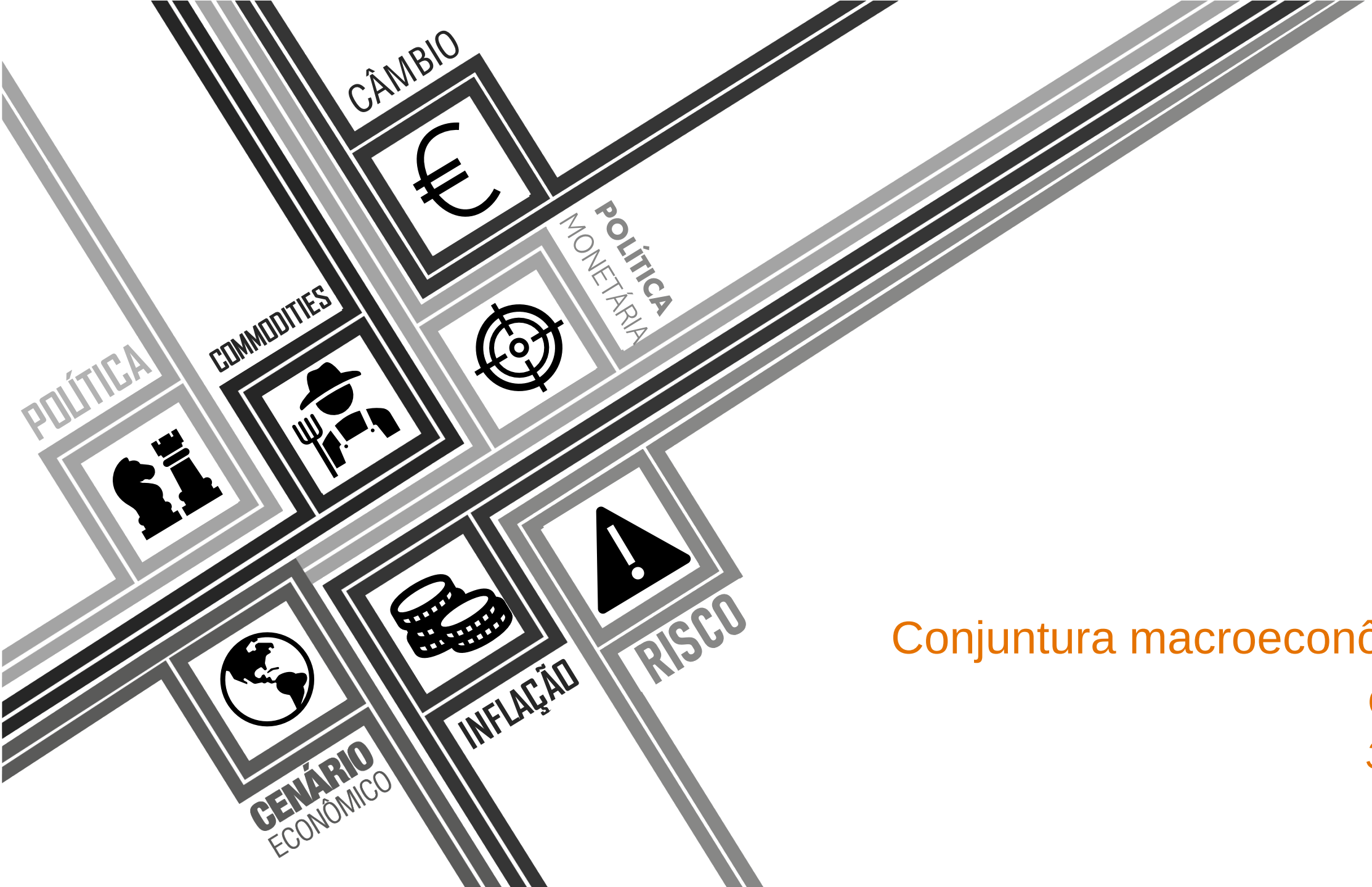
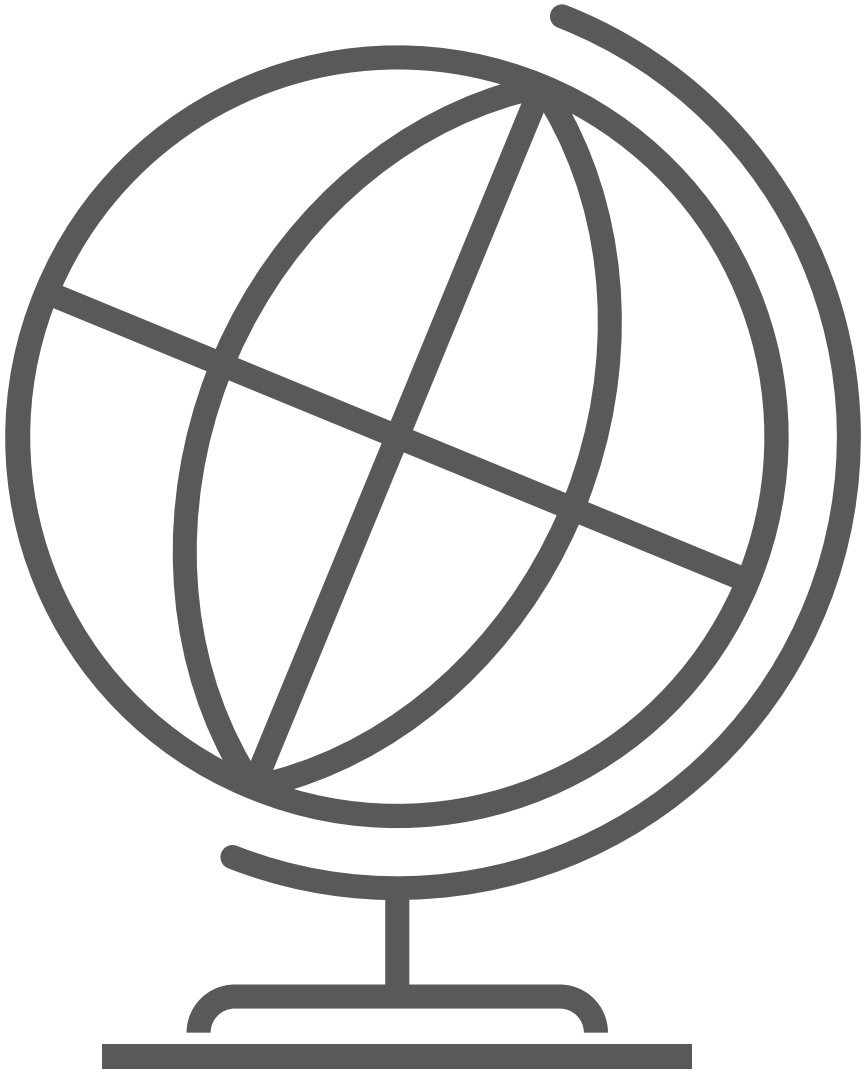


LCA

Conjuntura macroeconômica e cenário

30/06/21



Economia Global

VACINAÇÃO AVANÇA EM TERMOS GLOBAIS E PANDEMIA CEDE, PORÉM DE FORMA HETEROGÊNEA

Gráfico 1. Doses diárias aplicadas de vacina contra a Covid-19 no mundo
Em milhões de doses. Fonte: OurWorldInData. Elaboração: LCA

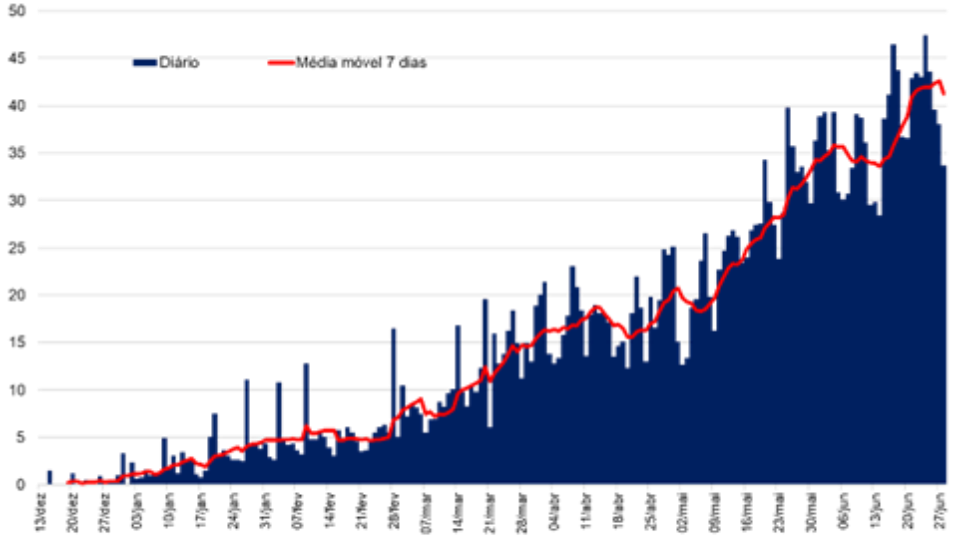


Gráfico 2. População global vacinada contra a Covid-19
Fonte: Our World In Data. Dados de 28/06/21.

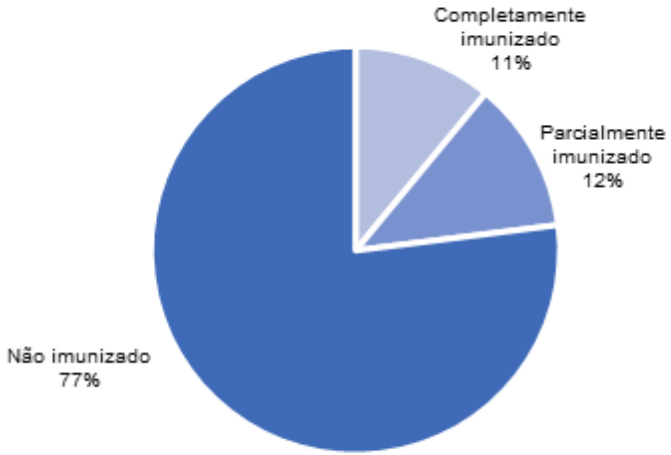


Gráfico 3. Doses aplicadas de vacina contra a Covid-19 por 100 habitantes
Países selecionados. Fonte: OurWorldInData. Elaboração: LCA

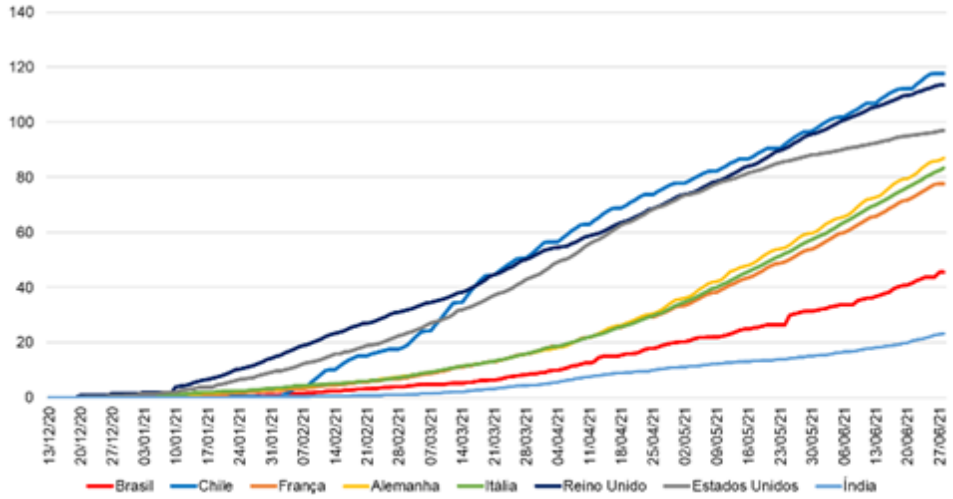
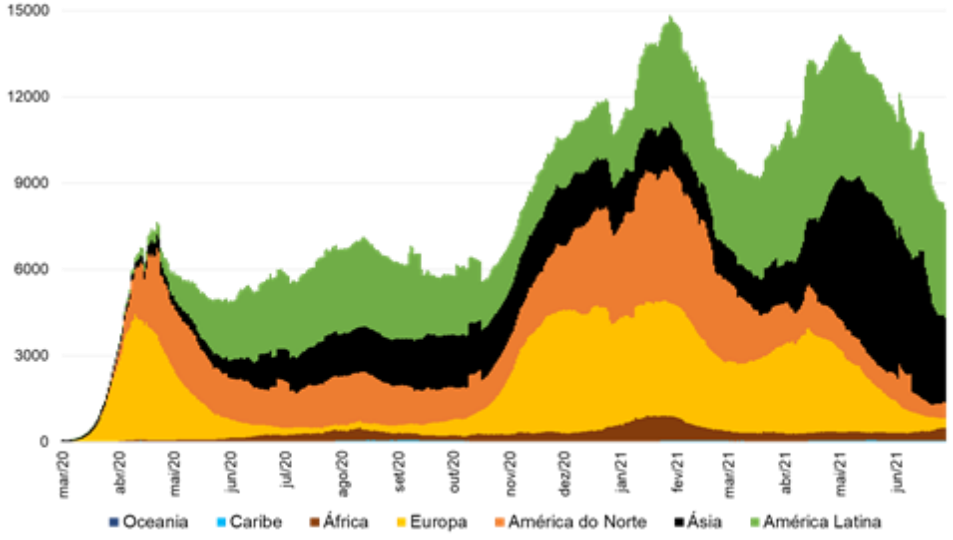
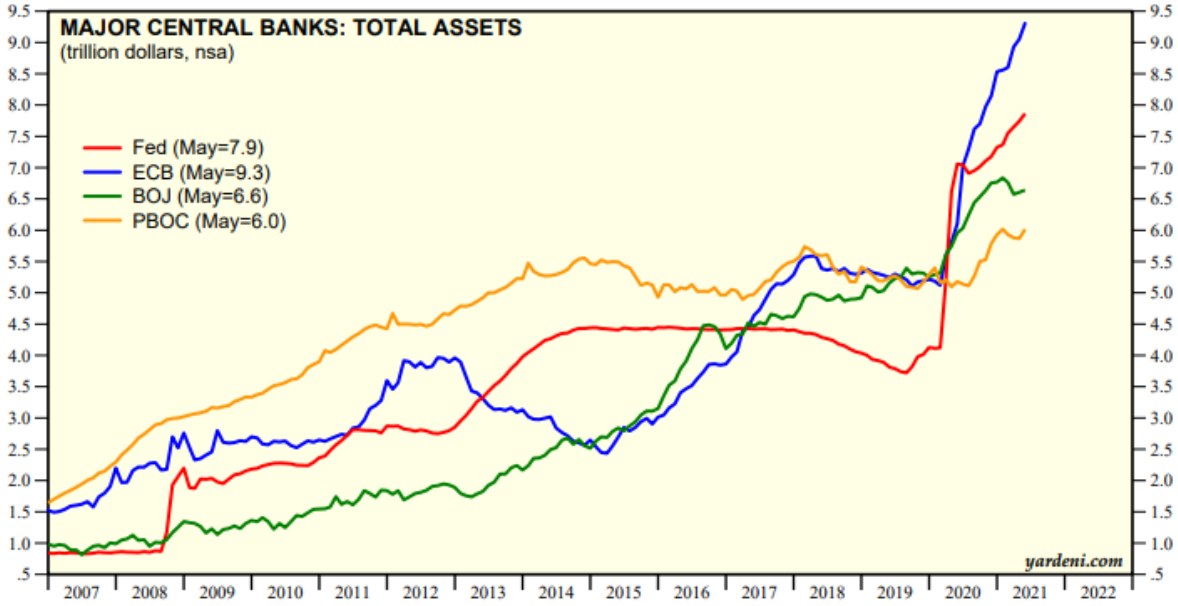


Gráfico 4. Óbitos diários registrados por Covid-19 no mundo
Média móvel 7 dias. Fonte: OMS. Elaboração: LCA



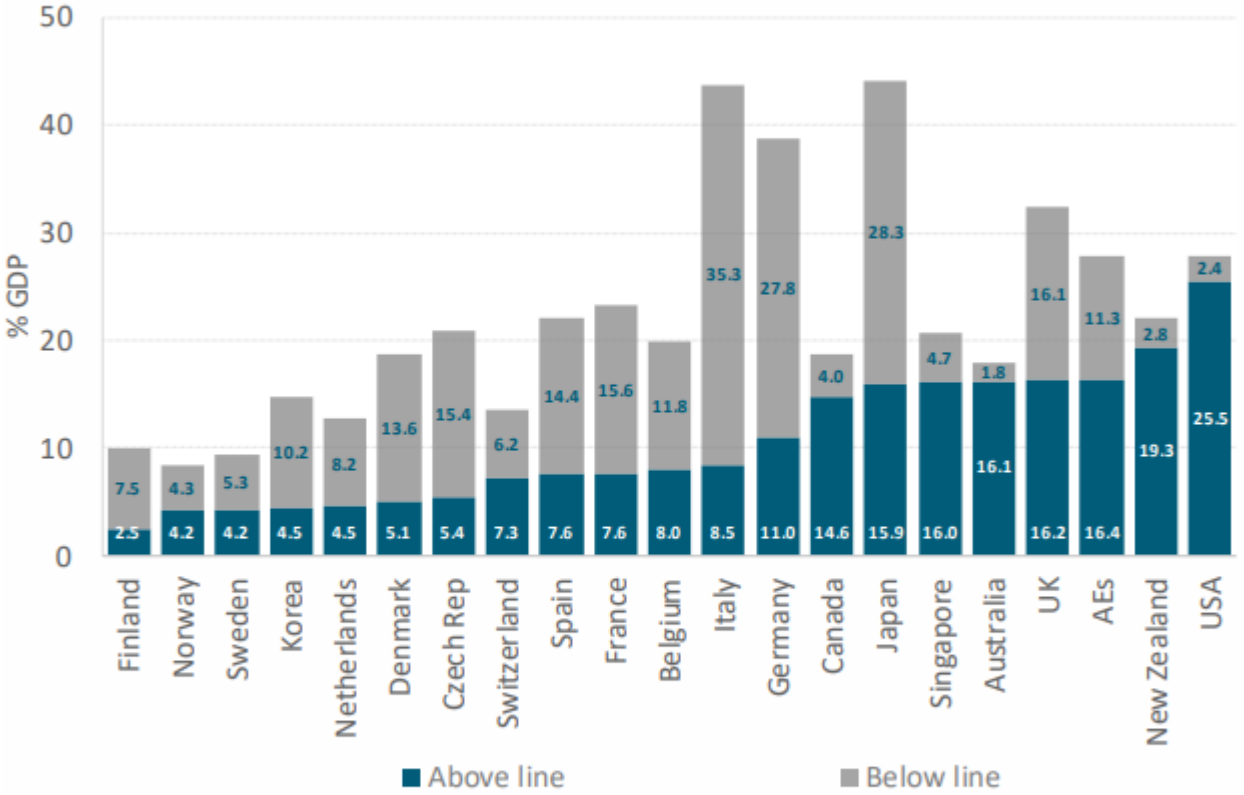
FORTES ESTÍMULOS MONETÁRIOS E FISCAIS, ESPECIALMENTE NO G7

Balanço dos bancos centrais



Source: Haver Analytics.

Estímulo fiscal: países desenvolvidos



Above line: Additional spending and forgone revenue. Below line: Equity, loans and guarantees
Fiscal announcements until March 17th (except for Brazil). USA includes American *Rescue Plan Act* (US$ 1.9 trillion, 9.1% GDP).
Source: IMF WEO April 21

DETALHAMENTO DOS ESTÍMULOS MONETÁRIOS

	Taxa de juros	Programa de injeção de liquidez (estímulo quantitativo)
EUA (Fed)	Taxa de curto prazo: 0% a 0,25%aa	• Permissão para compra ilimitada de ativos • Desde jun/20, compras mensais de US$ 80 bilhões em títulos do Tesouro e US$ 40 bilhões em títulos hipotécarios, líquido de resgates.

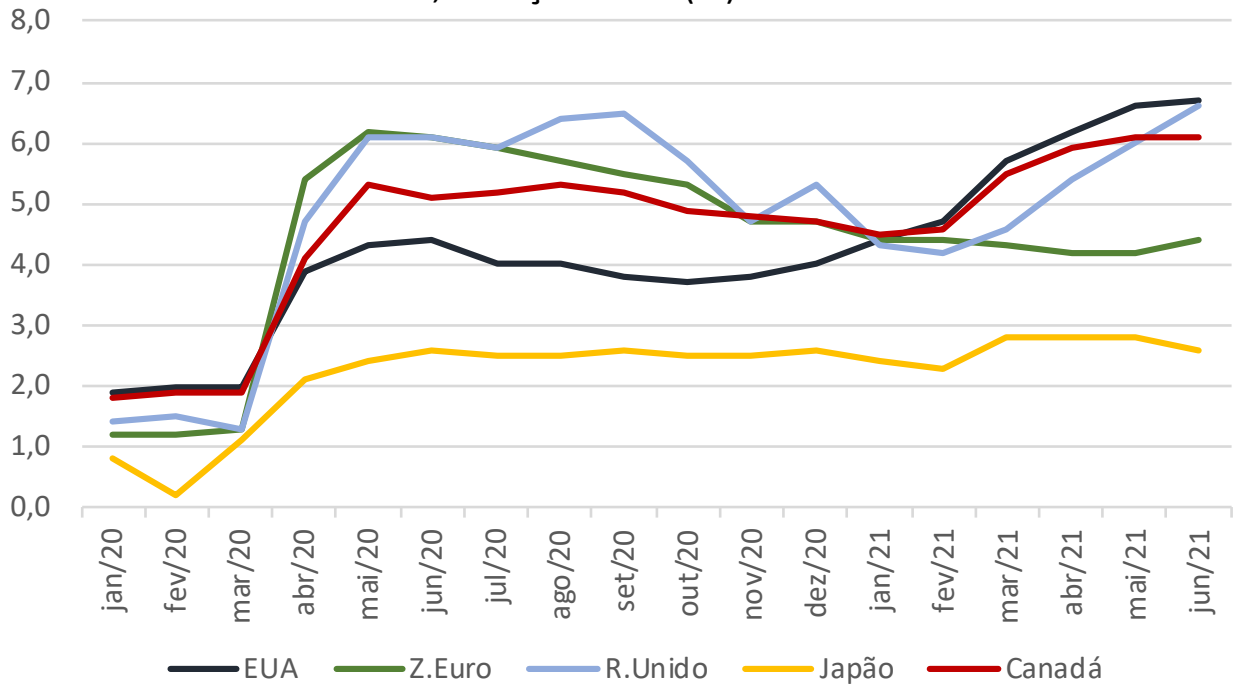
Zona do Euro (ECB)	Taxa de curto prazo (depósito): -0,5% aa	• Programa de Compra de Emergência (PEPP):
		  • lançado em mar/20 com um valor total inicial de 750 bilhões de euros, ampliado em jun/20 em 600 bilhões de euros e em dez/20 em 500 bilhões de euros, para 1,85 trilhões de euros.
		  • Compras de ativos líquidos sob o PEPP deve ser executado até pelo menos o final de mar/22. O PEPP oferece mais flexibilidade do que o programa padrão de compra de ativos:
		  • Títulos gregos são elegíveis;
		  • Os limites do emissor não se aplicam;
		  • As compras podem se desviar dos percentuais de participação pré-estabelecidos de cada país no BCE.
		• Flexibilização das condições sob sua meta de longo prazo operações de refinanciamento (TLTRO):
		  • Janela de taxa de desconto, de junho de 2020 a junho de 2022, com taxas reduzidas em 50 bp (-1%aa até jun/22)
		  • O montante que os bancos têm direito de tomar emprestado foi elevado de 30% a 55% do estoque de empréstimos elegíveis e as regras de garantia foram flexibilizadas.
		  • As compras mensais de ativos continuam a um ritmo de 20 bilhões de euros por mês e um adicional de 120 bilhões de euros foi adicionado em março para ser comprado em 2020.

Japão (BoJ)	Taxa de curto prazo: -0,1% aa Taxa de 10 anos: 0% aa (não há limites para compras de títulos para garantir a taxa)	• Ritmo dobrado de compras de ativos de ETF e REIT; • Limite superior mais do que triplicado nas participações em títulos corporativos e papel comercial; • Apoio financeiro para empresas e famílias (90 trilhões de ienes): • Estabeleceu Operações Especiais de Fornecimento de Fundos para fornecer empréstimos de um ano sem juros igual ao valor da dívida privada dada em garantia; • Estabeleceu uma nova medida de provisionamento de fundos para apoiar ainda mais o financiamento, principalmente para pequenas e médias empresas; • Incentivos financeiros para estimular os bancos regionais a fortalecer suas operações

MELHORA NO QUADRO SANITÁRIO E ESTÍMULOS: MELHOR PERSPECTIVA ECONÔMICA

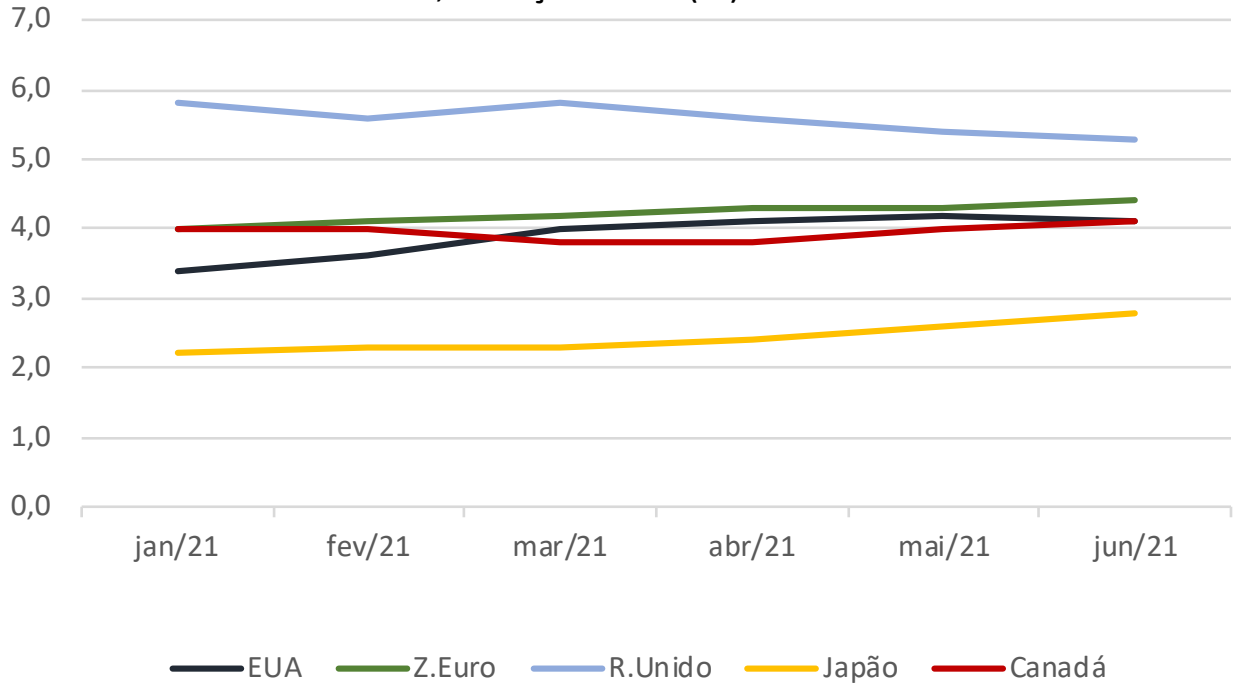
Mediana das projeções de mercado para o PIB de 2021

Economias selecionadas, variação anual (%). Fonte: Consensus Forecasts.

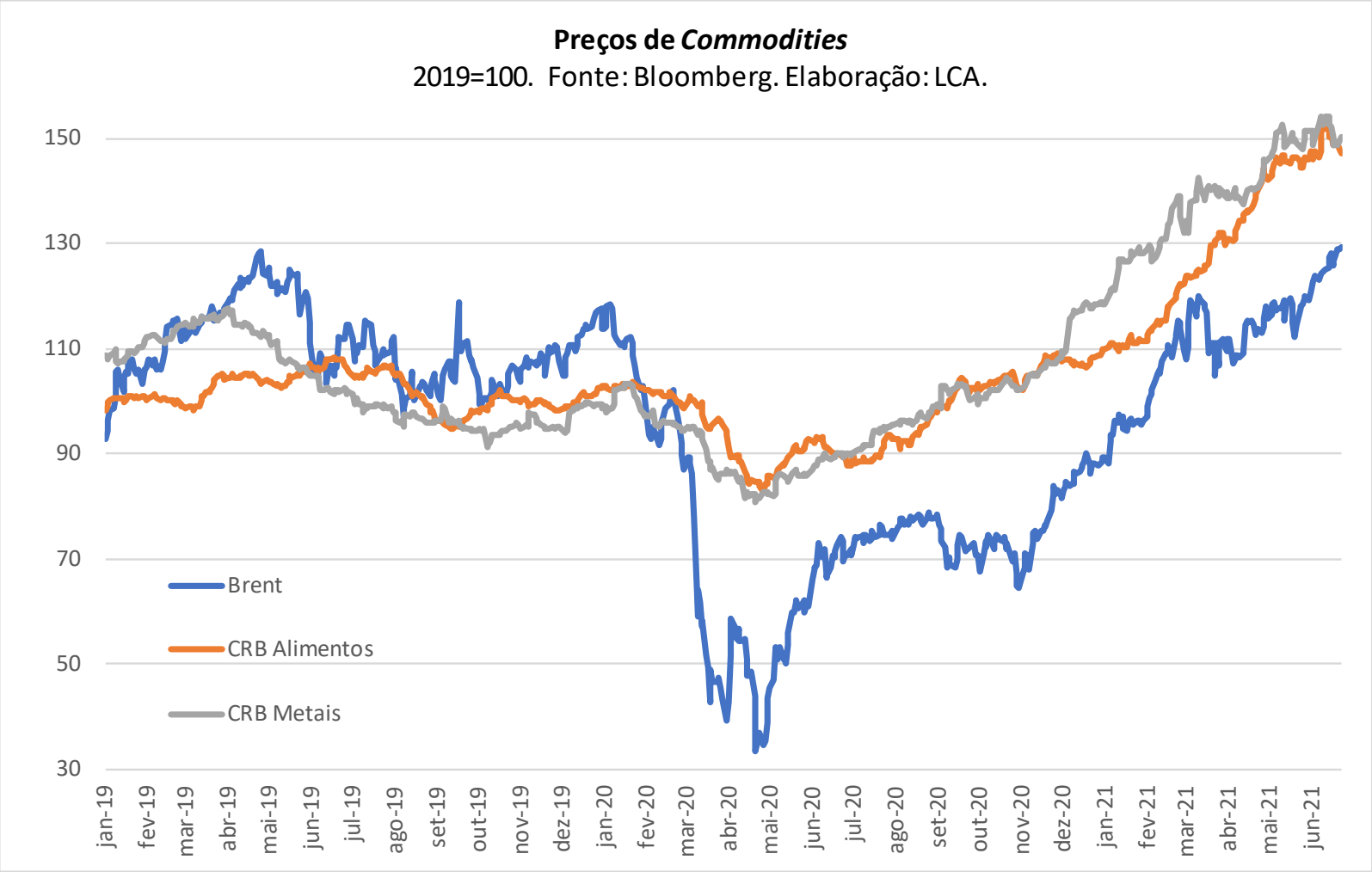


Mediana das projeções de mercado para o PIB de 2022

Economias selecionadas, variação anual (%). Fonte: Consensus Forecasts.

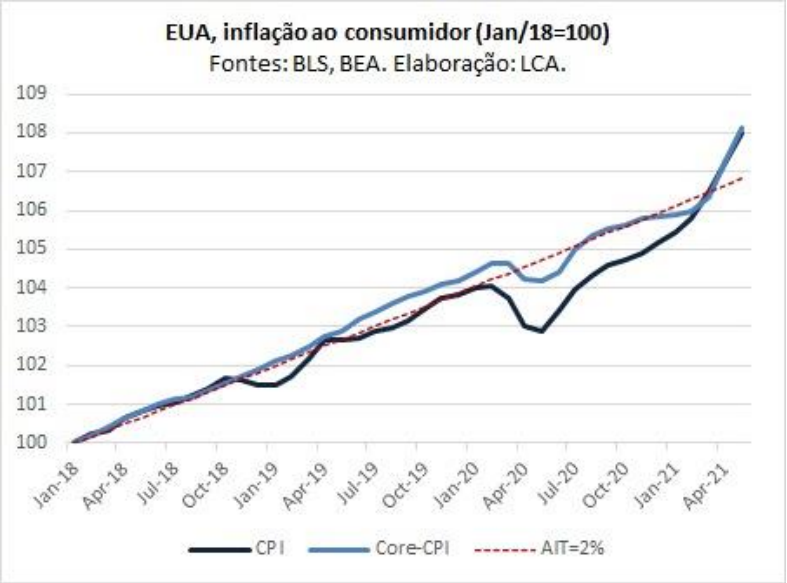


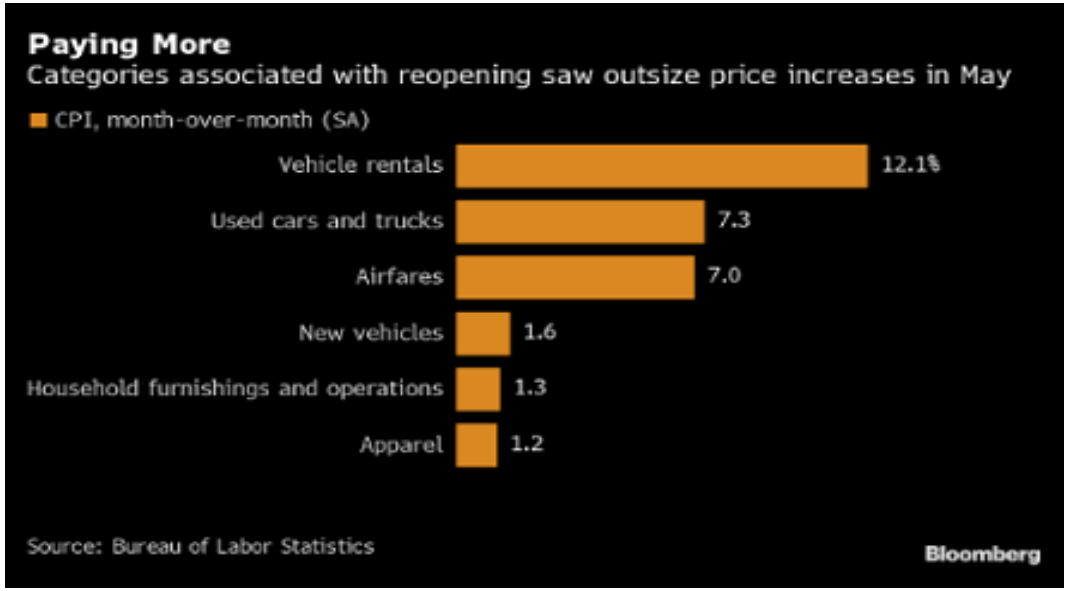
COMMODITIES: ESTABILIZAÇÃO EM PATAMAR ELEVADO

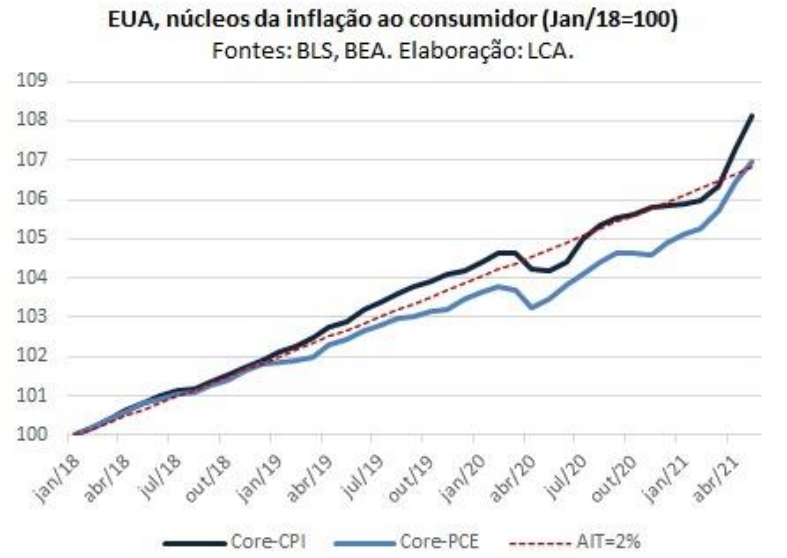


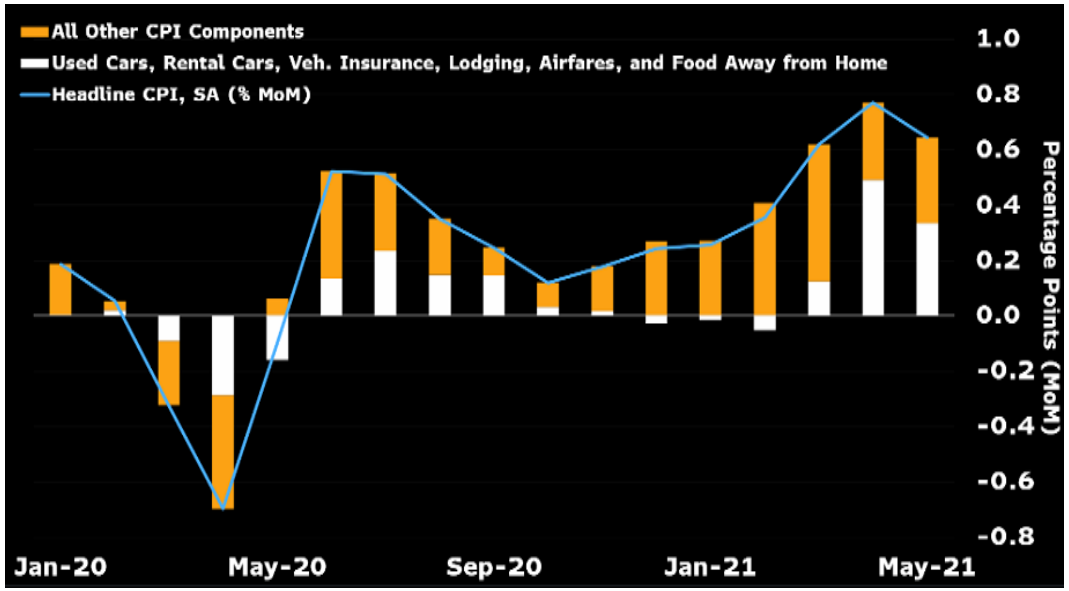
- Movimento global de elevação de preços de *commodities* teve início no final do Q2 de 2020, logo após uma queda (brutal, no caso do petróleo) provocada pela eclosão da pandemia
- A partir de maio/21 o *rally* de alta, que vinha tendo duração e intensidade surpreendentes, perdeu impulso
- Analistas especializados e o mercado futuro sinalizam expectativa de estabilização ou recuo moderado das cotações até o final do ano

E INFLAÇÃO CONTINUA A PREOCUPAR, EMBORA COMPOSIÇÃO SINALIZE PRESSÕES TRANSITÓRIAS



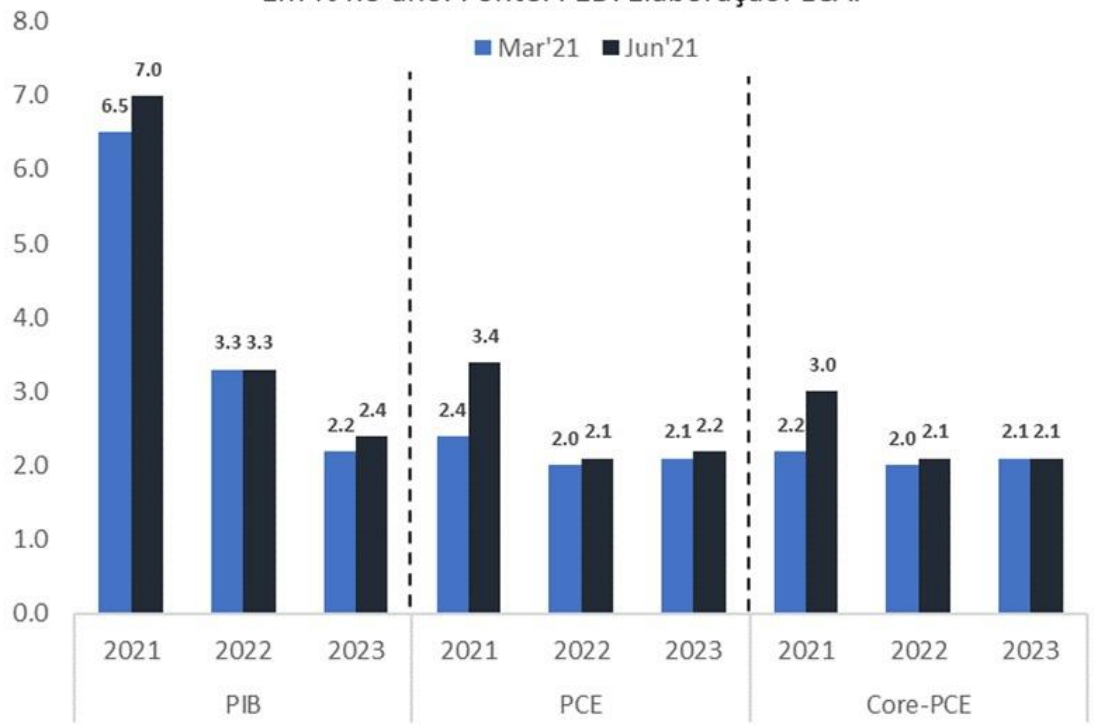




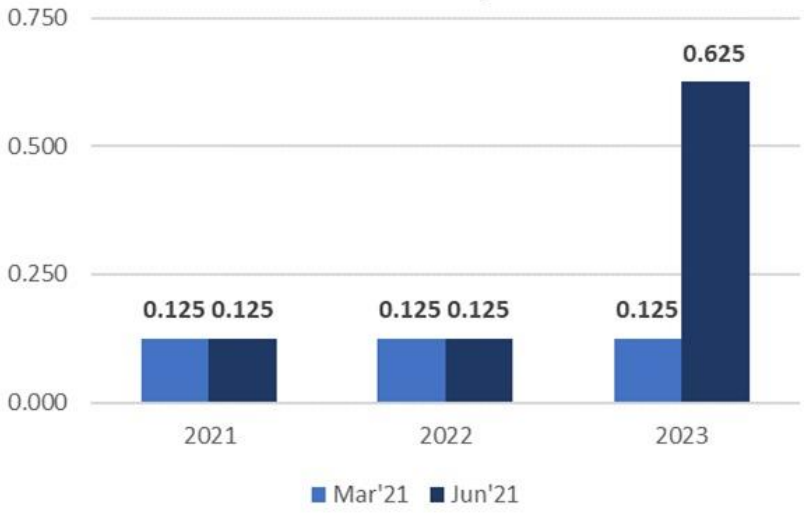


FED: PROJEÇÕES DE MAIS CRESCIMENTO, INFLAÇÃO E JUROS

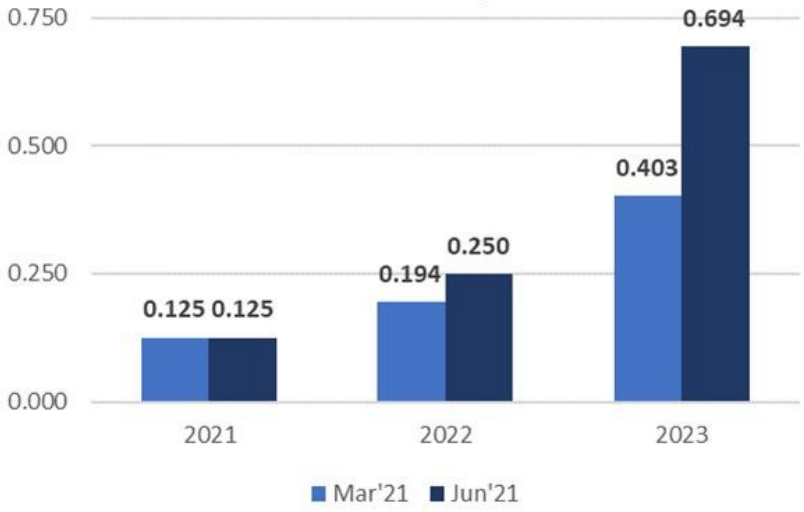
EUA, mediana das projeções dos diretores do FED para PIB e inflação
Em % no ano. Fonte: FED. Elaboração: LCA.



FFR, fim de período (% a.a.): mediana dos diretores do FED
Fonte: FED. Elaboração: LCA.



FFR, fim de período (% a.a.): média dos diretores do FED
Fonte: FED. Elaboração: LCA.

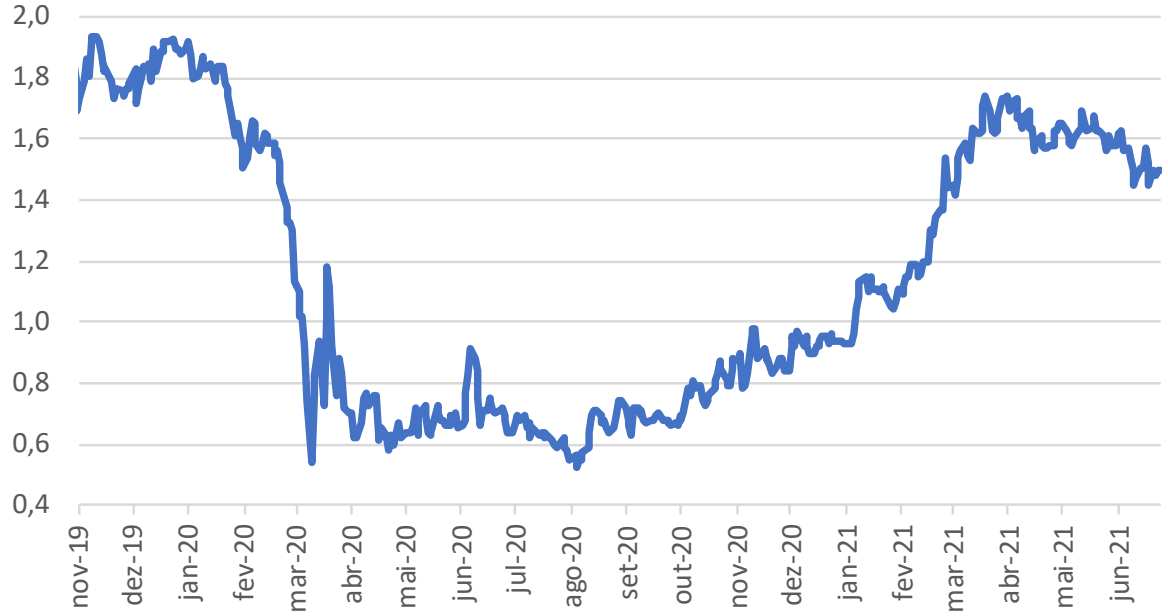


RISCO: INFLAÇÃO NOS PAÍSES RICOS PODE DIFICULTAR CENÁRIO PARA EMERGENTES

- Os principais bancos centrais (FED e BCE) tenderão a tolerar uma inflação mais alta no curto prazo
  - pressões temporárias e ociosidade alta

- Mas já sinalizam a discussão sobre iniciar, lentamente, a reversão da política ultra-expansionista
  - O FED deve iniciar o *tapering* antes do BCE
  - Em conjunto com o diferencial de crescimento pró-EUA, isso deve levar o dólar a apresentar moderada valorização até o final do ano
  - Um início mais precoce e menos lento do *tapering* elevaria a aversão ao risco e pioraria as condições financeiras globais

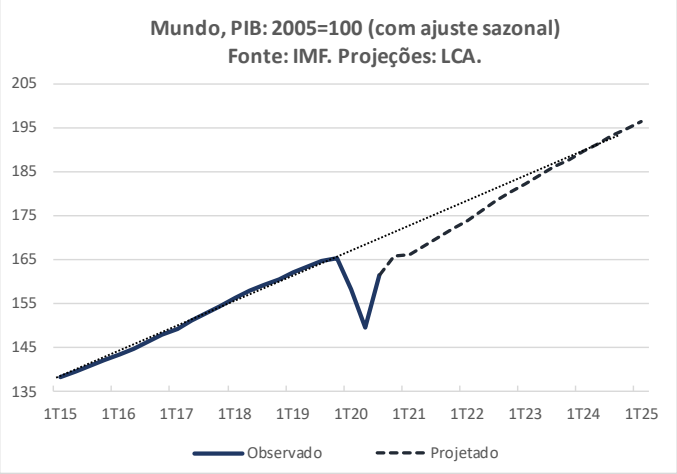
Retorno anual do título de 10 anos dos EUA
Fonte: Bloomberg. Elaboração: LCA.

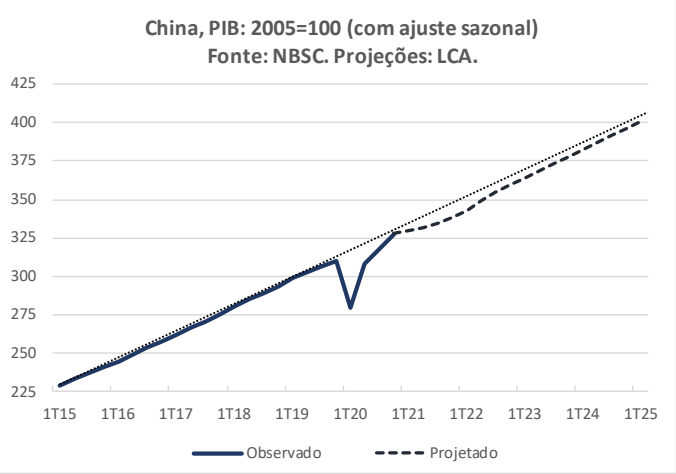


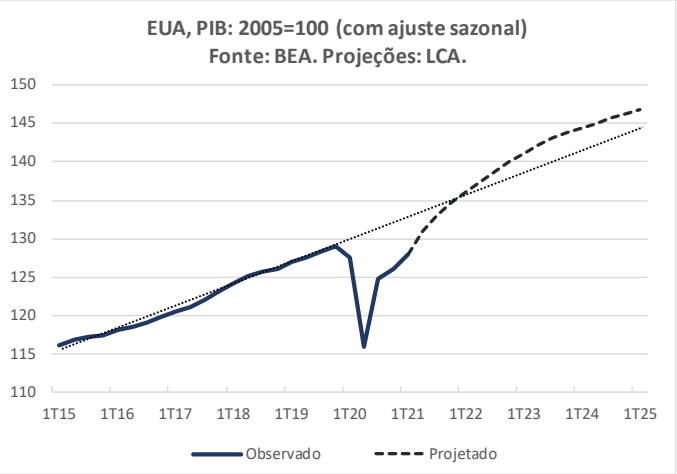
Valor do dólar em relação à cesta de principais moedas (DXY, 2015=100)
Fonte: FED. Projeções: LCA.

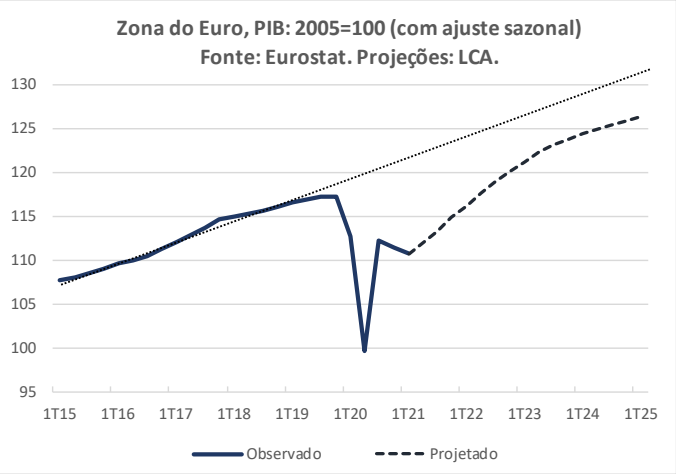
CENÁRIO GLOBAL: RECUPERAÇÃO HETEROGÊNEA

- Vacinação: aceleração global, imunidade coletiva nos EUA até o 3T e na ZE até o 4T
- EUA: forte crescimento, alavancado pelo enorme pacote de estímulos do governo Biden
- Zona do Euro: vacinação mais lenta, mas recuperação chega no 2S21
- China: desacelera; governo não fixa meta de crescimento e passa a preocupar-se mais com a "qualidade" do crescimento (melhor distribuição de renda, menor impacto ambiental)
- Dólar: valorização modesta
- Aversão ao risco: acomodação





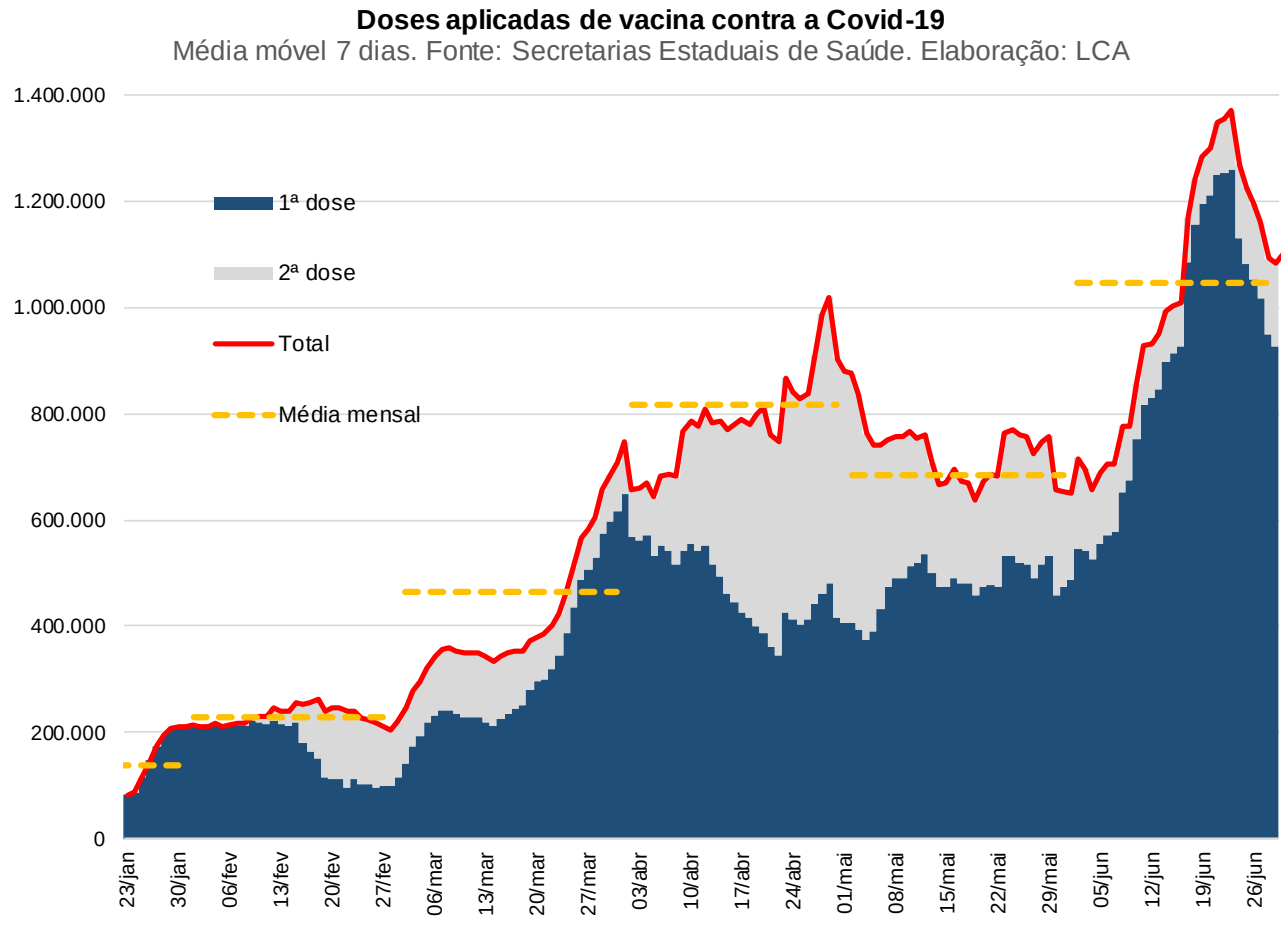


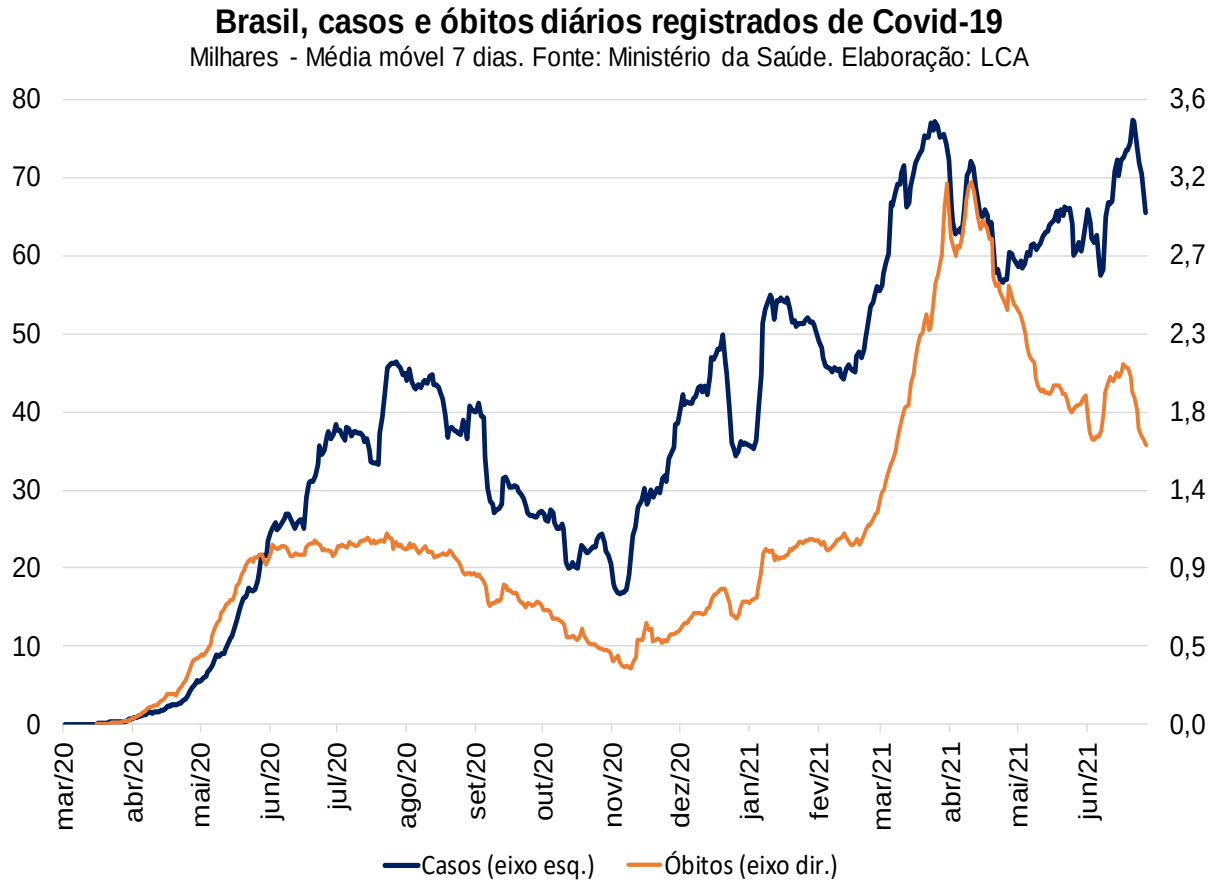


Taxa de crescimento anual (%) Fonte: FMI. Projeções: LCA.	2019	2020	*2021*	*2022*	*20-22*
EUA	2,2	-3,5	*6,5*	*4,8*	*2,6*
Zona do Euro	1,3	-6,8	*3,4*	*4,9*	*0,5*
China	6,0	2,3	*8,1*	*5,3*	*5,3*
Japão	0,0	-4,7	*2,0*	*2,2*	*-0,2*
Mundo	2,8	-3,3	*5,1*	*4,6*	*2,1*

Economia Brasileira

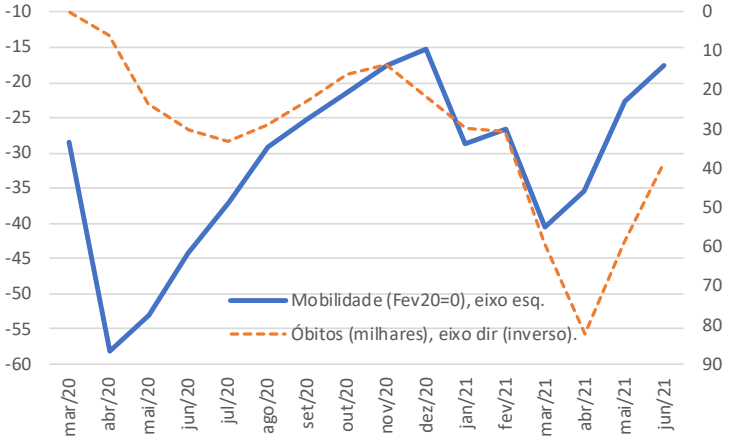
RITMO DE VACINAÇÃO OSCILANTE E RISCO DE "TERCEIRA ONDA"



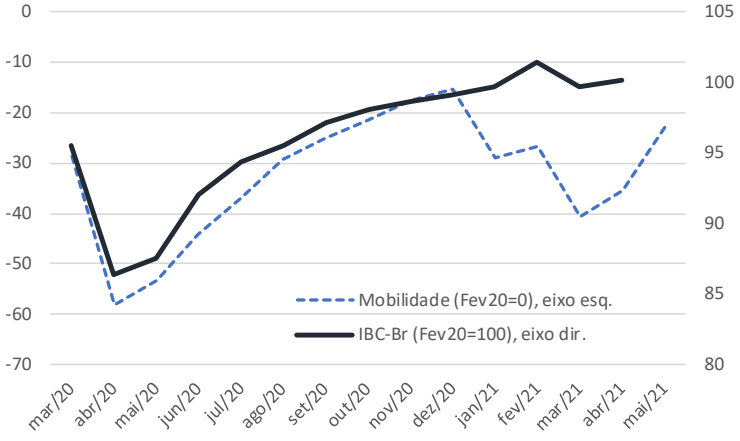


IMPACTO ECONÔMICO DO QUADRO SANITÁRIO PARECE DIMINUIR

Mobilidade (Google varejo e lazer) vs. Número mensal de óbitos
Fontes: Google, OMS. Elaboração: LCA.



Mobilidade (Google varejo e lazer) vs. Índice de Atividade (IBC-Br)
Fontes: Google, BCB. Elaboração: LCA.



Variável dependente	Pesquisa Mensal de Serviços - Volume		
Método	Regressão em painel (efeitos fixos)		
Amostra	27 Unidades da Federação - mar/20 a mar/21		
Período	Completo	mar/20 - out/20	nov/20 - mar/21
Meses	13	8	5
Nº de observações	351	216	135
Variáveis explicativas			
Constante	84,57 (0,69)***	83,13 (0,71)***	83,32 (1,33)***
Google (Varejo e Lazer)	0,31 (0,02)***	0,30 (0,02)***	0,17 (0,06)***
R^2	0,40	0,57	0,07

Desvio padrão em parênteses. Nível de significância: *** 1% , **5%, *10%

Fontes: IBGE, Google. Elaboração: LCA

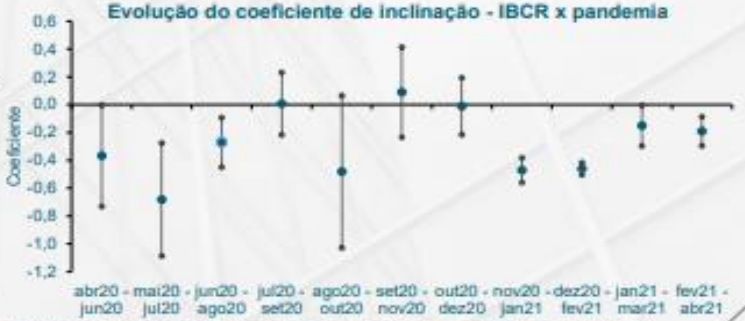
Boxe – Intensidade da pandemia e atividade econômica

- Analisa a relação entre a atividade econômica e a intensidade da pandemia usando um painel de dados estaduais.
- Crescimento do efeito fixo de tempo no modelo sugere maior nível de atividade para uma dada intensidade da pandemia (pagamentos dos auxílios extraordinários e a evolução de indicadores internacionais).
- Estimação do modelo em janelas móveis mostra que o coeficiente da relação entre a atividade econômica e a pandemia passou a ter magnitude menor (redução da sensibilidade da atividade econômica à intensidade da pandemia, corroborando surpresa observada na atividade).

Efeito fixo de tempo - IBCR x pandemia

Efeito fixo de tempo do modelo IBCR x óbitos por Covid-19 na amostra completa.

Evolução do coeficiente de inclinação - IBCR x pandemia



Coeficiente do modelo IBCR x óbitos por Covid-19 em janelas de três meses. Intervalos de confiança de 95%.

Eventual recrudescimento: fechamentos pontuais e temporalmente limitados

Menor impacto econômico

MASSA DE RENDA E AUXÍLIO EMERGENCIAL

AUXÍLIO EMERGENCIAL

2020

R$ 286 bilhões liberados evitaram queda súbita da massa de renda e do consumo - **5 parcelas de R$ 600 e até 4 de R$ 300**

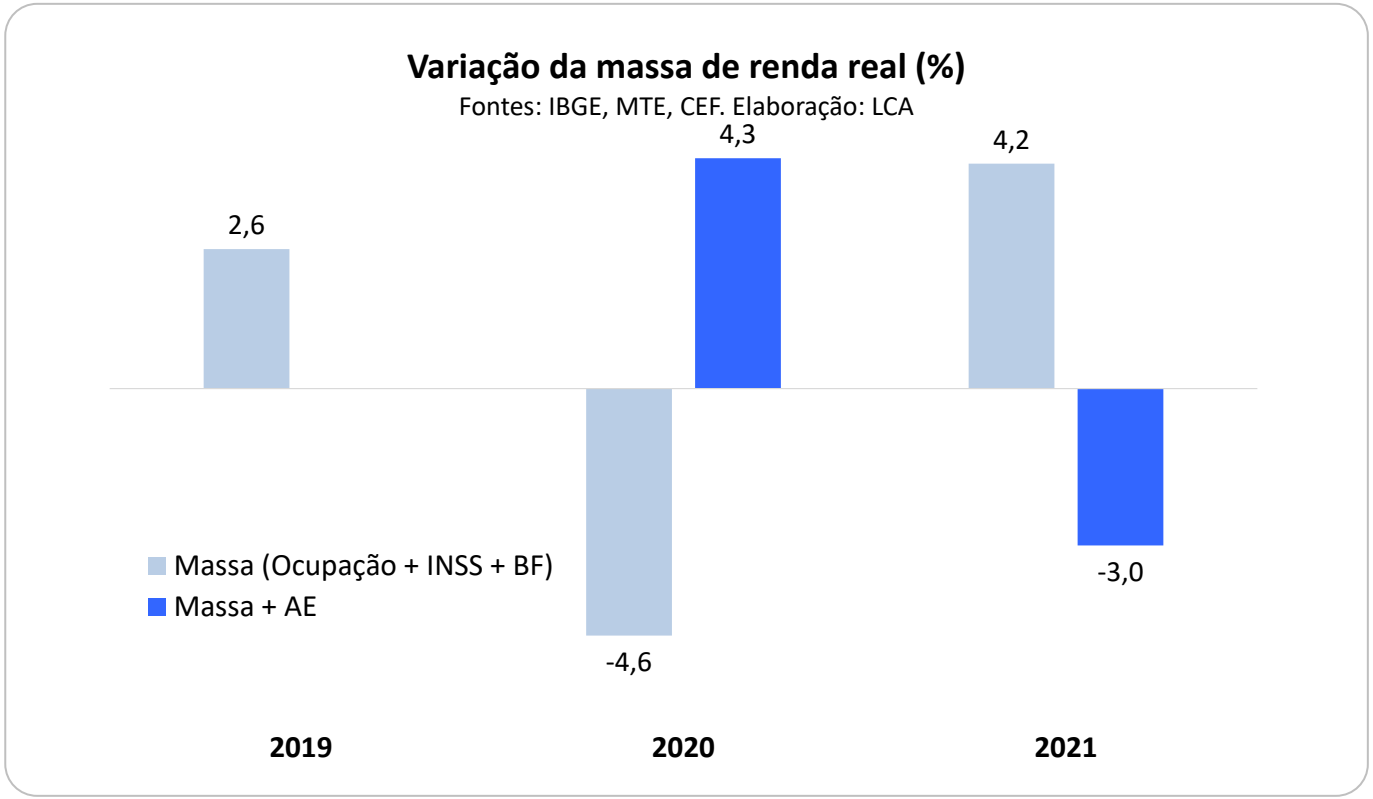
67 milhões de pessoas beneficiadas - beneficiários do Bolsa Família (19,5 milhões)

Impacto regional foi bem diferenciado

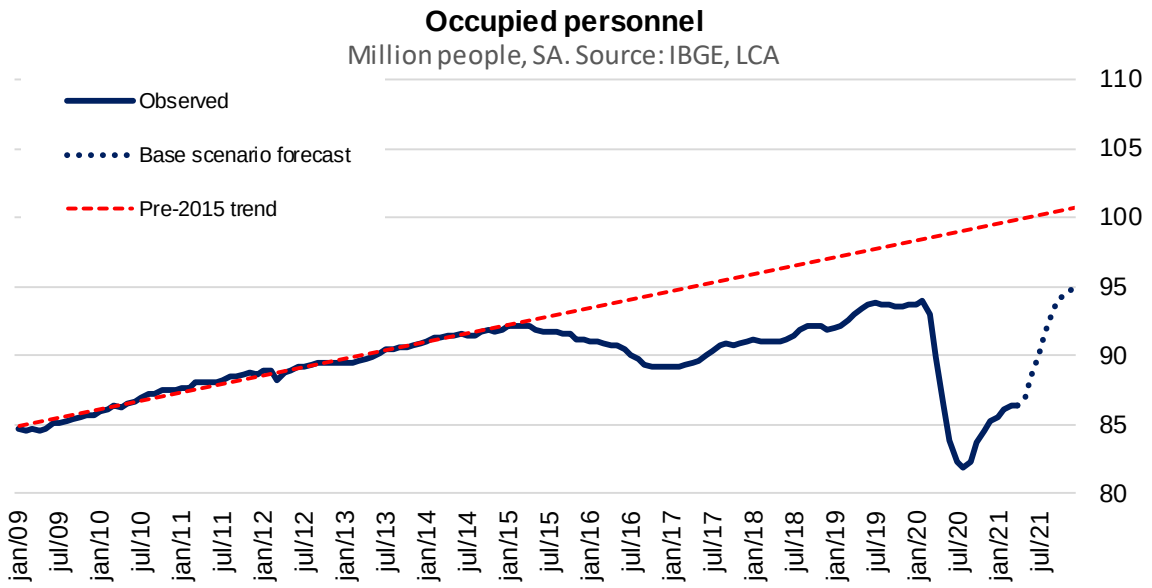
2021

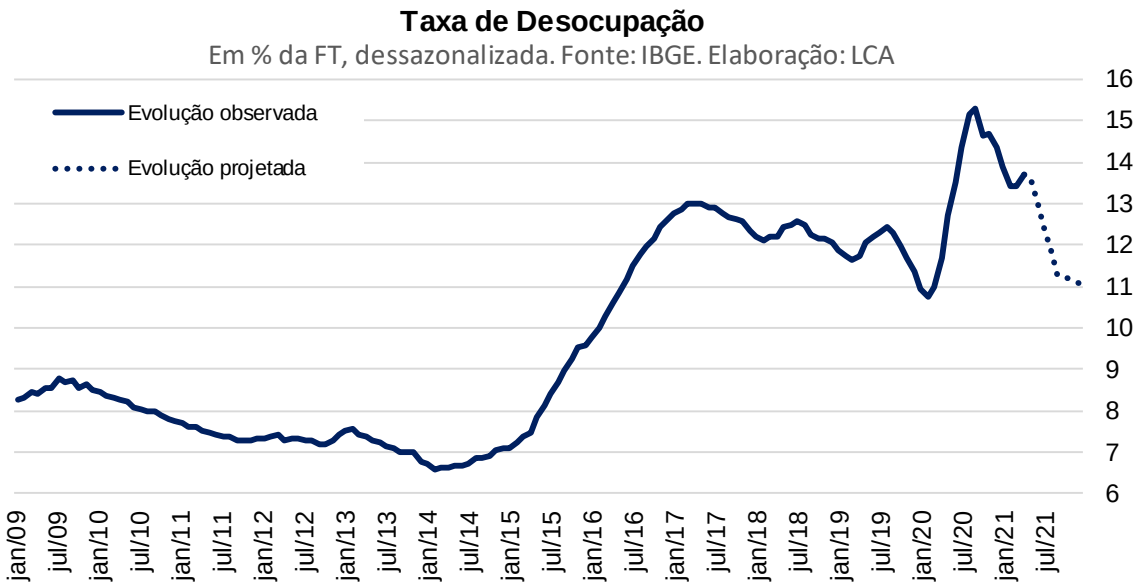
Liberação de **R$ 44 bilhões** em **4 parcelas a partir de abril/21** melhor focalizadas, menos beneficiados. Expectativa de prorrogação por mais 3 meses já contemplada nas projeções (total de **R$ 66 Bi** no ano)

Previsão de 44 milhões de pessoas beneficiadas



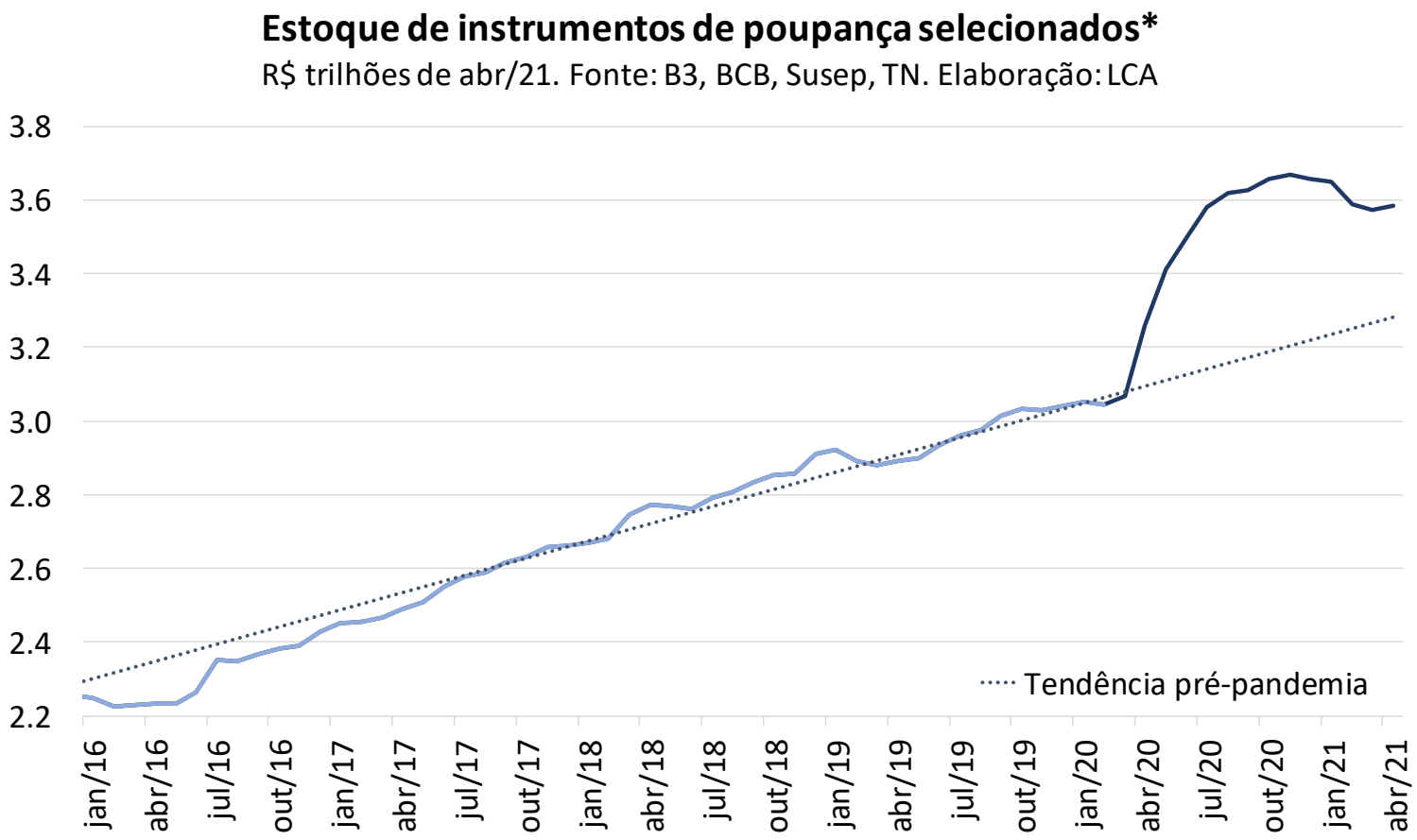
MERCADO DE TRABALHO: RECUPERAÇÃO NO 2º SEMESTRE





PARTE DA POUPANÇA MAIOR DE 2020 PARECE VIRAR CONSUMO EM 2021

- Em 2020, **a poupança cresceu, devido a dois efeitos da pandemia:**
  - **O medo (poupança precaucional – temor de desemprego ou de perda de renda)**
  - **A "sobra" orçamentária aberta pela redução forçada do consumo de serviços que envolvem aproximação social (poupança "involuntária" ou circunstancial)**
- Instrumentos de poupança de famílias e empresas mostraram forte aumento
- **Mobilização da poupança acumulada ao longo da pandemia pode favorecer consumo em 2021, especialmente no segundo semestre**
- **Em 2022 essa influência já deverá estar bastante diluída**

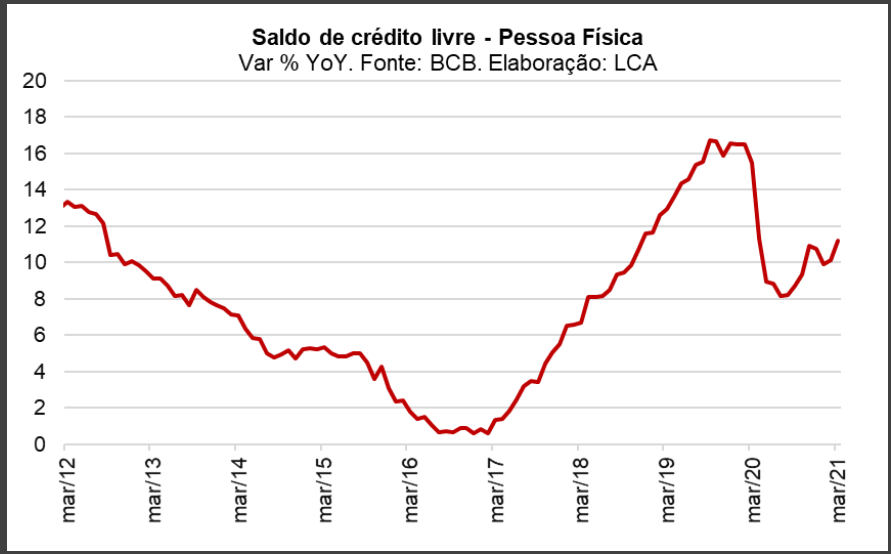


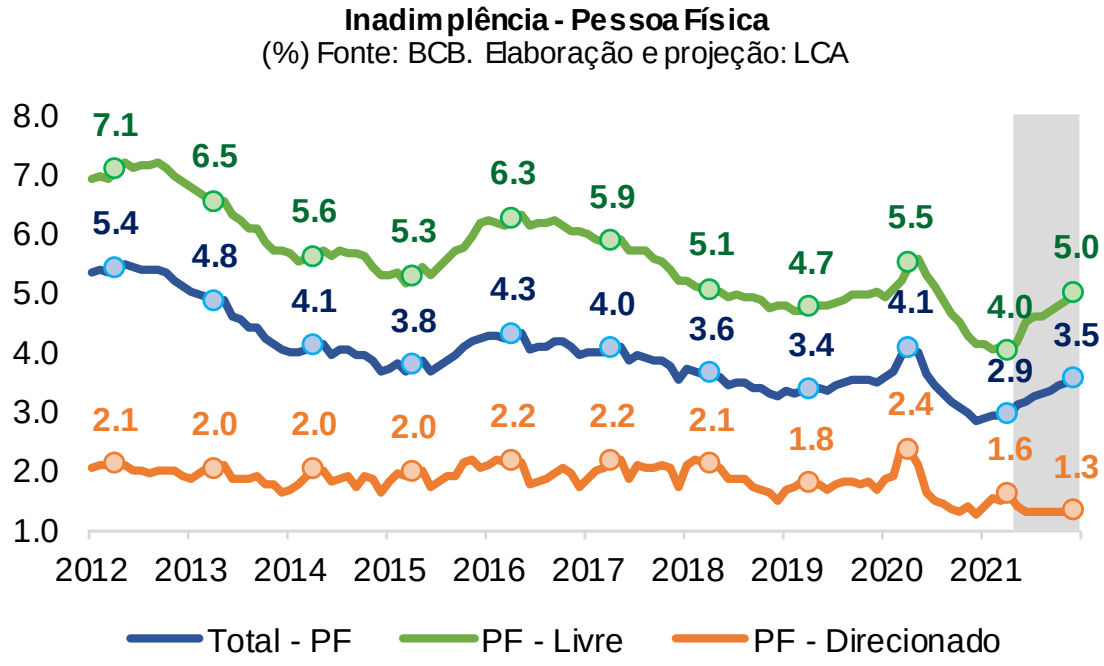
*CDB, Caderneta de Poupança, Previdência Privada (PGBL+VGBL), LCA, LCI, CRA, CRI e Títulos do Tesouro Direto.

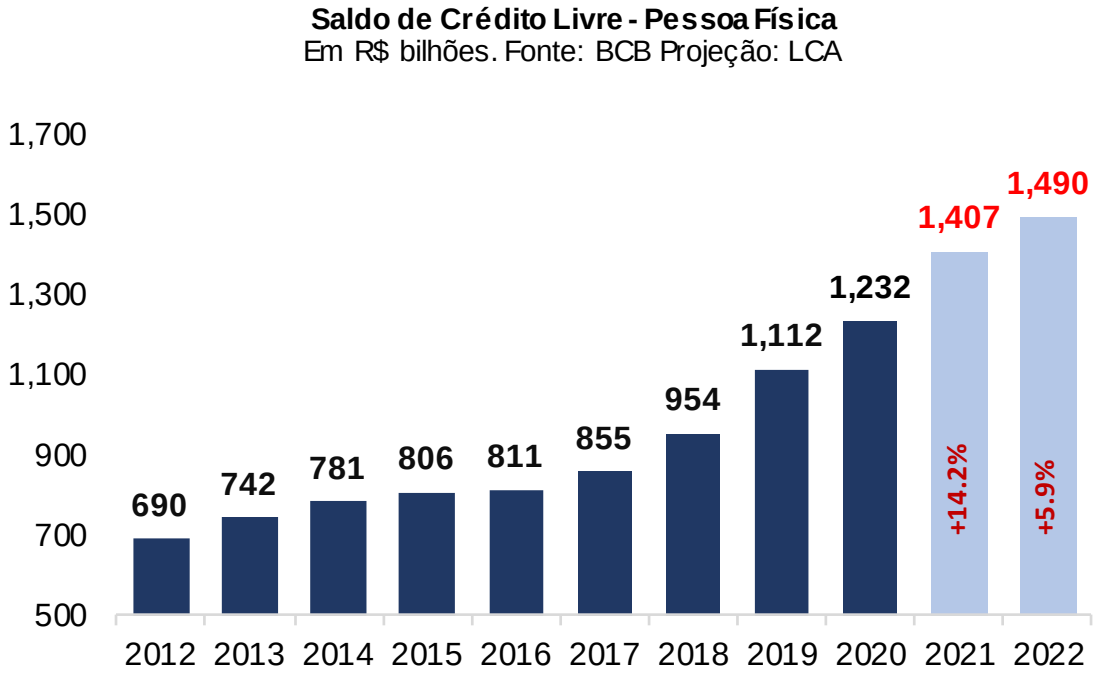
CRÉDITO PARA AS FAMÍLIAS: ESTÁ CRESCENDO DE NOVO EM 2021

- Apesar da expectativa de **aumento da inadimplência** e da **elevação da Selic**, **o crédito para as famílias segue em alta em 2021**

- **O ciclo de elevação da Selic deve provocar uma desaceleração do crédito em 2022**



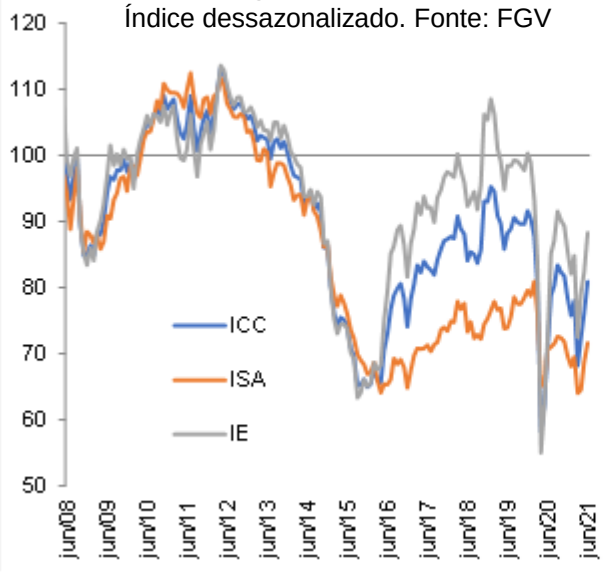




INDICADORES DE CONFIANÇA: RECUPERAÇÃO GENERALIZADA

Confiança - Consumidor

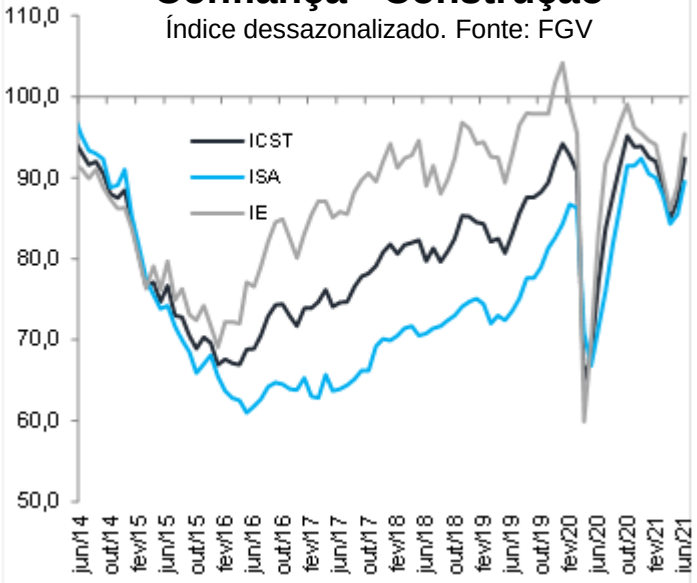
Índice dessazonalizado. Fonte: FGV



Período	ICC	ISA	IE
abr/21	6,3%	0,8%	9,2%
mai/21	5,1%	6,5%	4,0%
jun/21	6,2%	4,2%	7,2%

Confiança - Construção

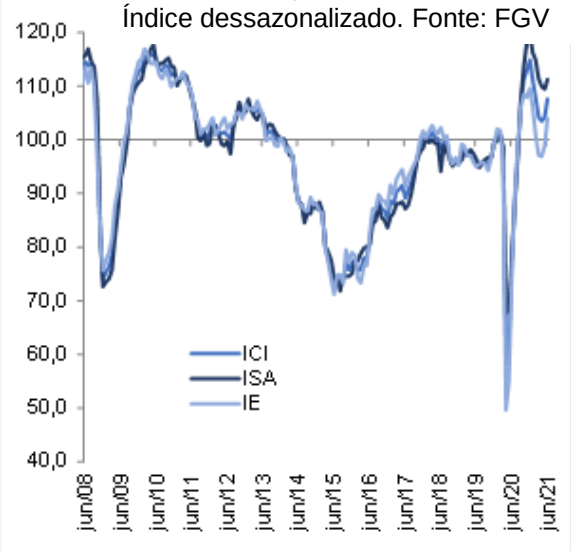
Índice dessazonalizado. Fonte: FGV



	ICST	ISA	IE
mai/21	2,6%	1,4%	3,5%
jun/21	6,0%	4,7%	7,2%

Confiança - Indústria

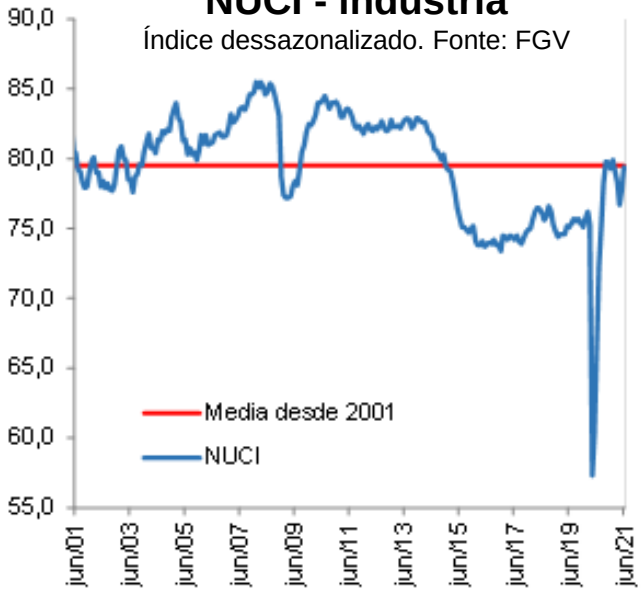
Índice dessazonalizado. Fonte: FGV



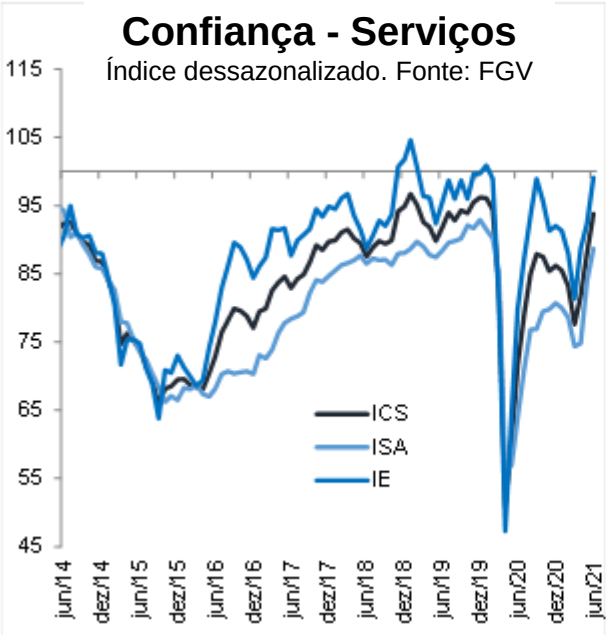
Período	ICI	ISA	IE	Nuci
abr/21	-0,7%	-1,3%	-0,2%	76,7%
mai/21	0,7%	-0,5%	2,2%	77,8%
jun/21	3,3%	1,6%	5,1%	79,4%

NUCI - indústria

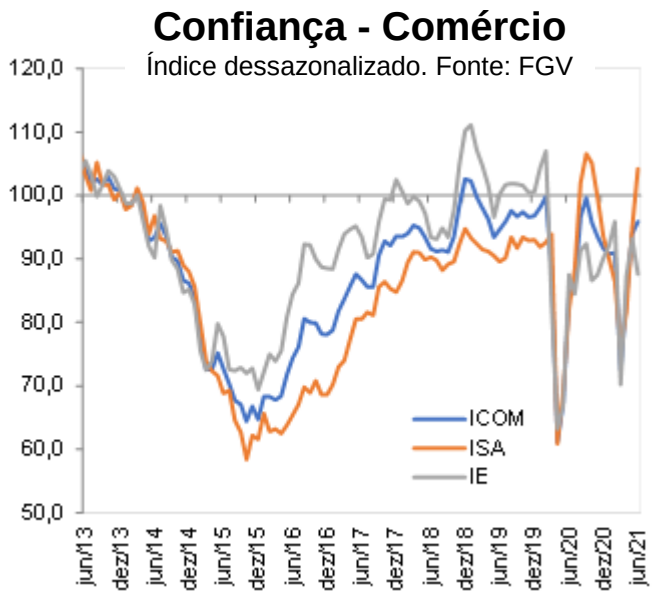
Índice dessazonalizado. Fonte: FGV



INDICADORES DE CONFIANÇA: RECUPERAÇÃO GENERALIZADA



	ICS	ISA	IE
mai/21	7,8%	12,3%	4,2%
jun/21	6,5%	5,6%	7,3%



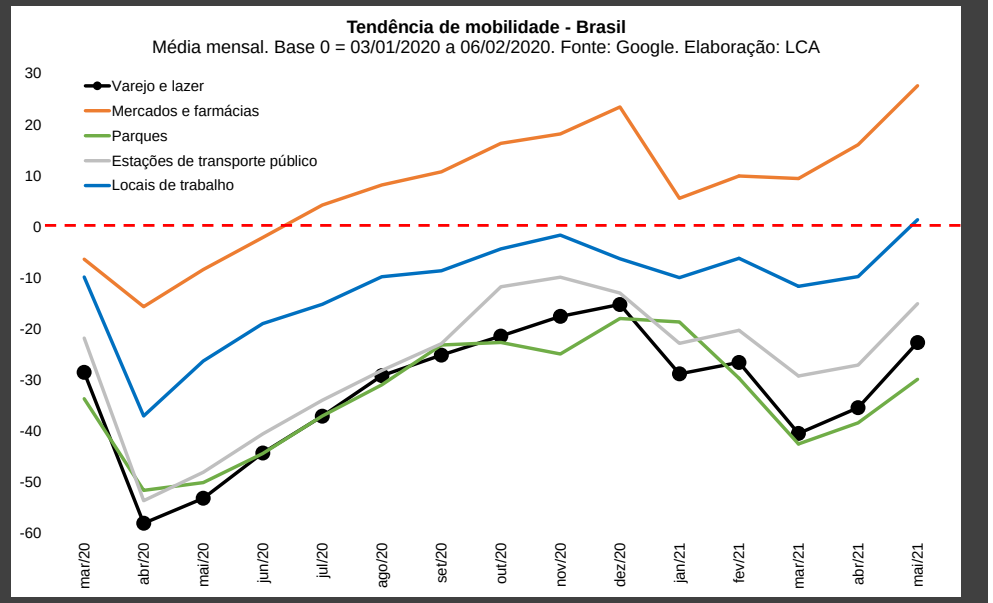
	ICOM	ISA	IE
mai/21	11,7%	16,3%	6,8%
jun/21	2,1%	9,8%	-6,0%

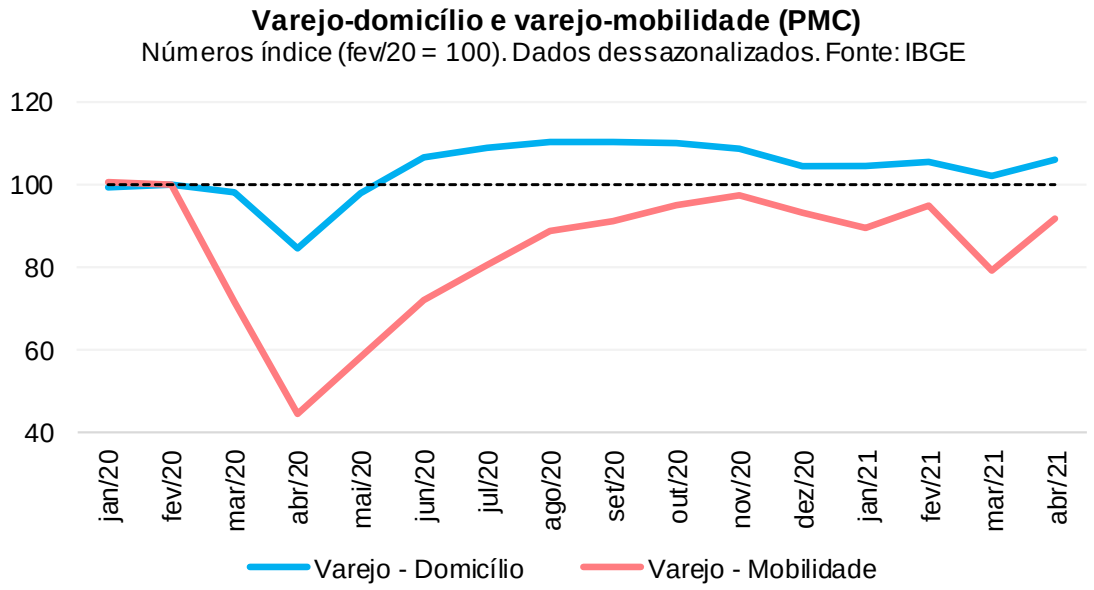
Sondagens FGV - Variação m/m%

	jun/21	MM3M	Var. abr/ 1ºbim20
Comércio	6,5%	9,3%	-3,1%
Serviços	6,2%	6,5%	-1,5%
Consumidor	6,0%	5,9%	-9,2%
Construção	3,3%	1,4%	-1,2%
Indústria	2,1%	1,1%	6,4%

DADOS MELHORES DE ATIVIDADE

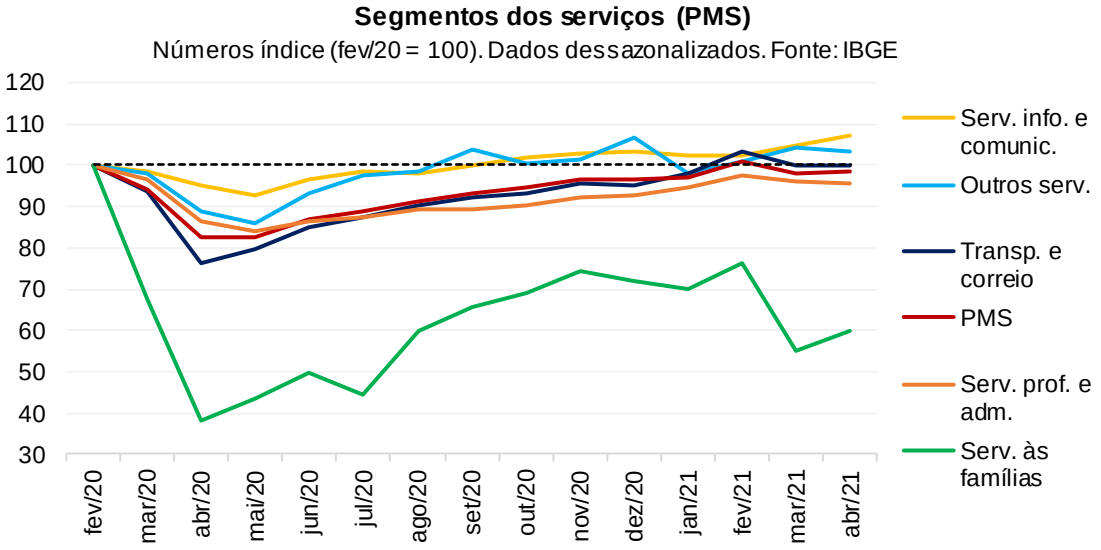
- Impacto menor que o esperado da "segunda onda" sobre a atividade em abril
- Dados de maio mostram volta ainda mais rápida da mobilidade





*Varejo-domicílio: hiper e supermercados; móveis e eletrodomésticos; farmácia; livrarias; outros artigos e material de construção.

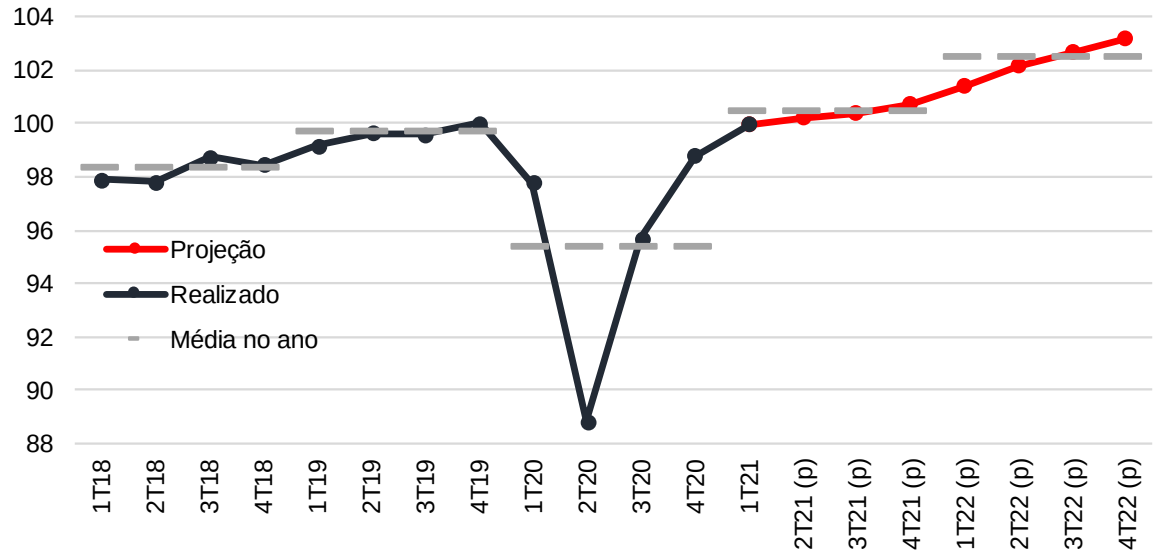
*Varejo-mobilidade: combustíveis; vestuário; materiais de escritório e informática; veículos.



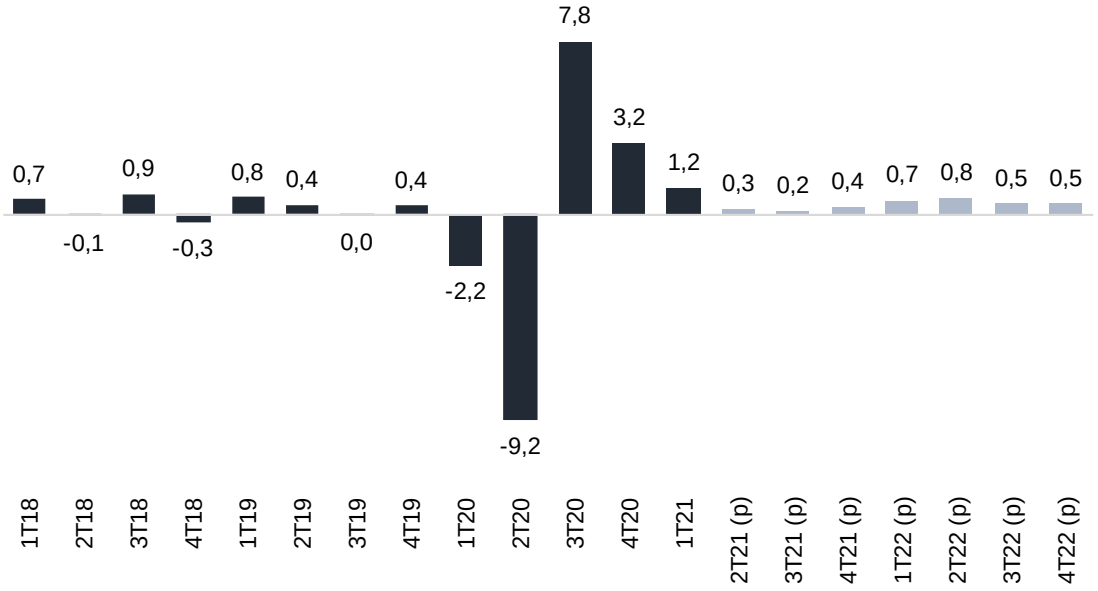
PIB

- Recomposição de estoques ajudou no primeiro semestre
- Menor impacto da pandemia e avanço da vacinação colaboraram para a recuperação a partir do segundo semestre de 2021

PIB: número-índice com ajuste sazonal
2019.T4=100. Fonte: IBGE. Projeção: LCA.



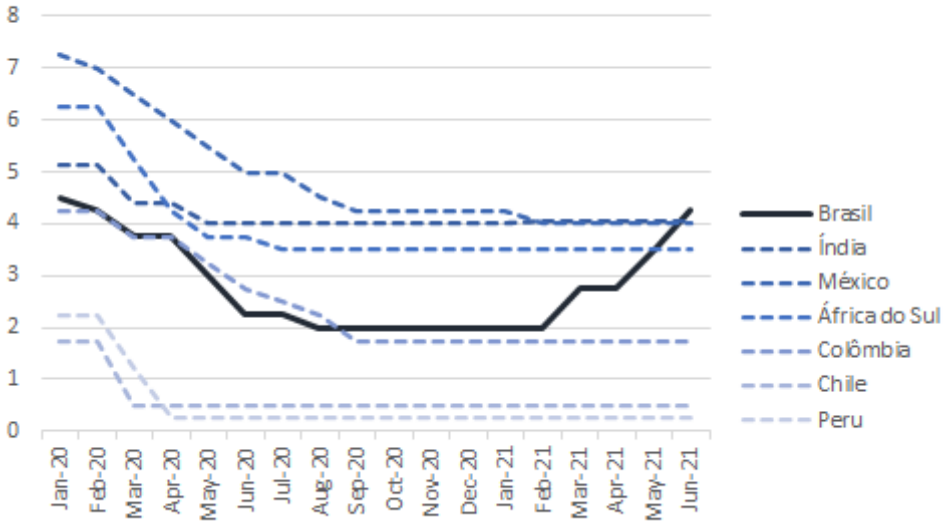
PIB: variação %QoQ
Fonte: IBGE. Projeção: LCA.



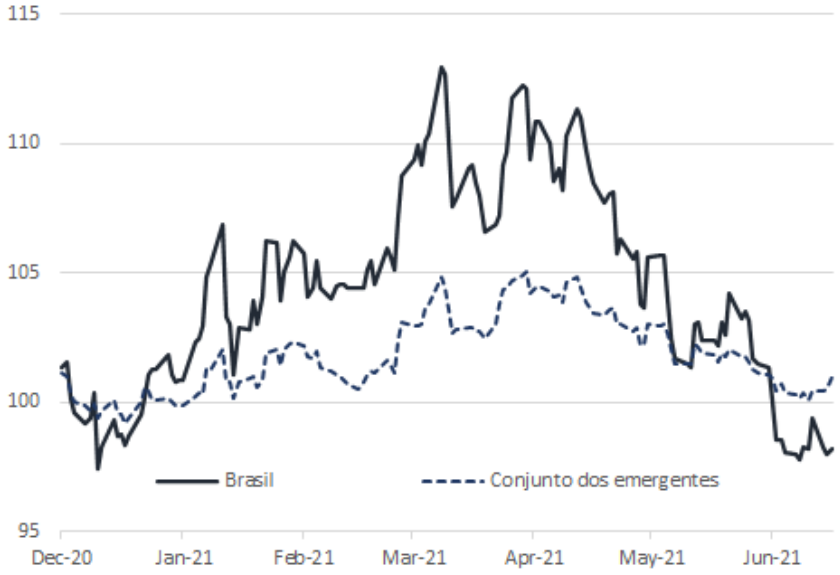
PERSPECTIVAS PARA O CÂMBIO

- **2021: estabilização do real até o final do ano**
  - Fatores pró-apreciação:
    - i. Selic mais alta
    - ii. Vacinação melhora perspectivas econômicas
    - iii. Alguma acomodação dos riscos fiscais durante o ano
  - Fatores pró-depreciação:
    - i. Algum estreitamento das Condições Financeiras Globais com perspectiva de redução gradual dos estímulos monetários nos países desenvolvidos
- **2022: segue tendência de apreciação, mas com volatilidade**
  - Reflexo do período eleitoral

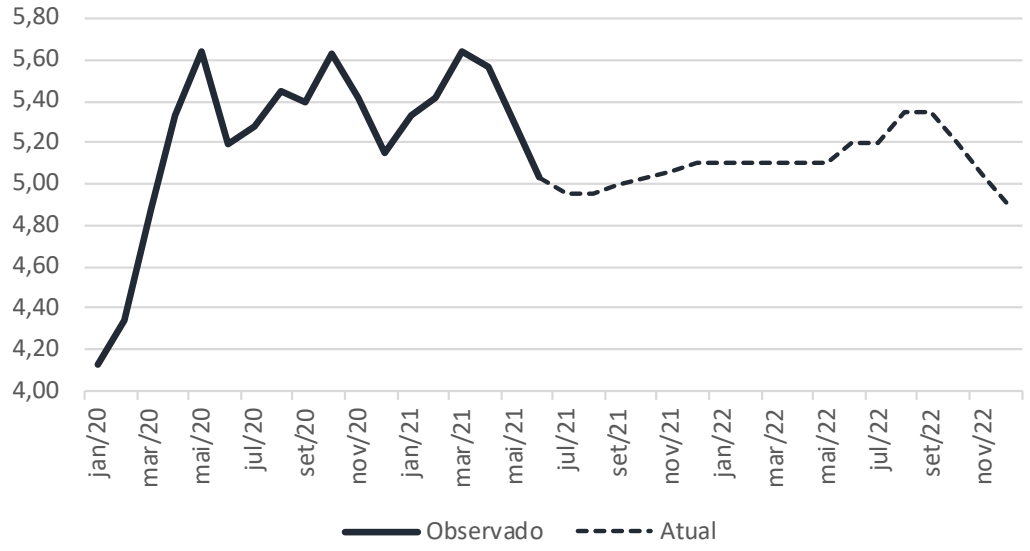
Evolução da taxa básica de juros em emergentes selecionados
Em % ao ano. Fonte: bancos centrais de cada país. Elaboração: LCA.



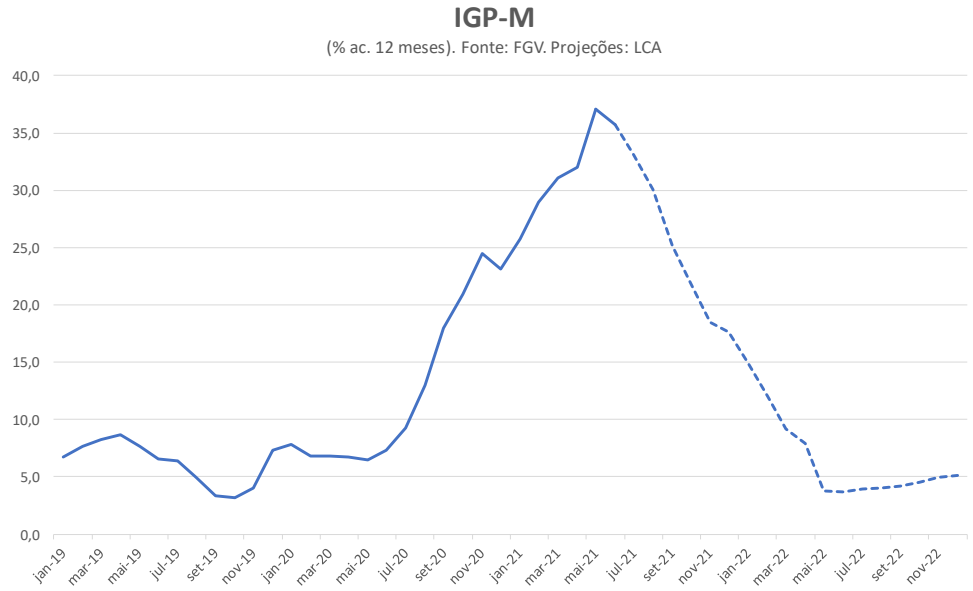
Evolução da cotação do dólar em economias selecionadas: Dez/20=100
Valores ponderados pelo MSCI. Fonte: Bloomberg. Elaboração: LCA.

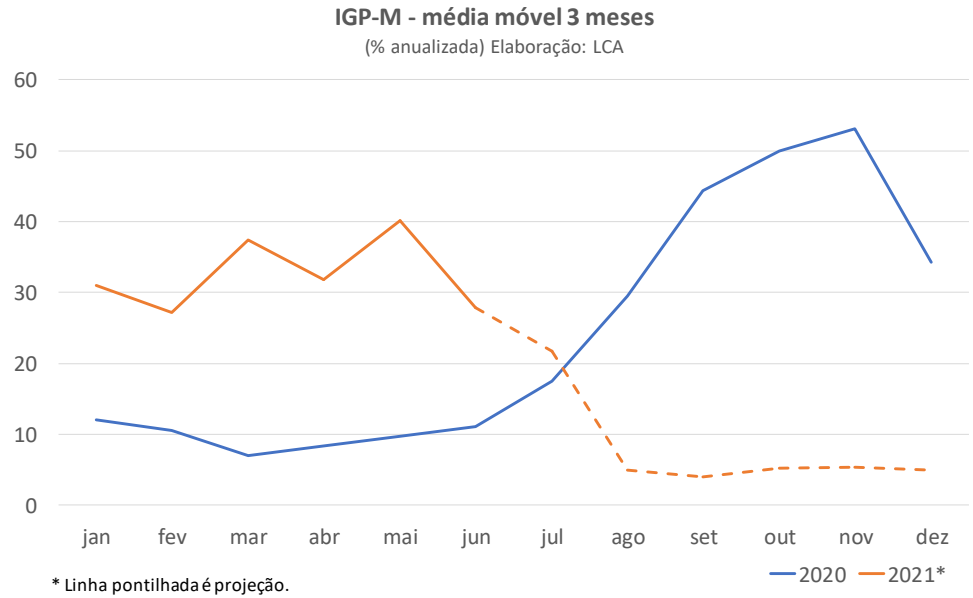


Projeção para o câmbio (R$/US$)



IGP: O PIOR PARECE JÁ TER PASSADO





* Linha pontilhada é projeção.

Após alta de +23,1% em 2020, projetamos que o **IGP-M** fechará **2021** com alta de **+17,6%.**

Um dos motivos é a parcial descompressão que projetamos para o **IPA-Agropecuário** em 2021 (Tabela 7). Após a valorização de preços agropecuários vista no 2º semestre de 2020 - que, avaliamos, esteve ligada (em boa medida) à perspectiva de superação da pandemia (ou seja, uma antecipação que se refletiu nos preços de 2020) -, teremos algum alívio em 2021.

Deste modo, após elevação de +49,5% deste índice agropecuário em 2020, esperamos nova alta (de +13,7%) em 2021. Entendemos que esta nova alta projetada para este ano no IPA-Agropecuário, ainda que abaixo da vista no ano anterior, representa uma projeção conservadora, pois, traz novos reajustes em 2021.

Os **preços industriais** foram bastante influenciados pela importante desvalorização cambial observada em boa parte de 2020. A despeito de projetarmos leve apreciação do câmbio em 2021, projetamos nova alta importante deste conjunto de preços no presente ano, passando de +25,3% em 2020 para +24,7% em 2021 (Tabela 7), já que persiste um descompasso na oferta de matérias-primas e bens intermediários, e pela continuidade de valorização de algumas *commodities*, destacadamente metálicas.

Já o **IPC-M** (varejo) acelerará em relação ao ano de 2020, pois a esperada descompressão da *alimentação* ao longo de 2021 (que esteve muito pressionada em 2020) será contraposta, em boa medida, pelas altas de preços monitorados (dinamizadas recentemente pela *energia elétrica*) e por preços industriais no varejo - pelas pressões de custos que, em alguma medida, têm sido repassadas ao IPC. Ademais, a esperada redução das restrições de circulação no segundo semestre, via avanço da vacinação, poderá chancelar reajustes mais intensos nos preços de serviços.

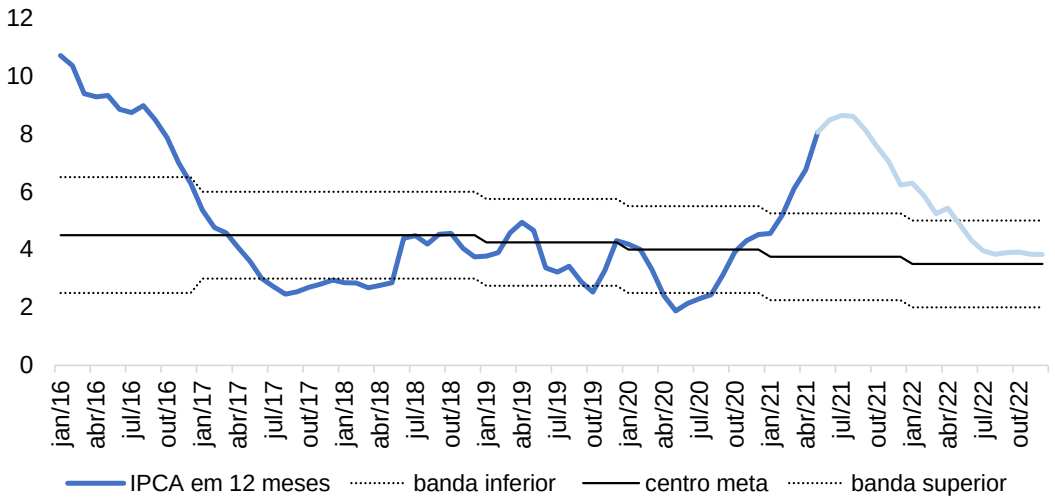
Por fim, os custos da construção (**INCC-M**), muito pressionados pela importante demanda em 2020 (em parte via auxílio emergencial) e pelo câmbio (que afetou a categoria de *materiais e serviços* no ano passado), continuarão se mostrando pressionados no presente ano, muito por conta de *materiais e serviços*, mas também pela aceleração da categoria de *mão de obra* - pela indexação de boa parte dos trabalhadores do setor ao salário mínimo (que registrou variação superior ao ano de 2020) e a esperada redução das restrições de circulação para a segunda metade de 2021.

IGP-M - Variação anual (%)					
	2017	2018	2019	2020	2021*
IGP-M Total	**-0,5**	**7,6**	**7,3**	**23,1**	**17,7**
IPA	**-2,5**	**9,4**	**9,1**	**31,6**	**21,4**
Produtos agropecuário	-13,0	7,8	16,8	49,4	13,7
Produtos industriais	1,5	10,0	6,6	25,3	24,7
IPC	**3,1**	**4,1**	**3,8**	**4,8**	**5,9**
INCC	**4,0**	**4,0**	**4,1**	**8,7**	**12,5**

Fonte: FGV. Elaboração e *Projeções: LCA.

IPCA: APRECIAÇÃO DO REAL, ENERGIA ELÉTRICA, INÉRCIA E RETOMADA DOS SERVIÇOS

IPCA em 12 meses e intervalos de metas de inflação (%).
Fonte: IBGE e BCB: Elaboração e Projeções: LCA.



	2019	2020	2021*	2022*
IPCA Total	**4,31**	**4,52**	**6,39**	**3,68**
Bens Não Duráveis	**6,73**	**13,23**	**5,99**	**3,55**
Alimentação e bebidas	**6,36**	**14,11**	**5,90**	**3,73**
Bens Semi Duráveis	**0,65**	**-0,10**	**4,71**	**4,03**
Bens Duráveis	**0,01**	**4,57**	**7,80**	**3,28**
Serviços	**3,51**	**1,58**	**3,52**	**5,22**
Industriais	**1,72**	**3,16**	**6,96**	**3,81**
Monitorados	**5,53**	**2,63**	**9,03**	**3,72**
Livres	**3,87**	**5,18**	**4,99**	**4,26**

Revisamos recentemente as projeções de IPCA para 2021, na esteira da elevação de nossa projeção de PIB para este ano, de +4,0% para +5,0%, o que poderá chancelar maiores reajustes, bem como pela intensificação das altas esperadas para *energia elétrica* - o que afeta não somente de modo direto os preços administrados, mas indiretamente na formação dos preços de grande parte de bens e serviços.

Quanto à *energia*, dois fatores foram determinantes: (i) com base nos riscos de um cenário de racionamento de energia (ainda que não o vejamos como preponderante), entendemos que, visando moderar o consumo, as autoridades manterão a atual bandeira vermelha II até dezembro de 2021 (antes projetávamos migração para vermelha I em novembro) e (ii) pela adoção recente da bandeira tarifária vermelha II e reajuste da taxa extra cobrada nessa bandeira: o valor extra cobrado a cada 100 kWh consumidos em bandeira vermelha II passará de R$ 6,24 para R$ 9,49.

Com isso, além de passarmos a projetar alta mais intensa em *energia elétrica residencial*, também elevamos (na semana passada) nossa expectativa para o *IPCA-bens industriais*, pelos maiores custos de produção que esta alta de energia envolve.

Especificamente sobre a atividade, a alta mais intensa do PIB, em um cenário de maior circulação - já que em alguns estados, como São Paulo, o calendário de vacinação foi antecipado -, poderá fomentar reajustes nos preços de *Serviços*, o que também nos fez elevar nossa projeção para esta categoria do IPCA em 2021.

A incorporação desse reajuste nos levou a revisar a nossa projeção para a alta do IPCA em 2021 para 6,4%.

Já em relação 2022, mantemos nossa expectativa de que bandeira tarifária para a energia elétrica estará no patamar amarelo ao final do ano. A taxa extra cobrada na bandeira amarela também foi reajustada, passando de R$ 1,34 para R$ 1,87. No entanto, como o diferencial (em reais) entre as bandeiras aumentou, o retorno da bandeira tarifária para nível amarelo no ano que vem tenderá a gerar um alívio maior na inflação, de modo que nossa projeção para a alta do IPCA em 2022 foi revista de 3,8% para 3,7%.

RISCO DE RACIONAMENTO?

- 2020/21: La Niña e pouca chuva na estação úmida - ONS deflagrou medidas preventivas
- Cenário diferente de 2000/2001, baixa probabilidade de racionamento / apagão:

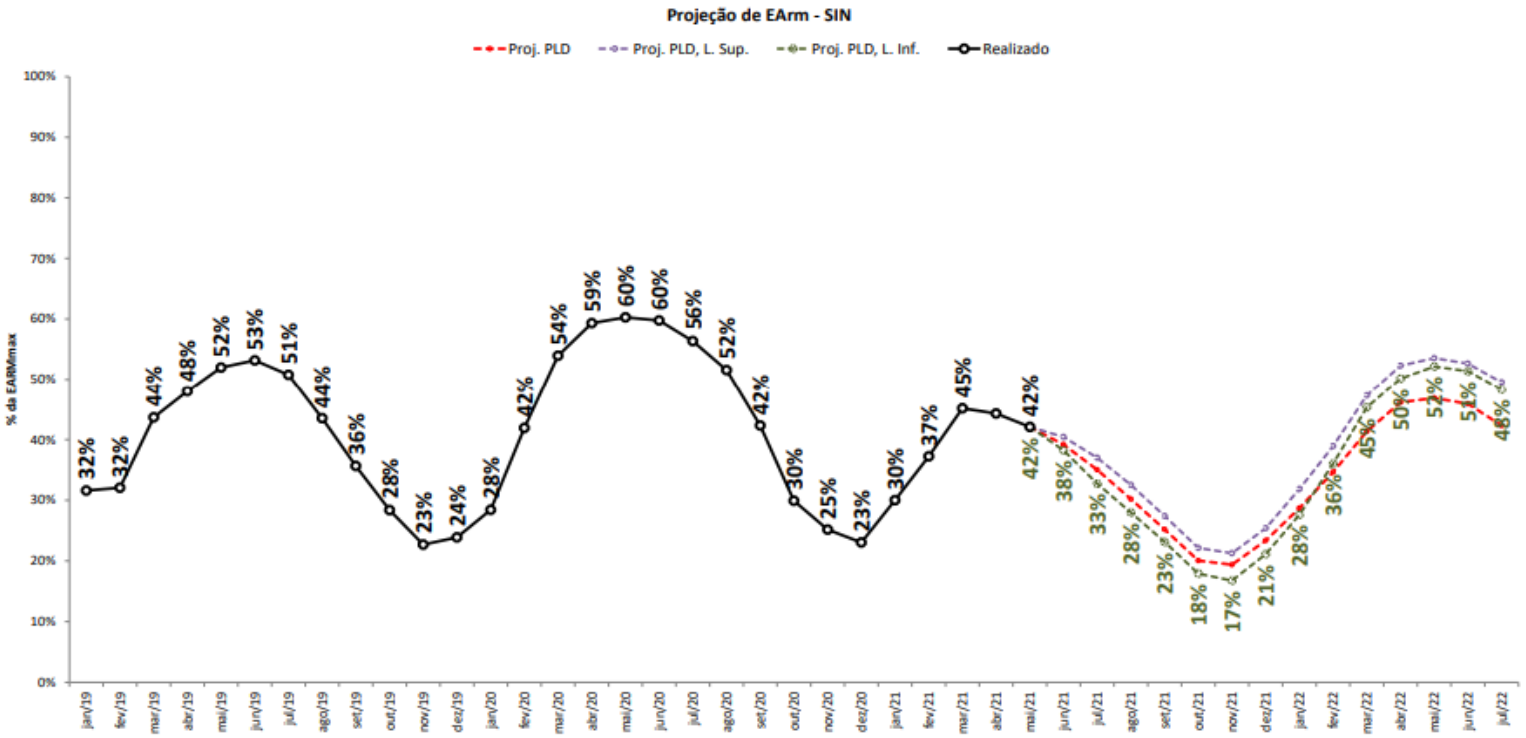
i. menor dependência de hidráulica (2000: 88% vs. 2020: 56% capacidade instalada);

ii. maior participação de autoprodução e geração distribuída (de 8% para 16%),

iii. mecanismos de preço (via tarifa ou preço do mercado livre) para inibir o consumo,

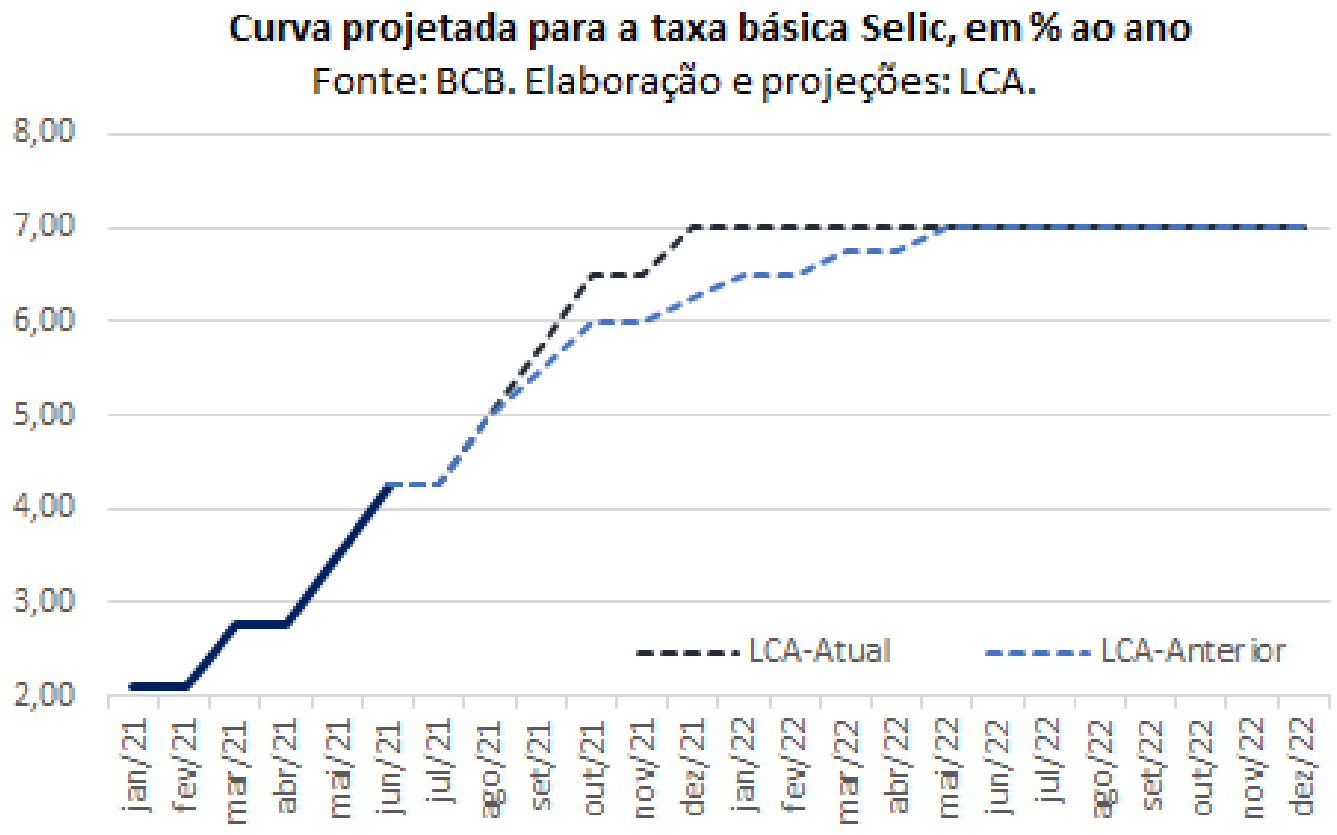
iv. integração dos sistemas de transmissão

- Mas a energia elétrica fica mais cara
  - Bandeira V.2 com taxa de R$ 9,49: IPCA a 6,4%



Chance baixa de racionamento (Energia Armazenada >10%)

PROJETAMOS AUMENTO MAIS RÁPIDO E MAIOR DA SELIC – MAS NÃO QUE O BC PISARÁ NO FREIO



A revalorização cambial, a incipiente descompressão de custos na cadeia produtiva e as expectativas de inflação relativamente bem-comportadas para 2022 são fatores que tendem a moderar a probabilidade de que o Banco Central venha a intensificar o ritmo de elevação da taxa básica Selic no curto prazo e/ou passe a enxergar necessidade de levar a política monetária para terreno restritivo no final do atual ciclo de elevação de juros.

Assim, continuamos a projetar elevação da Selic para 7% até o final deste ano; e estabilidade do juro básico nesse patamar, que consideramos compatível com a sinalização de juro neutro apresentada pelo Banco Central nos documentos recentes de política monetária, ao longo de todo o ano que vem.

Base (75%)

- Ambiente político:
  - 2021: reformas avançam pouco (administrativa só para novos ingressantes e unificação de impostos federais, por exemplo)
  - 2022: Principais candidaturas presidenciais defendem rigor fiscal e monetário, mas persiste dúvida quanto ao real compromisso de pelo menos uma dessas candidaturas
  - Campanha acirrada termina com vitória de candidatura que sustenta políticas moderadas e tem relativo apoio congressual
- Quadro sanitário:
  - Imunização da população adulta até o final do ano
  - Novas restrições de circulação têm impacto econômico menor
  - Circulação volta ao normal (pré-Covid) em 2022

Adverso (20%)

- Quadro internacional: piora das condições financeiras globais
- Ambiente político:
  - Pouco avanço de reformas em 2021
  - Propostas de política econômica populista ganham espaço numa campanha presidencial acirrada
  - Vitória de candidatura que faz concessões à agenda populista
- Quadro sanitário:
  - Vacinação mais lenta, imunização da população adulta no 1T22
  - Restrições mais fortes de circulação (terceira onda muito pior que a segunda) têm impacto econômico mais relevante
  - Circulação volta ao normal (pré-Covid) em 2S22

LCA: cenários alternativos

	2019	2020	Base (75%)		Adverso (20%)	
			2021	2022	2021	2022
EMBI+, final (pontos-base)	214	260	203	177	450	366
R$/US$, final	4,03	5,20	5,10	4,90	5,70	5,50
Selic, final (% a.a.)	4,50	2,00	7,00	7,00	7,25	9,00
PIB (var.%)	1,4	-4,1	5,0	2,0	3,0	-0,2
Produção industrial (PIM-PF)	-1,1	-4,5	6,2	3,2	2,9	0,5
Comércio varejista, volume (PMC)	1,9	1,2	2,7	3,8	1,3	1,8
IGP-M (var. %)	7,3	23,1	17,6	4,8	23,2	6,8
IPCA (var. %)	4,3	4,5	6,4	3,7	7,1	5,2

Fontes: diversas. Elaboração: LCA.

www.lcaconsultores.com.br

V2.2019