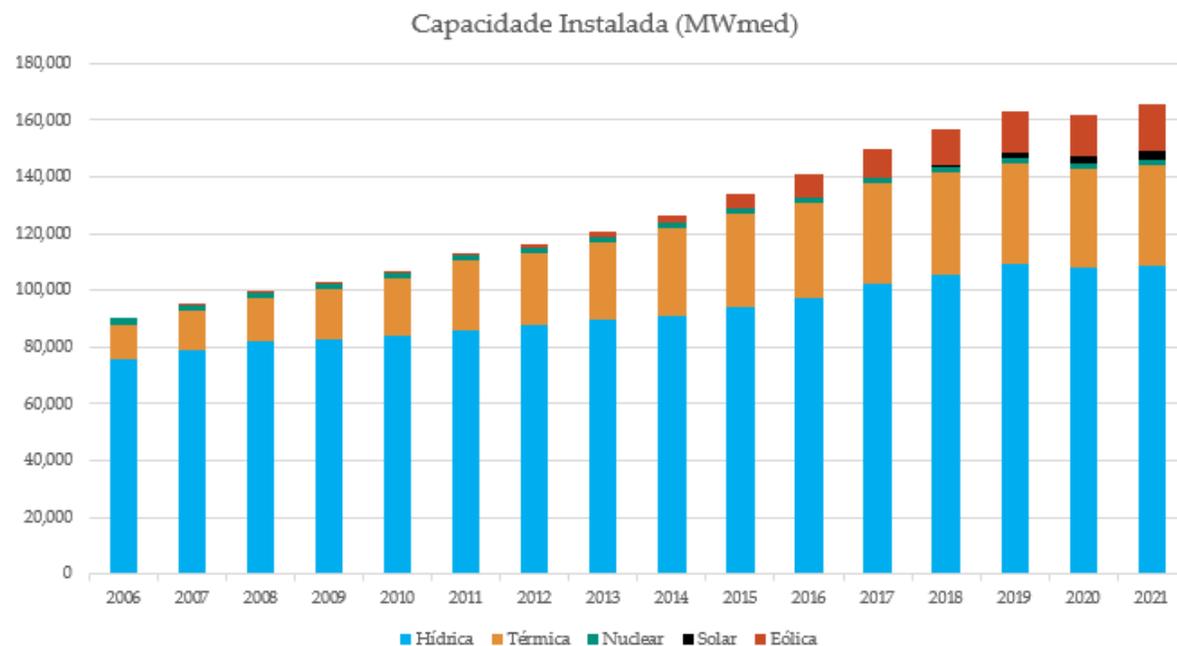


Southern Oscillation Index

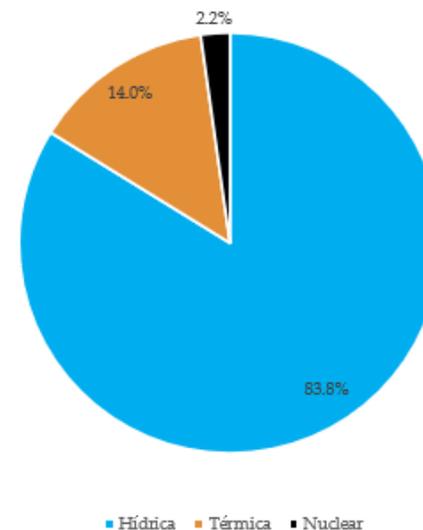


(1) Brasil depende menos da energia hidroelétrica

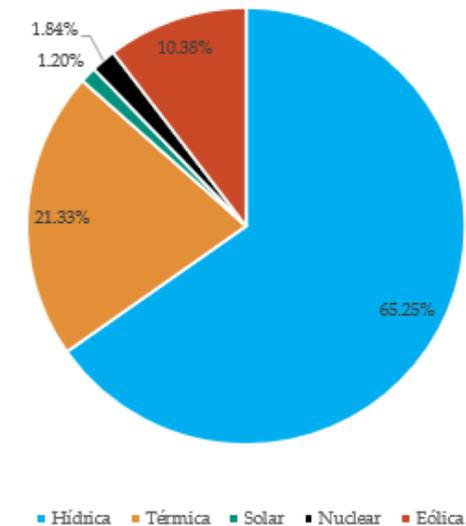
Já a oferta não só vem aumentando, como vem ficando mais diversificada. E a oferta deve continuar aumentando nos próximos anos devido ao pipeline de investimentos. Em 2022 entram +9 MWm de energia não-hidroelétrica.



Composição Capacidade Instalada (Jan/06)

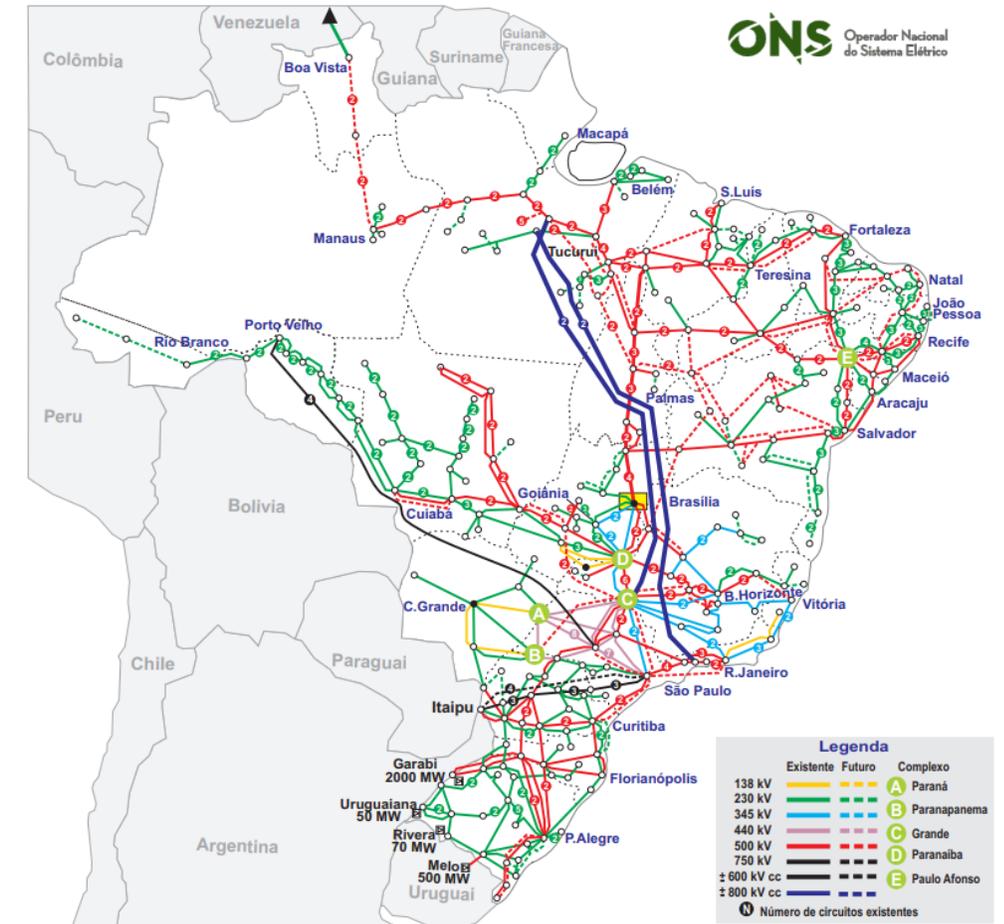
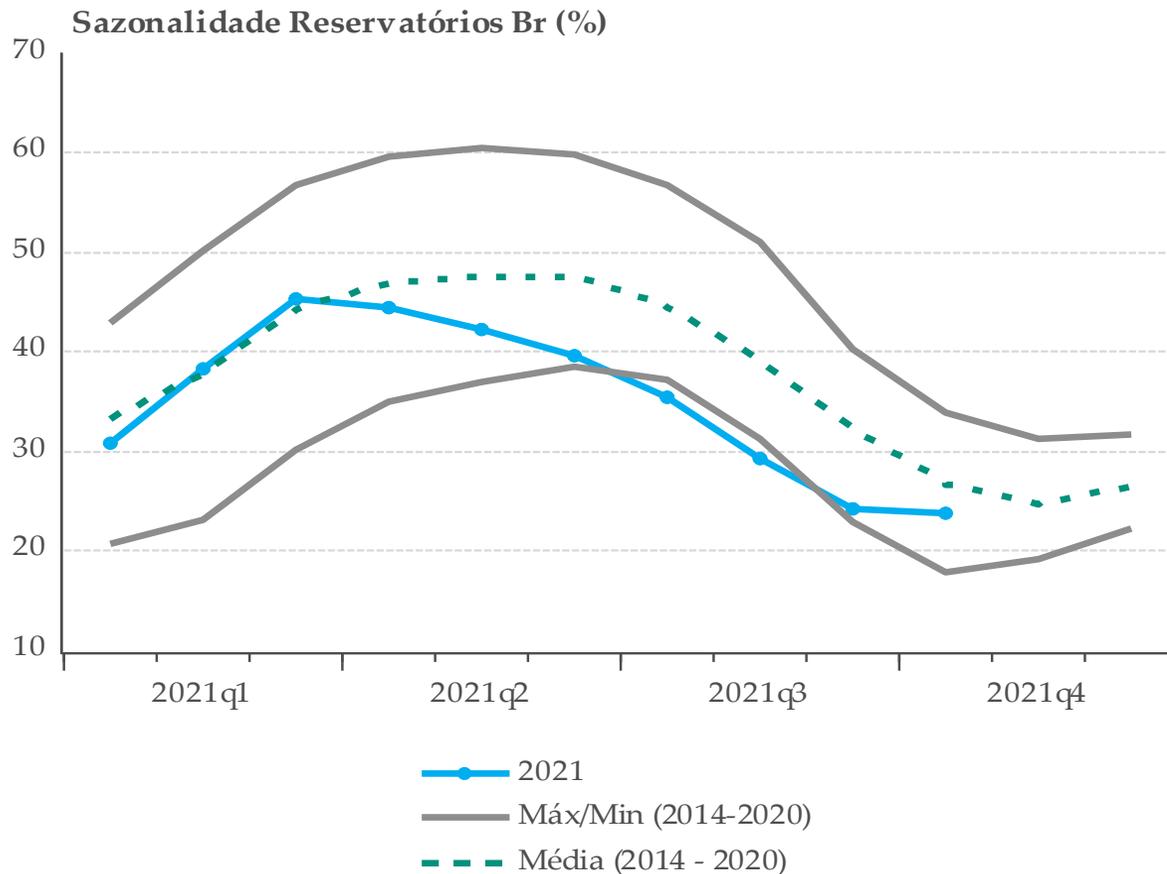


Composição Capacidade Instalada (mar/21)



(2) Ampliação de rede de transmissão integrou regiões

Hoje em dia o sistema elétrico é interligado, o que permite a transferência de energia entre as regiões – diferente do que ocorria em 2001. Isto reduziu bastante o risco do sistema. Reservatórios estão cheios no Nordeste/Norte além das hidroelétricas a fio-d'água no Norte



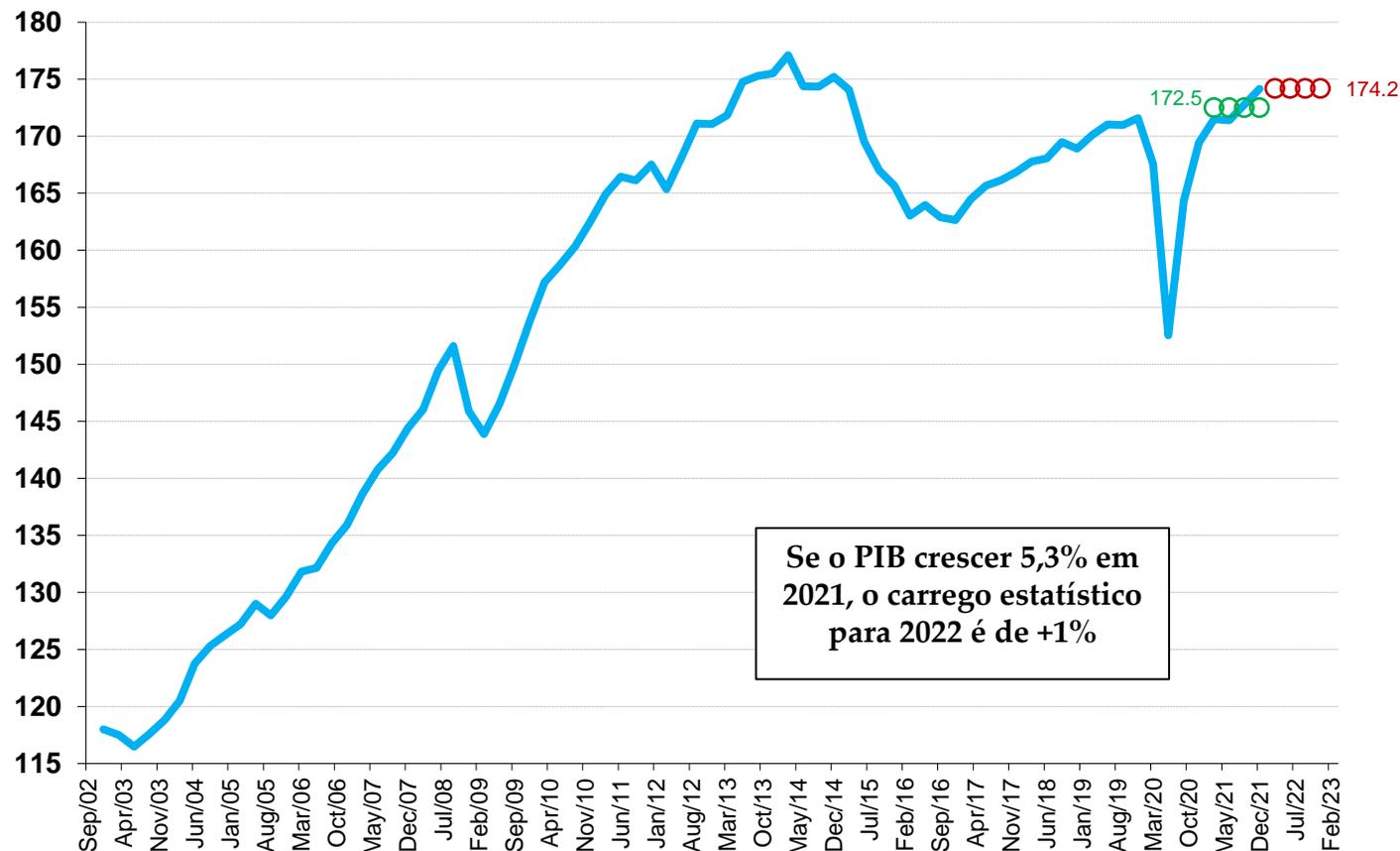
Por que risco de racionamento é menor em 2022?

1. PIB deve crescer menos em 2022 (2,5%) do que em 2021 (5,3%)
2. Nova oferta de energia não-hidroelétrica de 9GWm em 2022
3. Usinas térmicas vão ficar ligadas durante o período úmido em 2022. Em 2021 as térmicas só foram ligadas no período seco. Isso permite um acúmulo maior de águas nos reservatórios durante o período úmido de 2022.
4. Luís Barroso da PSR acredita que a bandeira tarifária de energia no final de 2022 pode ser amarela ou até mesmo verde.

Crescimento em 2022: Prós e contras

Se PIB crescer 5,3% em 2021, carregio estatístico é de +1% em 2022

Carregio Estatístico do PIB



PIB desacelera de 5,3% em 2021 para 2,5% em 2022

Contra

- Política Monetária
- “Incerteza Política”

A favor

- Carregio estatístico de +1%
- Impulso fiscal vira de muito negativo em 2021 para positivo em 2022
- Ano eleitoral, estados e municípios também aumentam os gastos
- Crescimento global ainda acima do potencial
- Preço das commodities ainda alto
- Crédito segue em expansão
- Investimento acima de 20% do PIB
- Mercado de trabalho criando mais de 3mm de postos de trabalho por ano, massa salarial crescendo

Política monetária, detrator do crescimento em 2022

Alta na taxa de juros deve afetar o crescimento 2022. Juro real ex-ante já está se aproximando de 4%, acima do nível neutro.

Juro real curto (ex-ante) subiu e deve impactar crescimento em 2022.
Juro real longo segue oscilando entre 4 e 5%.

Índice de Condições Financeiras sugere desaquecimento da atividade

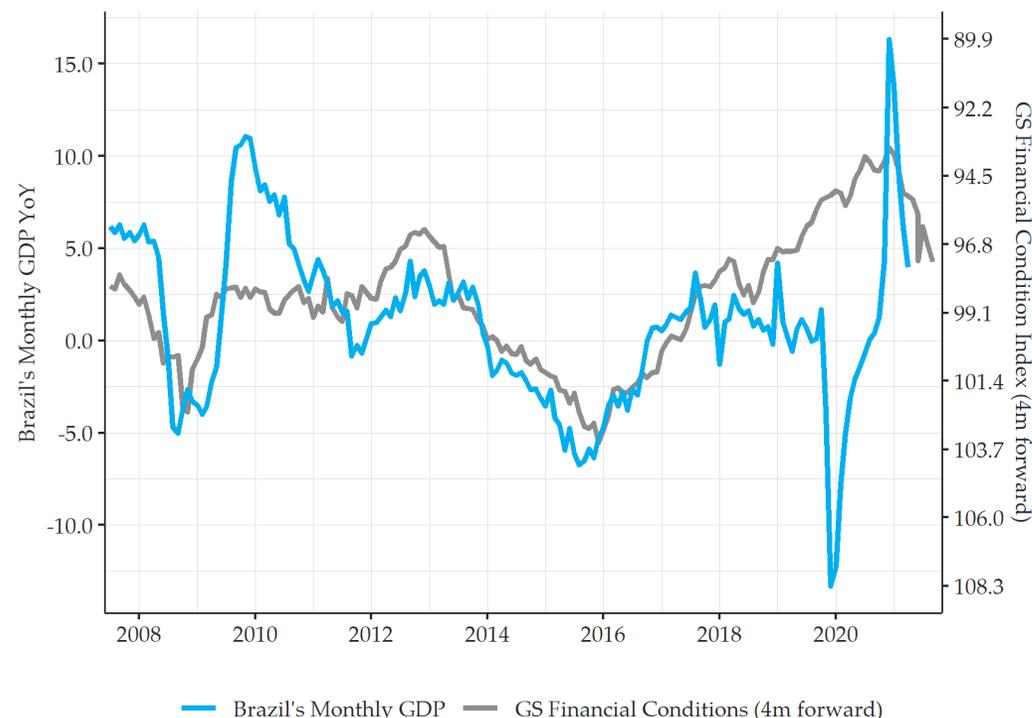
Taxa de Juros real

Last update: out 2021



Fonte: Vinci Partners.

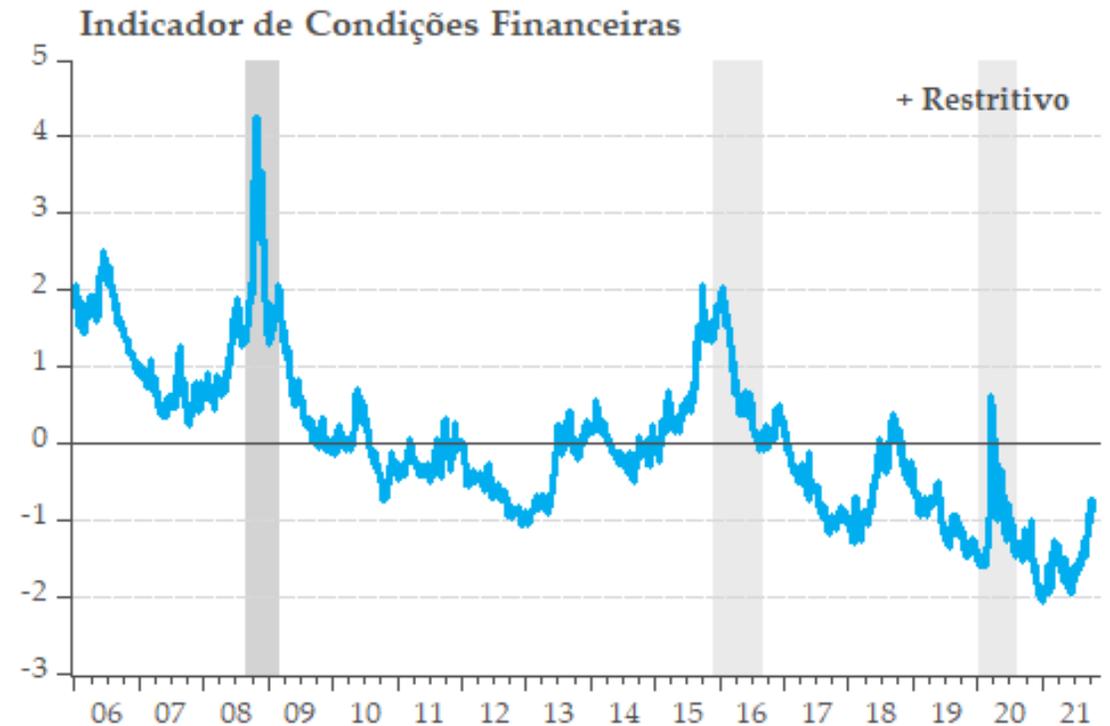
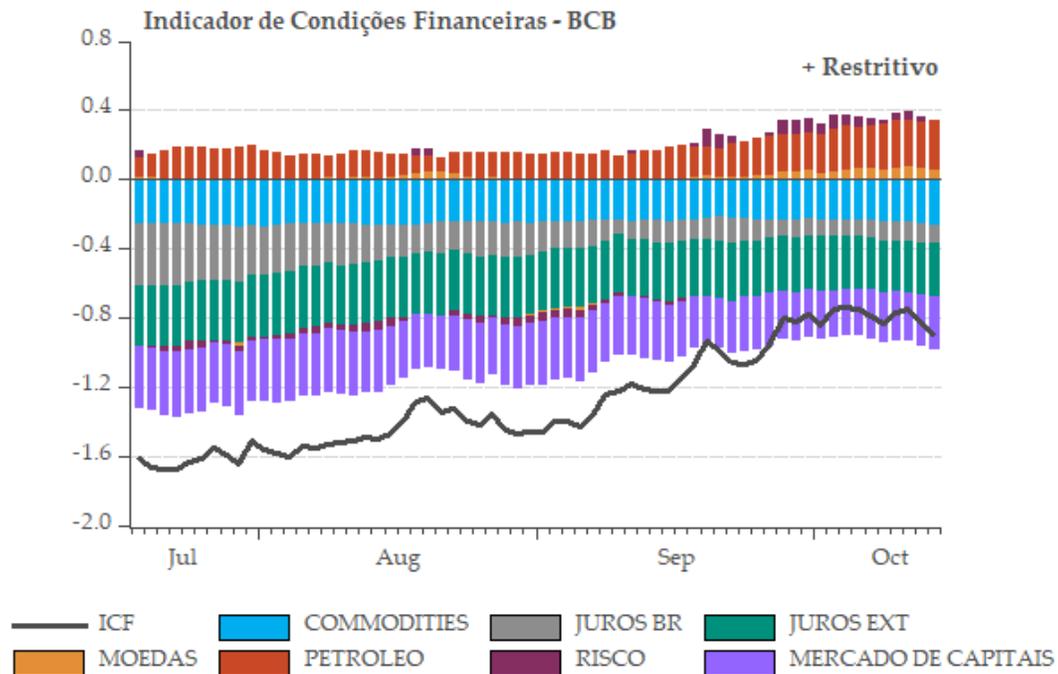
Brazil - Financial Conditions Index & Monthly GDP (IBC-BR) (YoY)



Sources: GS, Bacen & Vinci Partners.

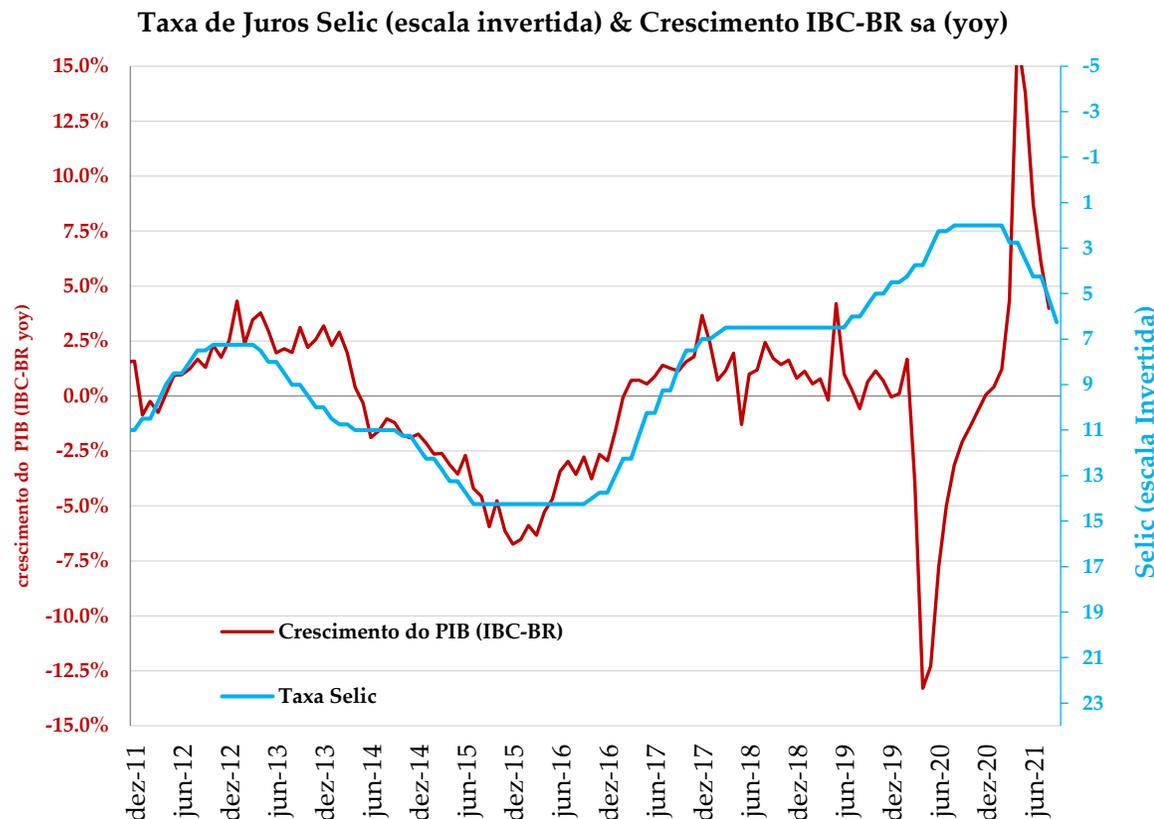
Tx de juros não é o único fator nas condições financeiras

Piora das condições financeiras vem sendo refletida no ICF do Banco Central. Piora vem em grande parte do aumento das taxas de juros. Porém, nível ainda continua baixo comparado a série histórica.



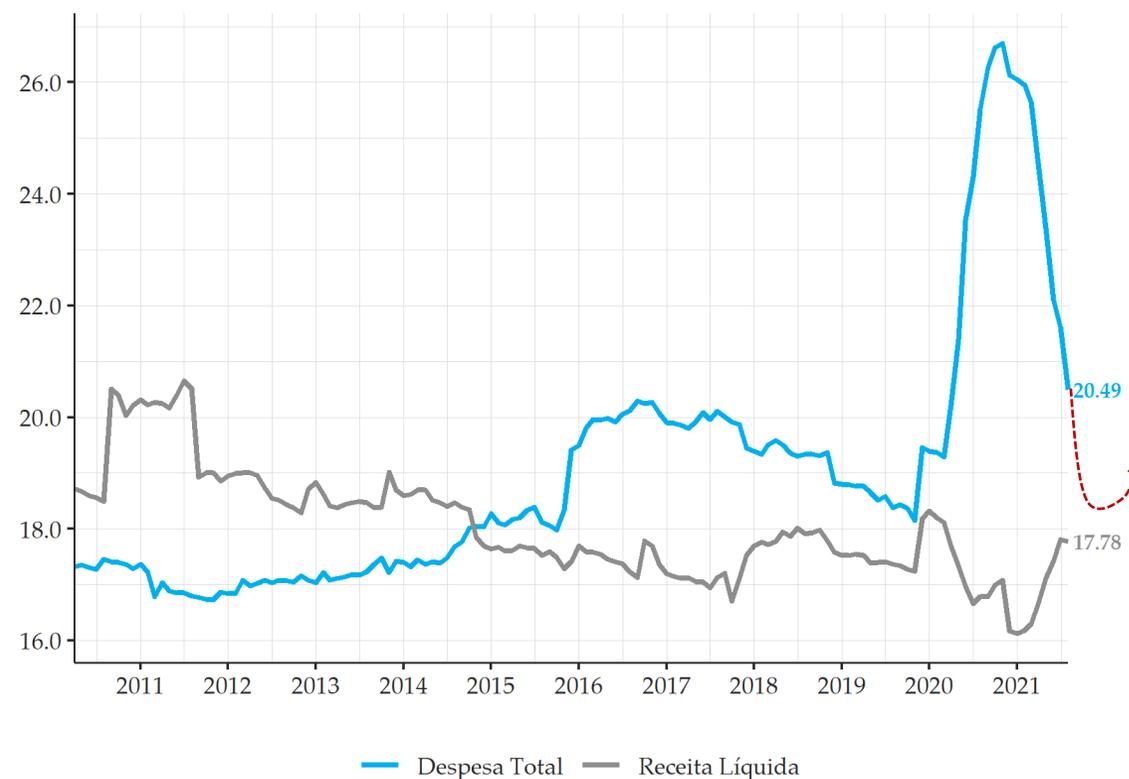
Política Monetária não é o único determinante do PIB

Política monetária foi expansionista em 2021, mas será contracionista em 2022. Pelo lado fiscal, no entanto, o gasto do governo central já contraiu de 27% do PIB para menos de 22% do PIB em 2021. Essa contração deve reverter em 2022: teto de gastos sobe 1% do PIB e estados e municípios acumularam 1% de superávit primário em 2021



Government Central (%PIB 12M): Receita vs Despesa

Last update: ago 2021



Fonte: TN e Vinci Partners.

Commodities ainda ajudam crescimento em 2022

Crescimento global ainda deve ser acima do potencial em 2022. Alta nos preços, no entanto, deve ser menos intensa do que em 2021.

Preço das commodities em dólares não para de subir

CRB

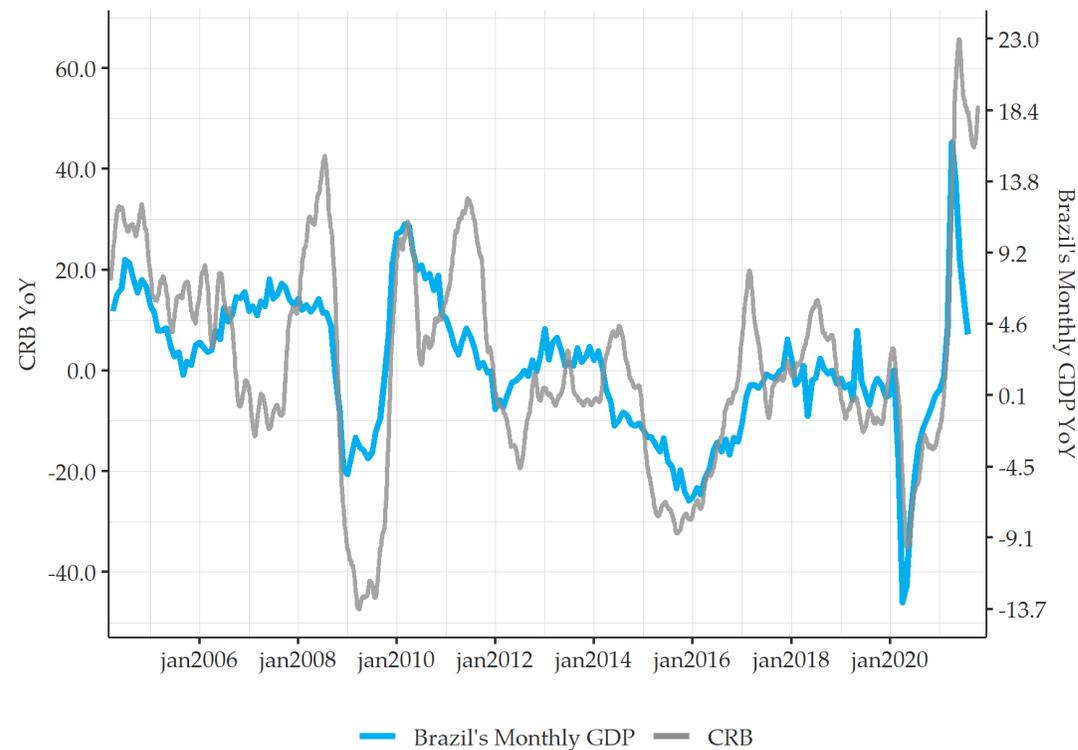
Last update: out 2021



Preço em dólar das commodities é um importante fator explicativo dos ciclos econômicos no Brasil

Brazil's Monthly GDP & CRB

(YoY)



Sources: Vinci Partners & Brazil Central Bank.

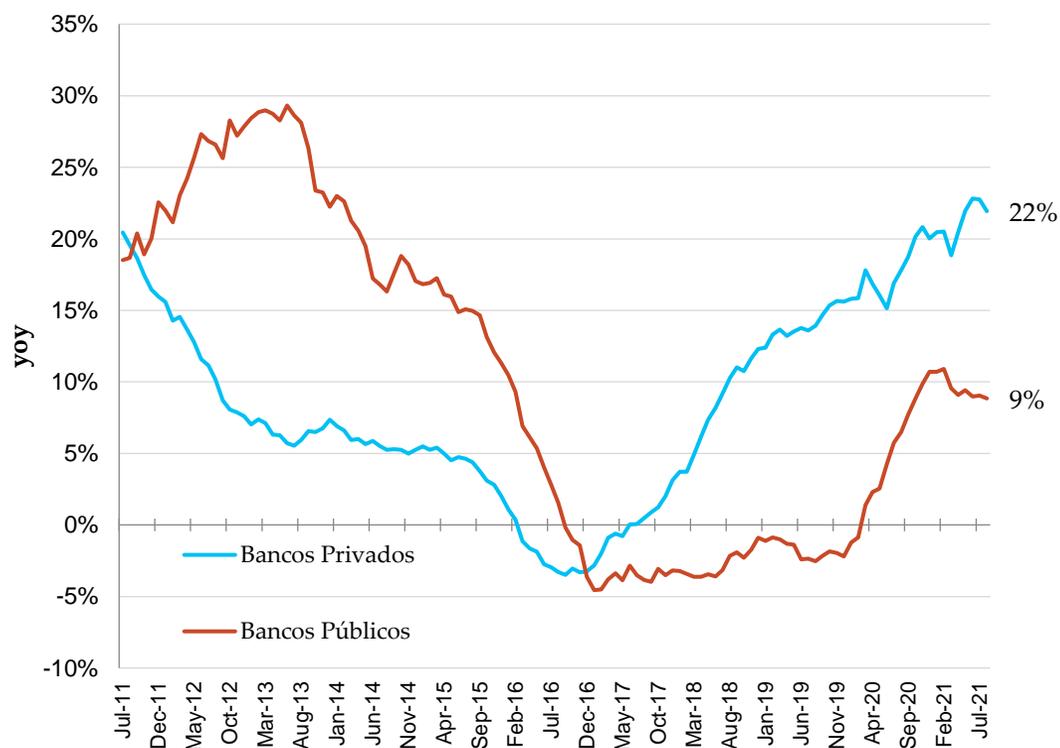
Expansão do crédito também deve ajudar crescimento

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.

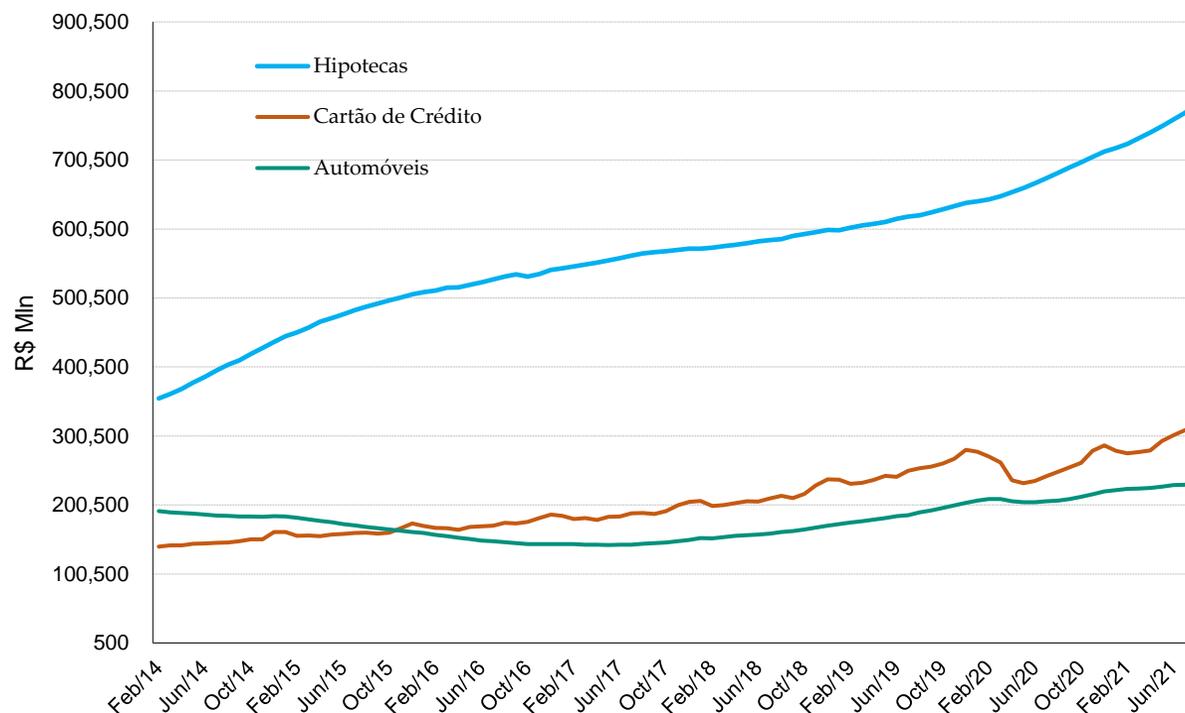
Crédito privado segue crescendo forte, acima de 20% ao ano. Bancos públicos expandem crédito em torno de 10%.

Crédito imobiliário passou ileso pela crise. Bancos públicos devem focar nessa modalidade em 2022 para estimular emprego

Estoque de Crédito: Bancos Públicos e Privados



Crédito ao Consumidor: Hipotecas, Cartão de Crédito e Automóveis



Investimento subindo: sinal de ciclo longo

Investimento voltou para o patamar de 20% do PIB. Isso sugere que o aumento da demanda vai encontrar mais oferta no futuro. Crescimento baseado em consumo apenas terminas ou em inflação ou déficit em conta corrente.

Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) voltou ao patamar de 20% do PIB

Taxa de Investimento trimestral (%PIB)

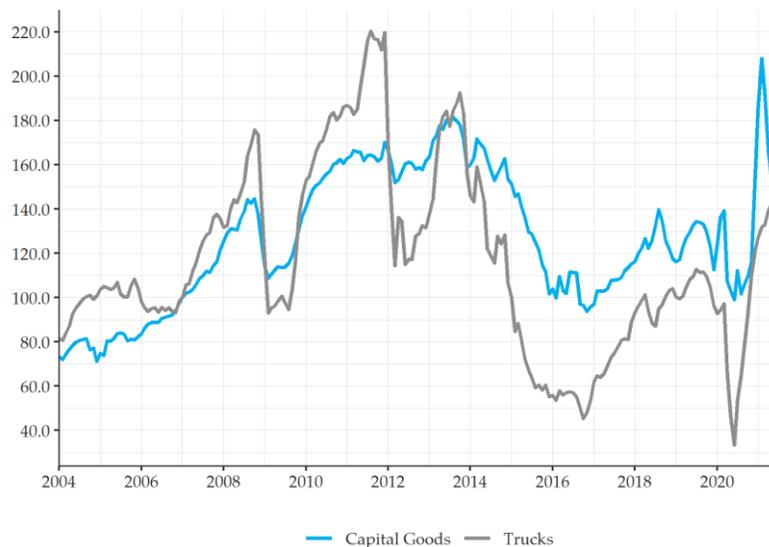


Fonte: IBGE, Vinci Partners.

Produção de caminhões e bens de capital em alta

Trucks and Capital Goods Production

Last update: Aug 2021



Source: Vinci Partners, IPEA, Anfavea

Construção civil crescendo acima de 30% yoy

Construction

Last update: Jul 2021



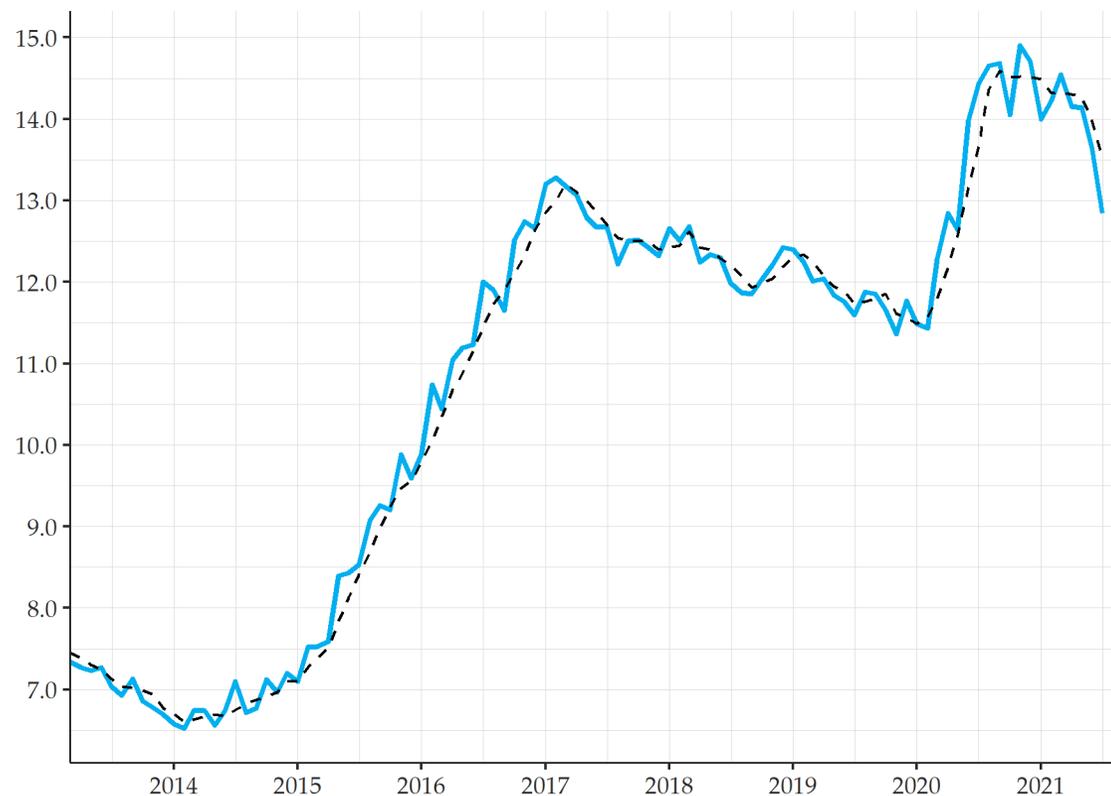
Source: Vinci Partners, IBGE

Mercado de trabalho melhorando

Taxa de desemprego vem apresentando aceleração na recuperação. Volta da mobilidade deve estimular setor informal. Setor formal apresenta estoque de emprego muito acima do anterior a pandemia.

Taxa de Desemprego

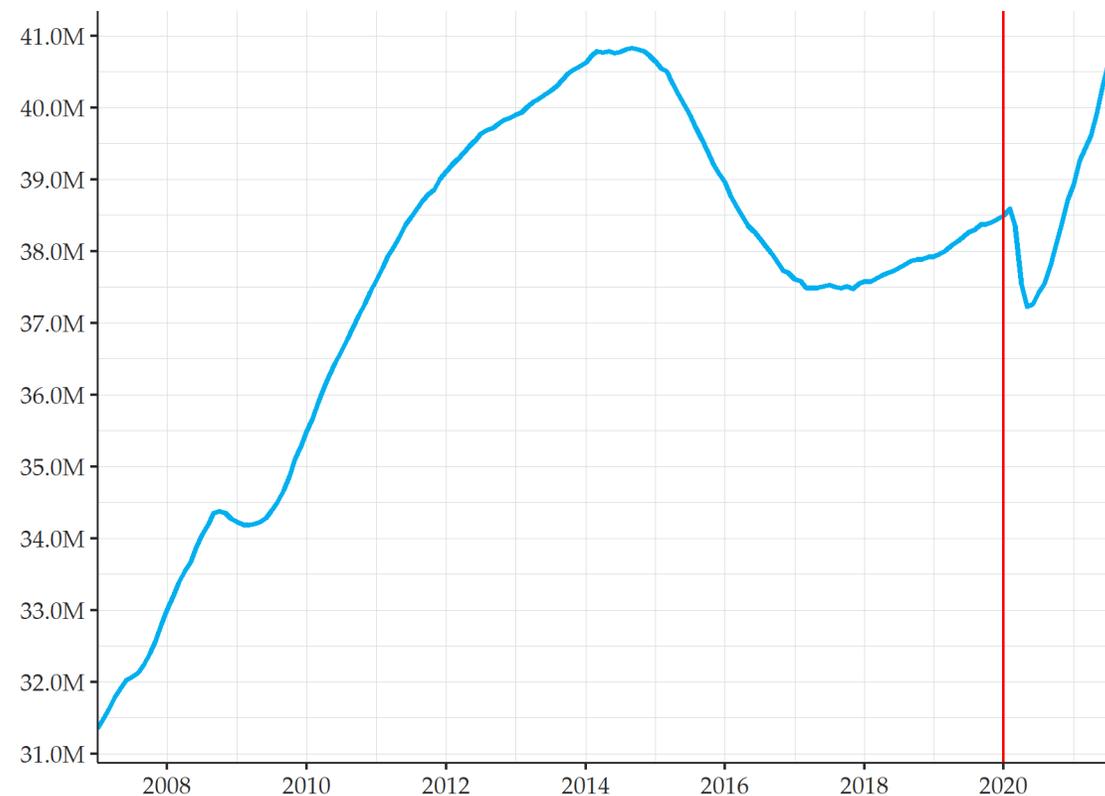
Última Atualização: Jul 2021



Fonte: Vinci Partners & IBGE

Caged: Total de Trabalhadores Ocupados

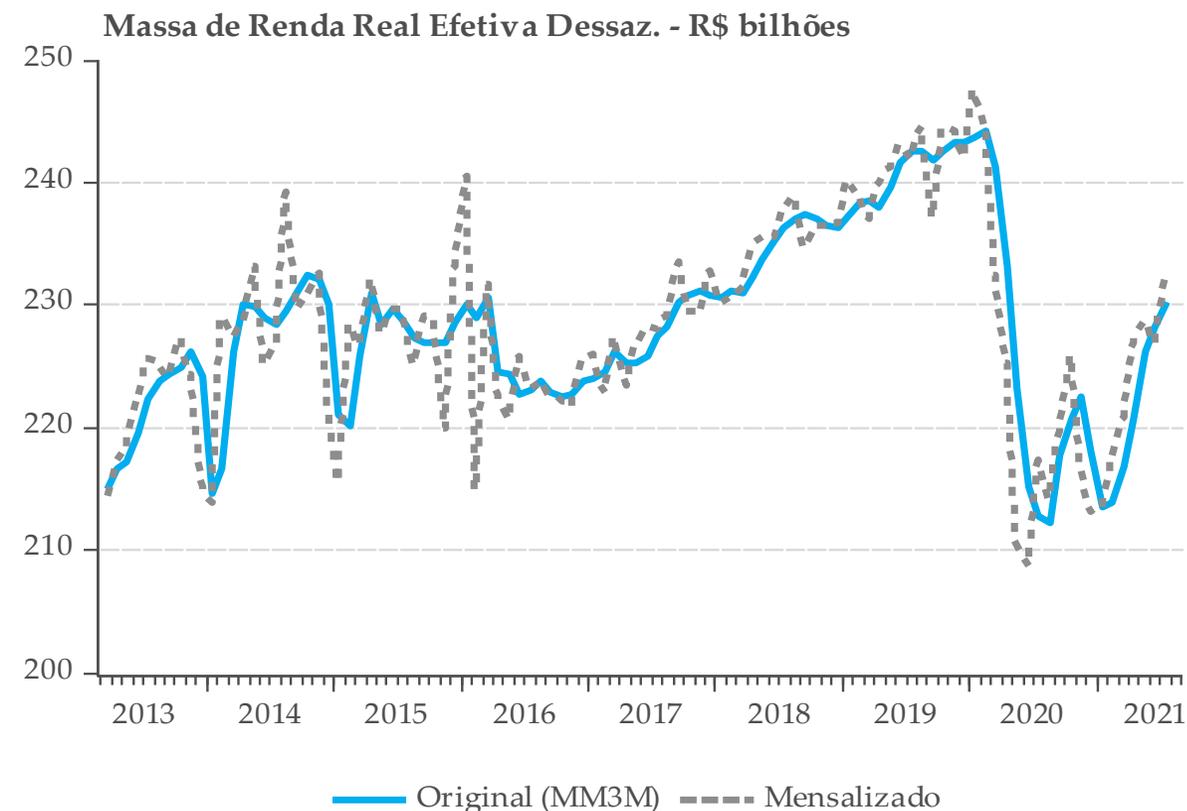
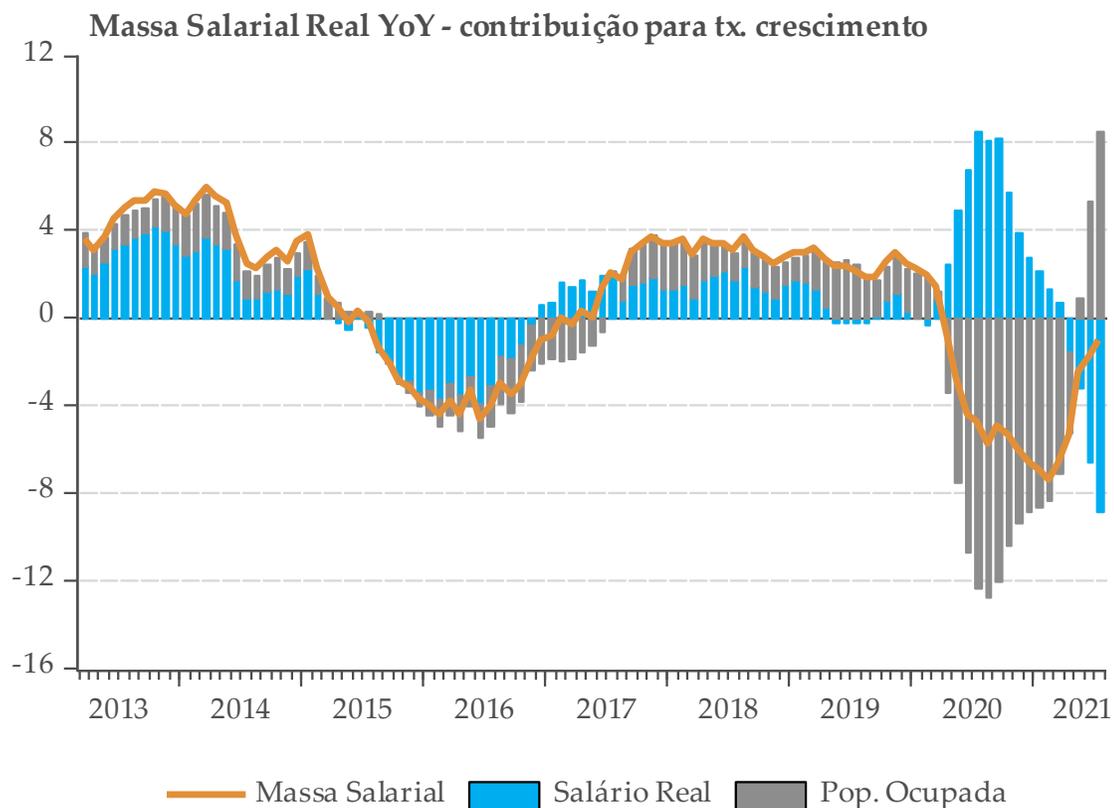
Última Atualização: Aug 2021



Fonte: Vinci Partners & Ministério do Trabalho e Previdência

Massa salarial real crescendo, apesar da inflação

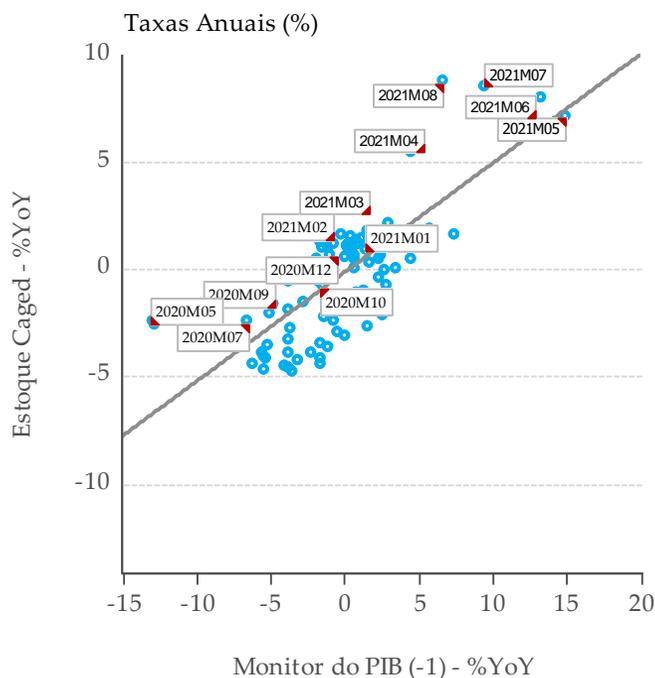
Recuperação do setor informal é importante para a recuperação da massa salarial. Recuperação vem ganhando força na margem e deve ser um *importante* driver para a atividade no ano que vem.



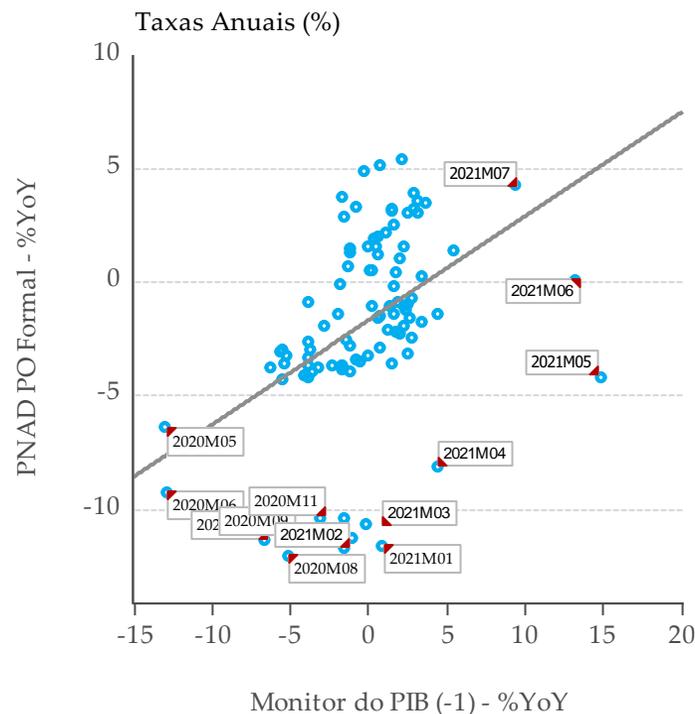
Considerações sobre Caged vs PNAD

Dados da PNAD após a mudança metodológica após a pandemia parecem subestimar a evolução do emprego, considerando a correlação com as demais variáveis de atividade

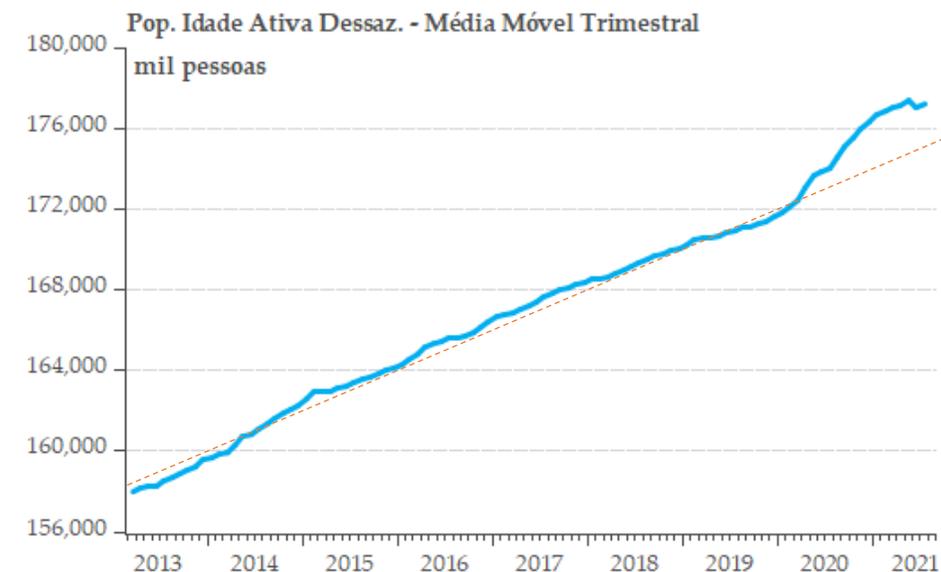
Criação do emprego do Caged manteve correlação com o crescimento do PIB



Dados de emprego da PNAD após a pandemia perderam correlação que tinham com o PIB



População em IDADE Ativa é um dado demográfico. Por que a PIA da PNAD acelerou depois do Covid?

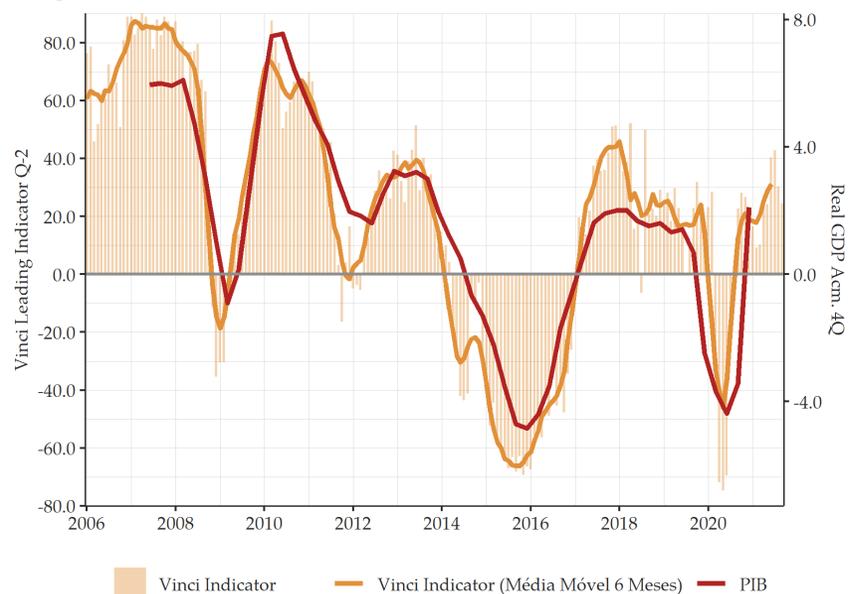


Vinci Leading Indicators Brasil

Indicador Antecedente do Brasil segue apontando para cima, influenciado principalmente pela recuperação do mercado de trabalho e pela recuperação do setor de serviços que ainda deve continuar se beneficiando da normalização propiciada pela vacinação.

Vinci Leading Indicator Brasil

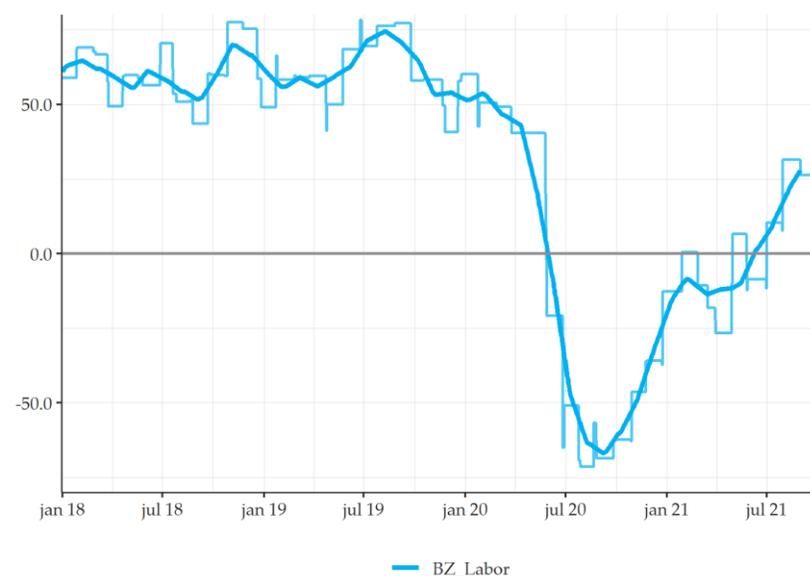
Comparação entre o Indicador Q-2 e o PIB acumulado em 4 trimestres



Fonte: IBGE e Vinci Partners.

Vinci Leading Indicator Brasil Por Setor

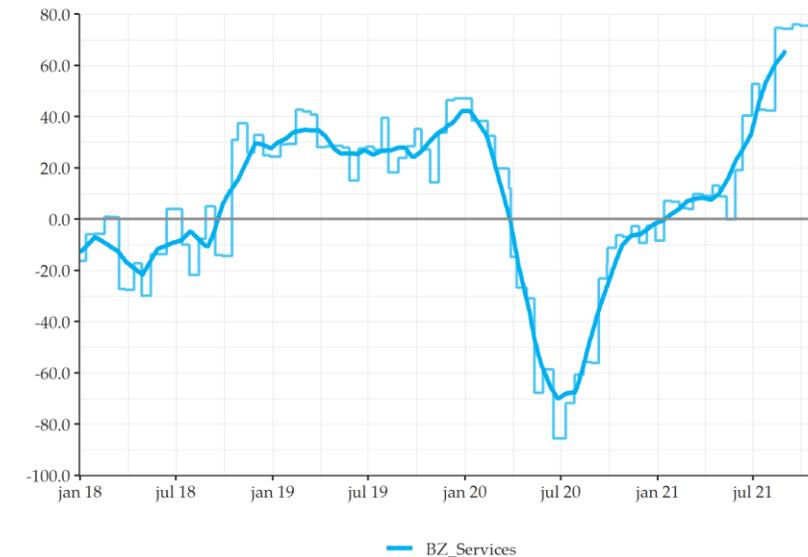
Índice Diário e a Média Móvel de 90 dias



Fonte: Vinci Partners.

Vinci Leading Indicator Brasil Por Setor

Índice Diário e a Média Móvel de 90 dias



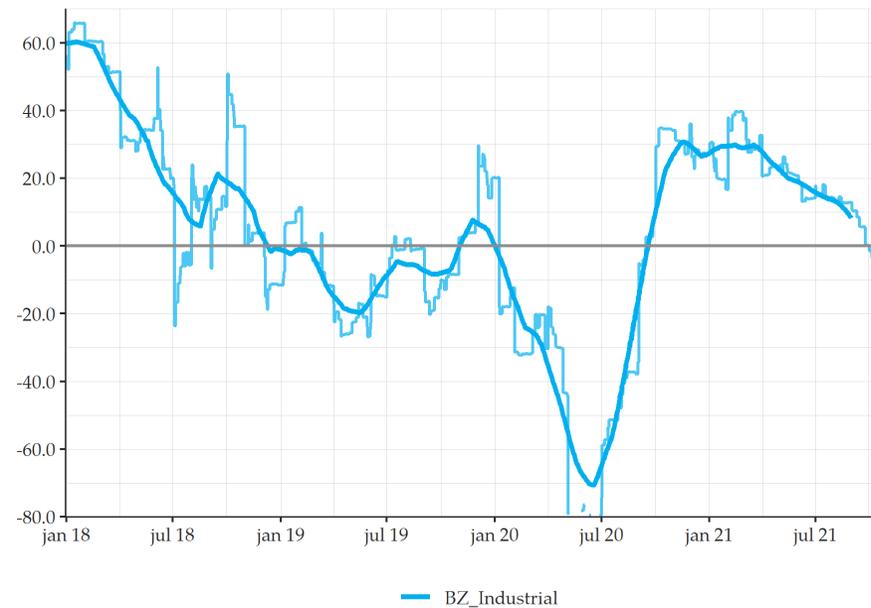
Fonte: Vinci Partners.

Vinci Leading Indicators Brasil

Componentes relacionados ao setor industrial estão puxando para baixo o LI, mas sabemos que a falta de chips afetando a indústria automobilística explica grande parte desse movimento – e não uma queda de demanda.

Vinci Leading Indicator Brasil Por Setor

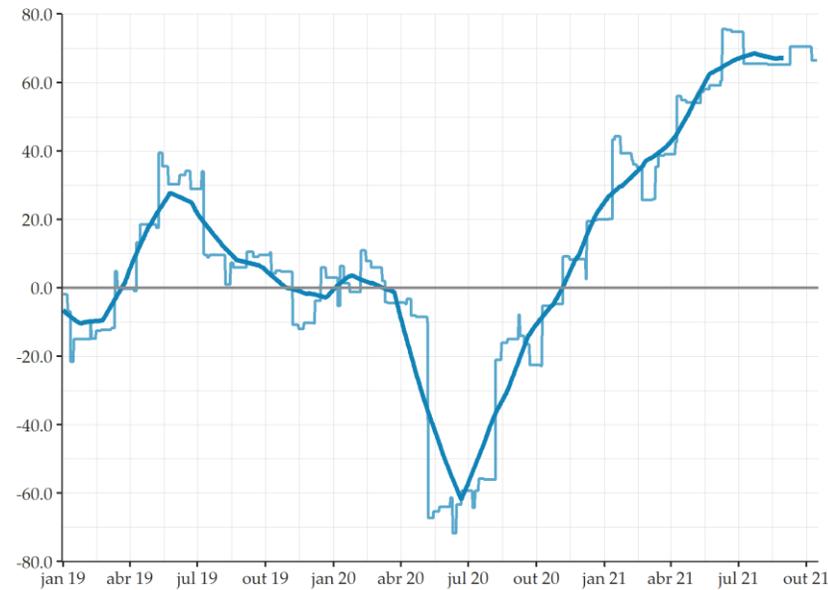
Índice Diário e a Média Móvel de 90 dias



Fonte: Vinci Partners.

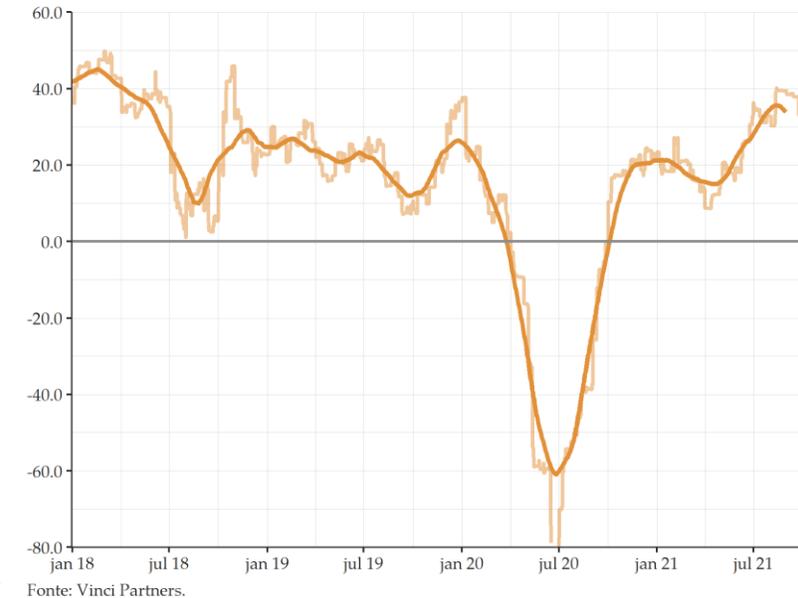
Vinci Leading Indicator Brasil - Inflação

Índice Diário e a Média Móvel de 90 dias



Vinci Leading Indicator Brasil - Diário

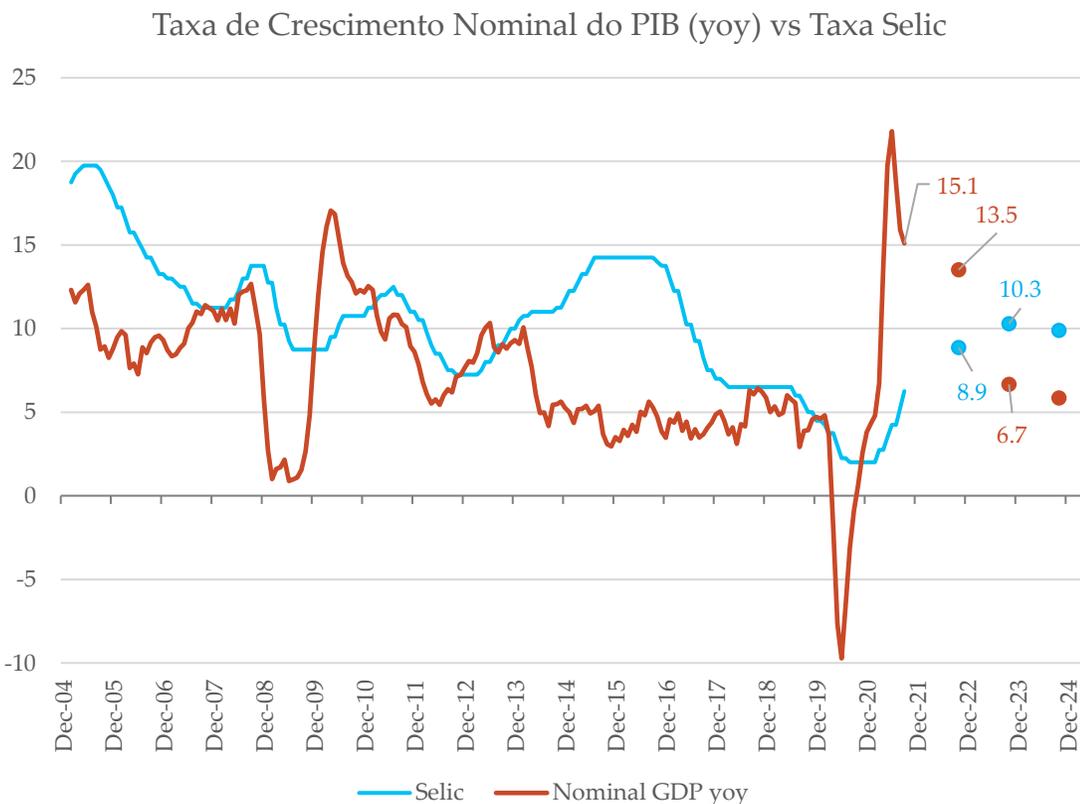
Indicador Diário e a Média Móvel de 3 Meses



PIB nominal segue acima da taxa de juros nominal

Juros nominais e PIB nominal devem se encontrar ao longo de 2022. Bolsa fica menos atrativa neste cenário

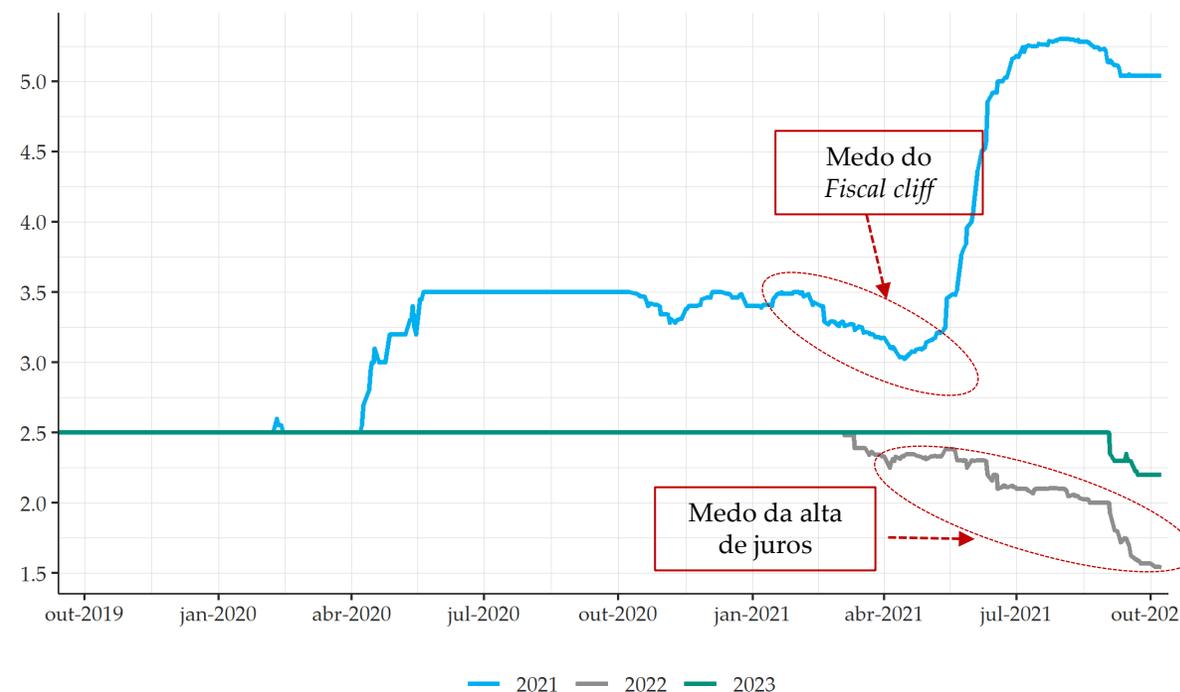
Números do consenso do mercado e curva de DI's. PIB Real muito baixo em 2022?
Juros muito altos em 2022 para inflação de 4%?



Expectativas de crescimento do mercado *overreacting* em 2022 assim como ocorreu em 2021?

Expectativa de PIB Anual - Mediana

Dados atualizados até 08-out-2021

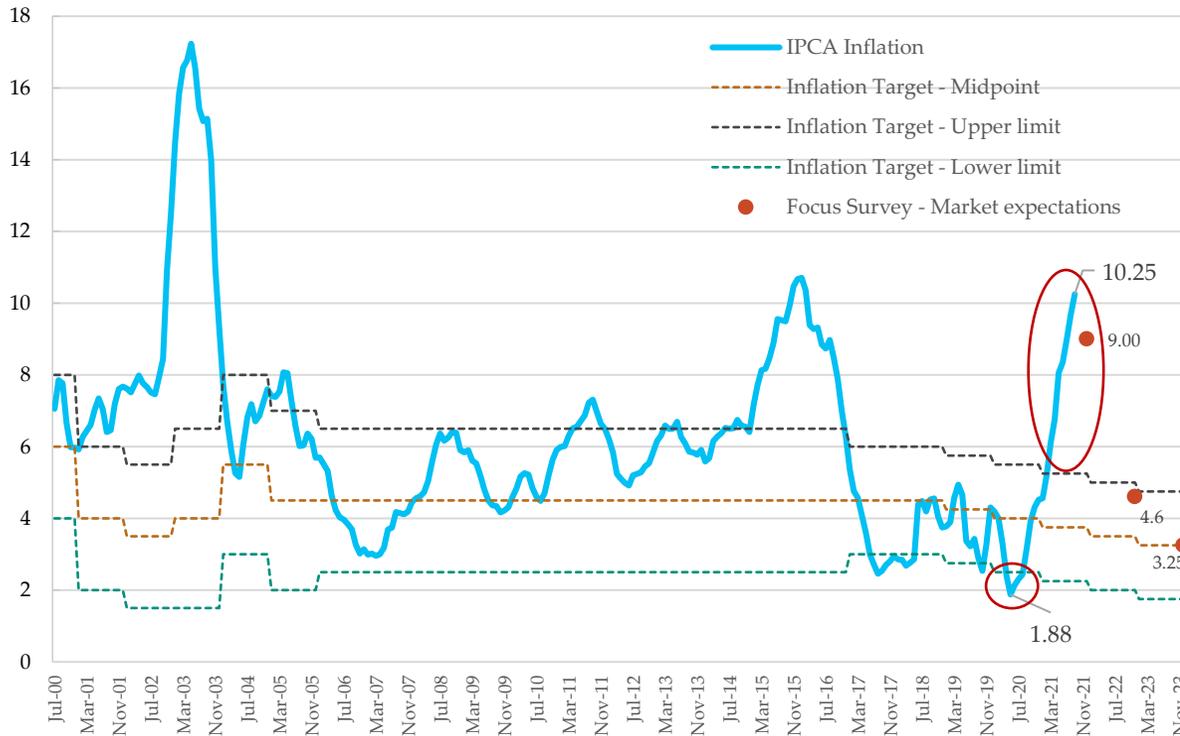


Fonte: Vinci Partners

Juros voltam a ser atrativos quando BC parar a alta

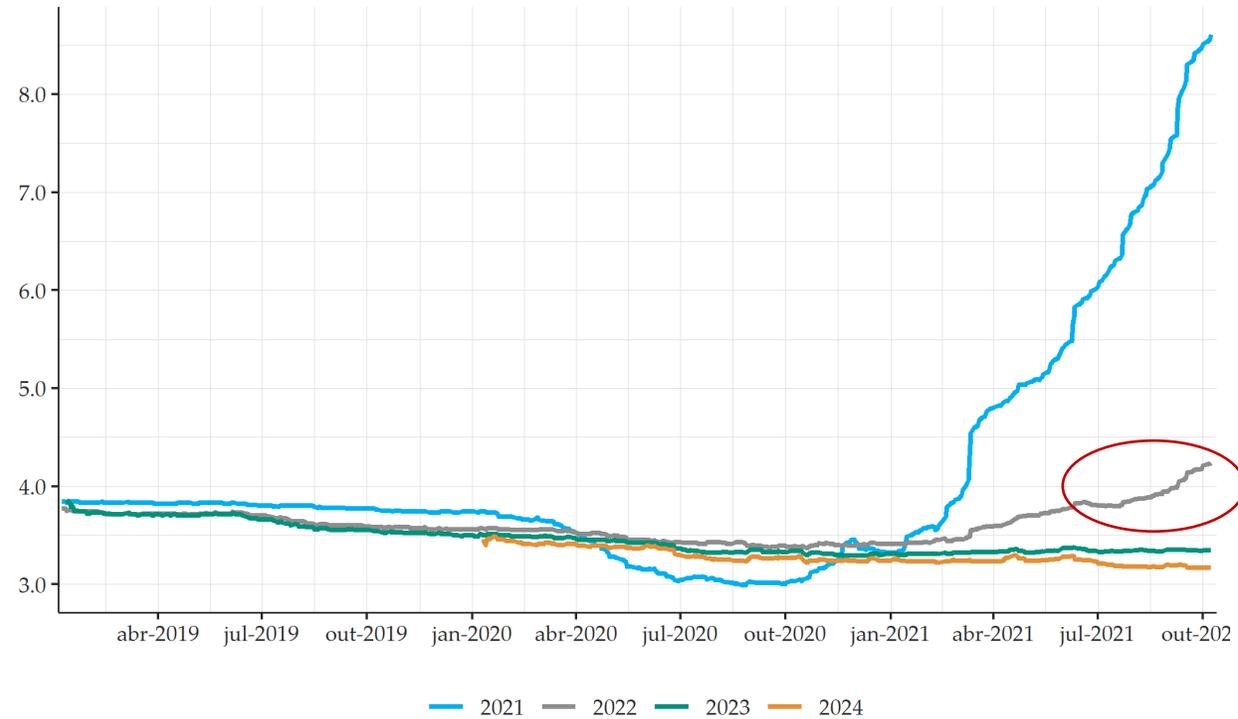
Alta de juros em 2021 tem por objetivo ancorar as expectativas para os próximos anos, dado o *lag* de política monetária.

Taxa de Inflação em 12 meses & Metas de Inflação



Expectativa de Inflação Anual - Média

Dados atualizados até 08-out-2021



Fonte: Vinci Partners

De onde veio a surpresa inflacionária recente?

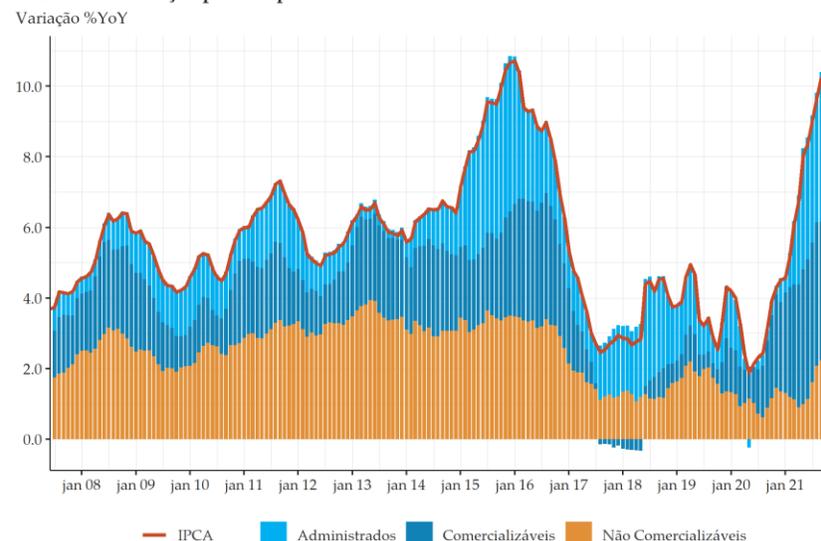
Inflação em 2021 foi em sua maior parte relacionada ao preço das commodities em Reais. Em 2022, esperamos que o preço das commodities em USD fique estável (menor crescimento global) e também que o Real estabilize em função de um fluxo cambial mais equilibrado

Toda a surpresa recente veio de “tradables”:
commodities em dólar em alta e Real desvalorizando

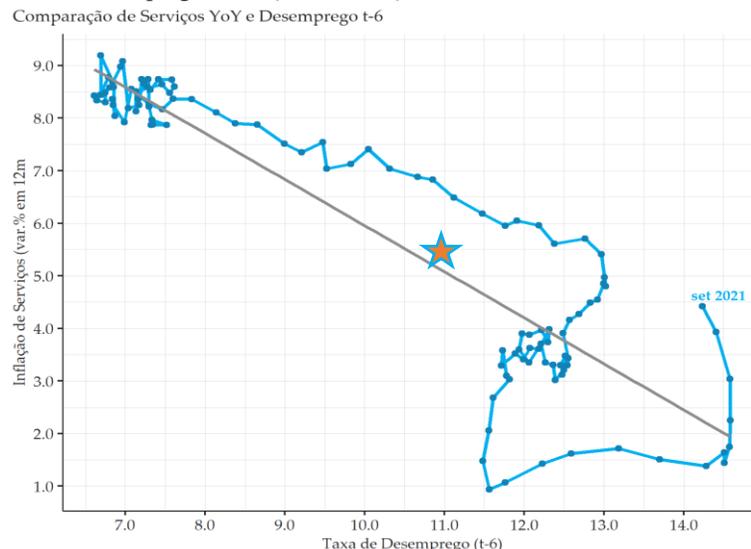
Parte da inflação que depende da economia doméstica
(serviços principalmente) começa a reagir com a
reabertura da economia, e deve subir em 2022

Mas o núcleo de inflação não subiu? Sim, mas no Brasil o
núcleo tem uma forte correlação com a inflação total.

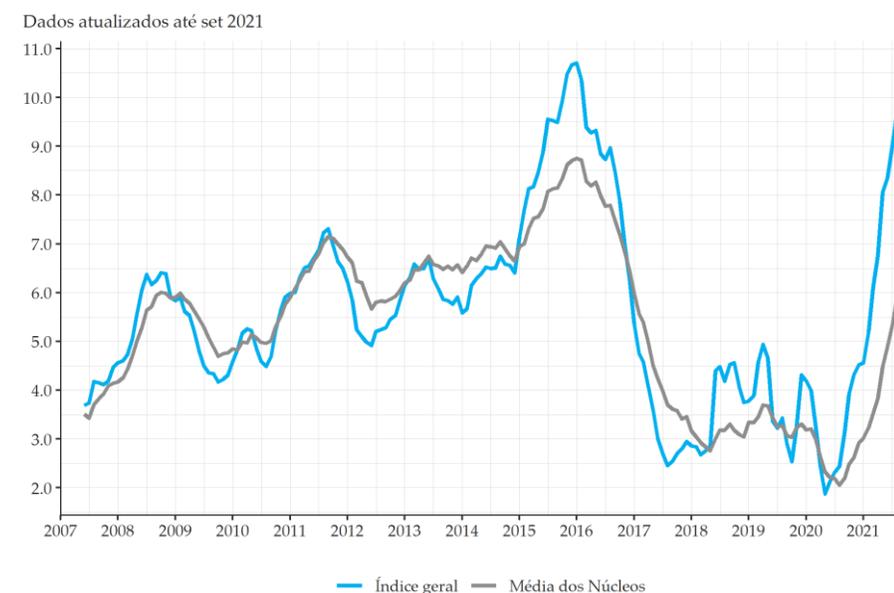
IPCA: Contribuição por Grupo



IPCA: Desemprego x Inflação de Serviços



IPCA: Índice Geral x Média dos Núcleos YoY



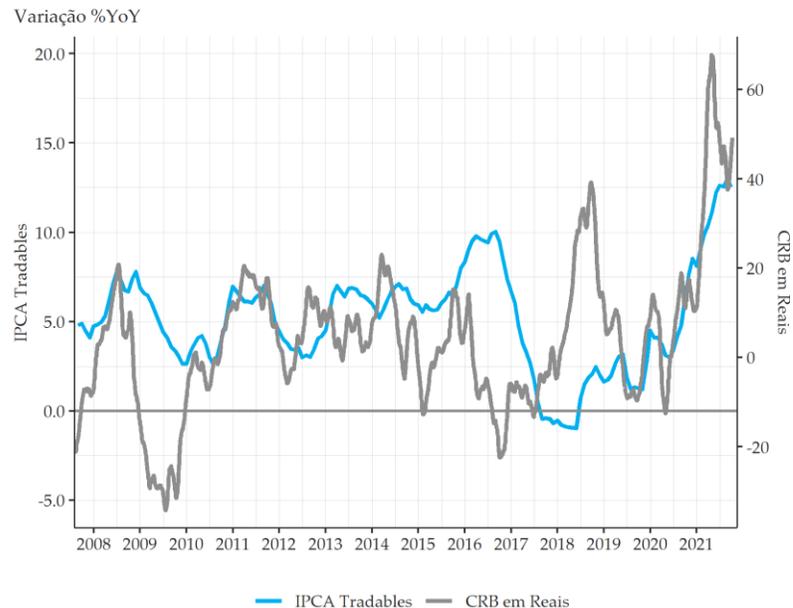
Qual foi a magnitude do choque no preço das commodities?

CRB (preço das commodities) medido em Reais chegou a uma alta de 70% em 12 meses, puxando para cima o IPCA de tradables

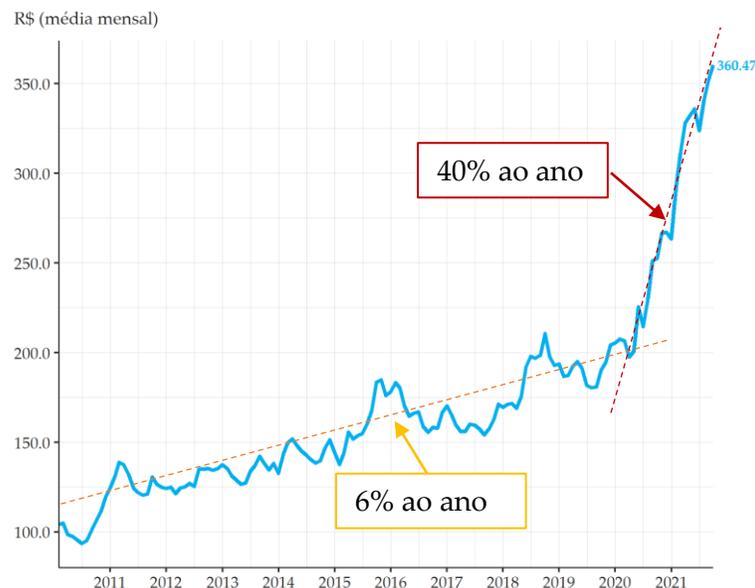
Desde 2020 o preço das commodities em Reais cresce num ritmo de 40% ao ano de acordo com o IC-Br, índice feito pelo Banco Central para captar o universo de commodities que mais afeta a inflação no Brasil

Crescimento global mais moderado e câmbio mais estável no Brasil devem contribuir para a redução da inflação de commodities no futuro. IPA entrou em deflação recentemente

IPCA: Tradables x CRB em Reais

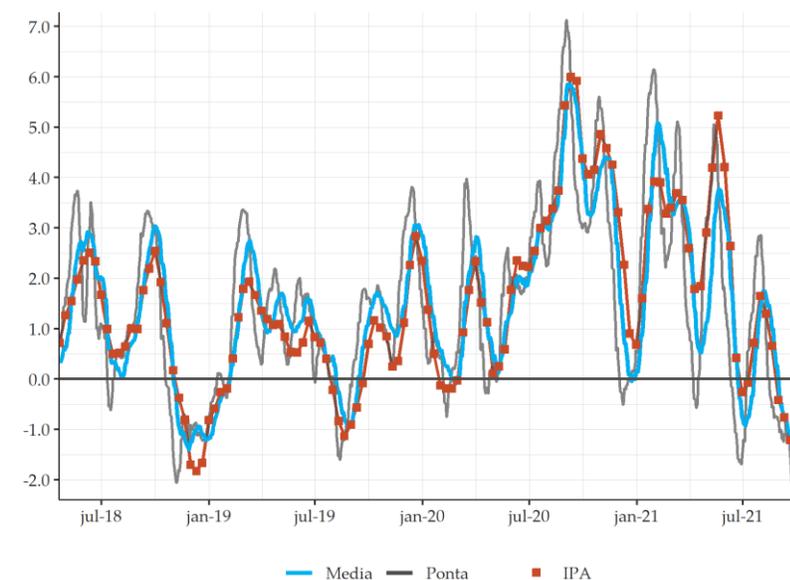


Índice de Commodities - Brasil (IC-Br)



Coleta Atacado: Proxy IPA

Dados atualizados até 15 out



Inflação de 2022:

Mais inflação doméstica e menos inflação importada

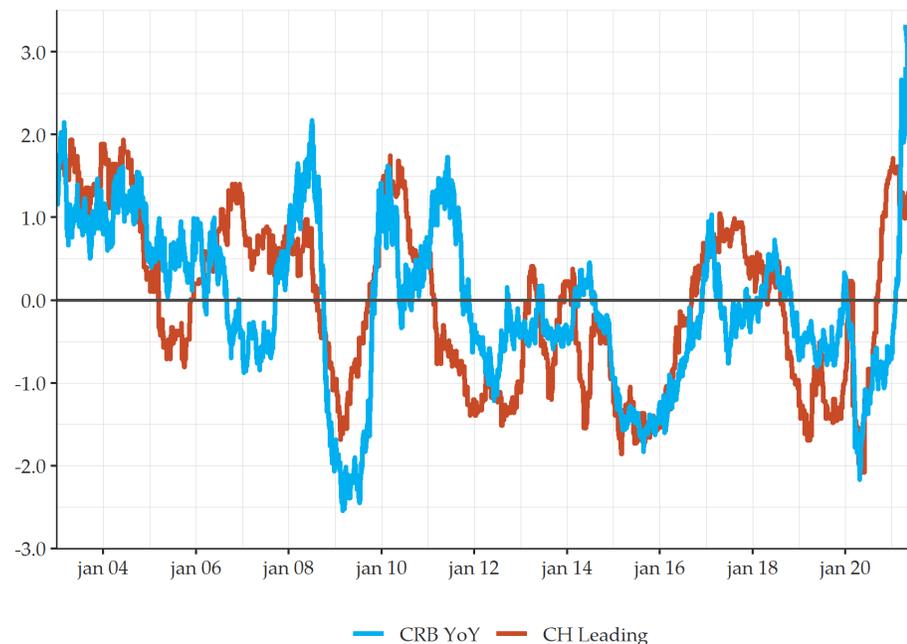
Inflação de serviços sobe, mas IPCA total cai de 8,5% em 2021 para 4% em 2022

Redução do crescimento global leva inflação de commodities em dólares para próximo de zero em 2022

| Projeção Vinci | Peso | 2021 | 2022 |
|------------------------------|-------|------|------|
| IPCA (%) | 100.0 | 9.0 | 4.6 |
| Administrados (%) | 26.8 | 13.9 | 4.9 |
| Livres (%) | 73.2 | 7.3 | 4.4 |
| Alimentação no domicílio (%) | 15.1 | 10.9 | 3.1 |
| Bens industriais (%) | 23.0 | 9.5 | 3.6 |
| Serviços (%) | 35.1 | 4.2 | 5.5 |

China Vinci Leading Indicator x CRB YoY

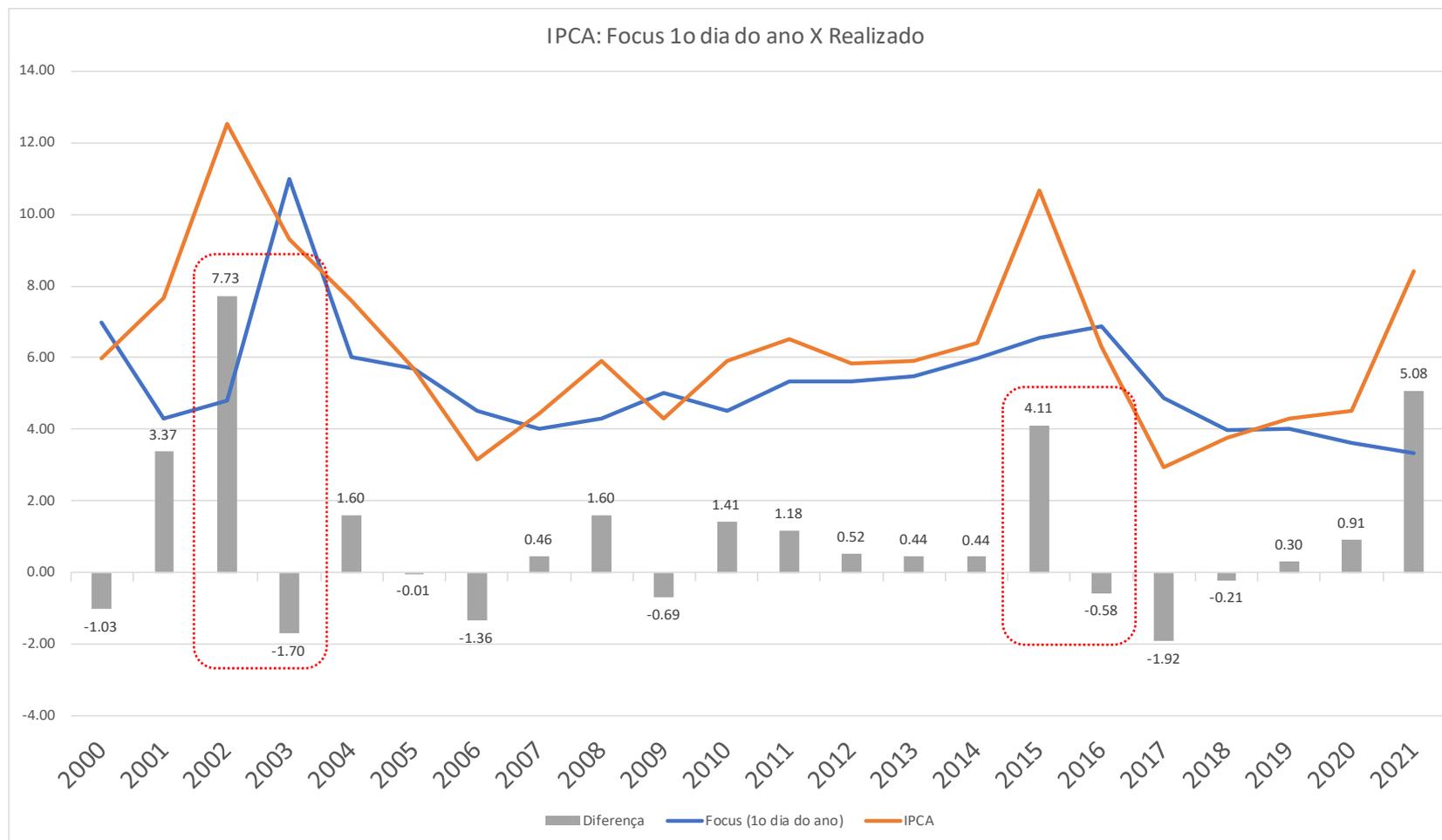
Z scores



Fonte: Vinci Partners

Projeção de inflação e IPCA realizado

Erros fortes do mercado na projeção da inflação de um determinado ano levam a um erro na direção oposta no ano seguinte



Falamos das Commodities. E o câmbio?

Fluxo comercial e financeiro devem seguir melhorando

Alta nas taxas de juros ajudam a melhorar o fluxo cambial financeiro e efeito defasado da desvalorização do câmbio ajuda na melhora do fluxo cambial comercial

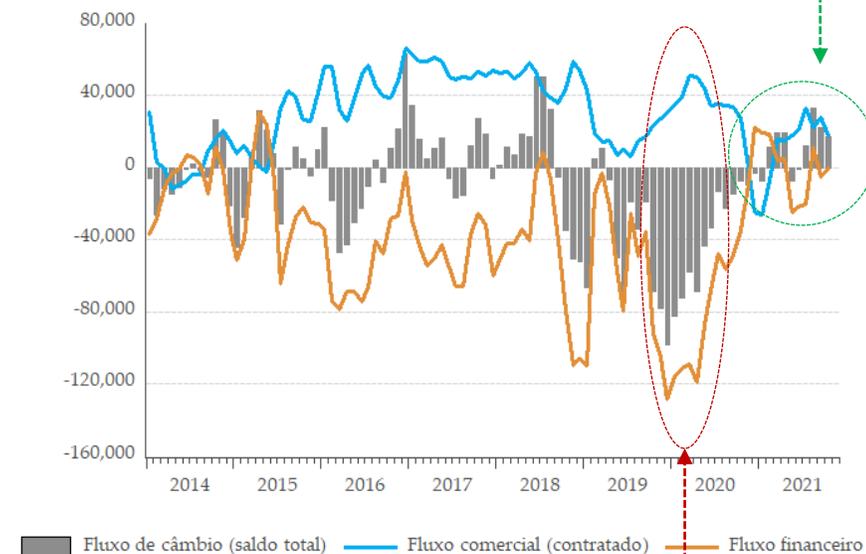
Risco eleitoral, risco de default, dominância fiscal?
Preço do "risco-Brasil" não reflete isso.

CDS ago: 1 / set: -1
Last update: set 2021



Fluxo Cambial equilibrado →
BRL estável

Setor externo - fluxo de câmbio (mm3, dessaz. anualiz.)



Fluxo Cambial muito negativo →
BRL foi de 4 para 6 em 6 meses

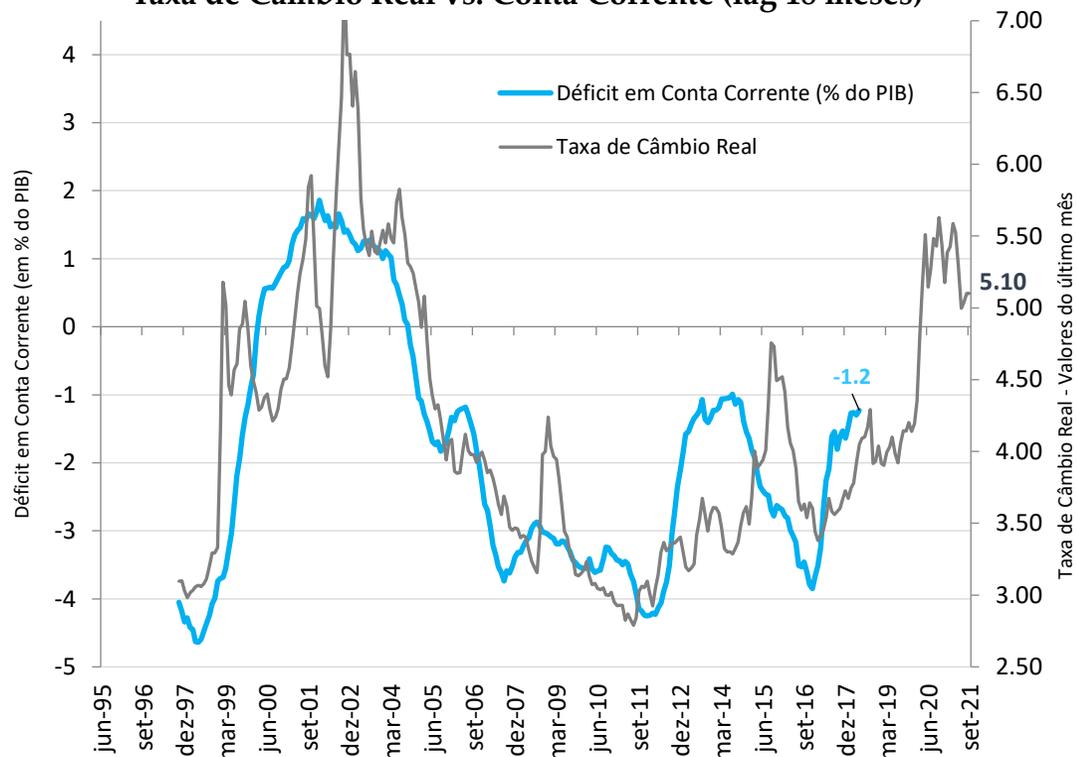
Conta Corrente deve se tornar positiva ainda em 2021

Considerando a defasagem tradicional, conta corrente deve continuar a tendência de melhora rumo ao equilíbrio, o que é raro na história do Brasil e de países emergentes em geral.

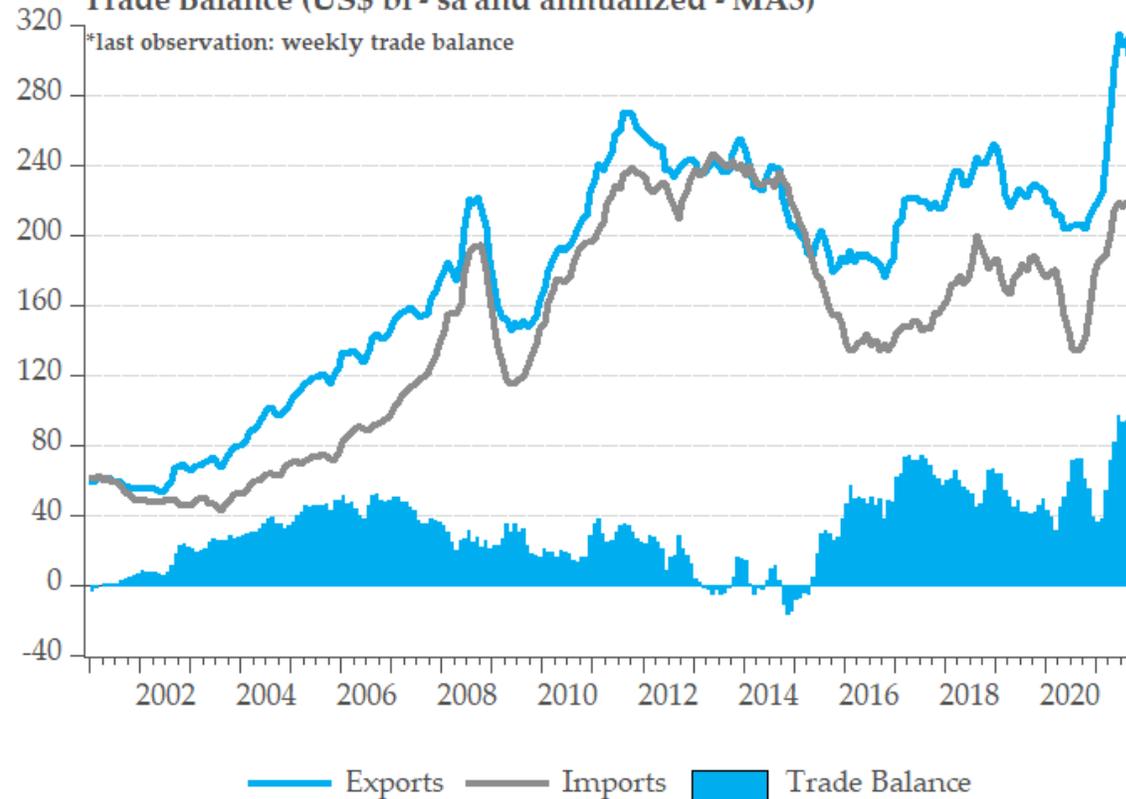
Conta corrente segue em tendência de melhora. Resultado total acumulado em 12 meses foi de -4 para -1,2% do PIB

Balança comercial pode chegar a USD 80 bi em 2021

Taxa de Câmbio Real vs. Conta Corrente (lag 18 meses)

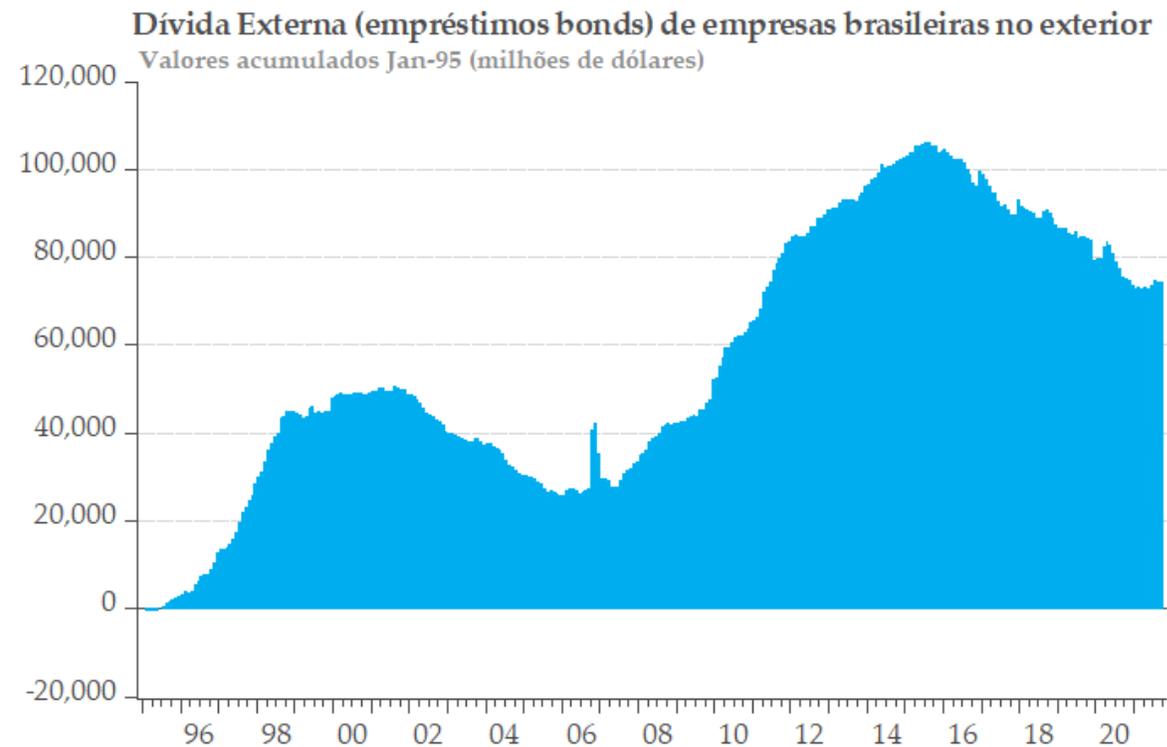
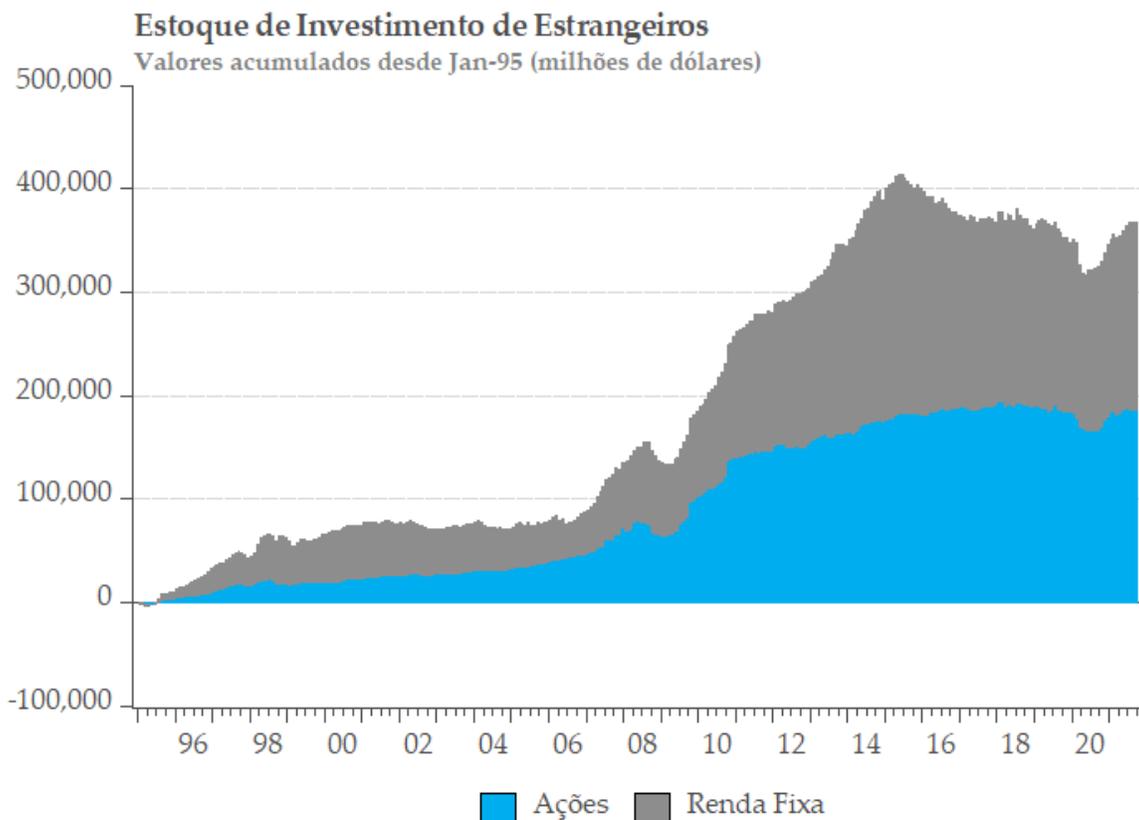


Trade Balance (US\$ bi - sa and annualized - MA3)



Efeitos da queda do diferencial de juros

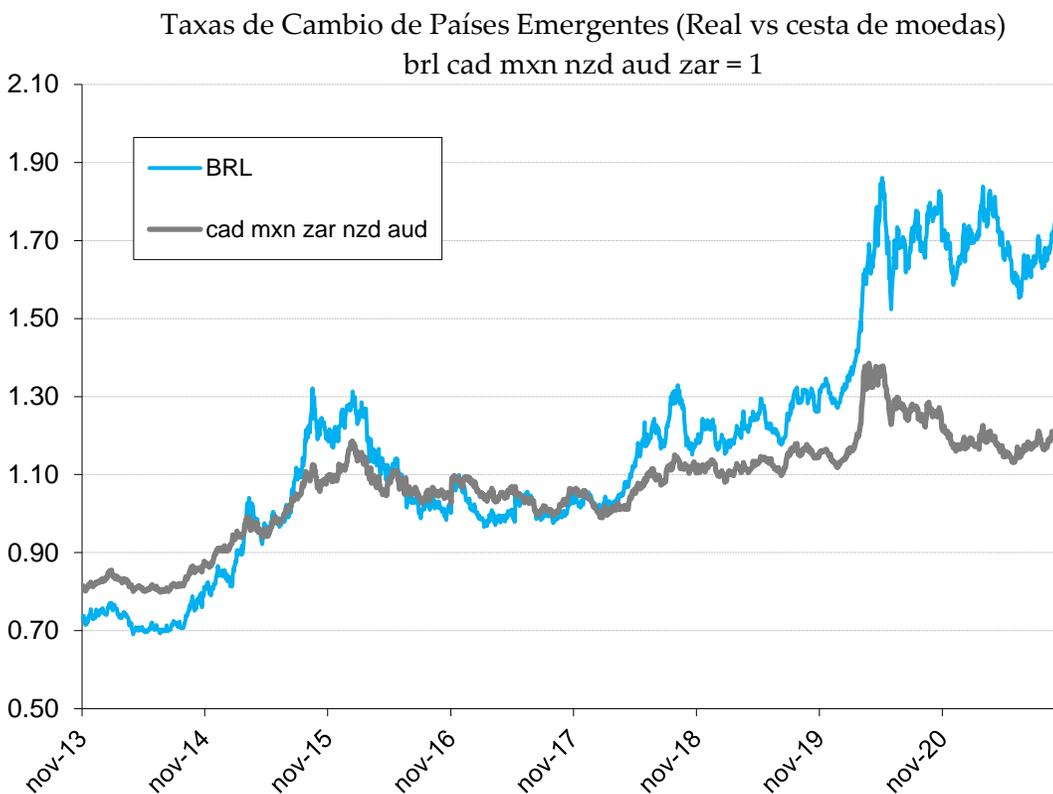
Estrangeiros voltam a investir no mercado de renda fixa no Brasil com juros mais elevados e melhora nos números fiscais. Empresas brasileiras (como a Petrobrás) pararam de fazer emissões no mercado local para pré-pagar dívida externa



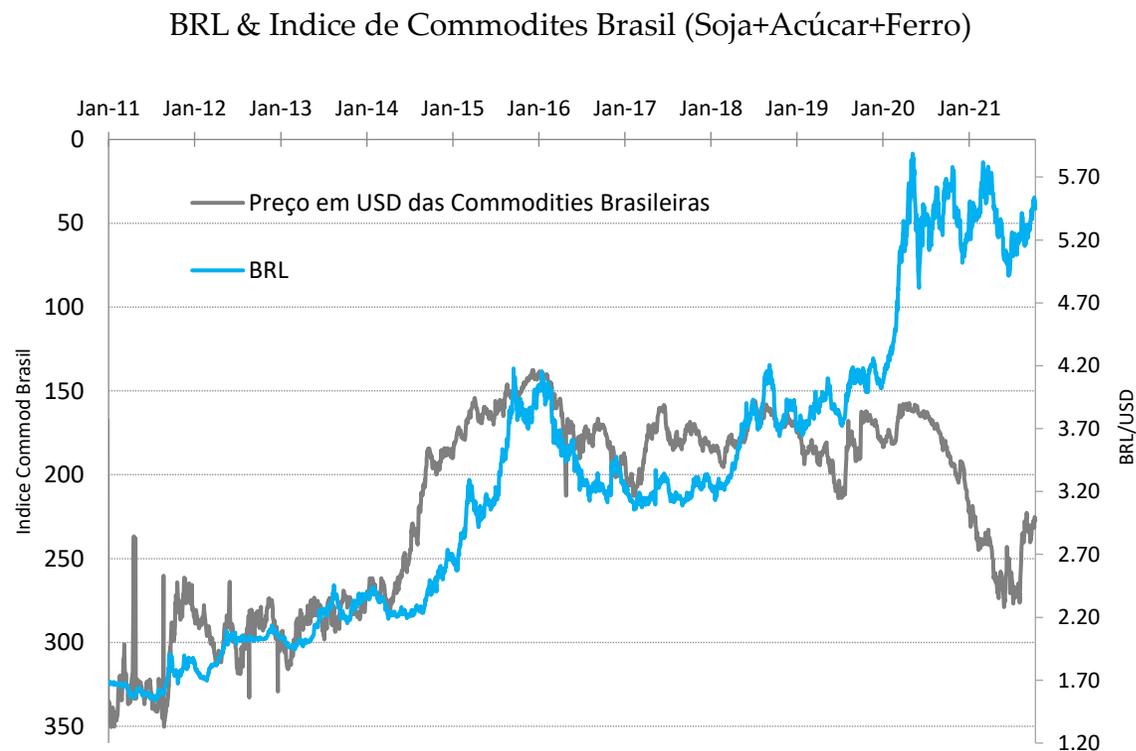
Real descolou de vários parâmetros tradicionais

Queda agressiva na taxa de juros deve ter sido o principal motivador desse descolamento

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



Real desvalorizou mais do que as principais commodities produzidas no Brasil, invertendo a relação histórica



Fiscal

Retomada do crescimento causou uma surpresa fiscal positiva em 2021

Teto dos gastos vai ser abandonado? Oposição a Bolsonaro vai dar a ele os 3/5 de votos para ele fazer gastos em ano eleitoral?

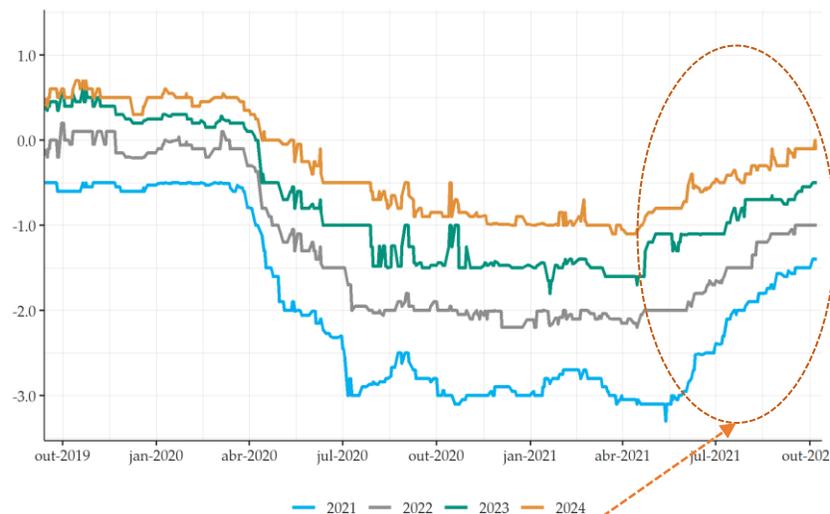
Mercado não acalma enquanto possibilidade de romper o teto ainda estiver na mesa

Efeitos do crescimento: Déficit Fiscal Primário em -1% em 2021

Com a retomada do crescimento a arrecadação vem mostrando surpresa no crescimento real. Com o teto de gastos, toda a melhora arrecadação se traduz em maior poupança do governo e não em gastos adicionais.

Resultado Primário (% do PIB) - Mediana

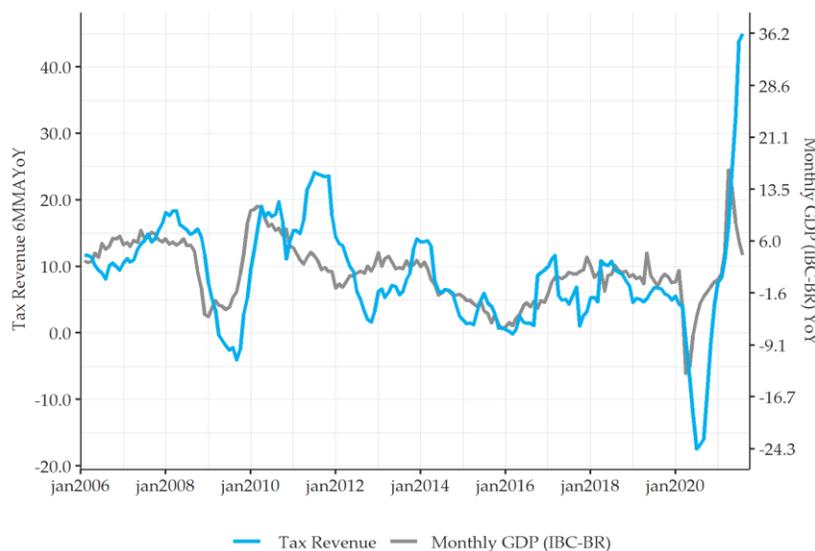
Dados atualizados até 08-out-2021



Fonte: Vinci Partners

Percepção do mercado sobre a trajetória fiscal piorou? Não é o que mostra a pesquisa Focus

Brazil Tax Revenue (6MMA YoY) x Monthly GDP YoY (IBC-BR)



Sources: Vinci Partners, Brazil Central Bank & National Treasury

Brazil Gross Debt-to-GDP

(%GDP12M)



Sources: Vinci Partners & Brazil Central Bank.

Teto de gastos funcionando

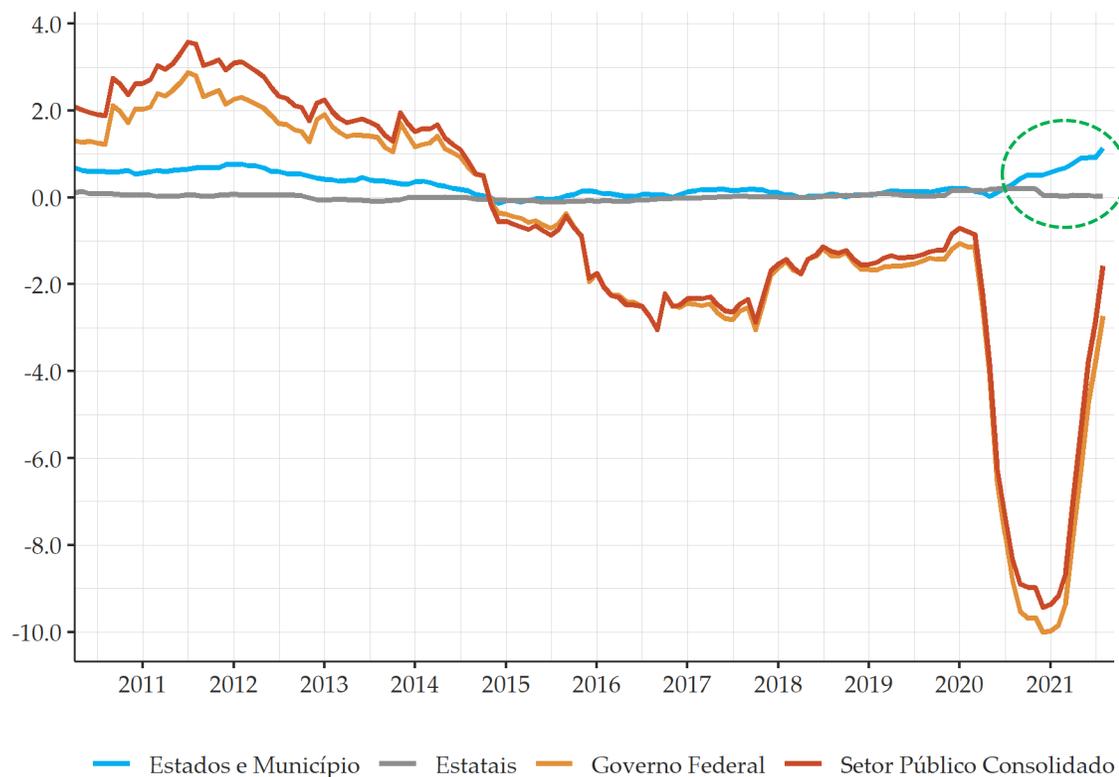
Com congelamento nos salários do funcionalismo e melhora na atividade econômica, Estados e Municípios já acumulam 1% de superávit primário em 2021 – que deve se transformar em impulso fiscal em 2022

Estados e municípios com superávit primário de 1% do PIB. Espaço para gasto adicional no ano eleitoral de 2022

Queda forte no gasto primário rumo aos níveis pré-pandemia

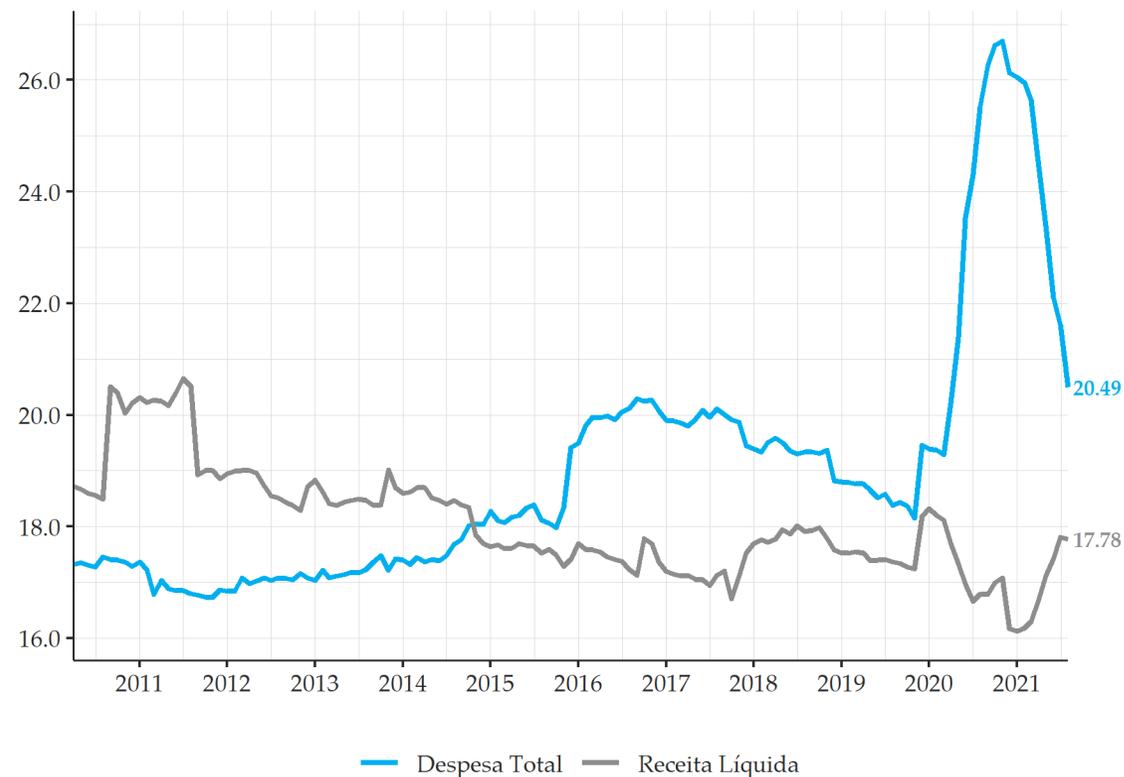
Governo Central (%PIB 12M): Receita vs Despesa

Last update: ago 2021



Governo Central (%PIB 12M): Receita vs Despesa

Last update: ago 2021

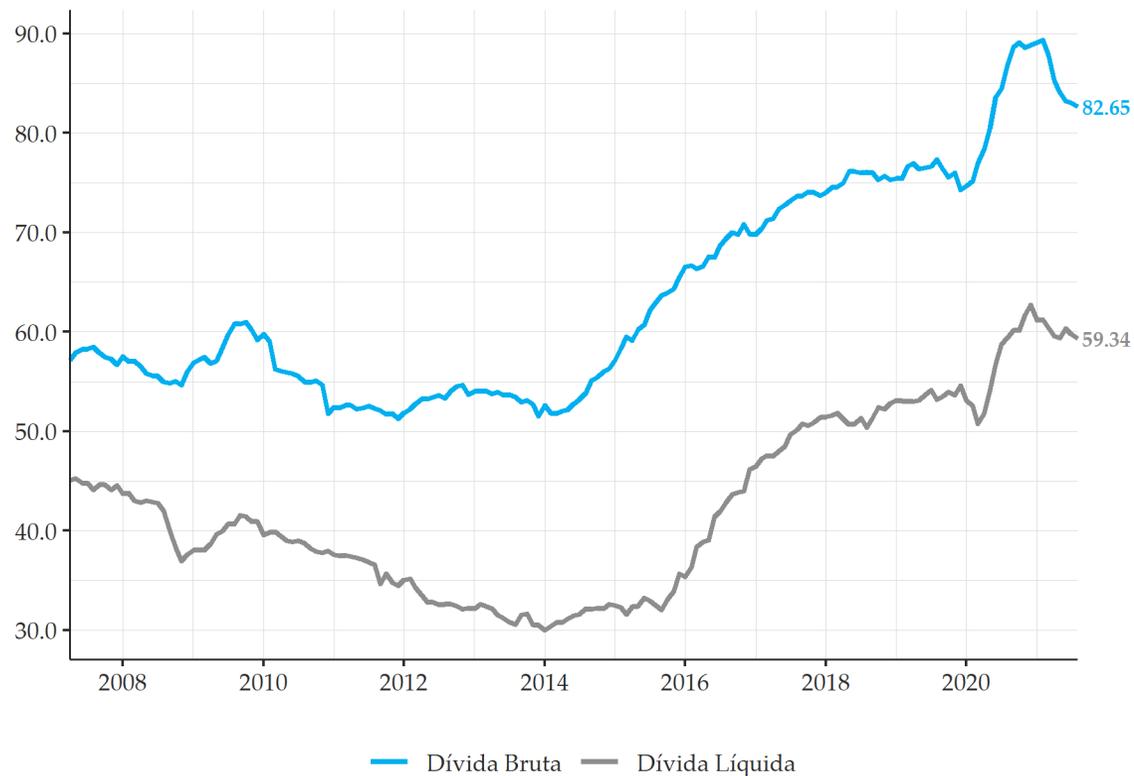


Fatores que favoreceram a situação fiscal durante a crise

- (1) o governo brasileiro é credor em dólares e
- (2) taxa de juros efetiva da dívida baixa propaga menos o choque fiscal no futuro

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

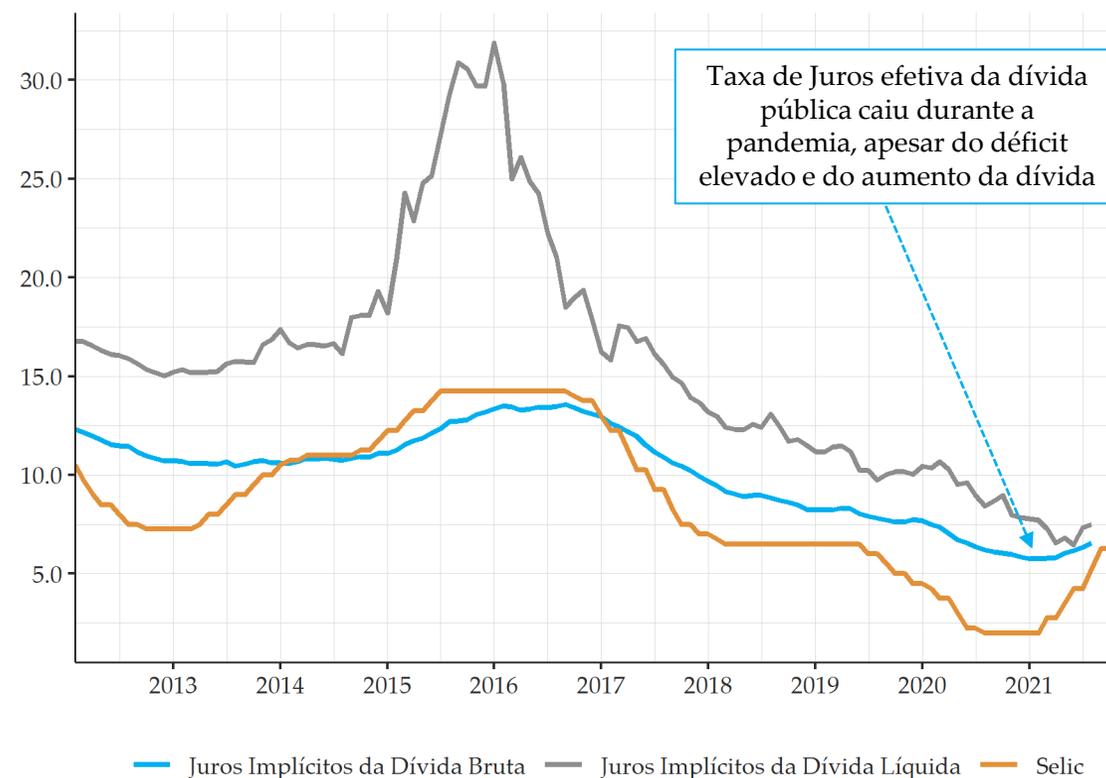
Dívida do Setor Público: Bruta & Líquida (%PIB 12M)
(%PIB 12M)



Fonte: Bacen e Vinci Partners.

Apesar do déficit fiscal elevado durante a pandemia, a queda na taxa de juros da dívida ajudou a reduzir o risco de “dominância fiscal”

Taxa de Juros Implícita da Dívida Pública

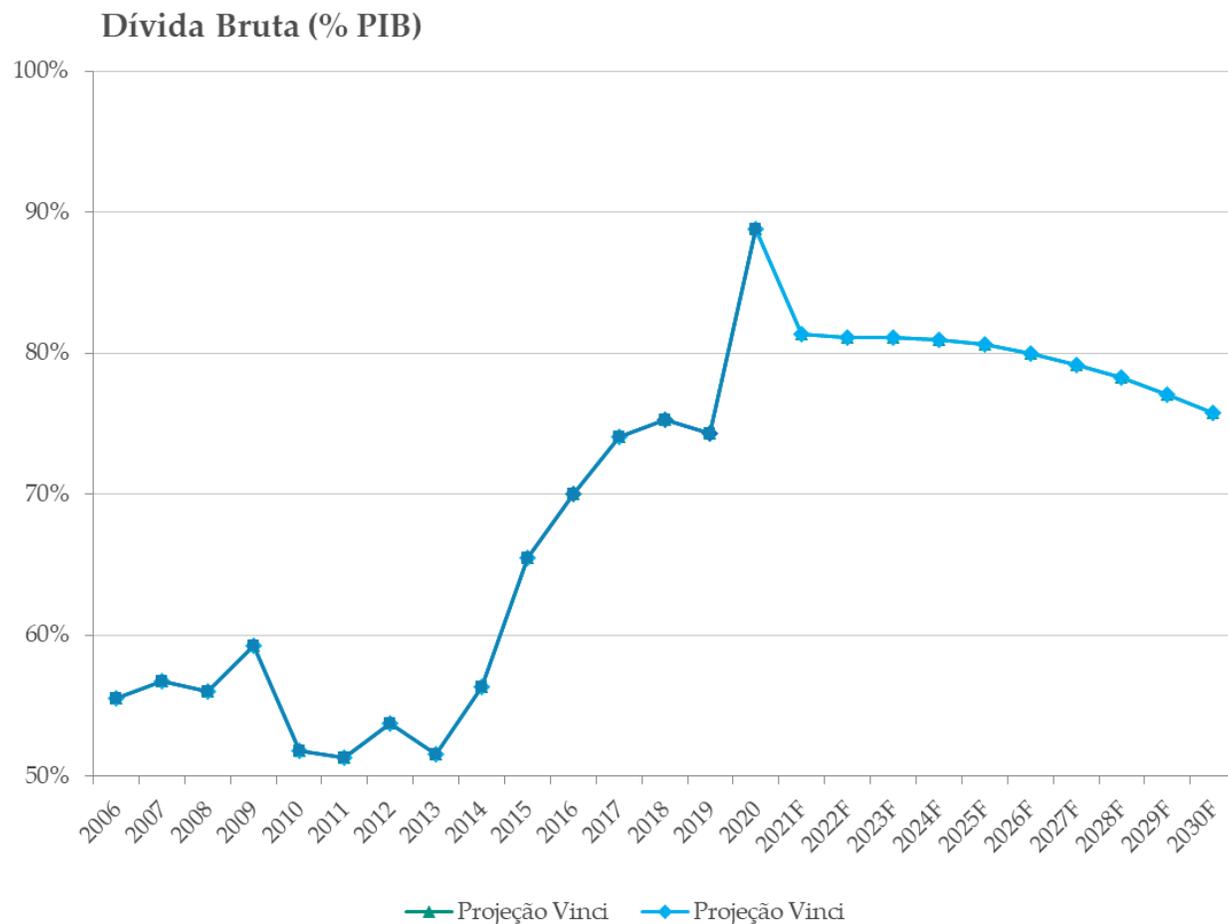


Fonte: Bacen e Vinci Partners.

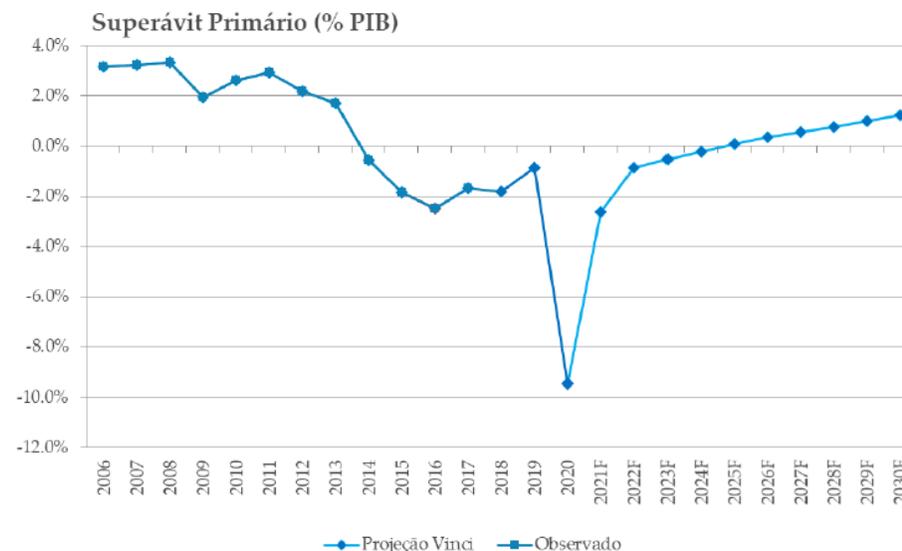
Dívida em queda com PIB a 2,5% e juro real de 3%

Privatizações e venda de reservas cambiais não incluídos na conta

Dívida cai a 81% do PIB no final de 2021



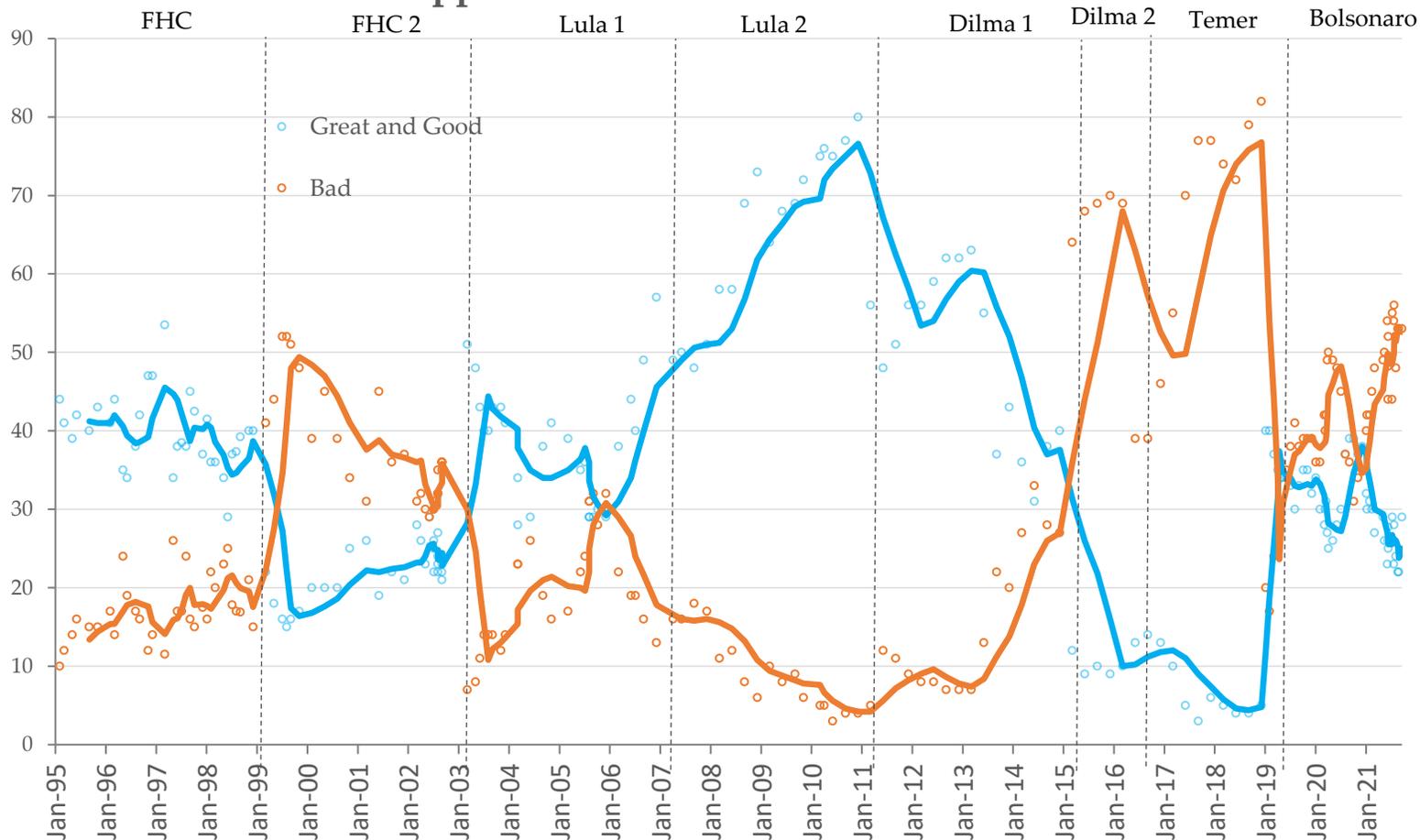
| Dívida Bruta / PIB (em 2030) | | | | |
|------------------------------|-----|-----------|-----|-----|
| PIB\Juro Real | 2.0 | 3.0 | 4.0 | 5.0 |
| 1.5 | 80 | 87 | 94 | 101 |
| 2.0 | 75 | 81 | 88 | 95 |
| 2.5 | 70 | 76 | 82 | 89 |
| 3.0 | 65 | 71 | 77 | 83 |
| 4.0 | 56 | 61 | 67 | 73 |



Eleições: Muito cedo ainda?

Pesquisas de avaliação presidencial são mais úteis neste momento

National Presidential Approval Polls



Idea/Big Data

1. 6 em cada 10 entrevistados não sabem dizer o nome de um candidato a presidente
2. 40% dos entrevistados não querem NEM Lula NEM Bolsonaro: demanda por 3a. Via
3. Desses 40%, 8% são Ciro Gomes e 32% são um eleitor conservador anti-PT
4. Ainda é cedo para confiar em pesquisas eleitorais – o eleitor não conhece as opções ainda

- ❖ Crescimento global começa a desacelerar, mas mundo ainda deve crescer acima do potencial. Inflação de commodities deve cair, mas preço de commodities ainda deve permanecer elevado, beneficiando o Brasil;
- ❖ Mais a frente, o crescimento global pode levar a uma alta nas taxas de juros globais. Nesse segundo momento, quando a alta de juros afetar o crescimento futuro, pode haver uma reversão no apetite para risco de emergentes. Mas no momento a onda positiva ainda é dominante.
- ❖ Crescimento será forte em 2021: acima de 5%. Vacinação, choque positivo de commodities, expansão de crédito e melhora do impulso fiscal em 2022 são os principais fatores ajudando o crescimento. Crescimento em 2022 deve ser em torno de 2,5%
- ❖ Curva de juros sempre sofre durante processo de alta da Selic. Altas de juros precificadas na curva podem ser exageradas, mas isso é comum em momentos de elevação na Selic. No agregado, o mercado é tecnicamente aplicado e as taxas de juros tem que parecer atrativas durante o ajuste. Inflação anual deve fazer o pico em setembro de 2021. Banco Central deve encerrar altas de juros no final de 2021.
- ❖ Inflação ressurgiu alimentada principalmente pela alta no preço das commodities e pela desvalorização do Real. Inflação relacionada à economia doméstica ainda está baixa, mas deve subir em 2022. Com fluxos cambiais mais equilibrados, e com alta nas taxas de juros locais, Real pode apreciar em 2021. Com a economia global crescendo forte, mas num patamar mais moderado, é provável que alta no preço das commodities em dólar em 2022 seja muito menor do que em 2021.
- ❖ Crise do orçamento parece não acabar, apesar dos resultados fiscais muito positivos. Com respeito ao teto de gastos do governo nos próximos anos, crescimento pode ajudar a arrecadação a surpreender positivamente, ajudando que a dívida pública caia ainda mais. Aprovar uma quebra no teto de gastos a um ano das eleições parece pouco provável. Oposição a Bolsonaro consegue evitar 3/5 dos votos necessários.



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