

## A PERSISTÊNCIA DOS RISCOS (FISCAIS)

Ana Paula Vescovi\* e  
Equipe de Macroeconomia  
anavescovi@santander.com.br  
+5511 3553 8567

- Um mercado de trabalho enfraquecido, a segunda onda de contaminações por Covid-19 e o fim do auxílio emergencial elevam a pressão política por um programa temporário e focalizado de transferências governamentais para trabalhadores informais de baixa renda. Neste contexto, incorporamos em nosso cenário-base a hipótese de R\$ 25 bilhões em gastos sociais fora do teto constitucional este ano (via créditos extraordinários), compensados por reformas que neutralizam o impacto intertemporal sobre a dívida pública, e favorecem a execução do teto de gastos até 2024. Apesar da “neutralidade”, acreditamos que uma nova exceção ao regime fiscal, após fortes estímulos em 2020, e um ambiente político tensionado (focado em 2022) limitarão a queda do prêmio de risco embutido nos preços dos ativos nacionais e a incerteza inerente às expectativas econômicas para o país. Desta forma, vemos (prêmios de) riscos ainda mais persistentes em 2021 e 2022, com implicações especialmente no campo da taxa cambial e da política monetária.
- Na parte fiscal, continuamos estimando déficit primário próximo a 3% do PIB em 2021. A dívida bruta deve permanecer estável neste ano, contando-se com devolução de recursos pelo BNDES.
- Avaliamos que o espaço para valorização do real se reduz, em meio a um lento avanço na pauta de reformas, o que tenderá a elevar as preocupações fiscais. Para 2022, um possível quadro eleitoral polarizado poderá pesar sobre os fluxos financeiros, afetando a taxa cambial: projetamos dólar a R\$5,20 no final de 2021 e R\$5,40 no final de 2022. O patamar mais fraco do real e a manutenção de preços de *commodities* em nível elevado deverão levar o saldo em transações correntes a superávits neste e no próximo ano (US\$17,6 bilhões em 2021; US\$7,3 bilhões em 2022).
- As recentes divulgações de atividade econômica reforçam a probabilidade de um sólido crescimento no 4T20. Para o 1T21, entretanto, um PIB negativo parece se desenhar, com a materialização do “abismo” fiscal (menor estímulo) concomitante aos impactos na mobilidade urbana gerados pelo recrudescimento da pandemia. A incorporação de uma política monetária menos expansionista afeta negativamente nossa projeção para 2022. Estamos mantendo nossas projeções de PIB em -4,1% para 2020 e +2,9% para 2021; mas revisamos o PIB de +2,5% para +2,3% em 2022. Conforme a força de trabalho caminha na direção dos níveis pré-pandemia, a taxa de desemprego deverá subir no 1S21. Apesar da possível reintrodução temporária do auxílio emergencial, esperamos que a massa salarial real “ampliada” registre queda de 6,6% em 2021.
- Apesar de uma recuperação ainda lenta da demanda agregada, choques de custos e oferta geraram revisões altistas na inflação de 2021 para 3,6% (antes 3,0%). Para 2022, na ausência de “distorções” geradas pela pandemia, antevemos um cenário benigno para inflação no médio e longo prazo: nossa projeção de IPCA para 2022 está mantida em 3,2%.
- Em comunicações recentes, o Banco Central (BC) mostrou um tom *hawkish*, revelando desconforto com o grau “extraordinário” de estímulo. Entretanto, uma aparente divergência no comitê sobre os próximos passos no curto prazo reforça a dependência destes em relação à evolução do cenário. Projetamos taxa Selic em 4,00% para o fim de 2021 (antes 2,50%).


**Figura 1. Projeções macro do Santander para o Brasil - sumário**

Variáveis Macroeconômicas		Anterior	Atual
PIB (%)	2020	-4,1	-4,1
	2021	2,9	2,9
	2022	2,5	2,3
IPCA (%)	2021	3,0	3,6
	2022	3,2	3,2
Selic (% fim de período)	2021	2,50	4,00
	2022	4,50	4,50
Taxa de câmbio - R\$/US\$ (fim de período)	2021	4,60	5,20
	2022	4,15	5,40
Saldo em Transações Correntes (% PIB)	2021	-0,7	1,2
	2022	-1,9	0,5
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	2021	-3,1	-3,1
	2022	-2,3	-2,2
Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)	2021	91,6	89,1
	2022	93,6	91,2

Fonte: Santander.



## SUMÁRIO EXECUTIVO: Ano novo, mesmos problemas

Uma das maiores incertezas presentes no ano de 2020 parece dissipada. A forte pressão para criação de um novo programa social, permanente, ficou para trás, especialmente no caso de alternativas sem contrapartidas fiscais ou mediante possível alteração na emenda constitucional do teto de gastos. Para 2021, o recrudescimento da pandemia gerou condições políticas para a convivência da regra fiscal com programas emergenciais de caráter temporário, mediante aprovação de créditos extraordinários (despesa que não é restrita pelo teto de gastos).

Ademais, apesar de comprimir a margem para execução do teto de gastos para 2021, a pressão inflacionária crescente no 2S20 abriu mais espaço para despesas primárias dentro do teto para anos à frente, viabilizando-o até, pelo menos, 2023. Em particular, estimamos que o espaço para o orçamento de despesas primárias em 2022 será de cerca de R\$ 105 bilhões, considerando-se o efeito do recente choque inflacionário, trazido por um IPCA mais alto<sup>1</sup>. Esse resultado é mais do que dobro do previsto quando do envio do orçamento ao Congresso em agosto de 2020, antes do choque inflacionário e quando as expectativas estavam próximas aos seus níveis mais baixos. Conforme nossas projeções, como a expansão prevista para despesas obrigatórias seria de R\$ 60 bilhões, o espaço para aumento de discricionárias seria, portanto, de R\$ 45 bilhões no ano de eleições.

Somando-se ao fator inflacionário, o Tribunal de Contas da União (TCU) decidiu, no final do ano passado, que seria possível transitar com restos a pagar do “orçamento de guerra” de 2020 para execução no exercício de 2021, desde que fossem recursos destinados ao combate direto da pandemia. Esses recursos somam cerca de R\$38 bilhões e tendem a ser mais do que suficientes para cobrir gastos com a vacinação, na nossa opinião. Assim, enfraqueceram-se as narrativas por trás das pressões constantes do Congresso em “flexibilizar” a regra do teto de gastos.

Assim, estamos repensando nossa perspectiva anterior de um cenário dual. No cenário base, tínhamos como hipótese a manutenção do teto de gastos inalterado, com a aprovação de reformas capazes de mantê-lo viável pelo menos até o final do atual mandato presidencial, o que seria capaz de reduzir o risco idiossincrático associado à pandemia por conta, especialmente, do salto da dívida pública. No cenário alternativo, haveria uma exceção, com gasto permanente, no valor de duas vezes o orçamento anual do programa Bolsa Família, o que levaria à uma trajetória intertemporal crescente da dívida pública e a uma situação de dominância fiscal com deterioração de condições financeiras.

A partir desta revisão (fevereiro de 2021), passamos a incorporar no cenário o agravamento da pandemia - com a volta do número de novos casos e mortes ao pico e ao platô de 2020 – associado à escassez de vacinas e ao atraso do processo de vacinação. Estimamos que cerca de metade da população brasileira estará imunizada no final do ano, com uma volta à mobilidade “normal” apenas no final do 4T21.

Consideramos a manutenção da âncora fiscal (teto de gastos), mas assumimos como hipótese a aprovação de mais um crédito extraordinário para outro período de auxílio emergencial, com menor valor, escopo e duração. Mediante medidas para fiscais, como as devoluções do BNDES e de IHCDs<sup>2</sup> de bancos públicos, a dívida pública praticamente se estabiliza até o final do governo, alcançando o topo como percentual do PIB (98%) em 2027, para então iniciar declínio gradual a partir da volta do superávit primário e dos maiores efeitos da reforma da previdência aprovada em 2019. Por ora, estamos associando uma menor probabilidade de um cenário com dominância fiscal. No entanto, acreditamos que avanços provavelmente lentos nas reformas farão com que os mercados continuem a considerar esses riscos nos preços dos ativos (pelo menos até 2022).

Ademais, com as fricções observadas no processo político para a eleição das mesas diretoras da Câmara e do Senado, antevemos a antecipação das disputas eleitorais de 2022, o que contamina o ambiente de reformas, tornando a janela para aprovação relativamente curta e insuficiente para avanços consideráveis.

<sup>1</sup> O valor do IPCA utilizado para atualizar o teto de gastos no próximo ano refere-se aos 12 meses encerrados em junho do ano de envio da proposta orçamentária. Estimamos esse valor em 6,6% em meados deste ano, reajustando o teto de gastos em 2022.

<sup>2</sup> Os Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida (IHCD) foram usados no passado para injetar recursos nas instituições financeiras federais.



Com isso, o risco idiossincrático não se reduz, pois, as dificuldades na aprovação de reformas estruturais tendem a manter o risco fiscal ao não trazer solução definitiva ao problema da elevada rigidez orçamentária e crescimento das despesas obrigatórias acima do PIB. Ou seja, não vemos retrocessos relevantes no campo fiscal, tampouco o equacionamento dos desequilíbrios existentes. Mas, dados o cenário externo benigno e as baixas taxas de juros incidentes sobre a dívida pública, pelo menos para os próximos 18 meses, ainda temos algum tempo para aguardar pela construção de consensos e assim vemos aprovadas as reformas estruturais capazes de acelerar a consolidação fiscal.

Dentro deste novo conjunto de hipóteses, nosso cenário base é corrigido para incorporar deterioração adicional de condições financeiras no médio prazo e uma taxa cambial mais depreciada (ao invés de R\$4,60/US\$, estimamos agora a taxa de câmbio em R\$5,20/US\$ no final do ano). Trabalhamos com uma normalização parcial da taxa Selic a partir de um início precoce de um ciclo de alta. Isso após a mudança no tom – e possivelmente no padrão de reposta do Banco Central – conforme a última ata do Comitê de Política Monetária, quando este removeu a prescrição futura adotada no 3T20. Embora nossos modelos indiquem o IPCA em 3,6% em 2021 e 3,2% em 2022, ambas abaixo dos centros da meta de 3,75% e 3,50%, respectivamente, temos um balanço de riscos assimétrico, com pressões altistas para 2021 e baixistas para 2022. A inflação será um dos itens detratores da confiança e do ambiente político, haja vista que alcançará o pico de 7% no acumulado em 12 meses em junho, antes de convergir para a meta.

Com esses fatores – pandemia se estendendo e alguma deterioração nas condições financeiras – vemos lenta recuperação da mobilidade e da confiança. De acordo com nossas projeções, esperamos queda sequencial do PIB de 0,4% no 1T21. Todavia, o PIB tende a encerrar o ano de 2021 com crescimento de 2,9%, muito por conta do efeito do carregamento estatístico (*carry-over*) deixado pela recuperação ainda robusta no 4T20. O mercado de trabalho deverá encerrar o ano com 12,9 milhões de desempregados, após registrar recorde de 18,5 milhões no 2T21. A massa salarial ampliada (considerando as transferências do governo em 2020) sofrerá queda de 6,6% de acordo com nossas estimativas, mesmo considerando a reedição (em versão reduzida) do auxílio emergencial neste ano. Não obstante, o consumo das famílias tende a crescer 2,1% na esteira da recuperação do crédito e aumento do endividamento, e da reabertura dos serviços.

Acreditamos que os direcionadores da recuperação em 2021 serão o agronegócio exportador e a reposição de estoques na indústria, do lado da oferta. Do lado da demanda, os direcionadores serão os investimentos, com destaque para a construção civil e os bens duráveis (sensíveis ao crédito), além da normalização da mobilidade impactando o consumo de serviços pelas famílias. Isso irá se somar ao setor externo favorável, seguindo um contexto construtivo para a recuperação global e para os preços das *commodities*.

Contudo, o ano de 2021 irá piorar em comparação ao final de 2020, antes de começar a melhorar, pois haverá confluência de fatores negativos no final do 1S21: desemprego recorde, contágio da pandemia ainda elevado, inflação alta e bem acima da meta, moderação da atividade, inadimplência e recuperações judiciais em alta. Ou seja, agitações sociais e político-institucionais poderão ocorrer adicionando volatilidade aos preços de ativos e nebulosidade às perspectivas macroeconômicas.



## HIPÓTESES CHAVE DO NOSSO CENÁRIO BASE

Figura 2. Resumo das hipóteses fundamentais para nosso cenário macroeconômico para o Brasil

TEMA	HIPÓTESES CHAVE
<b>Internacional</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>O processo de vacinação avança no exterior, principalmente nas grandes economias. Isso leva ao enfraquecimento dos efeitos macroeconômicos da pandemia em 2021, permitindo a recuperação cíclica do PIB global.</li> <li>Apesar do forte estímulo fiscal adicional nos EUA, ainda esperamos uma postura acomodatória do Fed, com redução gradual das compras de ativos a partir de 2022.</li> </ul>
<b>Commodities</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Uma recuperação econômica puxada pela China deve impulsionar a demanda por <i>commodities</i> em 2021, favorecendo os termos de troca para países produtores como o Brasil.</li> <li>Programas de vacinação pelo mundo permitem mais mobilidade, um estímulo para a demanda, especialmente no 2S21.</li> </ul>
<b>Covid-19</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Governo brasileiro cumpre pelo menos 80% do cronograma previsto no Plano Nacional de Operacionalização da Vacinação, entregando um montante mínimo de 250 milhões de doses até o final de 2021.</li> </ul>
<b>Política Fiscal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Condicionada ao agravamento da pandemia, vemos a retomada das transferências de renda, em tamanho bem menor e parcialmente compensada pela aprovação de reformas fiscais.</li> <li>Preservação do atual arcabouço fiscal, com destaque para o cumprimento da regra do teto de gastos.</li> <li>Manutenção do quadro de sustentabilidade da dívida com aprovação de reformas para aumentar o PIB potencial.</li> </ul>
<b>Setor Externo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>O cronograma de pagamentos de juros indica tendência declinante, o que deverá manter a conta de renda primária relativamente estável à frente.</li> <li>Os investimentos diretos no país deverão subir frente ao ano anterior e manter a necessidade de financiamento externo em situação confortável.</li> <li>Queda em outros fluxos financeiros (e.g. portfólio) com lento avanço nas reformas macroeconômicas e um quadro de recrudescimento da polarização política até 2022.</li> </ul>
<b>Atividade Econômica</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Os impactos persistentes da pandemia levarão a um fraco começo no 1T21, porém o avanço da campanha de vacinação e a alta na mobilidade devem servir de ignição para a retomada da atividade a partir do 2T21.</li> <li>Um aumento no endividamento das famílias não deve levar a restrição de crédito em 2021.</li> <li>A normalização da força de trabalho levará a taxa de desemprego a um aumento substancial no 1T21. Com a reabertura da economia, o emprego deve se recuperar no 2S21.</li> <li>A quantidade de falências corporativas será limitada, de forma que não deve ocorrer perda persistente e significativa da capacidade produtiva do país.</li> </ul>
<b>Inflação</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>O choque de custos/oferta está durando mais que o esperado e o repasse para o consumidor está sendo maior do que estimávamos. Contudo, o choque segue temporário e deve arrefecer – preços de alimentos e bens industriais sobem mais em 2021, mas menos em 2022.</li> <li>A demanda permanecerá se recuperando em uma velocidade gradual, evitando um repasse maior dos choques de custos e mantendo o ritmo lento de reajustes de preços de serviços.</li> </ul>
<b>Política Monetária</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>O BC manterá padrão de reação mais <i>hawkish</i> (adotado recentemente), reduzindo parte do estímulo de forma tempestiva e observando a economia no 4T21. Normalização parcial em 2021, com processo retomado no fim de 2022.</li> </ul>

Fonte: Santander.



## AMBIENTE INTERNACIONAL: Estímulos e vacinas ditam o ritmo da retomada

A intensidade e a duração da pandemia segue sendo um entrave para as economias. O surgimento de novas cepas mais contagiosas do coronavírus também causa preocupação e faz com que os governos sejam mais cautelosos nos processos de reabertura. Porém, contrariamente ao ocorrido na primeira onda, as medidas restritivas visam o setor de serviços, que vem sofrendo mais, embora também tenha se adaptado melhor às restrições. O setor manufatureiro segue em recuperação na maior parte dos países. De positivo, temos observado nas últimas semanas uma queda importante do contágio nas principais economias que, somado às vacinas, deve possibilitar a reabertura em breve.

Do lado da vacinação, os EUA e o Reino Unido saíram na frente e estão vacinando em ritmo acelerado. Por outro lado, a Europa está enfrentando dificuldades no processo de vacinação, evoluindo em ritmo muito lento, o que dificulta a retomada da economia no curto prazo. O mesmo também ocorre em economias emergentes, com muitos países tendo dificuldade na aquisição de doses de vacinas.

A grande mudança no cenário ocorrida no mês de janeiro veio no campo político norte-americano, com os Democratas conseguindo eleger os dois senadores na Georgia, empatando com os Republicanos em número de representantes (com 50 para cada lado). Com isso, o voto decisivo fica por conta da vice-presidente, Kamala Harris, que desempata a favor dos Democratas. Portanto, tendo maioria em ambas as casas (Senado e Câmara dos Deputados), Biden tem maior governabilidade e consegue aprovar mais medidas de estímulo fiscal. Com a eminência de novos e robustos estímulos fiscais, as expectativas de crescimento nos EUA estão aumentando, e o país deve ser das principais locomotivas da recuperação da economia global, junto com a China.

Mas as incertezas no cenário macroeconômico global permanecem, principalmente por conta do surgimento de mutações do vírus, que podem se espalhar mais rapidamente e até mesmo tornar as vacinas existentes menos efetivas, mas também por conta dos gargalos encontrados nos processos de vacinação. Porém, o cenário base continua sendo de recuperação econômica robusta – principalmente a partir do segundo trimestre – impulsionada pelo controle da pandemia e pelos fortes estímulos monetários e fiscais. Um dos riscos para o cenário está na inflação que, frente aos estímulos realizados e aos choques ocorridos nas cadeias produtivas, pode surgir com mais força do que se espera e fazer com que bancos centrais (principalmente o Fed) retirem estímulos mais rapidamente.

Figura 3.A. – EUA: Déficit público (% PIB)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 3.B. – EUA: Inflação subjacente



Fontes: ISM, BEA, Santander.



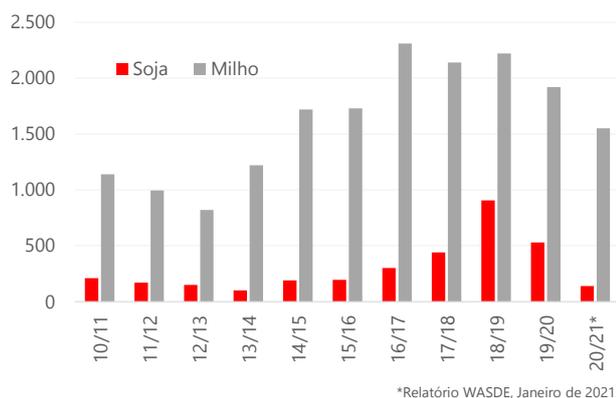
## COMMODITIES: Mercado em alta neste ano

A perspectiva de uma demanda mais forte à frente, dados os programas de vacinação em andamento em todo o mundo - gerando esperança de melhorias na mobilidade - tem alimentado o mercado de *commodities*. Apesar do endurecimento das restrições da COVID-19, o 4T20 viu um aumento nos preços das matérias primas, sustentado pela desvalorização do dólar. Nas *commodities* agrícolas, a demanda chinesa por soja e milho permaneceu forte em meio a uma queda persistente nos estoques mundiais - especialmente nos Estados Unidos - e ao risco climático de curto prazo do *La Niña* nas safras dos países da América do Sul. Com os preços de rações para animais subindo, também aumentaram os preços das carnes. Na parte de energia, a demanda por petróleo vem se recuperando, com cortes de produção sustentando um aumento dos preços do barril até que menores restrições de mobilidade levem a uma melhor demanda. Quanto aos metais industriais, a demanda de aço da China juntamente com preocupações de oferta limitada – e.g., um rebaixamento da expectativa de produção no Brasil - elevou os preços do minério de ferro no final de 2020.

Em nossa opinião, a forte demanda por grãos e *soft commodities* deve continuar puxada pela recomposição do rebanho de suínos da China (e sob práticas de criação mais intensivas em grãos) no curto prazo e pela preocupação com a segurança alimentar no longo prazo. Os próximos relatórios *World Agricultural Supply and Demand Estimates* (WASDE) do *United States Department of Agriculture* (USDA) podem fornecer mais informações, com uma revisão das exportações alterando a previsão de estoques finais para 2020/21. Como consequência, com os custos crescentes para alimentar os animais pressionando os produtores de proteína animal, juntamente com perspectivas positivas de crescimento para a demanda global, esperamos que os preços de carnes permaneçam altos nos próximos meses. Quanto às *commodities* de energia, vemos os países exportadores de petróleo ajustando a oferta de forma a aumentar a produção, mas com redução de estoques, estabelecendo uma recuperação consistente dos preços do petróleo ao longo de 2021. Vemos espaço limitado para a produção de petróleo de xisto ganhar tração este ano, apesar dos preços de equilíbrio mais baixos dos produtores neste segmento que sobreviveram ao pior da crise do COVID-19. Por último, acreditamos que a demanda da China, fruto dos estímulos de crédito perderá força no 2S21, desacelerando a produção de aço e, conseqüentemente, as importações de minério de ferro.

**Em suma, de forma geral, mantemos uma visão otimista para as *commodities* em 2021.**

Figura 4.A. – EUA: Estoques de grãos (*bushels*, mi.)



Fontes: USDA, Santander.

Figura 4.B. – China: Impulso creditício (% PIB)



Fontes: Bloomberg, Santander.



## COVID-19: Processo de vacinação avançando

Se todas as vacinas do Plano Nacional de Operacionalização da Vacinação forem efetivamente adquiridas, o Brasil teria cerca de 156 milhões de pessoas vacinadas (73% da população) até o final de 2021. Em nosso cenário-base, no qual contabilizamos (por hipótese<sup>3</sup>) um atraso de 20% neste processo, estimamos que 59% da população seja vacinada, com uma eficácia média de 60%. Além disso, consideramos também a imunidade adquirida por infecção anterior, o que nos leva a uma população imune de 48% ao final de 2021. É importante ressaltar que essas vacinas devem ser administradas em duas doses e o calendário prioriza a vacinação de pessoas de grupos de alto risco, como idosos e profissionais de saúde. O número total de doses contratadas da vacina é da ordem de 312 milhões: 212 milhões da Fiocruz/AstraZeneca e 100 milhões do Butantan/CoronaVac<sup>4</sup>. Essas duas vacinas receberam Autorização de Uso Emergencial da Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa). Até domingo (07 de fevereiro), 3,6 milhões de doses (de 12 milhões disponíveis) haviam sido aplicadas no país.

Ainda que o processo de imunização contra a COVID-19 no Brasil tenha começado em meio à escassez de insumos para a produção de vacinas, as condições melhoraram marginalmente nas últimas semanas. Insumos adicionais de ambas as vacinas devem continuar chegando nas próximas semanas, somando às 12,1 milhões de doses atualmente disponíveis. Vemos ainda chance de surpresas positivas para nosso cenário-base: (i) embarques da vacina da COVAX - coalizão liderada pela Organização Mundial da Saúde (OMS) - podem começar em fevereiro, com o Brasil provavelmente recebendo 10,6 milhões de doses da vacina AstraZeneca nesta primeira fase; (ii) a Anvisa retirou a exigência para ensaios clínicos Fase 3 serem conduzidos no país, abrindo caminho para a Autorização de Uso Emergencial de outras vacinas como Gamaleia/Sputnik V e Bharat/Covaxin; (iii) o Butantan está negociando um acordo adicional de 20 milhões de doses para o 2S21.

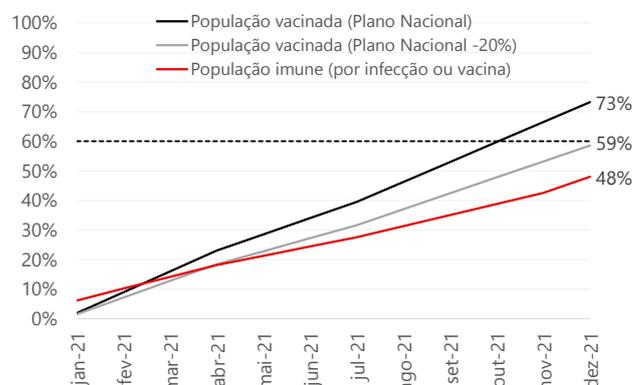
Os números sugerem uma imunização gradual de um bom percentual da população, permitindo a continuidade de um relaxamento gradual das restrições de distanciamento social ao longo do ano. Isso parece dar suporte a nossa premissa de uma reabertura mais ampla dos serviços no 2S21, e uma “normalização” no final do ano. **Considerando nosso cenário-base, o país não alcançaria um limite de imunidade de rebanho de 60% em 2021. No entanto, notícias recentes sobre o acesso a vacinas sugerem riscos positivos para nossa projeção.**

Figura 5.A – Cronograma da vacinação no Brasil

em milhões	Fiocruz/AstraZeneca		Butantan/CoronaVac		Accum. Doses Esperado
	Esperado	Atual	Esperado	Atual	
jan-21	2	2	6	10	8
fev-21	17	18	13	17	38
mar-21	17	0	13	0	68
abr-21	17	0	13	0	98
mai-21	17	0	7	0	121
jun-21	17	0	7	0	145
jul-21	17	0	7	0	168
ago-21	22	0	7	0	197
set-21	22	0	7	0	226
out-21	22	0	7	0	255
nov-21	22	0	7	0	283
dez-21	22	0	7	0	312
<b>Total</b>	<b>212</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	<b>0</b>	<b>312</b>

Fontes: Ministério da Saúde, Santander.

Figura 5.B. – Brasileiros vacinados e imunizados (%)



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.

<sup>3</sup> Esta hipótese reflete principalmente os riscos de eventuais atrasos na importação de insumos e vacinas, com uma oferta global ainda restrita.

<sup>4</sup> Até o momento da edição, nosso cenário-base não contabilizava vacinas provenientes da coalizão internacional Covax Facility, que poderá potencialmente fornecer 42 milhões de doses ao Brasil.



## POLÍTICA FISCAL: Caminhando em gelo fino

**O cenário segue desafiador em 2021, exigindo forte disciplina fiscal. Consideramos a retomada do auxílio emergencial, em tamanho bastante reduzido, e compensado por reformas fiscais.**

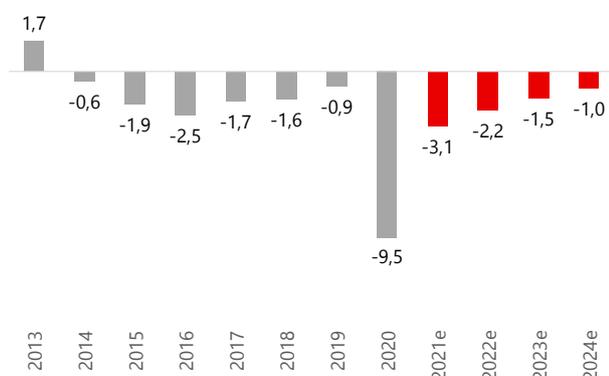
As finanças públicas registraram uma deterioração sem precedentes em 2020, afetadas pelas medidas do governo para mitigar os efeitos econômicos e sanitários da pandemia. O estímulo fiscal encerrou o ano em ~7,5% do PIB<sup>5</sup> e a Dívida Bruta/PIB subiu 15,0 pp em 2020. O ano passado também marcou o sétimo ano consecutivo com déficit primário do setor público, e o déficit de 2020 (R\$ 703 bilhões) é superior soma dos seis anos anteriores (R\$ 580 bilhões).

A perspectiva segue desafiadora em 2021 e o país caminhará em gelo fino para evitar uma nova deterioração (e manter a credibilidade) nas perspectivas de consolidação fiscal. Por um lado, estimamos uma insuficiência para a execução do teto de gastos de R\$ 14,0 bilhões em 2021. Acreditamos que o cumprimento da regra fiscal continua viável; no entanto, isso exigirá uma grande dose de disciplina fiscal. Por outro lado, esperamos intensa pressão política para aumentar as transferências de renda.

Condicionados à recente deterioração da pandemia, incorporamos uma (possível) reintrodução do auxílio emergencial em nosso cenário de base, que será compensada (provavelmente não simultaneamente) pela aprovação de reformas fiscais - após intensos debates no âmbito político. Esperamos que isso seja feito por meio de crédito extraordinário (despesa “extra-teto”). Antecipamos um total de R\$ 25 bilhões para quatro meses, atingindo 30 milhões de pessoas não incluídas no Bolsa Família<sup>6</sup>, em sua maioria trabalhadores informais ou desempregados. Esperamos que essa prorrogação tenha como contrapartida a aprovação e acionamento de gatilhos fiscais para compensar o aumento das despesas e não afetar a perspectiva de trajetória da dívida. Tal alteração tornaria possível o cumprimento da regra do teto até 2024. Sem esses gatilhos, estimamos que o governo só conseguiria manter gasto abaixo do teto até 2022, e com muito esforço.

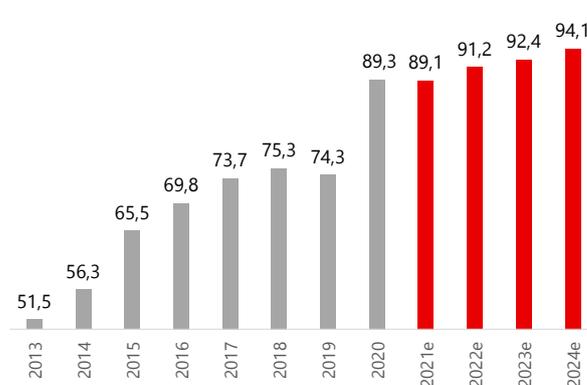
Diante disso, projetamos o déficit primário do governo central para 2021 em R\$ 255 bilhões (3,2% do PIB), ante R\$ 237 bilhões em nosso último cenário (-R\$25 bilhões da reintrodução do auxílio e + R\$ 7 bilhões na revisão das receitas). Por sua vez, o superávit de governos regionais passou para +R\$ 5 bilhões (de -R\$13 bilhões). Considerando essas mudanças, a projeção para o déficit consolidado foi mantida em R\$ 250 bilhões (ou 3,1% do PIB) em 2021. Para 2022 em diante, continuamos esperando que os déficits primários se reduzam gradualmente, inclusive com efeitos crescentes de economias geradas pela reforma previdenciária (Figura 6.A.). Além disso, a dívida bruta deverá atingir 89,1% do PIB em 2021 (Figura 6.B.), virtualmente estável em comparação a 2020. Esperamos que este indicador atinja um pico em 2027 a 98% do PIB, ~ 20 p.p. superior à estimativa pré-pandemia. Posteriormente, nosso cenário estima convergência para ~ 92% do PIB até 2035.

**Figura 6.A. – Resultado primário consolidado (% PIB)**



Fontes: Banco Central, Santander.

**Figura 6.B. – Dívida bruta do governo geral (% PIB)**



Fontes: Banco Central, Santander.

<sup>5</sup> Este valor representa mais do que o dobro da média dos países emergentes, 3,4% do PIB.

<sup>6</sup> Maiores detalhes em: Santander Brasil - “Proposições macro: Novo Ano, Mesmas Incertezas” – (03/fev/2021) - Disponível no “link” <http://bit.ly/Sant-prop-macro-2021>



## SETOR EXTERNO: Rumo a (inusitados) superávits em transações correntes

O saldo em transações correntes passou por um importante ajuste em 2020, com o déficit recuando para 0,9% do PIB, ante a 2,7% do PIB ao final de 2019.

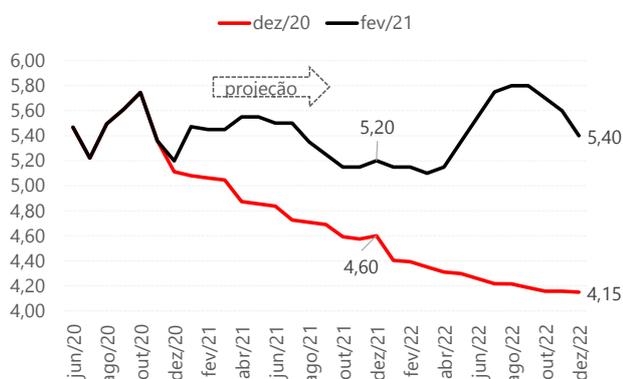
A redução de importações, remessas de lucros e dividendos e despesas com turismo foram substanciais e esperamos que haja continuação do processo nos próximos anos. Os preços de *commodities* continuam em patamar favorável e a moeda deverá estar mais desvalorizada do que imaginávamos anteriormente, o que deverá levar o saldo comercial a subir significativamente em comparação ao ano anterior, enquanto os déficits em renda primária e serviços não deverão se expandir substancialmente. Assim, avaliamos que o saldo em transações correntes deverá ser superavitário neste ano e no próximo – situação inusitada para uma economia emergente com níveis reduzidos de poupança doméstica.

Apesar deste panorama positivo para os números do setor externo, o real tem tido um desempenho não compatível com esse fundamento ultimamente. Avaliamos que as incertezas fiscais que a reintrodução do auxílio emergencial poderá trazer, e o eventual atraso nas discussões acerca de reformas estruturais, pesarão sobre as perspectivas dos agentes econômicos quanto à trajetória da dívida pública. Como resultado avaliamos que o espaço para a apreciação da moeda que imaginávamos anteriormente foi reduzido e, diante de um quadro político novamente polarizado até 2022, esperamos que a taxa de câmbio se desvalorize frente ao nível projetado para o final de 2021. Desta forma, alteramos nossas projeções de taxa de câmbio para R\$5,20/US\$ e R\$5,40/US\$ frente a R\$4,60/US\$ e R\$4,15/US\$, respectivamente para este ano e o próximo.

Este nível mais desvalorizado da moeda deverá desestimular as despesas no saldo em transações correntes (e.g. importações de bens e serviços) e estimular as receitas (e.g. exportações de bens industriais), razão pela qual – combinada com a manutenção de preços favoráveis de *commodities* – acreditamos que o saldo comercial crescerá substancialmente. Adicionalmente, o cronograma de pagamentos de juros apresentado pelo Banco Central mostra uma trajetória declinante para esta linha, o que deverá manter o déficit na conta primária relativamente estável, apesar de alguma elevação esperada nas remessas de lucros e dividendos.

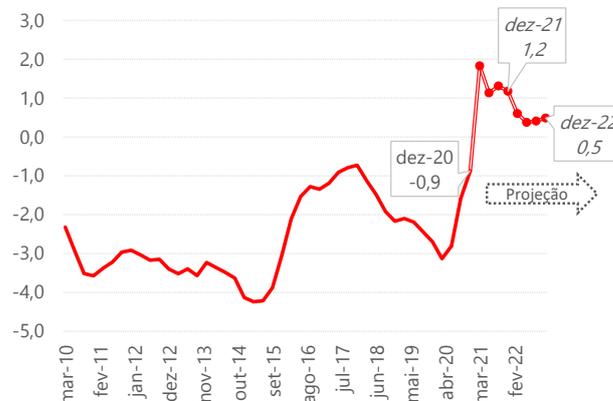
Avaliamos que os dados do setor externo continuarão sinalizando uma situação confortável para o balanço de pagamentos, atenuando assim o impacto dos riscos fiscais, tanto em termos de apereçamento de risco-país, quanto no tocante às perspectivas para as notas de crédito (*ratings*). Entretanto, antevemos certo freio no ingresso de recursos externos no país, com redução de apetite de investidores em meio a incertezas no quadro político e fiscal.

Figura 7.A – Taxa de câmbio (R\$/US\$)



Fontes: Banco Central, Santander.

Figura 7.B – Saldo em transações correntes (% PIB)



Fontes: Banco Central, Santander.



## ATIVIDADE ECONÔMICA - PIB: Impactos da pandemia atrasarão a recuperação

Em geral, os indicadores de atividade econômica nos últimos meses de 2020 reforçaram a probabilidade de um crescimento sólido no 4T20. Esse resultado positivo decorre principalmente de uma recomposição da oferta industrial e da melhora do setor de serviços, na sequência do aumento da mobilidade por conta da reabertura da economia. O varejo começou a indicar um arrefecimento do ritmo de crescimento, possivelmente devido à progressiva eliminação do auxílio emergencial, com o resultado ainda positivo decorrendo principalmente dos segmentos sensíveis ao crédito. Para o 1T21, a perspectiva negativa parece estar se consolidando, dada a materialização do “abismo fiscal” (como fim de estímulos) e os contratemplos observados no processo de reabertura da economia, por conta do recrudescimento da pandemia.

Com relação ao nosso último cenário, nossa expectativa para um resultado negativo no PIB do 1T21, por conta do “abismo fiscal”, trazia riscos enviesados para cima. Alguns elementos: a recomposição de estoques contratada para a indústria no 1S21, as boas perspectivas para o setor de construção civil, dadas as condições financeiras em níveis historicamente favoráveis, e a melhora no setor de serviços, à medida em que a mobilidade progredisse com maior reabertura. O recrudescimento da pandemia observado nas primeiras semanas do 1T21 provavelmente implicará retrocesso, com uma deterioração da mobilidade ante o trimestre anterior, embora ainda se possa observar uma economia mais aberta do que nos piores momentos da crise (2T20). O setor de serviços, que esperávamos ser o principal motor da recuperação, será afetado, especialmente os segmentos mais relacionados com interação social, o que, adicionalmente à materialização do *fiscal cliff*, reforça a probabilidade de uma queda no produto. Por outro lado, continuamos entendendo que a indústria precisará recompôr seus estoques no 1S21, e que o setor de construção civil continuará em retomada, o que possivelmente contribuirá para sustentar a produção industrial no período.

A partir do 2T21, o progresso na campanha de vacinação em conjunto com uma nova (e menor) rodada do auxílio emergencial, além de uma alta na mobilidade, devem servir de ignição para a retomada da atividade econômica. A disponibilidade de crédito, a recuperação da confiança, e os gastos de parte da poupança precaucional acumulada durante a crise também podem contribuir positivamente para essa retomada. A incorporação de uma nova trajetória de política monetária, antecipando as altas dos juros em 2021, terá impacto mais visível nas nossas projeções somente para 2022.

Baseado no forte crescimento da atividade no final de 2020 e na possível deterioração sequencial da atividade no 1T21, como descrita acima, estamos mantendo nossas projeções do PIB para 2020 e 2021 em -4,1% e 2,9%, respectivamente. A nova trajetória de política monetária motivou uma revisão baixista do PIB para 2022 de 2,5% para 2,3%.

Figura 8.A. – Atividade econômica (2011=100, sa)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 8.B. – Decomposição do PIB (%)

	Projeções PIB				
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>PIB Total</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>
Agricultura	1,3	0,6	1,5	1,2	1,2
Indústria	0,7	0,4	-3,7	3,8	1,6
Serviços	2,1	1,7	-4,9	2,9	2,7
Consumo das Famílias	2,4	2,2	-4,3	2,1	3,1
Consumo do Governo	0,8	-0,4	-5,2	3,8	1,0
FBKF	5,2	3,4	-5,3	4,8	4,4
Exportações	4,1	-2,4	1,2	12,7	1,7
Importações	7,7	1,1	-10,6	7,9	9,1
<b>Memo (contribuições)</b>					
Absorção Doméstica	2,5	1,8	-4,7	2,9	3,0
Setor Externo	-0,5	-0,5	1,7	0,9	-1,1
Estoques	-0,2	0,1	-1,0	-0,8	0,4

Fontes: IBGE, Santander.



## ATIVIDADE ECONÔMICA - EMPREGO: Piora prevista no 1T21

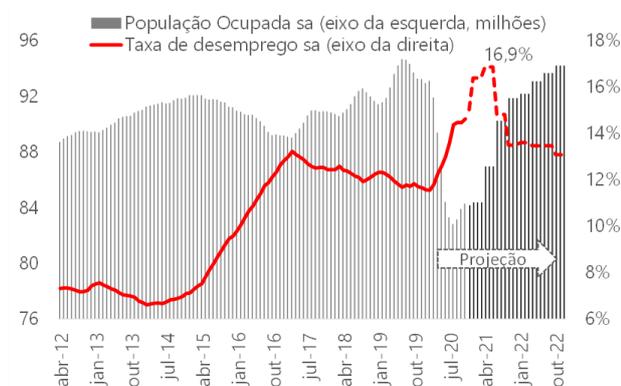
De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) do IBGE, a taxa de desemprego atingiu 14,1% nos três meses até novembro, alta de 2,9 p.p. em comparação com o nível de novembro de 2019. Estimamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal subiu para 14,6% em novembro, ante 14,5% em outubro. O aumento de 0,6% m/m-sa na força de trabalho mais do que compensou o crescimento de 0,4% m/m-sa na população ocupada. A taxa de participação aumentou marginalmente para 55,9% (s.a.).

A massa salarial real permanece em níveis deprimidos (-8,6% a/a). Estimamos que as transferências de renda do governo e o auxílio emergencial tenham permitido que a massa salarial real “ampliada” aumentasse 3,1% em 2020. Para 2021, projetamos que a massa salarial real “ampliada” registre queda de 6,6%, mesmo considerando a possível reintrodução do auxílio emergencial (R\$ 25 bilhões). Em nossa simulação, a queda da massa salarial real no 1T21 será de R\$ 66 bilhões em relação ao 4T20, de R\$ 121 bilhões em relação ao 3T20 e de R\$ 150 bilhões em relação ao 2T20. Acreditamos que o impacto da queda da renda total (“abismo fiscal”) deve ser compensado pela reabertura gradual da economia ao longo de 2021, o que beneficiará o setor de serviços<sup>7</sup>.

Os dados do CAGED de dezembro de 2020 indicaram que a criação líquida de empregos formais (não ajustados sazonalmente) ficou em -67,9 mil, um resultado consideravelmente melhor do que a média histórica do mês, de -370,9 mil, e o resultado de dezembro de 2019 (-307 mil). Em termos dessazonalizados, a geração de empregos formais registrou outro forte resultado, de 385,3 mil (de 374,0 mil em novembro), marcando o quinto mês consecutivo de resultados positivos. Ajustado pelas declarações fora do prazo, o resultado do ano de 2020 ficou em 142,7 mil, abaixo dos 644,1 mil observados em 2019. Temos observado que, nos últimos meses, os dados do CAGED apresentaram resultados bem melhores que a PNAD do IBGE. Acreditamos que o resultado do CAGED pode estar subestimando as demissões no período recente, pois o número de estabelecimentos respondentes se encontra bem abaixo da média histórica.

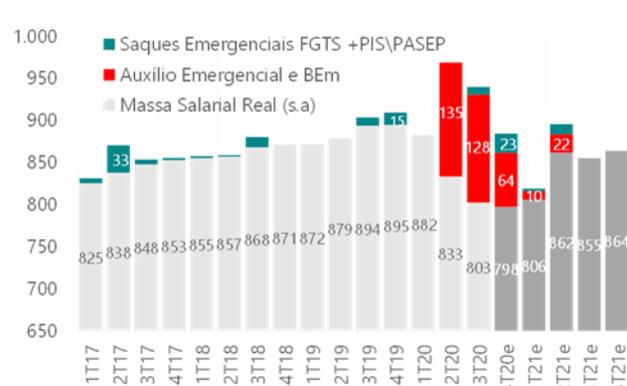
De maneira geral, ainda vemos o mercado de trabalho em situação frágil. Apesar da melhora recente nos resultados do CAGED, acreditamos que a PNAD mostra um quadro mais preciso da situação atual do emprego. O setor informal, que mais sofreu durante a pandemia, ainda não mostra sinais claros de uma recuperação mais consistente. Esperamos uma deterioração adicional da taxa de desemprego no 1T21, à medida que a força de trabalho continue a se recuperar, combinada com uma ligeira queda na população ocupada, após o fim do auxílio emergencial (impacto indireto) e com novas restrições de mobilidade. Em nossa avaliação, após atingir o pico de 16,9% no 2T21, a taxa de desemprego deve cair, acompanhando o processo de reabertura da economia, que beneficiará alguns importantes setores intensivos em mão de obra.

Figura 9.A. – Ocupação e taxa de desemprego



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 9.B. – Massa salarial “ampliada” (R\$ bilhões)



Fontes: IBGE, Ministério da Economia, Santander.

<sup>7</sup> Mais detalhes em: Santander Brazil Activity and Fiscal Policy – “Labor Market – 2021 Thermometer” – (04/fev/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-lbrmkt-040221>



## ATIVIDADE ECONÔMICA - CRÉDITO: Dando suporte à recuperação econômica

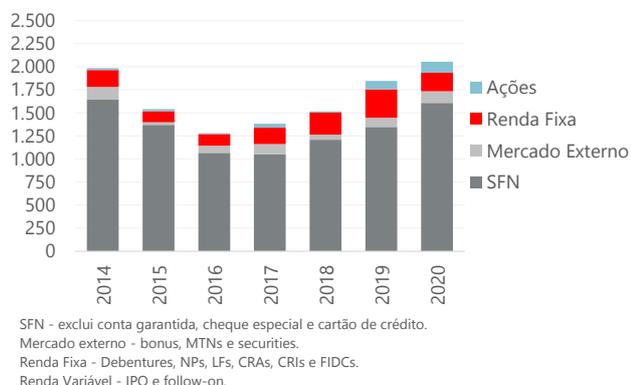
Dados recentes do Banco Central (BC) para dezembro mostram que o saldo do crédito bancário total no Sistema Financeiro Nacional (SFN) registrou variação real de 10,5% a/a em dezembro, totalizando R\$ 4,0 trilhões em 2020. No segmento PF, o segmento livre apresentou uma redução de 7,2% m/m-sa o que, em nossa opinião, é provavelmente resultado de restrições sociais mais rígidas (devido ao agravamento da pandemia) e da redução do auxílio emergencial (com consequente desaceleração da demanda). No segmento direcionado, o financiamento imobiliário segue elevado, visto que as condições financeiras são favoráveis. No segmento PJ, houve queda de 3,5% m/m-sa no crédito livre, puxada principalmente pela desaceleração de crédito para capital de giro. No segmento direcionado, houve queda de 50,8% m/m-sa, mesmo considerando o terceiro desembolso do Pronampe (R\$ 10 bilhões). No mercado de capitais, apesar do cenário econômico incerto desencadeado pela pandemia de COVID-19, o 2S20 apresentou recuperação gradual das emissões.

Considerando o financiamento corporativo total (novos empréstimos no SFN, dívidas e emissões de ações no mercado de capitais) em 2020, em relação a 2019, as emissões no mercado de capitais são 20% menores, enquanto as concessões do SFN são 19% maiores. Como resultado, o financiamento corporativo total aumentou 11,3% em comparação com o ano anterior, com o crescimento do crédito bancário mais do que compensando a queda nas transações no mercado de capitais. Em 2020, as empresas dependeram fortemente de programas emergenciais de apoio ao crédito (PEAC, Pronampe) e de capital de giro para suprir eventuais necessidades de liquidez de curto prazo. Consequentemente, era esperada uma desaceleração nessas fontes de crédito relacionadas à pandemia, que atuaram de maneira anticíclica no período, à medida em que a atividade econômica se recupere em 2021.

Apesar de outra queda na inadimplência recente, mantemos nossa visão de que esta deve se elevar um pouco nos próximos meses, com o fim do auxílio emergencial e das postergações de pagamentos de empréstimos. Quanto ao mercado de capitais, as perspectivas para 2021 são positivas, a depender de desdobramentos macroeconômicos, em especial os relacionados as decisões fiscais.

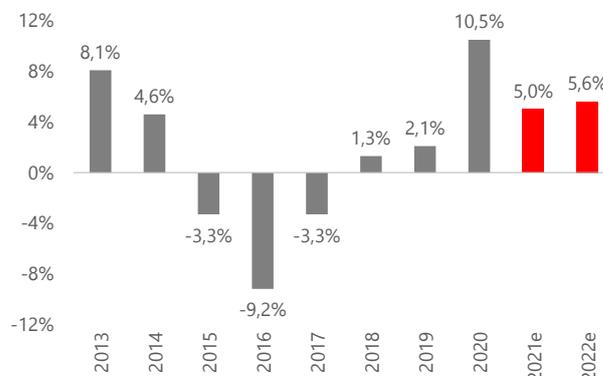
Revisamos nossas projeções para o crescimento real do saldo de crédito bancário total para 5,0% em 2021 e 5,6% em 2022 (ante a 4,3% e 5,5%, respectivamente). Fatores de risco para o nosso cenário-base: retrocessos na reabertura econômica podem atrasar a recuperação da renda, enquanto a forte redução dos estímulos pode levar a um aumento na inadimplência e do endividamento das famílias. Para as empresas, os mesmos contratempos podem alimentar eventuais dificuldades de liquidez e endividamento.

**Figura 10.A. – Financiamento corporativo total (R\$ bilhões, real)**



Fontes: Banco Central, Anbima, Santander.

**Figura 10.B. – Crescimento anual do saldo creditício (% real)**



Fontes: Banco Central, Santander.



## INFLAÇÃO: Pressão de custos no curto prazo, quadro benigno no médio prazo

Desde nossa última revisão de cenário (final de dezembro), realizamos consideráveis mudanças altistas em nossa projeção de IPCA de curto prazo, mas sem mudar de forma significativa o cenário de médio e longo prazo. Este último permanece benigno, em nossa opinião.

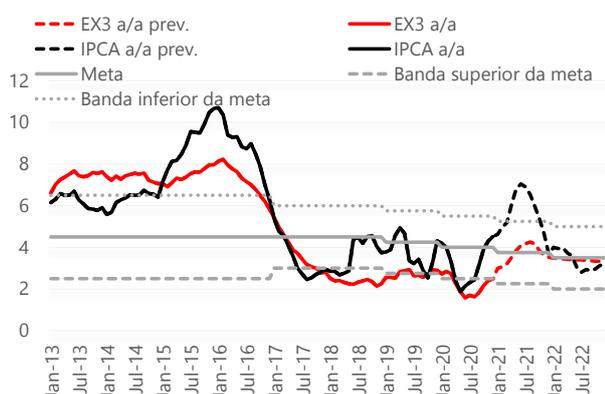
Para o curto prazo (2021), embora continuemos a enxergar uma demanda fraca, que se recupera de maneira bem gradual, estamos incorporando uma maior inflação de custos e oferta. O principal grupo do IPCA afetado por essa pressão altista é o de bens industriais, já que os preços das *commodities* (minério de ferro, por exemplo) continuam a subir – enquanto o Real se mantém depreciado – e a cadeia global de suprimentos continua a ser negativamente afetada pelos efeitos da pandemia. Com isso, os estoques da indústria estão baixos e ainda devem demorar um tempo até recuperar.

Outro grupo sofrendo choque de custos é alimentação no domicílio, já que *commodities* agrícolas também continuam a subir, com a demanda ultrapassando a oferta atual – seguimos acreditando que o grupo desacelerará após a forte alta de 2020, mas não terá espaço para quedas, pois ainda há reajustes no atacado a serem repassados ao consumidor. Nos preços de serviços, apesar da demanda fraca, estamos incorporando uma inércia maior vinda dos choques de custos e oferta transbordando para o grupo. Finalmente, também subimos um pouco a projeção de preços administrados, por conta de alguns preços relacionados ao câmbio (gasolina, por exemplo).

Olhando mais adiante (2022), continuamos a acreditar que – apesar de estarem durando mais que o esperado – os choques são temporários, então o cenário segue benigno para o médio e longo prazo. Na indústria, os ruídos e distorções relacionados à pandemia devem arrefecer até 2022 e os estoques estarão em níveis mais normais, em nossa opinião, enquanto a demanda seguirá em um ritmo de recuperação gradual. A elevada ociosidade na economia fará seu papel de impedir altas consideráveis de preços, de maneira mais efetiva. Nos alimentos, nosso cenário é compatível com uma recuperação total do rebanho da China, atenuando assim a demanda externa por proteínas e soja (i.e. maior oferta no mercado interno), enquanto o aumento da renda agropecuária resultará em maiores áreas plantadas, prevenindo os preços de alimentos de subirem muito. Os preços de serviços devem continuar subindo de maneira bem gradual, em nossa visão, em linha com um mercado de trabalho ainda enfraquecido. Finalmente, os preços administrados devem continuar sofrendo pressão de reajustes represados ainda em 2020.

Tendo em mente todos estes fatores, revisamos nossa estimativa para o IPCA 2021 de 3,0% para 3,60%, e mantivemos nossa projeção para o IPCA 2022 em 3,20%. As projeções de 2021 e 2022 encontram-se um pouco abaixo da trajetória das metas centrais do BC (3,75% e 3,50%, respectivamente) e têm uma composição benigna (i.e., com medidas de inflação subjacente em patamares reduzidos). Contudo, o risco segue enviesado para cima, especialmente em 2021, em função de custos. Uma eventual desancoragem de expectativas em função de tensões fiscais também constitui um risco para 2022.

Figura 11.A. – IPCA e projeções (%)



Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

Figura 11.B – IPCA, projeções e detalhes (%)

	2019	2020	2021e	2022e
<b>Livres</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>
<b>Alimentação Dom.</b>	<b>7,8</b>	<b>18,2</b>	<b>5,1</b>	<b>2,0</b>
<b>Bens industriais</b>	<b>1,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>2,1</b>
Comercializáveis	1,7	3,2	3,4	2,1
Não-Comercializáveis	1,8	3,0	3,4	2,1
<b>Serviços</b>	<b>3,5</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>
Alimentação Fora Dom.	3,8	4,8	5,5	5,0
Passagens aéreas	2,3	-17,2	15,0	12,0
Atividade econômica	2,9	0,7	1,3	3,0
Educação	5,0	1,1	4,0	4,0
Inerciais	3,4	2,9	3,3	3,4
Salários	3,2	1,8	2,6	2,8
<b>Administrados</b>	<b>5,5</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
Gasolina	4,0	-0,2	6,0	4,0
Energia	5,0	9,1	-4,2	4,0
Plano de saúde	8,2	2,5	13,1	4,0
Ônibus	6,6	1,3	2,6	4,0
<b>Núcleos</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>

Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.



## POLÍTICA MONETÁRIA: Preparando para retirar estímulo

Em comunicações oficiais recentes, o Banco Central (BC) mostrou um tom *hawkish*, revelando desconforto com o grau “extraordinário” de estímulo. No último comunicado do Copom, a autoridade anunciou o abandono da prescrição futura (*forward guidance*), através da qual a autoridade vinha sinalizando intenção de “não reduzir o grau de estímulo monetário desde que determinadas condições fossem satisfeitas” (no campo das expectativas de inflação, perspectivas fiscais). O BC estima que a prescrição futura resultou em uma flexibilização das condições monetárias equivalentes a um corte na Selic de 0,25 p.p.. Desta forma, a decisão de eliminá-la significa intenção de promover um pequeno aperto na postura de política monetária, que ainda se mantém bastante expansionista. Na ata da última reunião, o Copom observa que embora o cenário básico anteveja projeções de inflação em torno da meta no horizonte relevante, o BC considera que “os riscos fiscais geram um viés de alta nessas projeções, potencialmente justificando trajetória com elevação dos juros anterior à assumida sob esse cenário”.

Alguns membros questionaram se “ainda seria adequado manter o grau de estímulo extraordinariamente elevado, frente à normalização do funcionamento da economia observada nos últimos meses”, apesar da prescrição futura de juros estáveis que ainda era válida até aquela reunião. Esses membros defenderam o início de um “processo de normalização parcial, reduzindo o grau “extraordinário” dos estímulos monetários”, sob o argumento de que, desde que o BC optou por um estímulo elevado (a partir de maio de 2020), houve uma reversão do choque deflacionário que afetou tanto o IPCA observado quanto às expectativas de inflação. Esses membros também citam “uma redução da ociosidade econômica”, com todos esses fatores “aproximando a projeção do cenário básico da meta de inflação no horizonte relevante”, segundo esses diretores do BC. A conclusão do comitê, porém, foi mais cautelosa: apesar do que se entende por “alguma normalização no funcionamento da economia”, o Copom ainda acredita que a “o ambiente de incerteza quanto à dinâmica prospectiva das principais variáveis econômicas permanece acima do usual”. A decisão então foi manter o estímulo extraordinário “neste momento” e esperar maiores informações relativas à “evolução da pandemia, da atividade econômica e da política fiscal”. O BC está claramente preparando terreno para iniciar um ajuste tempestivo na taxa de juros, visto como uma “normalização parcial”. O momento, o ritmo e a magnitude do ajuste dependerão dos dados e, em particular, da evolução da pandemia, mobilidade, emprego, núcleo da inflação e futuras decisões fiscais. Mesmo vendo a inflação impulsionada por fatores temporários (e.g., mudança na cesta de consumo, forte estímulo fiscal) e alta de custos (e.g., escassez de insumos, inflação “importada”), o Copom sugere relutância em acomodar choques adicionais em itens voláteis, especialmente em um momento no qual os bens industriais começam a pressionar a inflação subjacente. Eventuais dúvidas do BC sobre o limite inferior efetivo da taxa de juros e o excesso de sensibilidade do câmbio nesta conjuntura também podem estar (mesmo que implicitamente) no racional da autoridade.

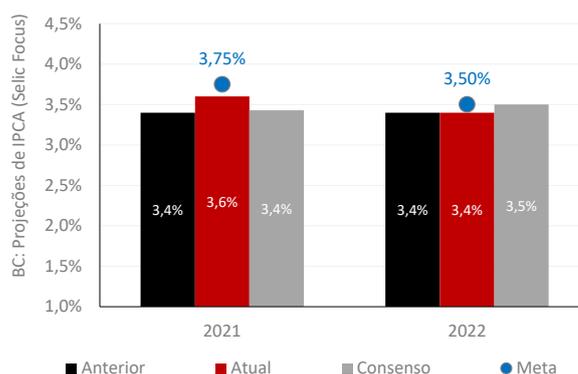
Em resumo, nossas projeções agora se aproximam do consenso, à medida que antecipamos nossa expectativa para o início do processo de normalização: agora vemos um ajuste da Selic de 200 p.b. este ano para 4,00% (antes tínhamos Selic no fim de 2021 em 2,50%). Acreditamos que (a maior parte) dos aumentos ocorrerão entre o 2T21 e o 3T21, ou com 25 p.b. em março ou 50 p.b. em maio. A evolução dos dados dirá.

Figura 12.A. – Taxa básica Selic (% a.a.)



Fontes: Banco Central, Santander.

Figura 12.B. – Últimas simulações de inflação do BC



Fontes: Banco Central, Santander.



## PROJEÇÕES: Santander & Consenso

Figura 13.A. Evolução das projeções para 2021 desde nossa última revisão de cenário

	2021E			
	Consenso		Santander	
	18/dez/2020	Atual	18/dez/2020	Atual
Inflação - IPCA (%)	3,4	↑ 3,6	3,0	↑ 3,6
Crescimento do PIB (%)	3,5	↑ 3,5	2,9	→ 2,9
Taxa Selic (% fim do ano)	3,00	↑ 3,50	2,50	↑ 4,00
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,00	↑ 5,01	4,60	↑ 5,20
Conta corrente (US\$ bilhões)	-16,4	↑ -14,4	-12,3	↑ 17,6
Resultado primário (% PIB)	-3,0	↑ -2,7	-3,1	→ -3,1
Dívida Líquida (% PIB)	67,0	↓ 64,0	66,8	↓ 65,4

Nota: Com base nos relatórios Focus do Banco Central de 18/dez/20 e 05/fev/21.

Fontes: Banco Central, Santander.

Figura 13.B. Evolução das projeções para 2022 desde nossa última revisão de cenário

	2022E			
	Consenso		Santander	
	18/dez/2020	Atual	18/dez/2020	Atual
Inflação - IPCA (%)	3,5	↓ 3,5	3,2	→ 3,2
Crescimento do PIB (%)	2,5	→ 2,5	2,5	↓ 2,3
Taxa Selic (% fim do ano)	4,50	↑ 5,00	4,50	→ 4,50
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	4,98	↑ 5,00	4,15	↑ 5,40
Conta corrente (US\$ bilhões)	-32,2	↑ -26,8	-39,5	↑ 7,3
Resultado primário (% PIB)	-2,2	↑ -2,1	-2,3	↑ -2,2
Dívida Líquida (% PIB)	69,3	↓ 65,8	69,5	↓ 67,8

Nota: Com base nos relatórios Focus do Banco Central de 18/dez/20 e 05/fev/21.

Fontes: Banco Central, Santander.



## PRINCIPAIS RISCOS

Figura 14. Resumo dos principais riscos em torno de nosso cenário macroeconômico para o Brasil

TEMA	PRINCIPAIS RISCOS
<b>Internacional</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Eventual surto de variantes do coronavírus que se mostrem mais contagiosas e / ou muito resistentes às vacinas disponíveis, causando novos contratempos no processo de reabertura em regiões-chave.</li> <li>Uma hipotética construção de pressões inflacionárias após o estímulo fiscal massivo, eventualmente levando o Fed a começar a retirar o estímulo monetário mais cedo do que o esperado.</li> </ul>
<b>Commodities</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Positivos: estímulos econômicos e fiscais adicionais (especialmente na China e nos EUA) podem pressionar os preços no curto prazo ainda mais.</li> <li>Negativos: atrasos na vacinação ou novas variantes do coronavírus podem levar a restrições de mobilidade, pesando no consumo. Riscos climáticos do <i>La Niña</i> podem marginalmente afetar a safra 2020/21 de países LatAm.</li> </ul>
<b>Covid-19</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Positivos: mais vacinas podem ser aprovadas, aumentando o número de doses disponíveis e antecipando nossas projeções de vacinação. Tradição nacional em programas de vacinação sugerem que problemas logísticos não devem ser um problema uma vez que o acesso a vacinas e insumos forem garantidos.</li> <li>Negativos: escassez global de insumos para a produção de vacinas pode atrasar o processo. Vacinas atuais podem ser ineficientes contra novas variantes do coronavírus.</li> </ul>
<b>Política Fiscal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Positivos: aprovação de reformas com impacto fiscal significativo, reduzindo o risco idiossincrático.</li> <li>Negativos: Afrouxar a perspectiva de sustentabilidade fiscal, deteriorando as condições financeiras. Mudanças no atual quadro fiscal sem abordar os problemas estruturais do país. Mudanças de política que prejudicam a credibilidade do teto de gastos.</li> </ul>
<b>Setor Externo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risco altista: não declínio nos preços de commodities em 2022, abrindo espaço para maior superávit comercial e, conseqüentemente, para resultado em transações correntes mais alto.</li> <li>Risco baixista: frustração com o ambiente Institucional provocando a saída de investimentos em carteira, além da redução no volume de investimentos diretos no país.</li> </ul>
<b>Atividade Econômica</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Riscos altistas: campanha de vacinação em massa avançando mais rapidamente do que o esperado, aumentando a mobilidade e posicionando o setor de serviços em condições de uma recuperação antecipada.</li> <li>Riscos baixistas: recrudescimento da pandemia mais forte do que o esperado e atraso na campanha de vacinação, possivelmente estendendo a deterioração da atividade ao longo do 1S21.</li> </ul>
<b>Inflação</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Riscos altistas: 1) recuperação mais lenta da indústria, aumentando custos ligados a oferta; 2) na mesma linha, uma maior intensidade e persistência do repasse do choque cambial para bens industriais e 3) uma maior transmissão dos choques de custo para os preços gerais (serviços, por exemplo).</li> <li>Riscos baixistas: 1) choque de custo/oferta pode normalizar mais rápido do que esperamos; 2) o abismo fiscal (gerado pela redução do auxílio emergencial) pode impactar a demanda de forma mais intensa do que imaginamos, resultando em menor inflação de bens industriais e serviços; 3) o câmbio pode apreciar mais do que esperamos.</li> </ul>
<b>Política Monetária</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risco altista: novos choques em preços voláteis podem aumentar temores de efeitos secundários (expectativas). Decisões de política fiscal podem levar a desancoragem se o estímulo for elevado e afetar a trajetória esperada da dívida pública.</li> <li>Risco baixista: atrasos na vacinação, restrições de mobilidade, fim de estímulo fiscal podem impactar a atividade. Uma melhora mais lenta que o esperado no mercado de trabalho poderia manter ociosidade maior por período mais longo (especialmente no setor de serviços).</li> </ul>

Fonte: Santander.



## CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

### Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Oreng*	Head of Macro Research	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Jankiel Santos*	Economist – External Sector	jankiel.santos@santander.com.br	5511-3012-5726
Ítalo Franca*	Economist – Fiscal Policy	italo.franca@santander.com.br	5511-3553-5235
Daniel Karp Vasquez*	Economist – Inflation	daniel.karp@santander.com.br	5511-3553-9828
Tomas Urani*	Economist – Global Economics	tomas.urani@santander.com.br	5511-3553-9520
Lucas Maynard*	Economist – Economic Activity	lucas.maynard.da.silva@santander.com.br	5511-3553-7495
Felipe Kotinda*	Economist – Credit	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327
Raissa Freitas*	Business Manager	raifreitas@santander.com.br	5511-3553-7424

### Global Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro, Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@santander.pl	48-22-534-1888
Juan Cerruti *	Senior Economist – Argentina	jcerruti@santander.com.ar	54 11 4341 1272
Ana Paula Vescovi*	Economist – Brazil	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Juan Pablo Cabrera*	Economist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778
Guillermo Aboumrad*	Economist – Mexico	gjaboumrad@santander.com.mx	5255-5257-8170
Piotr Bielski*	Economist – Poland	piotr.bielski@santander.pl	48-22-534-1888
Mike Moran	Head of Macro Research, US	mike.moran@santander.us	212-350-3500

### Fixed Income Research

Juan Arranz*	Chief Rates & FX Strategist – Argentina	jarranz@santanderrio.com.ar	5411-4341-1065
Mauricio Oreng*	Senior Economist/Strategist – Brazil	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Juan Pablo Cabrera*	Chief Rates & FX Strategist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778

### Equity Research

Miguel Machado*	Head Equity Research Americas	mmachado@santander.com.mx	5255 5269 2228
Alan Alanis*	Head, Mexico	aalanis@santander.com.mx	5552-5269-2103
Andres Soto	Head, Andean	asoto@santander.us	212-407-0976
Claudia Benavente*	Head, Chile	claudia.benavente@santander.cl	562-2336-3361
Walter Chiarvesio*	Head, Argentina	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Daniel Gewehr*	Head, Brazil	dhgewehr@santander.com.br	5511-3012-5787

### Electronic

Bloomberg  
Reuters

SIEQ <GO>  
Pages SISEMA through SISEMZ

This report has been prepared by Santander Investment Securities Inc. ("SIS"; SIS is a subsidiary of Santander Holdings USA, Inc. which is wholly owned by Banco Santander, S.A. "Santander"), on behalf of itself and its affiliates (collectively, Grupo Santander) and is provided for information purposes only. This document must not be considered as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any relevant securities (i.e., securities mentioned herein or of the same issuer and/or options, warrants, or rights with respect to or interests in any such securities). Any decision by the recipient to buy or to sell should be based on publicly available information on the related security and, where appropriate, should take into account the content of the related prospectus filed with and available from the entity governing the related market and the company issuing the security. This report is issued in Spain by Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment Bolsa"), and in the United Kingdom by Banco Santander, S.A., London Branch. Santander London is authorized by the Bank of Spain. This report is not being issued to private customers. SIS, Santander London and Santander Investment Bolsa are members of Grupo Santander.

**ANALYST CERTIFICATION:** The following analysts hereby certify that their views about the companies and their securities discussed in this report are accurately expressed, that their recommendations reflect solely and exclusively their personal opinions, and that such opinions were prepared in an independent and autonomous manner, including as regards the institution to which they are linked, and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report, since their compensation and the compensation system applying to Grupo Santander and any of its affiliates is not pegged to the pricing of any of the securities issued by the companies evaluated in the report, or to the income arising from the businesses and financial transactions carried out by Grupo Santander and any of its affiliates: Ana Paula Vescovi\*.

\*Employed by a non-US affiliate of Santander Investment Securities Inc. and not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules, and is not an associated person of the member firm, and, therefore, may not be subject to the FINRA Rule 2242 and Incorporated NYSE Rule 472 restrictions on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account.

The information contained herein has been compiled from Fontes believed to be reliable, but, although all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading, we make no representation that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. All opinions and estimates included herein constitute our judgment as at the date of this report and are subject to change without notice.

Any U.S. recipient of this report (other than a registered broker-dealer or a bank acting in a broker-dealer capacity) that would like to effect any transaction in any security discussed herein should contact and place orders in the United States with SIS, which, without in any way limiting the foregoing, accepts responsibility (solely for purposes of and within the meaning of Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934) for this report and its dissemination in the United States.

© 2020 by Santander Investment Securities Inc. All Rights Reserved.



Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A.. ©2020 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.