

Cenário Macroeconômico**(Mais) Um Ano Desafiador Adiante**Ana Paula Vescovi* e
Time Macroeconomia Brasilanavescovi@santander.com.br
+5511 3553 8567

- Apesar dos impactos negativos gerados pela segunda onda de Covid-19 nos países desenvolvidos, o arrefecimento do vírus nos países europeus, a evolução positiva no campo das vacinas e os estímulos econômicos corroboram com nosso cenário-base construtivo para a economia global. Mas as incertezas seguem elevadas e a recuperação da atividade (e dos ativos) ainda depende da contenção da pandemia.
- Em meio a um cenário internacional favorável, desdobramentos recentes no mercado cambial reforçaram nossa percepção de que a redução de riscos fiscais (via um comprometimento com o processo de consolidação fiscal e respeito ao teto constitucional de gastos) poderá reduzir os prêmios de ativos brasileiros em geral, levando o real a se fortalecer de forma mais pronunciada. Mantivemos nossas projeções de R\$4,60/US\$ e R\$4,15/US\$ para a taxa cambial ao fim de 2021 e 2022, respectivamente.
- O déficit em transações correntes segue em trajetória cadente em termos anuais, refletindo um impacto mais intenso da pandemia sobre as importações do que sobre as exportações. Após haver registrado um déficit de US\$50,7 bi em 2019, projetamos que o déficit recuará para níveis “confortáveis” de US\$10,2 bi ao final de 2020 e US\$12,3 bi ao final do próximo ano. Desta forma, o balanço de pagamentos não será fonte de preocupação em um horizonte próximo (sob a hipótese de consolidação fiscal crível).
- Informações preliminares sobre a estratégia de vacinação contra a Covid-19 no Brasil indicam que as imunizações devem começar no 1T21. Os acordos já firmados pelo governo garantem vacinas para cerca de 60% da população. Com base nessas informações, e considerando cenários de eficácia das vacinas, simulamos trajetórias que indicam o alcance da imunidade de rebanho (i.e., para pelo menos 60% da população) nos últimos meses de 2021. Isso permitiria uma reabertura ampla da economia no 2S21.
- Do lado fiscal, a discussão sobre reformas estruturais e orçamento de 2021 foram adiados. A trajetória da política fiscal ficará mais clara somente após a eleição dos presidentes do Congresso (fevereiro). No cenário base, a hipótese fundamental é o cumprimento do teto de gastos no médio prazo, em que pesem dificuldades para sua execução em 2021. Quanto às nossas projeções, melhoramos marginalmente os números para 2020: projetamos déficit primário consolidado de R\$ 770 bi (antes: R\$ 879 bi).
- Os dados recentes de atividade econômica destacam uma recuperação gradual e heterogênea. Mas os números reforçam a perspectiva de um sólido crescimento do PIB no 4T20. A recuperação segue refletindo os efeitos de massivos (mas temporários) estímulos fiscais. A despeito da retirada do auxílio emergencial programada para o próximo ano, nossas projeções levam em conta um “efeito mecânico” da reabertura (especialmente no setor de serviços), que deve compensar a queda esperada na massa salarial ampliada. Revisamos nossas projeções para o crescimento real do PIB para -4,1%, 2,9% e 2,5% (de -4,8%, 3,4% e 2,6%) em 2020, 2021 e 2022, respectivamente.
- Dados recentes do Banco Central (BC) para outubro revelam que o crédito bancário às famílias vem se recuperando, com as novas concessões no segmento livre de volta aos níveis pré-crise. Em PJ, os novos empréstimos se reduziram no mês, devido à desaceleração nos programas governamentais de apoio ao crédito. No segmento corporativo, a alta do crédito bancário tem compensado os efeitos da redução das transações no mercado de capitais, especialmente em debêntures. Projetamos crescimento real do saldo creditício bancário total de 7,2%, 4,3% e 5,6% em 2020, 2021 e 2022, respectivamente.
- Na parte de inflação, elevamos fortemente nossa projeção de curto prazo, por conta de choques em alimentos e no câmbio. Houve ainda um forte impacto da decisão da Aneel de revisar a bandeira tarifária em dez/20. Para o médio prazo, o cenário permanece benigno. Revisamos nossa projeção para o IPCA 2020 de 3,30% para 4,50%, para o IPCA 2021 de 2,90% para 3,00%. Para o IPCA 2022, mantivemos nossa estimativa em 3,20%. Nossos números para 2021 e 2022 seguem abaixo da trajetória da meta central do BC, e com composição bastante benigna (quanto aos núcleos de inflação).

IMPORTANT DISCLOSURES/CERTIFICATIONS ARE IN THE “IMPORTANT DISCLOSURES” SECTION OF THIS REPORT.

U.S. investors' inquiries should be directed to Santander Investment at (212) 350-0707.

*Employed by a non-US affiliate of Santander Investment Securities Inc. and is not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules.



- Após um tom menos acomodatório do BC no comunicado do último Copom, antecipamos ligeiramente nossa expectativa para o início do processo de normalização de juros. Antevemos o abandono do *forward guidance* (de juros estáveis sob certas condições) na reunião de março, e projetamos taxa Selic encerrando 2021 em 2,50% (antes 2,00%) e 2022 em 4,50% (antes 4,00%). Nosso cenário considera altas sucessivas de 25 p.b. se iniciando em outubro de 2021. Ainda enxergamos um quadro favorável para a política monetária no médio prazo no cenário básico (que assume consolidação fiscal ainda crível).

Sumário Executivo: Divisor de Águas

Nesse relatório, apresentamos a nossa última revisão de cenários deste ano, com a percepção de que 2021 será absolutamente desafiador para a economia brasileira. As próximas decisões de políticas públicas sinalizarão o quão efetivas estas serão para reduzir riscos idiossincráticos, ou seja, específicos da economia local.

O cenário externo tende a ser componente positivo, na esteira da redução de incertezas com a esperada saída da pandemia e, portanto, com menor aversão ao risco na economia mundial. Há um início promissor da vacinação em massa em diversos países, baseada em vacinas com razoável percentual de eficácia na imunização. Será uma resposta impressionante da ciência, a qual traz uma expectativa de normalização gradual da mobilidade e da confiança e, portanto, da atividade econômica global ao longo do próximo ano.

Tal retirada de incertezas tende a, em alguma medida, normalizar os fluxos de recursos para países emergentes, o que já começa a ocorrer neste final de ano. A perspectiva crível de uma breve vacinação em massa, ainda que complexa, ofusca os riscos de uma segunda onda que chegava a conter a recuperação da Europa e dos EUA no quarto trimestre de 2020.

A segunda onda de contágios, decorrente de um processo de relaxamento gradual das regras de restrição à mobilidade das pessoas também chegou ao Brasil, com aumento de cerca de 50% nos novos casos e também de falecimentos. Com o período de férias e sazonalidade mais elevada para o turismo, não seria razoável supor rápida reversão desse processo.

Será crucial para a recuperação da economia a construção de um cenário crível de vacinação em massa no País. Nossas simulações dão conta que, caso a vacinação nacional se inicie no final do primeiro trimestre, considerada hipótese de eficácia média de 70% das vacinas e subnotificação de 3 vezes no registro de casos, chegaríamos a 60% da população imunizada (um possível patamar para a imunidade de rebanho) em dezembro. Nesse cenário, consideramos que as restrições governamentais à livre mobilidade seriam plenamente retiradas em meados de 2021.

Outro elemento crucial para a redução do risco idiossincrático no Brasil seria uma sinalização crível das medidas de política econômica capazes de assegurar uma trajetória sustentável para a dívida pública brasileira, a qual poderá alcançar o pico de 102% do PIB em 2027, de acordo com o nosso cenário base.

Se ambos os requisitos forem alcançados – cronogramas de vacinação e consolidação fiscal críveis –, a recomposição da confiança deve permitir a internalização de parte da elevada liquidez internacional e do dólar mais fraco. Isso poderá assegurar uma razoável apreciação cambial ao longo do ano para até 4,60 R\$/US\$, o que, por sua vez, contribuirá para a dissipação do forte choque inflacionário no setor de bens comercializáveis. Projetamos IPCA em 3,0% no final de 2021 e em 3,2% no final de 2022, abaixo das respectivas metas de inflação de 3,75% e 3,50%. Projetamos PIB de 2021 em 2,9% de alta, após contração de -4,1% em 2020.

Uma convergência mais segura dos patamares inflacionários ao centro da meta de 2022 permite mais tempo até o início da normalização da política monetária, antes do antecipado. Esperamos que o Copom inicie o ciclo de alta da taxa SELIC na penúltima reunião de 2021 (outubro), com duas elevações consecutivas de 0,25 p.p.. Níveis reduzidos de taxa de juros por um tempo considerável deverão garantir maior apropriação dos estímulos monetários sobre a expansão do crédito, do mercado privado de capitais, com impactos positivos sobre os setores da construção civil, de autoveículos e, até, da infraestrutura. São setores que, junto com a normalização (ou reabertura) dos serviços, podem assegurar a recomposição gradual e sustentada do mercado de trabalho.

Caso contrário, se um dos dois requisitos não forem observados, o prêmio de risco soberano brasileiro continuará elevado e crescente, pressionando para a depreciação da taxa de câmbio e elevando as taxas de juros mais longas. Ou seja, esse risco (de execução do ajuste fiscal) continuará a ser incorporado aos preços dos ativos domésticos, deteriorando ainda mais as condições financeiras, desorganizando ainda mais o cenário macroeconômico – com disseminação do atual



choque inflacionário e consequente alta precoce de taxas de juros. Agravados pela condução política, esses choques levariam ao abandono do caminho de recuperação econômica.

Nessa revisão, continuamos projetando um cenário-base benigno, mas vendo riscos importantes para a sua materialização, o que justifica uma observação atenta sobre o nosso cenário alternativo (revisado pela última vez em nossa publicação de setembro de 2020). Discutimos, além de uma eficiente vacinação em massa, quais as medidas mínimas que, se aprovadas, sustentariam a redução de riscos idiossincráticos e a predominância do cenário construtivo que temos para os próximos anos, obviamente, sem retrocessos no meio do caminho. Esses desdobramentos irão naturalmente ponderar nossas probabilidades no espectro existente entre os cenários base e alternativo, colaborando para definir em qual posição nos manteremos ao longo do ano de 2021.

As (mínimas) medidas que estão contidas nesse cenário base são: lei orçamentária para 2021 dentro do teto de gastos, cujo espaço foi comprimido pelo descasamento de índices inflacionários; medidas fiscais emergenciais mínimas, efetivas para a sustentação do teto de gastos por mais alguns anos; finalização de privatizações relevantes, indicando a manutenção da agenda pró-investimento e produtividade; a nova Lei do CBS (Contribuição sobre Bens e Serviços) caso não haja consenso em torno de uma reforma tributária mais ampla para bens e serviços; a autonomia do Banco Central; a continuidade da modernização de marcos regulatórios, como as novas leis do Gás e da Cabotagem, com regras que representem avanços em direção a um mercado mais competitivo, seguro, aberto e atrativo para o investimento privado em infraestrutura; um leilão equilibrado para o padrão 5G em comunicação e dados; e, ao menos, sinalizações positivas sobre os rumos da reforma administrativa.

Também discutimos o que consideramos como retrocessos: eventual criação de nova despesa de caráter continuado (sem redução de outras despesas sujeitas ao teto), pois, além de implicar deterioração persistente no quadro das contas públicas, também implicaria na criação de exceções ao teto de gastos, dada a inexistência de espaço fiscal em 2021; aumentos de carga tributária, fora do escopo da redução de benefícios tributários, haja vista o impacto deletério sobre expectativas e produtividade e, portanto, sobre o crescimento de longo prazo da economia; aprovação de um novo tributo nos moldes da CPMF; aprovação de medidas federativas que impliquem leniência ou risco moral com os ajustes fiscais nos entes subnacionais e, até, estimulem retrocessos em medidas já aprovadas, como as reformas previdenciárias locais; destinação de receitas desvinculadas de fundos públicos para outras despesas primárias, o que gera pressões sobre a sustentação do teto de gastos e implica potenciais novas vinculações. Em particular, os recursos de fundos desvinculados deveriam ser destinados a fortalecer o caixa do Tesouro, haja vista os imensos desafios para uma consistente rolagem de uma dívida pública ainda mais elevada e de prazo mais curto no pós-pandemia.

Reconhecemos que a materialização de um cenário benigno para a economia brasileira encontrará imensos desafios ao longo do próximo exercício. Contamos com o fim já anunciado dos estímulos fiscais – auxílio emergencial, benefícios para sustentação de empregos, entre outros. Reconhecemos que esse processo, embora necessário por força da grave situação fiscal, ocorrerá mediante quadro social difícil, com nível mais elevado de preços de alimentos e desemprego alcançando o pico de 17,6 mi de trabalhadores no segundo trimestre, segundo nossas estimativas. Quando o foco no processo de vacinação ganhar ainda mais corpo, haverá um conjunto relevante de pressões sociais e políticas, com possível perda de sustentação popular e de aprovação dos governos e de lideranças políticas.

Vemos, ainda, um ambiente político mais fraturado pelas disputas pela presidência de ambas as casas, Câmara e Senado. Tais fraturas podem dificultar a construção de blocos políticos, capazes de alcançar os consensos e a densidade de votos necessária para aprovação de emendas constitucionais. Isso poderá implicar riscos tanto de manutenção quanto de aprovação da pauta de reformas fiscais e de produtividade, capaz de assegurar um caminho mais justo e seguro para o crescimento de longo prazo do País.



Cenário-Base: Hipóteses Fundamentais

Fizemos algumas mudanças no conjunto de premissas-chave que condicionam nossas projeções para o Brasil.

Dentre as mudanças, destacamos o resultado das eleições nos EUA, que nos leva a projetar impulso fiscal um pouco menor, mas parcialmente compensado por (expectativas de) uma postura expansionista do Federal Reserve (banco central americano) por um período ainda mais longo. O pleito americano reafirmou as expectativas de uma recuperação da atividade na maior economia do mundo, e sem guinada na condução da política econômica. Nossa visão de um dólar globalmente mais fraco também parece se confirmar.

Incorporamos novos desdobramentos em relação à evolução da pandemia da Covid-19 localmente e no exterior, dado um aumento recente de novos casos e falecimentos, que levam à adoção de novas (mas, por ora, mais direcionadas) medidas de restrição à mobilidade nas principais economias e em algumas regiões brasileiras. Em termos de impacto sobre as condições financeiras e expectativas econômicas, este ligeiro retrocesso no processo de reabertura econômica foi parcialmente compensado por avanços antecipados do desenvolvimento de vacinas, o que impulsionou as perspectivas de início ainda mais tempestivo de um processo gradual de imunização global.

No Brasil, a discussão sobre as reformas estruturais e o orçamento de 2021 foram adiados e acreditamos que a trajetória da política ficará mais clara somente após as eleições para os presidentes das duas casas do Congresso. Continuamos acreditando em nosso cenário básico, cuja hipótese-chave é a manutenção da credibilidade do teto de gastos constitucional. No entanto, a probabilidade de um cenário alternativo (de derrapagem fiscal) permanece elevada.

Listamos abaixo as principais hipóteses para nosso cenário de linha de base:

- Assumimos que os efeitos sanitários e econômicos da pandemia diminuirão em 2021, após um processo gradual de imunização (a partir de dezembro em alguns países e no 1S21 no Brasil). Ainda assumimos que na maioria das economias não verá bloqueios longos e rígidos como nos primeiros meses da pandemia (Alemanha sendo uma exceção temporária). No Brasil, assumimos restrições esparsas por algumas semanas, mas não uma reversão total no processo de reabertura gradual do setor de serviços. Assumimos que o processo de reabertura seria tal que a mobilidade alcançasse algo próximo ao nível "normal" no 3T21, concomitantemente com uma vacinação em larga escala.
- Nosso cenário também pressupõe que não haja escalada de tensões na "guerra comercial" entre EUA e China, com a maior economia mundial provavelmente adotando uma abordagem mais multilateralista (ou seja, em coordenação com parceiros comerciais tradicionais) ao endereçar questões comerciais com a China. Também assumimos a adoção de uma nova rodada de estímulo fiscal nos EUA, ajudando uma recuperação cíclica gradual em 2021. No entanto, uma composição mista das Casas do Congresso norte-americano diminui a perspectiva para o tamanho deste novo programa.
- Um estímulo fiscal menor dos EUA pode significar que levará ainda mais tempo para uma mudança na postura de política por parte dos principais bancos centrais (especialmente o Federal Reserve), de modo que continuamos a assumir um cenário global de baixas taxas de juros por período prolongado, levando a condições financeiras favoráveis para as economias emergentes.
- A hipótese mais importante do nosso cenário básico para o Brasil pressupõe decisão (tanto do Executivo quanto do Legislativo) de aprovar medidas corretivas a fim de abrir um novo espaço fiscal para sustentar um mínimo de R\$100 bi em despesas discricionárias. Isso deve permitir a manutenção das bases do atual regime fiscal, sem mudanças de política que prejudiquem a credibilidade do teto constitucional de gastos (e logo do longo processo de consolidação fiscal adiante).
- Continuamos supondo que a pandemia não gerará falências corporativas generalizadas, nem colapso do mercado de trabalho. A ausência de rupturas persistentes de oferta manterá a economia relativamente bem posicionada para uma recuperação econômica contínua, em um ambiente socialmente estável.
- Nossas projeções de inflação assumem, adicionalmente, que o componente exógeno (internacional) do choque de alta nos custos dos alimentos perderá fôlego em 2021, após uma recuperação gradual no rebanho suíno chinês e uma alta produtividade agrícola (por hectare) no Brasil. Potenciais impactos relacionados ao clima (*La Niña*) continuam trazendo riscos para essa suposição.
- Nosso cenário também contempla uma normalização de contratos de serviços que foram rediscutidos durante a pandemia (exemplo: educação, saúde), bem como a postergação de reajustes de tarifas em setores regulados. Na maioria dos casos, assumimos compensação total já em 2021 (possível exceção: eletricidade).



Economia Internacional

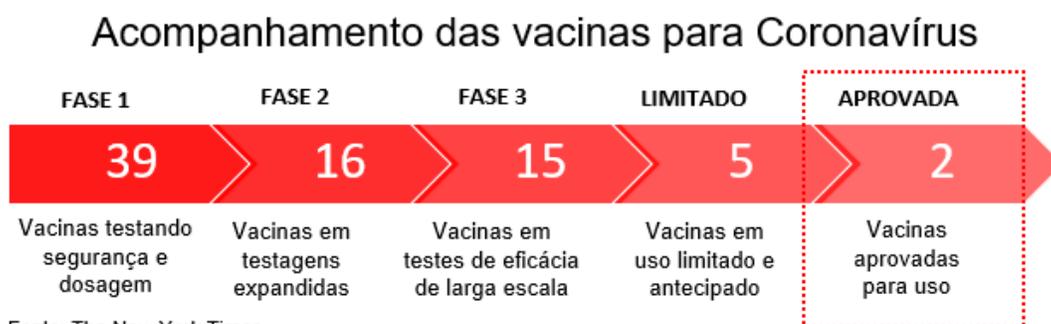
A atividade econômica global voltou a sentir os impactos da pandemia, ainda que de forma mais moderada. O aumento da contaminação em países europeus no início do 4T20 fez com que vários governos da região voltassem a anunciar medidas restritivas para a mobilidade, que afetaram principalmente o setor de serviços. Contrariamente ao que ocorreu na primeira onda, não houve um *lockdown* generalizado, permitindo que a atividade industrial continuasse funcionando normalmente e que o impacto econômico fosse menor do que na primeira onda. Nos EUA, também houve uma deterioração na contaminação pelo coronavírus, mas as medidas restritivas também foram mais brandas, com impactos menos pronunciados na economia.

Do lado positivo, observamos uma forte queda na contaminação no continente europeu ao longo das últimas semanas, assim como uma desaceleração na margem nos EUA. Além disso, as notícias recentes no campo do desenvolvimento de vacinas são animadoras. O Reino Unido já aprovou o uso emergencial da vacina produzida pela Pfizer, tendo já iniciado o processo de imunização. Nos EUA, a agência reguladora (FDA) também aprovou a vacina da Pfizer e a vacinação deve começar em meados de dezembro. A União Europeia deve ser a próxima a aprovar o mesmo medicamento, ainda em dezembro, com a vacina da Moderna prevista para ser aprovada em janeiro de 2021. Os Emirados Árabes Unidos também aprovaram uma vacina produzida pela companhia chinesa Sinopharm, e já iniciaram a vacinação. Embora a pandemia ainda esteja causando fortes impactos sanitários e econômicos, uma solução definitiva parece estar sendo encaminhada.

Além das notícias positivas do lado da vacina, os recentes estímulos monetários e fiscais continuam dando suporte para a atividade econômica, e a discussão segue sendo na direção de adicionar mais estímulos. Neste sentido, a vitória do candidato democrata Joe Biden nas eleições norte-americanas foi importante, embora a disputa no senado siga em aberto, faltando a decisão no estado da Geórgia (prevista para janeiro). Os republicanos são favoritos na disputa, o que deve dar maioria da casa ao partido, gerando assim um cenário de *gridlock* (ou governo misto), dada a maioria democrata na Câmara dos Deputados. De qualquer forma, o que antes era visto como risco adverso, com potenciais impasses na aprovação de um novo pacote fiscal, agora é visto do lado construtivo pelo mercado, dado que uma composição mista do Congresso dos EUA pode evitar medidas que poderiam prejudicar o ambiente econômico e de mercado.

Embora a atividade global tenha sido afetada no curto prazo por conta da segunda onda da pandemia em países desenvolvidos, o cenário de recuperação do crescimento se mantém, sustentado por elevados estímulos, tanto do lado monetário como do lado fiscal, e pela evolução positiva (e mais rápida que o esperado) das vacinas. Mas é importante destacar que as incertezas continuam elevadas e a evolução do cenário ainda depende da contenção da pandemia, uma vez que levará algum tempo até termos uma parcela relevante da população imunizada.

Figura 1. O “pipeline” internacional de vacinas contra a Covid-19





Covid-19: Vacinas e prazo para imunidade de rebanho no Brasil

Mais detalhes foram divulgados a respeito dos planos de vacinação contra a Covid-19 no Brasil. O Governo do Estado de São Paulo apresentou um cronograma em que as imunizações se iniciam no fim de janeiro de 2021. Quanto ao Governo Federal, o primeiro plano divulgado não traz datas específicas para a vacinação, mas até o momento as autoridades sinalizam que as imunizações podem ter início em março de 2021. Ambos os planos priorizam a vacinação de pessoas que pertencem a grupos de risco, como idosos e profissionais de saúde. O número total de doses de vacinas com acordos de distribuição no Brasil é de cerca de 260 milhões. Como todas as vacinas adquiridas até o momento devem ser administradas em duas doses, o número potencial de imunizados é de quase 130 milhões de pessoas inicialmente, cerca de 61% da população. Em São Paulo, há ainda um acordo de transferência de tecnologia que permitirá a produção posterior da vacina CoronaVac domesticamente. Informações a respeito de cada acordo na Figura 2-A.

A partir das informações disponíveis sobre os planos de vacinação, simulamos algumas trajetórias possíveis para o percentual de pessoas imunes na população brasileira. Para isso, é necessário assumir algumas hipóteses. Primeiro, consideramos que a reinfecção pelo SARS-CoV-2 seja um evento raro e, portanto, que os já infectados sejam considerados imunes, pelo menos no horizonte analisado. Adicionalmente, é importante contabilizar a subnotificação de casos desde o início da pandemia, uma vez que testes sorológicos mostraram que o percentual de infectados é superior ao que indicam os números oficiais. Assim, é necessário assumir números para essa subnotificação de casos, a fim de calcular a eficácia média das vacinas.

A Figura 2-B mostra as possíveis trajetórias para imunidade de acordo com as simulações realizadas, juntamente com a indicação de três níveis importantes que podem indicar imunidade de rebanho, de acordo com estudos preliminares (60%, 70% e 80%). Consideramos o plano inicial do estado de São Paulo, com um esforço adicional de vacinação de grupos de risco nos primeiros meses, além de uma distribuição uniforme das doses contratadas pelo Governo Federal ao longo do tempo, a partir de março. Incluímos também a possibilidade de produção doméstica da CoronaVac. Nos cenários propostos, a eficácia média das vacinas varia entre 50% (pessimista) e 90% (otimista), e a subnotificação implica um número real de imunes variando entre 1,5 e 5,0 vezes maior que os dados oficiais apontam.

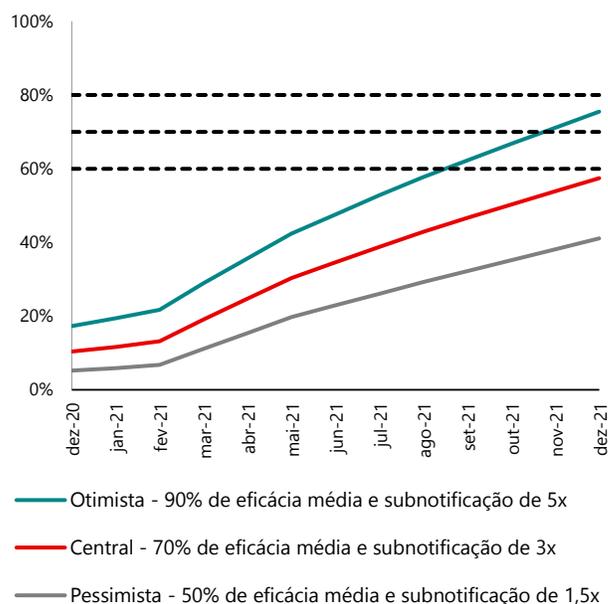
Considerando (por hipótese) os resultados do cenário central para 2021, os números apontam para uma imunização gradual da população, permitindo um contínuo relaxamento gradativo das restrições de distanciamento social ao longo do ano. Até o momento, os indícios disponíveis sobre a eficácia das vacinas e a subnotificação de casos apontam para trajetórias entre o cenário central e o cenário otimista. Assim, se os programas de imunização correrem de acordo com o planejado, o país poderia alcançar imunidade de rebanho em algum momento do 2S21, o que parece apoiar nossa suposição de “normalização” das atividades econômicas e reabertura mais ampla dos serviços no 2S21.

Figura 2-A. Panorama de vacinas alocadas ao Brasil

	Doses adquiridas (milhões)	Abrangência	Status
AstraZeneca	100,4	Nacional	Fase 3 de testes sendo refeita após erro de dosagem. Eficácia pode chegar a 90%
Covax	42,5	Nacional	Consórcio de nove vacinas. Brasil receberá doses na medida em que aprovações ocorrerem
Coronavac	46,0	Estado de SP	Fase 3 de testes, ainda sem sinalização oficial do nível de eficácia
Pfizer	70,0	Nacional	Acordo ainda não fechado

Fontes: Ministério da Saúde, Governo do Estado de São Paulo, Santander.

Figura 2-B. População brasileira imune (cenários, %)



Fontes: Ministério da Saúde, Governo do Estado de São Paulo, Santander.



Política Fiscal

Após uma deterioração ímpar (em termos históricos) nas contas públicas este ano, as medidas do governo para mitigar os efeitos sanitários e econômicos da pandemia devem encerrar em dezembro. Uma hipótese crucial do nosso cenário é que os estímulos fiscais serão (quase inteiramente) limitados a 2020, retornando às restrições impostas pela regra do teto de gastos constitucional em 2021.

O cumprimento do teto constitucional de gastos (principal âncora fiscal do Brasil) será fundamental para moldar as perspectivas econômicas do país. Estimamos uma insuficiência de R\$ 11,3 bi para se respeitar o teto em 2021 - causada principalmente pelo descasamento entre o índice de inflação utilizado para reajustar os benefícios sociais (INPC fechado de 2020) e o índice de preços utilizado para indexar o teto (IPCA acumulado em doze meses até junho). Em nossa visão, o cumprimento da regra continua viável. No entanto, exigirá disciplina fiscal, potencialmente levando à forte compressão de despesas discricionárias e a fricções governamentais, com possíveis episódios de fechamento parcial de alguns serviços da administração pública. O governo também terá de suportar pressões por estímulos adicionais até meados do ano, ao se deparar com condições adversas para o emprego em 2021. Para 2022, ocorre o efeito inverso do descasamento dos índices de inflação (orçamento X teto), gerando uma “folga” de R\$ 15 bi para a execução do orçamento abaixo do teto. Nesse cenário, e considerando a aprovação de algumas reformas fiscais (como a PEC emergencial), abre-se a possibilidade de cumprimento do teto de gastos por um período um pouco mais longo, reduzindo potencialmente a incerteza sobre a sustentabilidade fiscal¹.

Em relação às projeções fiscais, revisamos nossos números em função de dois fatores: (i) menor impulso fiscal em 2020; e (ii) efeito mecânico de um PIB nominal mais elevado. No primeiro caso, importante notar que o desempenho das receitas vem melhorando com a gradual recuperação da atividade doméstica, e com pagamentos de diferimentos fiscais (cerca de R\$ 20 bi acima do que antecipávamos). Do lado das despesas, o total relacionado à pandemia deve chegar próximo de R\$ 550 bi até o final do ano, inferior aos R\$ 600 bi estimados inicialmente, possivelmente refletindo uma postura mais conservadora na execução do orçamento no final desse ano.

Projetamos déficit primário do governo central para 2020 de R\$ 810 bi (10,7% do PIB), ante R\$ 880 bi na última revisão de cenário (em outubro). Também revisamos o superávit dos governos regionais para R\$ 39,3 bi (de R\$ 1,5 bi), impulsionado pelas transferências do governo central. Com isso, o déficit consolidado foi revisado para R\$ 770 bi (ou 10,4% do PIB), de R\$879 bi (ou 12,4% do PIB) no cenário anterior. Para 2021 e 2022, continuamos esperando que os déficits primários se reduzam gradualmente (Figura 3-A).

Quanto aos efeitos do PIB nominal, houve movimento altista na última revisão na série do PIB realizada pelo IBGE². Além disso, revisamos para cima nossa projeção para o deflator do PIB, devido à inflação mais alta. Consideramos agora um aumento no deflator de 4,3% em 2020, ante 3,0% no último cenário. Ambos os fatores aumentam o denominador das contas fiscais e diminuem a relação dívida/PIB – ainda que não altere nossa visão de uma perspectiva fiscal desafiadora.

Em nosso cenário, a dívida bruta deve atingir 91,7% do PIB em 2020 (Figura 3-B), representando um aumento de 16 p.p. em relação a 2019. Mais importante, esperamos que o indicador alcance o pico apenas em 2027³, em torno de 102% do PIB, ou 24 p.p. maior em comparação com a estimativa pré-COVID. Posteriormente, nosso cenário estima convergência da razão dívida sobre o PIB para patamar próximo a 98% do PIB em 2035.

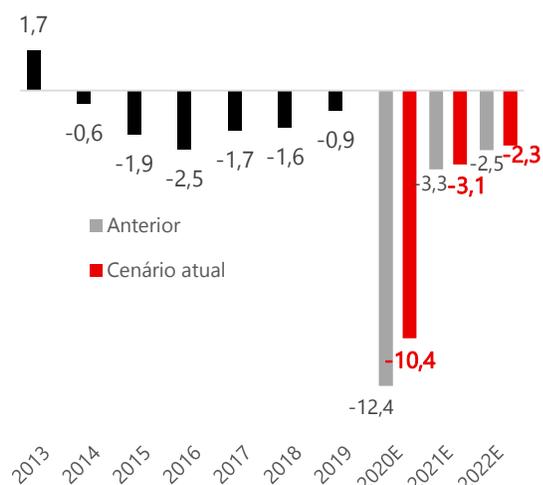
¹ Para maiores detalhes, consulte nosso relatório recente (**em inglês**) no link: <https://bit.ly/Sant-Spendcap-Dec20>

² O IBGE revisou a trajetória recente de crescimento real do PIB: em 2018 de +1,3% para +1,8%, e em 2019 de +1,1% para +1,4%.

³ De acordo com nossas simulações, a estabilização da relação dívida pública bruta/PIB em cerca de 102% exigiria um superávit fiscal primário em equilíbrio de (pelo menos) 1% do PIB.

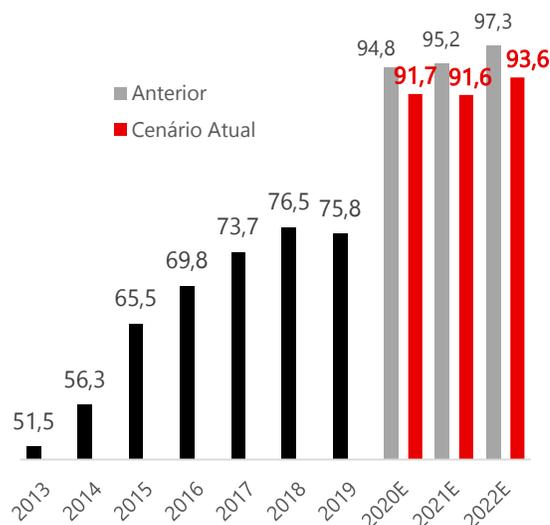


Figura 3-A. Resultado Primário Consolidado (% PIB)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 3-B. Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Setor Externo e Taxa de Câmbio

Em nossa visão, o ambiente internacional continua gerando condições favoráveis para o real se fortalecer na esteira de preços ascendentes de *commodities*, recuperação rápida do fluxo de comércio global, declínio do grau de aversão a risco entre os agentes econômicos e a manutenção de liquidez financeira abundante nas economias avançadas. Apesar da presença destes elementos positivos nos últimos meses, avaliamos que fatores intrínsecos impediram a valorização da moeda, tais como as incertezas relacionadas à manutenção do arcabouço fiscal nos próximos anos, e o receio de que uma forte variação esperada na posição de instituições financeiras em derivativos cambiais, relacionada a mudanças tributárias, poderia gerar uma desvalorização da moeda ao final deste ano (a chamada “questão do *over hedge*”). Estes fatores criaram uma espécie de “prêmio de risco” no mercado cambial, em períodos recentes, com a taxa de câmbio observada superando amplamente (e de forma atípica) as estimativas obtidas com modelos baseados nas condições financeiras globais.

Para tratar da “questão do *over hedge*”, o BC anunciou ao final de novembro que ofertaria derivativos cambiais para eventualmente suprir o mercado e evitar riscos de disfuncionalidade (ainda que temporária). Esse anúncio reduziu o receio de uma potencial pressão compradora para o dólar no mercado local ao final deste ano. A abordagem ainda deu maior confiança aos agentes econômicos de que o mercado cambial se manterá em relativo “equilíbrio”, contribuindo parcialmente para a apreciação do real que testemunhamos recentemente. Com relação às incertezas quanto à manutenção do arcabouço fiscal, diversas declarações oficiais indicam que o auxílio emergencial implementado para lidar com o impacto econômico da Covid-19 neste ano não será estendido para 2021, o que reduz os riscos de execução da regra de teto dos gastos (mais detalhes na seção de Política Fiscal).

Avaliamos que a reação imediata do mercado cambial brasileiro a estes desdobramentos reforçam nossa percepção longeva de que, sob a hipótese de que o governo não abandonará seu comprometimento com o atual arcabouço fiscal, como vinha se temendo ultimamente, o real deverá aproveitar o ambiente internacional favorável, reduzindo a divergência de desempenho (anteriormente bastante inferior) em relação a moedas pares. Em outras palavras, isto significa uma redução do “prêmio de risco” da taxa cambial no Brasil. Conseqüentemente, mantivemos nossa visão de que a taxa de câmbio deverá recuar de R\$5,10/US\$ ao final deste ano para R\$4,60/US\$ no fechamento de 2021. Além disso, acreditamos que o real continuará se valorizando em 2022, alcançando o patamar de R\$4,15/US\$ - patamar próximo ao observado no início de 2020, antes do surgimento da pandemia.

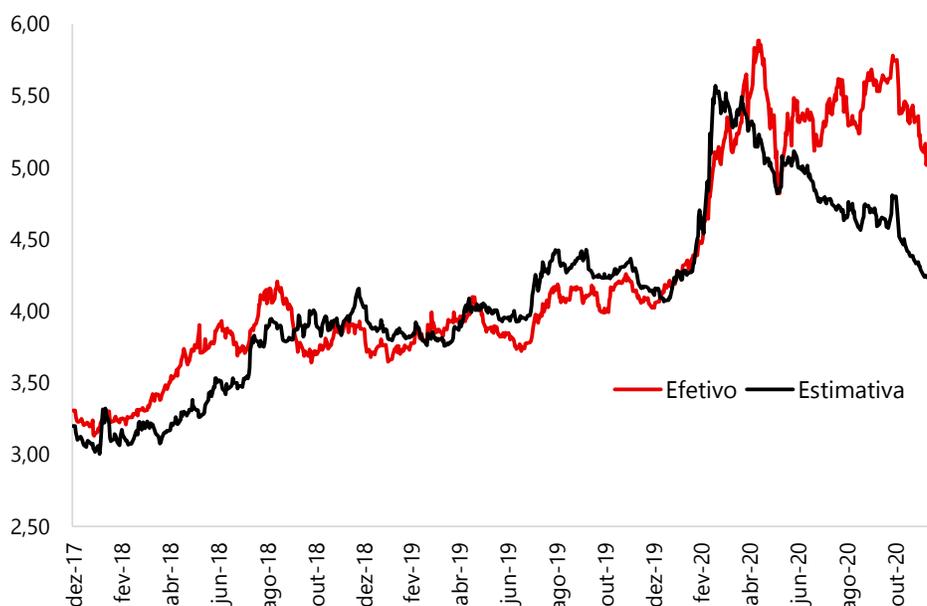
É bem verdade que a apreciação do real combinada à expectativa de recuperação econômica (mais detalhes na seção de Atividade Econômica) deverá levar à ampliação do déficit em transações correntes ao longo do tempo. Não obstante, dada nossa expectativa de manutenção de cotações favoráveis para as *commodities* e do aumento no volume de comércio global – que inclusive já está de volta aos níveis pré-pandemia – projetamos que um aumento nas exportações compensará parcialmente esta deterioração, mantendo o saldo em transações correntes no Brasil fora da lista de preocupações dos agentes econômicos.



Após haver atingido um patamar de US\$50,7 bi em 2019, calculamos que o déficit em conta corrente recuará para US\$10,2 bi ao final de 2020, por conta de uma retração mais intensa das importações de bens, das despesas com viagens internacionais e das remessas de lucros, em comparação com as exportações brasileiras de bens e serviços. Para 2021, na medida em que a economia brasileira continue se recuperando de maneira gradual, de acordo com nossa visão, projetamos que o déficit alcance US\$12,3 bi. Para 2022, acreditamos que a combinação de outro ano de expansão econômica e moeda mais forte deverá levar o déficit em transações correntes para a marca de US\$39,5 bi, com o esperado retorno das atividades econômicas à sua plena operacionalidade gerando maiores remessas de lucros e dividendos por parte das empresas. Estes números contrastam com nossas projeções anteriores (déficits de US\$ 2,5 bi, US\$3,5 bi e US\$29,6 bi em 2020, 2021 e 2022, respectivamente), mas é importante notar que o BC revisou a série de dados em novembro, o que provocou um leve deslocamento altista, ainda que com trajetória qualitativamente similar.

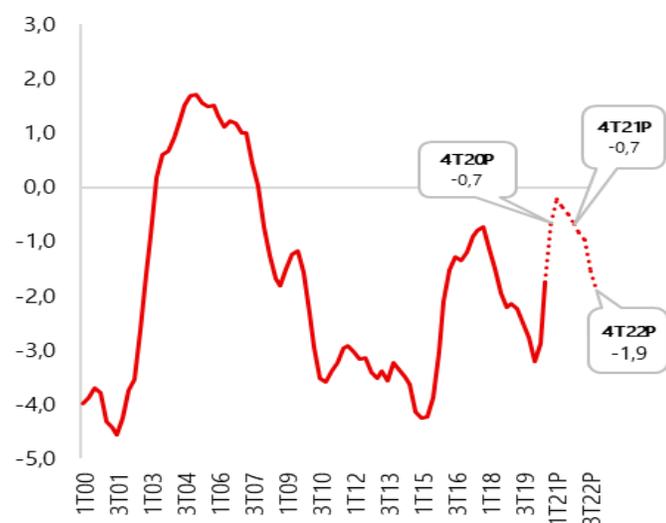
Em suma, acreditamos que o balanço de pagamentos não deverá ser uma fonte de preocupação para o real no médio prazo em nosso cenário base (ou seja, assumindo progresso nas reformas fiscais).

Figura 4: R\$/US\$ – Divergência atipicamente elevada entre câmbio projetado e efetivo



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5-A: Saldo em transações correntes (% do PIB)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 5-B: Saldo em transações correntes (US\$ bi)

USD bilhões	2019	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)
Transações correntes	-50,7	-10,2	-12,3	-39,5
Balança comercial (bens) - Bal.Pagtos	40,5	47,3	57,3	44,5
Exportações de bens - BP	225,8	210,9	248,4	263,1
Importações de bens - BP	185,3	163,6	191,2	218,5
Serviços	-35,1	-22,8	-26,2	-29,7
Viagens	-11,6	-5,3	-9,1	-12,0
Aluguel de equipamentos	-14,6	-13,1	-13,3	-14,5
Demais	-8,9	-4,3	-3,7	-3,2
Renda primária	-57,3	-37,0	-45,3	-55,9
Lucros & dividendos	-31,9	-18,8	-26,3	-37,6
Juros	-19,9	-18,2	-19,1	-18,3
Renda secundária	1,2	2,3	2,0	1,5
Investimento Direto no País	69,2	40,0	62,0	69,0
Sobra de Financ. Externo (IDP + Saldo em TC)	18,5	29,8	49,7	29,5
Investimento Direto no Exterior	22,8	0,0	0,0	0,0
Portfólio, Derivativos & Outros Investimentos	-21,7	-65,0	-45,0	-30,0
Variação de reservas	-26,1	-35,2	4,7	-0,5
Reservas internacionais	356,9	321,7	326,4	325,9

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.



Atividade Econômica

As divulgações de indicadores de atividade econômica dos últimos quatro meses evidenciaram um padrão gradual e heterogêneo de recuperação apresentado pela economia brasileira (Figura 6-A). Refletindo os efeitos do auxílio emergencial e do deslocamento do consumo das famílias dos serviços (diretamente impactados pelas medidas de isolamento social) em direção aos bens, as vendas de varejo lideram este processo, mais do que compensando a forte queda verificada em abril e atingindo altas plurianuais recentes; a indústria também apresentou boa retomada, recuperando-se totalmente da queda provocada pela pandemia. Por outro lado, o setor de serviços é o mais lento na retomada, com níveis de atividade ainda bem abaixo do observado em fevereiro (pré-crise).

Considerando a evolução recente dos indicadores econômicos no final do 3T20 e começo do 4T20, não vemos evidência de um PIB estável em termos sequenciais, como projetávamos no cenário anterior. De fato, a retomada da atividade observada nos principais setores (indústria, comércio e serviços) reforçam as perspectivas de um crescimento sólido no 4T20.

No que diz respeito às condições do mercado de trabalho, a baixa taxa de participação – em grande parte resultante de medidas de distanciamento social – esconde a efetiva velocidade de deterioração na taxa de desocupação: em um simples exercício contrafactual, se assumirmos uma força de trabalho estável aos níveis de fevereiro, a taxa de desemprego atingiria patamares superiores a 20%. Na sequência de um esperado afrouxamento das medidas de isolamento social adiante, esperamos que a força de trabalho e a taxa de participação retornem aos níveis pré-crise no 2T21. Nesse contexto, em nossa opinião parece inevitável um aumento acentuado adicional da taxa de desemprego (Figura 6-B), atingindo uma taxa anual média de 13,5% em 2020 e 15,9% em 2021, e com uma lenta redução para 13,3% em 2022 (quando o setor de serviços já terá atingido uma plena recuperação). Com relação à população desocupada, após registrar patamar de 12,0 milhões no final de 2019, projetamos que a desocupação deverá atingir mais de 17 milhões de trabalhadores no 2T21, decaindo lentamente para 14,3 milhões em 2022. A conclusão é que a ociosidade do mercado de trabalho deverá permanecer elevada nos próximos anos, a despeito de alguma incerteza sobre possíveis repercussões sobre taxa de desemprego natural da economia após a pandemia.

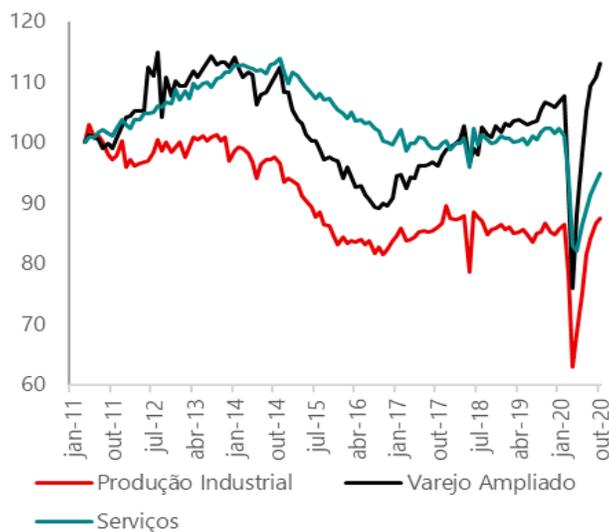
Em uma análise dos impactos do auxílio emergencial sobre a renda, considerando estímulos governamentais oferecidos às famílias durante a pandemia, projetamos uma alta de 3,9% na massa salarial “ampliada” (que inclui benefícios sociais), corrigida pela inflação, para o ano de 2020. Em uma simulação contrafactual, sem o estímulo fiscal, calculamos uma queda de 6% na massa salarial real, de forma que as transferências do governo mais do que compensaram a queda cíclica na renda pessoal causada pela pandemia neste ano. Nossa projeção assume que o auxílio emergencial termine no próximo ano, de forma que o fim das transferências implicará um menor ímpeto para os gastos do consumidor em 2021. Nossos cenários contam com uma queda real da ordem de 6 a 8% na massa salarial ampliada no próximo ano, dependendo da adoção ou não de um novo programa de renda mínima. Em termos de PIB, esse impacto deve ser compensado pelo processo de reabertura da economia, propiciando uma espécie de retomada “mecânica”, especialmente no setor de serviços.

Em nosso cenário básico, esperamos que o processo de flexibilização das medidas de isolamento social prossiga (ainda que com alguns retrocessos isolados e localizados) até meados de 2021, com a economia voltando a um “pleno funcionamento” a partir do 3T21. Assumimos ainda que a pandemia não gerará processo desordenado ou massivo de falências corporativas, tampouco uma depressão estrutural no mercado de trabalho, o que implica uma ausência de restrições severas e duradouras na capacidade de oferta. Esses fatores poderão manter a economia relativamente bem posicionada para uma recuperação sustentada, em meio a um ambiente de relativa estabilidade social. Dados recentes sobre falências de empresas sugerem que esta pode ser uma hipótese razoável, ao menos até aqui (Figura 6-D).

Considerando estas hipóteses e os dados de curto prazo, estamos revisando nossas projeções de crescimento real do PIB para -4,1%, 2,9% e 2,5% (de -4,8%, 3,4% e 2,6%) em 2020, 2021 e 2022, respectivamente.

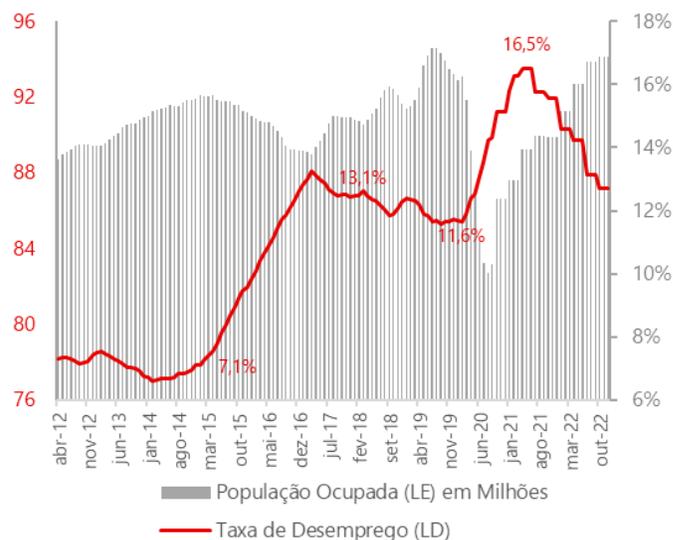


Figura 6-A. Atividade Econômica (2011=100 a.s.)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 6-B. Mercado de Trabalho (a.s.)



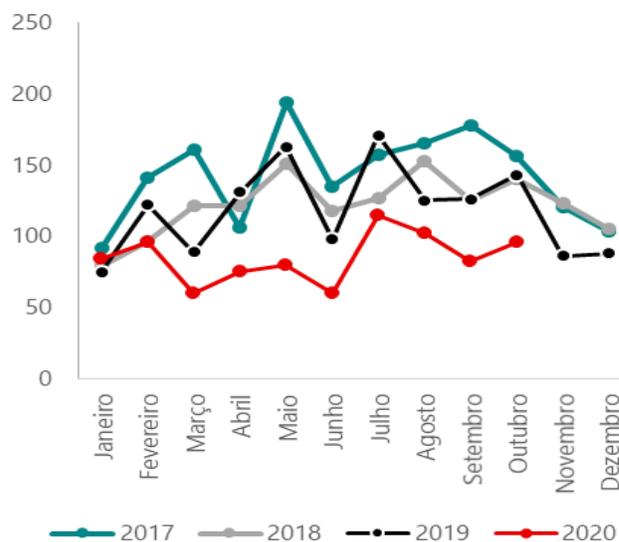
Fontes: IBGE, Santander.

Figura 6-C. Decomposição do PIB

Projeções PIB					
Base					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
PIB Total	1,8	1,4	-4,1	2,9	2,5
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	3,0
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	9,5	-0,3
Importações	7,7	1,1	-10,6	17,8	15,4
Memo (contribuições)					
Absorção Doméstica	2,5	1,8	-4,7	2,9	3,0
Setor Externo	-0,5	-0,5	1,7	-1,0	-2,5
Estoques	-0,2	0,1	-1,0	1,0	2,1

Fontes: IBGE, Santander.

Figura 6-D. Falências Requeridas



Fontes: Serasa, Santander.

Crédito

Dados recentes do Banco Central (BC) para outubro revelam que o crédito bancário às famílias vem se recuperando, ajudando a sustentar a atividade econômica nos últimos meses, em nossa opinião. O saldo de crédito bancário total no Sistema Financeiro Nacional (SFN) registrou variação real de 10,6% a/a em outubro (R\$ 3,8 tri). Para as famílias, os novos empréstimos no segmento livre registraram o sexto ganho consecutivo, e agora estão de volta ao nível pré-pandemia. Para as empresas, houve queda nos novos empréstimos tanto no segmento livre quanto no direcionado em outubro, este último devido à desaceleração dos desembolsos dos programas emergenciais de apoio ao crédito (Pronampe, Pese e FGI).

Considerando o financiamento corporativo total (novos empréstimos no SFN, emissões de títulos de dívida e de ações no mercado de capitais) entre janeiro e outubro de 2020, em comparação com o mesmo período do ano anterior, as emissões no mercado de capitais são 24% menores, enquanto as concessões creditícias do SFN são 23% maiores. Como resultado,



o financiamento corporativo total aumentou 13,9% em comparação com o mesmo período do ano anterior, com o aumento nos empréstimos bancários compensando o retrocesso nas transações do mercado de capitais (ver Figura 7-A). Importante ressaltar que, em meio a incertezas remanescentes, as empresas brasileiras podem estar mais inclinadas a acumular caixa (de forma precaucional) do que a fazer investimentos massivos.

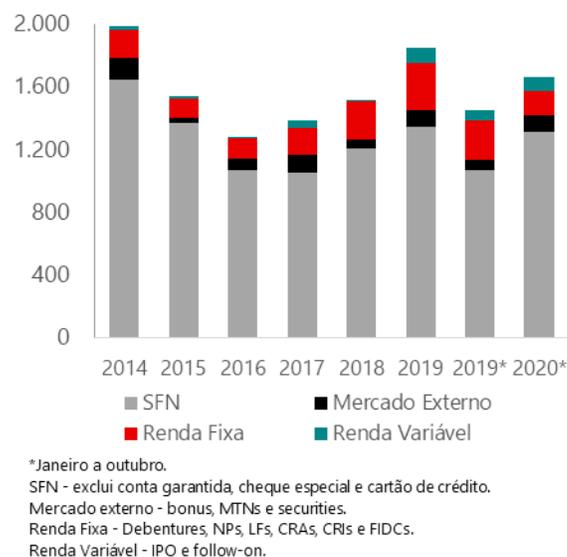
O Indicador de Custo do Crédito (ICC) e as taxas de inadimplência seguem em trajetória de queda, enquanto as taxas de juros para famílias e empresas registraram em outubro a primeira alta desde janeiro. Em setembro, o endividamento das famílias ficou em 49,0% da renda, +1 p.p. em relação a agosto (+4,4 p.p. ante setembro de 2019), o que implica o maior aumento mensal desde 2005. Esse aumento é outra indicação, em nossa opinião, de que a inadimplência deverá aumentar nos próximos meses, e especialmente com o fim dos programas de estímulos emergenciais.

Mercado imobiliário: Em outubro, o volume de financiamentos imobiliários atingiu seu maior nível em quase cinco anos. Olhando para frente, acreditamos que esse mercado permanecerá robusto, conforme mostrado em nosso estudo recente. Para mais detalhes, veja nosso relatório⁴.

Revisamos nossas projeções para o crescimento real do saldo de crédito bancário total para 7,2% em 2020, 4,3% em 2021 e 5,6% em 2022 (veja a Figura 7-B), de 7,5%, 5,3% e 6,8%, respectivamente. Estes números seguem um esperado arrefecimento adicional dos empréstimos relacionados a pandemia em 2021 e 2022.

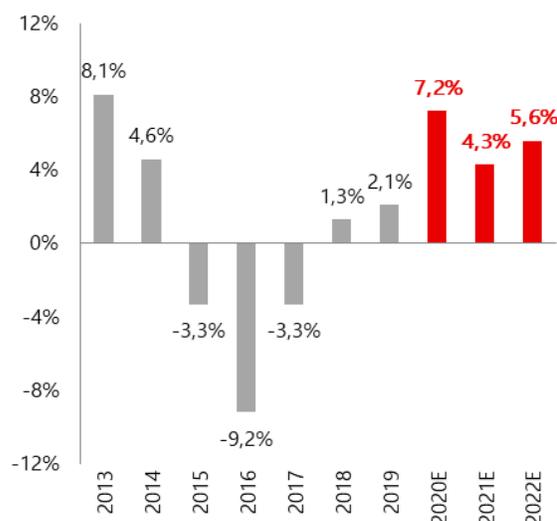
Fatores de risco para o nosso cenário base: retrocessos na reabertura econômica podem atrasar a recuperação da renda, bem como o fim dos estímulos temporários (corona voucher), o que pode levar a um aumento do endividamento das famílias, da inadimplência e das condições creditícias em geral. Para as empresas, os mesmos contratemplos podem alimentar eventuais problemas de liquidez e endividamento.

Figura 7-A. Financiamento corporativo (R\$ bi, real)



Fontes: Banco Central do Brasil, Anbima.

Figura 7-B. Crescimento real do saldo total de crédito (%)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Inflação

Desde nossa última revisão de cenário (ao final de outubro), realizamos consideráveis alterações altistas na nossa projeção de IPCA de curto prazo, mas sem mudar de forma significativa o cenário de médio prazo, que permanece benigno, em nossa opinião.

No curto prazo, o choque em alimentos e na taxa de câmbio está durando mais do que esperávamos – em um contexto onde a cesta de consumo segue distorcida pelas medidas de isolamento social e a renda sendo sustentada pelo auxílio emergencial. Além disso, a Aneel decidiu retomar o sistema de bandeiras tarifárias já em dez/20, em contraste com anúncio anterior, por parte da agência, de que o sistema voltaria somente em jan/21. Neste caso, a fixação da bandeira Vermelha 2 – que implica o maior nível de cobrança adicional aos consumidores residenciais – elevou fortemente nossa projeção para a contribuição inflacionária do item eletricidade. Finalmente, no caso dos bens industriais, alguns episódios de

⁴ Santander Macro Brazil Credit – Housing market Picking Up – (09/12/2020) - Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Sant-credit-housing>



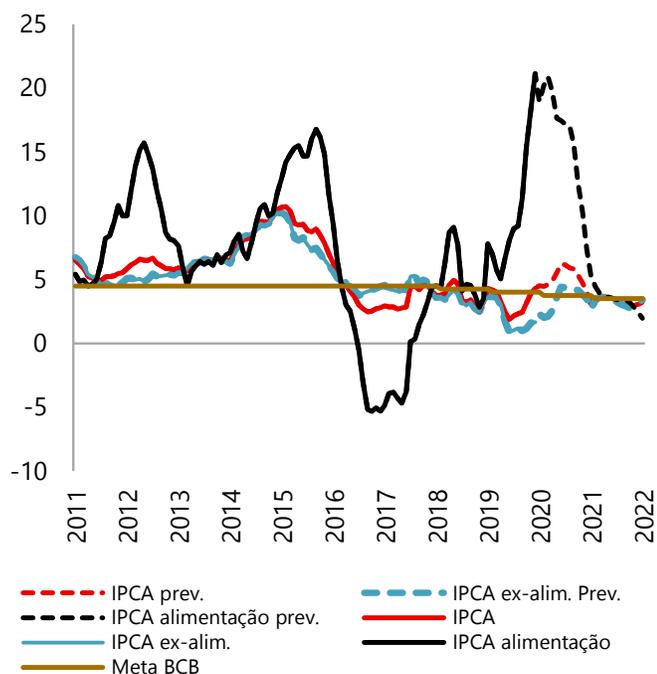
descasamento temporário entre oferta e demanda para alguns produtos estão resultando em um repasse maior do que antecipávamos da depreciação cambial.

Olhando mais adiante, já há sinais de que alguns dos principais choques estão arrefecendo. Os preços de alimentos ao atacado/produtor já estão desacelerando (ou mesmo recuando em nível, em alguns casos). Além disso, o real já apreciou quase 15% desde a mínima recente contra o dólar – e acreditamos que essas tendências deverão permanecer adiante, o que indica um esperado alívio nas pressões de preços de alimentos e bens industriais. Também identificamos sinais de que o descasamento entre oferta e demanda no setor industrial deve se normalizar em breve, dada o aquecido ritmo de atividade na indústria global (i.e., provavelmente revertendo paralisações em elos da cadeia produtiva). Em paralelo, a inflação de serviços deve se recuperar em ritmo muito gradual, dado que o mercado de trabalho seguirá com elevada ociosidade. Finalmente, para os preços administrados, o impacto altista gerado pela bandeira Vermelha 2 em dez/20 deve ser revertido, dado que esperamos bandeira Verde em dez/21: o efeito final é uma redução de 45 p.b. no IPCA em 2021.

Tendo em mente todos estes fatores, revisamos nossa estimativa para o IPCA 2020 de 3,30% para 4,50%, e para o IPCA 2021 de 2,90% para 3,00%. Mantivemos nossa projeção para o IPCA 2022 em 3,20%. As projeções de 2021 e 2022 não somente se encontram abaixo da trajetória das metas centrais do BC (3,75% e 3,50%, respectivamente), mas também com uma composição bastante benigna (i.e., com medidas de inflação subjacente em patamares reduzidos).

No balanço de riscos, observamos viés ligeiramente para cima no médio prazo, mas não ao ponto de ameaçar o alcance das metas de inflação. Os principais riscos altistas são: 1) o clima (La Niña), que pode impactar preços de alimentos e eletricidade, 2) uma maior intensidade e persistência do repasse do choque cambial para bens industriais e 3) possível reajustes acima do esperado em preços administrados. Contudo, também identificamos riscos baixistas: 1) se o fator climático não comprometer, a inflação de alimentos poderá seguir seu padrão usual de reversão à média e desacelerar consideravelmente e 2) o abismo fiscal (gerado pelo fim do auxílio emergencial) pode impactar a demanda de forma mais intensa do que imaginamos, resultando em menor inflação de bens industriais e serviços.

Figura 8-A. IPCA e projeções % a.a.



Fontes: IBGE, BC, Santander

Figura 8-B. IPCA % a.a. - detalhes

	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
IPCA	3,0	3,8	4,3	4,5	3,0	3,2
Livres	1,3	2,9	3,9	5,0	3,0	2,8
Alimentação Dom.	-4,9	4,5	7,8	18,9	5,3	2,0
Bens industriais	1,1	1,1	1,7	2,7	2,5	2,7
<i>Comercializáveis</i>	1,0	1,0	1,7	2,7	2,5	2,7
<i>Não-Comercializáveis</i>	1,5	1,9	1,8	2,7	2,5	2,6
Serviços	4,5	3,4	3,5	1,6	2,4	3,2
<i>Alimentação Fora Dom.</i>	3,8	3,2	3,8	4,7	3,5	4,0
<i>Passagens aéreas</i>	3,1	16,9	2,3	-16,5	15,0	12,0
<i>Atividade econômica</i>	4,2	1,7	2,9	0,3	0,7	2,5
<i>Educação</i>	7,6	5,5	5,0	1,2	5,0	6,0
<i>Inerciais</i>	2,6	2,8	3,4	2,2	2,0	2,0
<i>Salários</i>	6,3	3,7	3,2	2,3	1,8	2,5
Administrados	8,0	6,2	5,5	2,7	3,5	4,0
<i>Gasolina</i>	10,3	7,3	4,0	-0,7	5,0	4,0
<i>Energia</i>	10,4	8,7	5,0	10,6	-5,9	4,0
<i>Plano de saúde</i>	13,5	11,2	8,2	2,5	13,1	4,0
<i>Ônibus</i>	4,0	6,3	6,6	1,4	6,0	4,0
Núcleos	3,6	3,3	3,5	2,8	3,0	3,2

Fontes: IBGE, BC, Santander

Política Monetária

Na reunião do Copom realizada de 8 a 9/dez – ocasião na qual o comitê manteve a taxa básica Selic no patamar mínimo histórico de 2,00% – a autoridade introduziu elemento de cautela em sua comunicação. Um pouco antes do esperado, o Banco Central (BC) abriu caminho para o abandono do *forward guidance* (ou prescrição futura), por meio do qual a autoridade tem sinalizado intenção de não reduzir o grau de estímulo monetário, desde que atendidas certas condições.

O Copom observou que as condições para manutenção do *forward guidance* se mantiveram nesta última reunião - com projeções de inflação rodando abaixo da meta central para o horizonte relevante, ausência de alterações do regime fiscal



e expectativas de inflação de longo prazo bem ancoradas. A intenção anunciada de mudar o plano de voo baseia-se no fato de que 1) as expectativas de inflação inverteram tendência de queda (em relação à meta) para o horizonte relevante e 2) nos próximos meses, o ano-calendário 2021 deve se tornar menos relevante do que o ano-calendário 2022, para o qual as projeções e expectativas de inflação se situam em torno da meta. Nessas circunstâncias, o Banco Central entende que, “em breve, as condições para a manutenção do *forward guidance* podem não mais serem satisfeitas”. E se o passado é um bom guia, interpretamos os sinais do BC (tanto no comunicado como na ata do Copom) como uma indicação de um possível abandono do *forward guidance* na reunião do comitê de 16 a 17/mar.

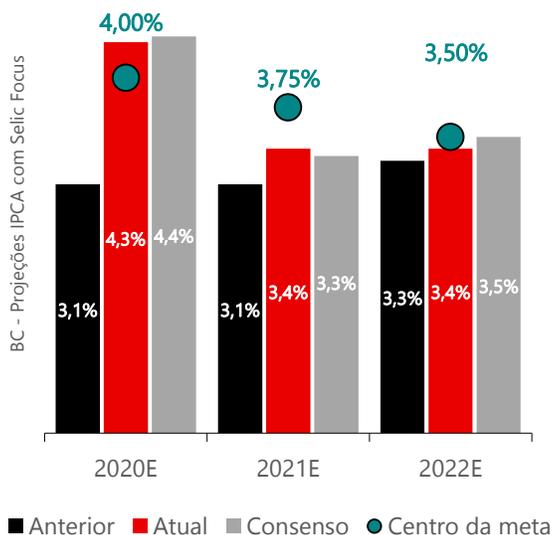
A autoridade monetária destaca que a retirada da prescrição futura não implica em aumento de taxas de juros de forma mecânica, dado que as condições econômicas ainda prescrevem um estímulo monetário extraordinariamente elevado. Sem o *forward guidance*, “a condução da política monetária seguirá o receituário do regime de metas para a inflação, baseado na análise da inflação prospectiva e de seu balanço de riscos” - o que significa que os passos subsequentes do BC serão dependentes dos dados.

A evolução das projeções de inflação do Copom nos ajuda a entender a ideia por trás da comunicação do BC (ver Figuras 9-A, 9-B, 9-C). Os números sugerem que, se as condições e hipóteses atuais se mantiverem no futuro, o cumprimento da meta com a atual postura monetária ocorre somente em 2021. Para 2022, as simulações indicam que o alcance da meta requer quatro aumentos de juros de 25 p.b. em 2021 (começando em agosto) e com a Selic atingindo 4,50% ao final do ano daquele ano.

Em nosso cenário base - assumindo reformas que deverão manter a credibilidade do regime fiscal caracterizado pelo teto constitucional de gastos - prevemos reduzidas pressões de preço originárias de demanda no médio prazo. Apesar da alta surpreendentemente forte da inflação cheia nos últimos meses, os fundamentos da política monetária seguem bem-comportados para o médio prazo: projetamos IPCA abaixo da meta e economia abaixo do potencial para 2021 e 2022 (este último fator sob a forte influência da retirada dos estímulos fiscais emergenciais a partir do ano que vem).

Embora vejamos espaço para revisões baixistas nas projeções de inflação do BC em algum momento adiante, dada nossa visão sobre os fundamentos, percebemos um novo plano de voo por parte da autoridade. E com base nessa comunicação mais apertada, antevemos agora um início um pouco menos distante do processo de normalização da taxa de juros: projetamos Selic encerrando 2021 em 2,50% (antes 2,00%) e 2022 em 4,50% (antes 4,00%), com sucessivas altas de 25 p.b. por reunião se iniciando em outubro de 2021.

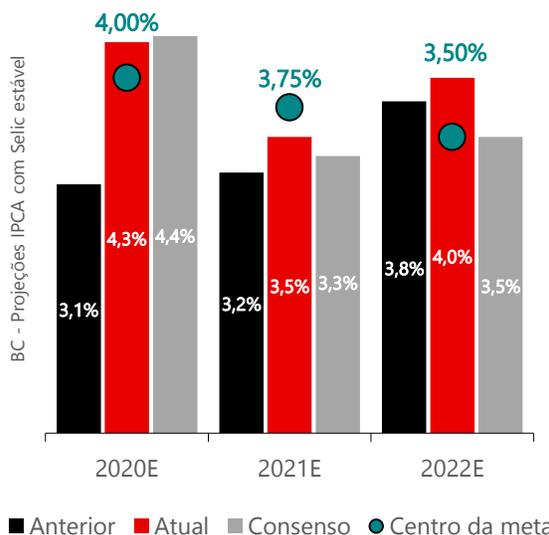
Figura 9-A: Simulações de inflação do BC – Selic Focus



Fontes: Santander, Banco Central do Brasil

Nota: Taxa de câmbio assumida em R\$5,25/US\$ e evoluindo de acordo com o PPP

Figura 9-B: Simulações de inflação do BC - Selic estável



Fontes: Santander, Banco Central do Brasil

Nota: Taxa de câmbio assumida em R\$5,25/US\$ e evoluindo de acordo com o PPP



Figura 9-C: Premissas utilizadas nas simulações de inflação do BC

HIPÓTESES SELIC			
		Anterior	Atual
Taxa Selic FOCUS	2020e	2,00%	2,00%
	2021e	2,75%	3,00%
	2022e	4,50%	4,50%
Taxa Selic estável	2020e	2,00%	2,00%
	2021e	2,00%	2,00%
	2022e	2,00%	2,00%

Fontes: Santander, Banco Central do Brasil

Figura 10. Projeções do Santander para a economia brasileira

Variáveis Macroeconômicas		Anterior	Atual
PIB (%)	2020	-4,8	-4,1
	2021	3,4	2,9
	2022	2,6	2,5
IPCA (%)	2020	3,3	4,5
	2021	2,9	3,0
	2022	3,2	3,2
Taxa Selic (% fim do período)	2020	2,00	2,00
	2021	2,00	2,50
	2022	4,00	4,50
Taxa de câmbio - BRL/USD (fim do período)	2020	5,30	5,10
	2021	4,60	4,60
	2022	4,15	4,15
Transações Correntes (% PIB)	2020	-0,2	-0,7
	2021	-0,2	-0,7
	2022	-1,4	-1,9
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	2020	-12,4	-10,4
	2021	-3,3	-3,1
	2022	-2,4	-2,3
Dívida Pública Bruta (% PIB)	2020	94,9	91,7
	2021	95,3	91,6
	2022	97,4	93,6

Fontes: Santander.

**Figura 11-A. Projeções para o Brasil - Santander vs. Estimativas de consenso (2020)**

	2020e					
	Consenso			Santander		
	Há um mês	Atual	Há um mês	Atual		
Inflação - IPCA (%)	3,0	↑	4,4	3,3	↑	4,5
Crescimento do PIB (%)	-4,8	↑	-4,4	-4,8	↑	-4,1
Taxa Selic (%; fim do ano)	2,00	→	2,00	2,00	→	2,00
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,45	↓	5,20	5,30	↓	5,10
Conta corrente (US\$ bilhões)	-6,0	↑	-4,3	-2,5	↓	-10,2
Resultado primário (% PIB)	-12,0	↑	-11,5	-12,4	↑	-10,4
Dívida Líquida (% PIB)	67,4	↓	65,7	67,1	↓	63,1

Nota: Com base no relatório Focus (Banco Central) de 11/dez/2020.

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 11-B. Projeções para o Brasil - Santander vs. Estimativas de consenso (2021)

	2021e					
	Consenso			Santander		
	Há um mês	Atual	Há um mês	Atual		
Inflação - IPCA (%)	3,1	↑	3,3	2,9	↑	3,0
Crescimento do PIB (%)	3,3	↑	3,5	3,4	↓	2,9
Taxa Selic (%; fim do ano)	2,75	↑	3,00	2,00	↑	2,50
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,20	↓	5,03	4,60	→	4,60
Conta corrente (US\$ bilhões)	-16,3	↑	-14,3	-3,5	↓	-12,3
Resultado primário (% PIB)	-3,0	↑	-2,9	-3,3	↑	-3,1
Dívida Líquida (% PIB)	70,0	↓	67,0	71,6	↓	66,8

Nota: Com base no relatório Focus (Banco Central) de 11/dez/2020.

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.



Figura 11-C. Projeções para o Brasil - Santander vs. Estimativas de consenso (2022)

	2022e					
	Consenso		Santander			
	Há um mês	Atual	Há um mês	Atual		
Inflação - IPCA (%)	3,5	→	3,5	3,2	→	3,2
Crescimento do PIB (%)	2,5	→	2,5	2,6	↓	2,5
Taxa Selic (% fim do ano)	4,50	→	4,50	4,00	↑	4,50
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,00	↓	4,95	4,15	→	4,15
Conta corrente (US\$ bilhões)	-27	↓	-29	-29,6	↓	-39,5
Resultado primário (% PIB)	-2,0	↓	-2,2	-2,4	↑	-2,3
Dívida Líquida (% PIB)	71,5	↓	69,3	74,2	↓	69,5

Nota: Com base no relatório Focus (Banco Central) de 11/dez/2020.

Fontes: Banco Central do Brasil, 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
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

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
Marcela Bensión*	Economist – Uruguay	mbension@santander.com.uy	598-1747-6805

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
Christian Audi	Head LatAm Equity Research	caudi@santander.us	212-350-3991
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 sources 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.