

Cenário Macroeconômico**À espera de uma definição fiscal**Ana Paula Vescovi* e
Time Macroeconomia Brasilanavescovi@santander.com.br
+5511 3553 8567

- Em que pesem os riscos gerados por uma nova onda de contaminação por Covid-19 em países avançados, nosso cenário global ainda contempla um processo gradual (talvez errático) de reabertura e recuperação econômica mundial. A retomada é também impulsionada por fortes estímulos monetários e fiscais. Nosso cenário-base é positivo para o crescimento global e, conseqüentemente, para economias emergentes, mas as incertezas ainda são elevadas em temas chave, como a eleição americana, novas rodadas de estímulos fiscais, e uma solução sanitária definitiva para o coronavírus.
- No Brasil, as preocupações fiscais persistem e uma definição dos rumos (especialmente quanto à efetividade do regime fiscal) somente acontecerá após as eleições municipais de novembro. Em nosso cenário-base, mantemos o cumprimento do teto constitucional de gastos como hipótese fundamental. Em relação às nossas projeções fiscais, não fizemos alterações significativas, apenas ajustes marginais em função da inflação mais alta no curto prazo. Esta última também implicará maior desafio para execução do teto de gastos em 2021, ainda que facilitando um pouco as condições para 2022.
- Embora o respeito à regra do teto de gastos deva ajudar o real a se valorizar no médio prazo, o debate político acerca do tema deverá permanecer acalorado no curto prazo, adicionando prêmio de risco ao (que consideramos ser) o valor justo da moeda. Conseqüentemente, revisamos nossa projeção de câmbio para dezembro de R\$4,90/US\$ para R\$5,30/US\$, mas mantivemos os valores e R\$4,60/US\$ e R\$4,15/US\$ para o final de 2021 e 2022, respectivamente.
- O patamar mais desvalorizado (do que imaginávamos anteriormente) para a moeda nos próximos meses nos levou a reduzir nossas projeções para os déficits em transações correntes em 2020, 2021 e 2022 (de US\$9,3 bi, US\$8,7 bi e US\$31,0 bi para US\$2,5 bi, US\$3,5 bi e US\$29,6 bi, respectivamente). Os números destacam a “blindagem” de curto prazo gerada pela flexibilidade do balanço de pagamentos na economia brasileira.
- Indicadores recentes de atividade econômica evidenciaram uma recuperação gradual e heterogênea, amplamente sustentada por estímulos fiscais temporários. Nossos números assumem uma reabertura gradual, mas contínua da economia adiante, com “normalização” esperada para meados de 2021. Um efeito “mecânico” da reabertura (dos serviços) no próximo ano deverá compensar a queda esperada na massa salarial (com o fim dos auxílios emergenciais dados às famílias). Estamos mantendo nossas projeções de variação real do PIB em -4,8%, 3,4% e 2,6% para 2020, 2021 e 2022, respectivamente.
- Dados recentes do BC para setembro revelam que o crédito bancário às famílias vem se recuperando, com as novas concessões no segmento livre praticamente voltando aos níveis anteriores à crise. No lado corporativo, os novos empréstimos continuam em alta, compensando a queda nas emissões via mercado de capitais. Revisamos nossas projeções para o crescimento real do saldo total para 7,5%, 5,3% e 6,8% em 2020, 2021 e 2022, respectivamente, de 6,1%, 5,5% e 5,8%.
- As principais surpresas altistas recentes na inflação ocorreram via alimentação e bens industriais, o que nos levou a elevar a projeção de IPCA 2020 para 3,3% (de 2,3%) e 2021 para 2,9% (de 2,7%). Mantivemos a estimativa para 2022 em 3,2%. Apesar da revisão para cima, a inflação cheia seguirá abaixo da meta central, com núcleos bem-comportados, expectativas de inflação ancoradas e ociosidade econômica elevada. Assim, mantemos nossa visão benigna para a inflação no médio prazo.

Apesar dos crescentes riscos fiscais e das possíveis implicações adversas para a política monetária, nosso cenário-base ainda projeta estabilidade no juro básico em 2,00% (mínimo histórico) até o 1T22, quando prevemos o início de uma gradual retirada de estímulos. Embora expectativas de inflação ancoradas e atividade abaixo do potencial limitem as chances de uma inflação de demanda no médio prazo (cenário básico), um deslize fiscal poderia levar um quadro de estagflação (cenário alternativo).

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.



Sumário Executivo

Nesta revisão de nosso cenário macroeconômico, reforçamos a percepção defendida desde maio de que o quadro fiscal deverá definir a recuperação da economia pós-covid. De um lado, ainda mantemos como cenário base a aprovação de reformas capazes de sustentar o atual regime fiscal e o teto de gastos até, pelo menos, 2023. De outro, observamos o crescente risco de concretização de um cenário alternativo, onde o Brasil voltaria à dominância fiscal.

Os preços dos ativos voltaram a se deteriorar a partir do envio da proposta orçamentária para 2021 ao Congresso Nacional (final de agosto), a qual deixou clara a inexistência de espaço fiscal tanto para sobrevida do teto após 2022 quanto para a criação de novos programas sociais. Uma eventual decisão de “nada fazer”, portanto, não consiste em saída definitiva.

A evolução dos preços dos ativos desde então passou a embutir crescente risco de flexibilização do regime fiscal. Isso poderia ocorrer, por exemplo, por meio da aprovação de uma exceção ao teto de gastos para viabilizar novo programa de assistência social, mais abrangente e com maior custo que o atual Bolsa Família (R\$34,9 bi previstos no orçamento de 2021). Sem dúvida, a extinção do auxílio emergencial em dezembro próximo, conjuntamente à extinção de outros estímulos fiscais adotados temporariamente durante a pandemia, trará desafios adicionais ao mercado de trabalho e à situação dos mais vulneráveis, com queda da massa salarial ampliada de aproximadamente -7%, prevista para 2021¹.

A escalada do risco ocorre em resposta à escalada da dívida pública bruta para patamar 20 pontos de percentagem do PIB acima do pré-crise e, conseqüentemente, à maior necessidade de financiamento tanto para rolagem da dívida quanto de déficits primários até ao menos 2027. Mantivemos nossa projeção de déficit de R\$880 bi em 2020, com a dívida bruta alcançando 94,9% em 2020 e 105,8% no seu pico (2027). Na prática, período tão longo convivendo-se com déficits primários não costumam ser imunes a possíveis choques de confiança ou choques externos.

Com o fim das eleições municipais, aguarda-se comunicação clara sobre qual será a estratégia do governo para retomada da consolidação fiscal e na construção de uma estratégia crível de sustentabilidade intertemporal da dívida pública. A contenção dos gastos públicos obrigatórios demanda ações urgentes, amplo consenso, e muita coordenação política, capaz de alterar uma trajetória persistente verificada nos últimos 30 anos. A reforma da previdência foi um passo importantíssimo, mas insuficiente para solucionar o problema. O crescimento de gastos obrigatórios mantém-se acima do crescimento do PIB (em média 3,9% real) desde então, já excluídos os gastos temporários de enfrentamento dos impactos da Pandemia.

Ainda mantivemos nosso cenário base, no qual algumas ações podem ser viabilizadas nos próximos meses – como as reformas fiscais emergenciais, com redução de vinculações e indexações de despesas; reestruturação ampla da assistência social, em caso de criação de novo programa social; mudanças na forma de contratação, remuneração e estruturação das carreiras do serviço público; reforma tributária; e reformas microeconômicas em geral – nos próximos meses. Neste cenário, mantivemos a projeção de queda do PIB de -4,8% em 2020, com crescimento de 3,4% em 2021.

Acreditamos que o impacto menor que o esperado da crise sanitária sobre a economia e a queda das curvas de contágio e, mais importante, a redução à menos da metade da média diária de mortes e a elevada capacidade ociosa, sustentam um processo seguro de reabertura.

Com a manutenção da confiança na sustentabilidade da dívida pública, o efeito “mecânico” de reabertura do setor de serviços mais do que compensaria a retirada das transferências de renda aos mais vulneráveis ao final de dezembro, quando se encerra o período de calamidade pública e o orçamento de gastos temporários.

O consumo das famílias voltaria a uma composição mais voltada para serviços do que para bens. A política monetária expansionista, desde a aprovação da nova Lei do Distrato no final de 2018, vem consolidando um ciclo de expansão na construção civil. Ademais, a aprovação recente de marcos regulatórios atualizados para a infraestrutura (energia, telecomunicações, saneamento) começam a reativar negócios de longo prazo. Esses setores, acreditamos, seriam os motores de uma recuperação gradual e sustentada nos próximos anos, dada a importância destes para a recuperação do mercado de trabalho.

Ademais, a recuperação mais cedo que o esperado da economia mundial, em resposta à dose massiva de estímulos das economias avançadas, tende a reduzir o risco associado à pandemia e contribuir para a recuperação dos preços de commodities. Os fundamentos da taxa de câmbio – preço relativo das moedas de economias avançadas, risco global, diferencial de taxas de juros, e preços de commodities – mantém-se na direção de uma valorização da taxa cambial, para 5,30 no final de 2020 e 4,60 no final de 2021 (veja nosso relatório²).

¹ Santander Macro Brasil – Atividade e Fiscal - *The Real Wage Bill and the Impact of Emergency Aid* – 16/set. Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-the-real-wage-bill-and-the-impact-of-emergency-aid/20-10-09_142043_especial_real_wage_bill.pdf

² Santander Macro – Setor Externo - *FX Compass* – 22/out. Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fx-compass-october/20-10-26_165942_2010+-fx+compass.pdf



Assim, não obstante o recente choque sobre preços de alimentos e as pressões advindas sobre preços de componentes industriais importados, o cenário de inflação tende a se normalizar pelo predomínio da inflação de serviços muito baixa e das expectativas ancoradas, convergindo para o centro da meta em 2022. Isso viabiliza a manutenção da taxa SELIC em 2% a.a. até o início de 2022, quando o hiato do produto se aproximará de um fechamento.

Contudo, o recente aumento do risco de enfraquecimento da âncora fiscal vem se manifestando tanto na taxa de câmbio (R\$/US\$5,60 ante R\$/US\$4,00 no final de 2019) quanto na sua volatilidade. Também a curva de juros sustenta inclinação de 400 pontos-base (jan/27 x jan/22) na comparação com patamar de 150 pontos-base antes da pandemia. Tanto os prêmios de inflação quanto os prêmios de juros nos vértices mais longos têm subido, posicionando-se acima da média histórica e muito acima dos patamares anteriores à pandemia³. A depreciação cambial começa a contaminar o preço de produtos comercializáveis com o exterior, levando as projeções dos índices gerais de preços medidos pelo IGP-DI de 15% para 20%, o que contribuiu para a revisão da nossa projeção do IPCA para 3,3% em 2020 (um ponto percentual maior do que em nossa revisão de cenário anterior).

Acreditamos, assim, que a demonstração recente da tendência que seria percorrida em um caminho de dominância fiscal - com a rápida deterioração do quadro inflacionário, dos preços dos ativos, dos indicadores de confiança, e dificuldades no financiamento da dívida pública - tende a fortalecer o compromisso das lideranças políticas com a responsabilidade fiscal. Mas o tempo torna-se cada vez mais curto para se frear e reverter tal deterioração.

Hipóteses Importantes de Nosso Cenário-Base

O conjunto de premissas que condicionam as nossas projeções para o Brasil praticamente não se alterou desde nossa última revisão. Desta forma, nosso cenário segue com as seguintes hipóteses:

- No cenário global, assumimos que os efeitos sanitários e econômicos da pandemia diminuirão ao longo do próximo ano (com possível vacinação em escala mundial no 1S21) e uma normalização da mobilidade esperada para o final de 2021. Apesar do ressurgimento recente de casos Covid-19 no Hemisfério Norte, especialmente nos EUA e na Europa, assumimos que as principais economias irão observar isolamentos seletivos, mas sem retroceder a um nível de confinamento tão rigoroso quanto no início da pandemia. Nosso cenário não pressupõe uma escalada adicional das tensões geopolíticas entre as maiores economias, especialmente na “guerra comercial” entre EUA e China, e projeta uma nova rodada de estímulos fiscais nos EUA após as eleições (3/nov). Também assumimos um cenário global de taxas de juros baixas por muito tempo, gerando condições financeiras relativamente favoráveis para as economias emergentes;
- Nossos números consideram que as medidas de distanciamento social continuariam a observar um gradual (mas contínuo) abrandamento em nível local nas próximas semanas e meses. Assumimos que o processo de reabertura seria tal que a mobilidade atingisse algo próximo de um nível “normal” em meados de 2021. Esta hipótese reflete uma visão de que uma vacinação em larga escala ocorreria no 1S21;
- Naquilo que consideramos como a hipótese mais fundamental em nosso cenário básico para o Brasil, assumimos decisão (tanto do Executivo quanto do Legislativo) de aprovar medidas corretivas a fim de abrir novo espaço fiscal para sustentar um mínimo de R\$100 bi de despesas discricionárias. Isto permitirá manter intactas as bases do atual regime fiscal, sem mudanças de política que prejudiquem a credibilidade do teto constitucional de gastos. Desta forma, nossas estimativas orçamentárias consideram despesas federais em torno ou ligeiramente abaixo do teto constitucional até 2022 (com margem de manobra bem pequena para 2021, e ainda menor para 2022);
- Continuamos assumindo que a pandemia não gerará um processo de falências corporativas em massa, nem uma depressão no mercado de trabalho, mantendo a economia relativamente posicionada para uma recuperação econômica gradual, mas contínua, e em um ambiente socialmente estável.
- Nossas projeções de inflação assumem, adicionalmente, que o componente exógeno (internacional) do choque de alta de preços dos alimentos perderá fôlego em 2021, após uma recuperação gradual no rebanho suíno chinês e uma alta produtividade agrícola (ou seja, produção por hectare) no Brasil, na esteira de fortes receitas e investimentos agrícolas. Mais recentemente, riscos climáticos (*La Niña*) trazem algum desafio para esta hipótese.
- Nosso cenário também contempla uma normalização de contratos de serviços que foram rediscutidos durante a pandemia (por exemplo, saúde, educação), bem como a postergação de reajustes de tarifas em setores regulados. Na maioria dos casos, assumimos como compensação total já em 2021, a menos que nos casos em que os ajustes pendentes tenham sido diferidos por um período de tempo mais longo (por exemplo, eletricidade). Também assumimos a normalização dos impostos diferidos ou o reescalamento de empréstimos.

³ Santander Macro Brasil – Política Monetária - Mind the (Fiscal Risk) Premium – 6/out. Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-mind-the-fiscal-risk-premium/20-10-09_140012_especial+-mind+the+%28fiscal+risk%29+premium.pdf



Economia Internacional

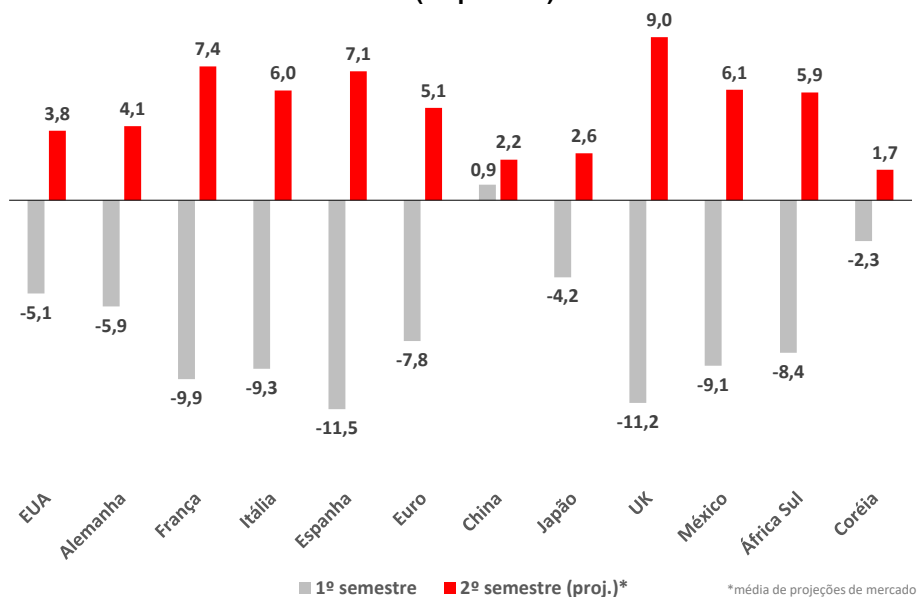
A economia global segue em trajetória de recuperação à medida em que o processo de reabertura das principais economias segue em curso, e sob a influência de fortes estímulos monetários e fiscais. A segunda onda de contaminação da pandemia do Covid-19 na Europa já ultrapassa o pico da primeira onda, gerando riscos para a continuidade do processo de abertura (nota: a “terceira” onda nos EUA também preocupa). Contudo, ao menos por ora, as mortes e hospitalizações seguem abaixo do pico da primeira onda, o que tem evitado medidas mais severas de isolamento social.

Além da reabertura, o massivo afrouxamento das condições financeiras globais, ancorado no maior estímulo monetário e fiscal da história recente, tem dado suporte para a retomada global. Do lado monetário, a promessa, por parte dos principais bancos centrais, de uma política extremamente acomodatória para os próximos anos deverá seguir contribuindo para um ambiente favorável aos ativos arriscados. No entanto, do lado fiscal, as dificuldades na economia política para a aprovação de novas rodadas de estímulo, além dos limites impostos pelas respectivas restrições orçamentárias de cada país, podem levar à materialização de um abismo fiscal – quando os estímulos se encerram de forma repentina. Contudo, ao menos na maior economia do mundo, as perspectivas permanecem para uma nova rodada de estímulo fiscal no médio prazo, já que o candidato democrata Joe Biden segue como favorito para a corrida presidencial americana contra o presidente Donald Trump. Além disto, os Democratas – que defendem um maior impulso fiscal neste momento – seguem como favoritos para obter maioria na Câmara e no Senado.

A importância dos estímulos fiscais pode ser atestada pela recuperação em “V” do setor onde o impulso chegou à economia de forma tempestiva: o consumo de bens. Este último já se encontra acima do nível pré-pandemia nas principais economias. A partir de agora, a retomada será mais desafiadora, especialmente em eventual ausência de expansão fiscal adicional. Para que a economia global se recupere integralmente, será necessário que o mercado de trabalho siga melhorando e que a pandemia seja controlada de forma definitiva (após vacinação ampla). Isto impulsionaria ainda mais o setor de serviços, cuja recuperação vem sendo mais frágil que os demais setores ao redor do globo.

Em resumo, o cenário-base é positivo para o crescimento global e conseqüentemente para economias emergentes, mas as incertezas ainda são altas (eleição americana, estímulos fiscais, solução definitiva para o coronavírus). Em especial, para diversos países emergentes – incluindo o Brasil – a fragilidade fiscal será um desafio a ser superado.

Figura 1. Média do crescimento trimestral (sequencial) do PIB - %



Fonte: Bloomberg, Santander.



Política Fiscal

As medidas governamentais para combater os efeitos econômicos da pandemia continuam gerando deterioração para as contas públicas no Brasil. Do lado da receita, nos últimos meses o desempenho da arrecadação federal está melhorando com a retomada da atividade, porém segue afetado pela maior utilização de (compensações de) créditos tributários. Assim, continuamos estimando perdas de receita primária de R\$ 210 bi em 2020, em relação ao cenário pré-pandemia. Do lado das despesas, o total relacionado com a pandemia soma R\$ 457 bi até outubro, e está previsto para atingir cerca de R\$ 590 bi até o final do ano.

Em geral, nossos números tiveram pouca alteração em relação ao nosso relatório de setembro. Houve ajustes marginais por conta da revisão de nossa projeção de inflação, impactando o PIB nominal (denominador). Nossa projeção de déficit primário do setor público para 2020 segue em R\$ 880 bi (12,4% do PIB). Para 2021 e 2022, continuamos esperando que os déficits primários se reduzam gradualmente (Figura 2-A).

Por sua vez, a dívida bruta deve atingir 94,8% do PIB em 2020, um aumento de cerca de 20 p.p. em relação a 2019. Para 2021, seguimos com a hipótese de devoluções de recursos ao Tesouro, por parte do BNDES, no valor de R\$100 bi. Este fator poderá manter a dívida virtualmente estável (ainda que de forma temporária) no ano que vem, com nossa estimativa para a dívida bruta em torno de 95,2% do PIB (Figura 2-B). O pico do endividamento público deverá ser visto em 2027, na faixa de 106% do PIB, cerca de 30 p.p. acima da estimativa pré-pandemia. Com uma esperada volta ao superávit primário após 2027, a dívida bruta deverá recuar para um patamar próximo de 93% do PIB em 2035.

A hipótese crucial do cenário é que a expansão atual será (quase totalmente) limitada a 2020. O principal risco para o nosso cenário é a possibilidade de criação de uma nova despesa permanente, causando uma “violação” do teto de gastos – a principal âncora fiscal do país. Além disso, exploramos recentemente em nossos relatórios riscos adicionais de se desviar da trajetória de ajuste fiscal, como a substancial necessidade de financiamento público em 2021⁴ (Figura 2-C) e a redução na margem em relação ao teto de gastos⁵ (Figura 2-D), em função de um descasamento recente nos índices de inflação. Nosso cenário base antecipa trajetória sustentável da dívida pública, refletindo nossa visão fundamental de que o país permanecerá comprometido com a agenda de consolidação fiscal, em especial com a manutenção da efetividade do teto de gastos.

Figura 2-A. Resultado Primário Consolidado (% PIB)

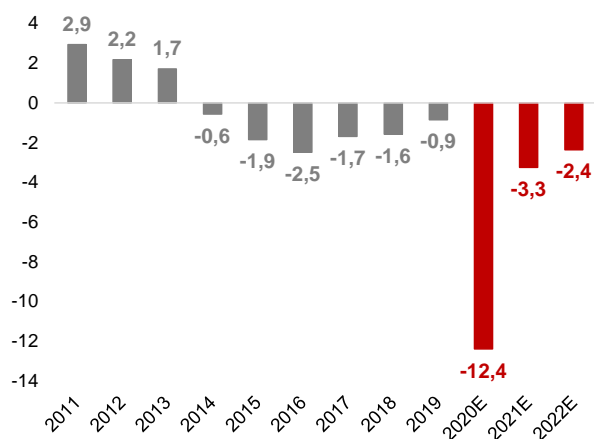
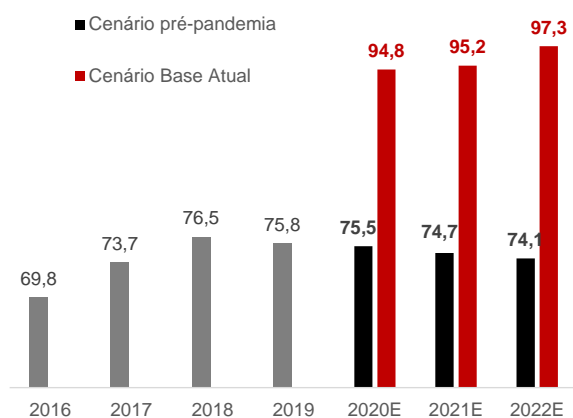


Figura 2-B. Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

⁴ Santander Macro Brasil – Política Fiscal - *Borrowing Requirements and Debt Management: The Importance of the Fiscal Adjustment* – 7/out. Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-borrowing-requirements-and-debt-management/20-10-09_140544_special+-borrowing+requirements+and+debt.pdf

⁵ Santander Macro Brasil – Política Fiscal - *Spending Cap Rule: Narrowing the Margin for 2021* – 20/out. Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-special-spending-cap-rule/20-10-21_204025_bzmacrospcap102120.pdf



Figura 2-C. Necessidade de Financiamento em 2021 (R\$ bi)

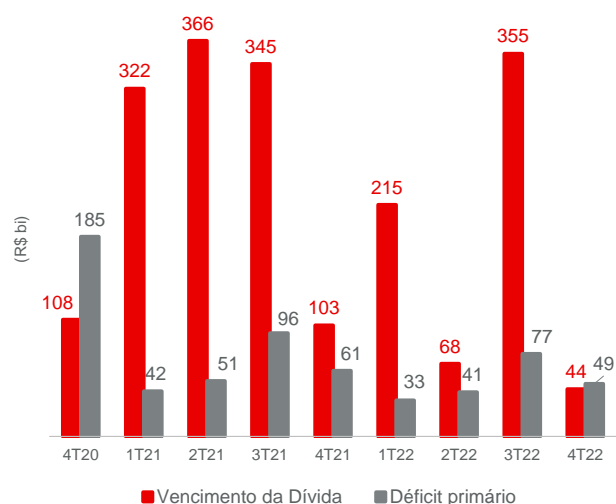
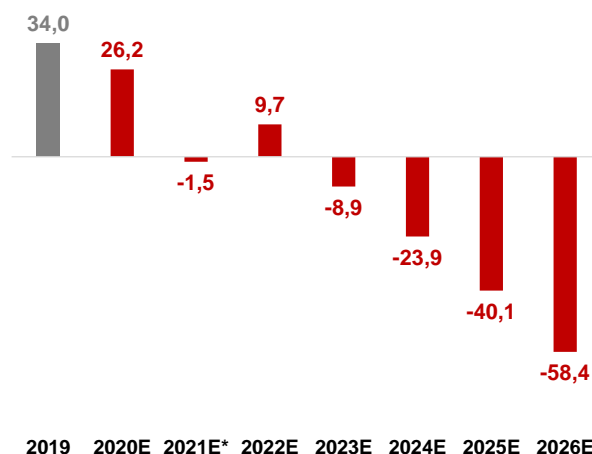
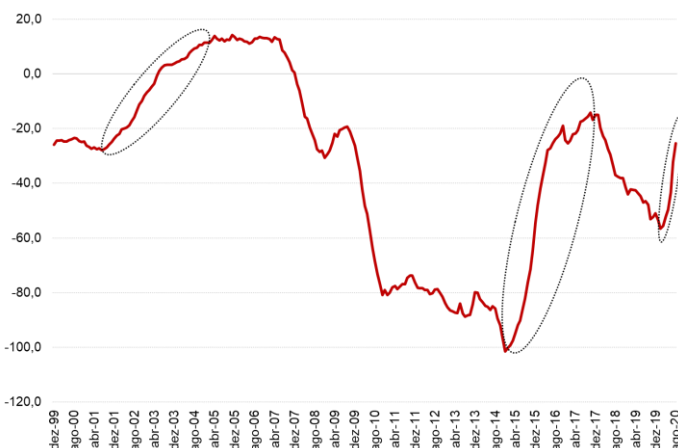


Figura 2-D. Folga (+) ou insuficiência (-) para cumprimento da regra de teto dos gastos (R\$ bi)



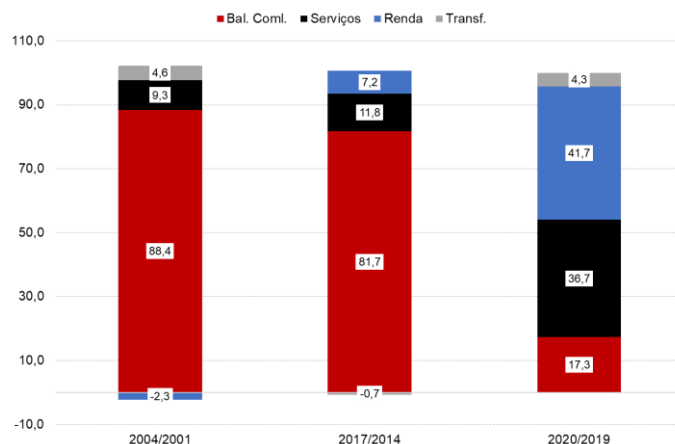
Fontes: Banco Central do Brasil, Ministério da Economia, Santander.

Figura 3-A. Saldo em transações correntes (US\$ bi, 12m)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 3-B. Ajustes em transações correntes – contribuições (%)



Setor Externo e Taxa de Câmbio

Como afirmamos em relatório recente⁶, apesar da conjuntura internacional favorável, a percepção de riscos fiscais na economia brasileira vem pesando sobre a moeda nacional. Assim, consideramos que apenas uma indicação crível de comprometimento com a disciplina fiscal seria capaz de provocar alguma correção no mercado cambial. Neste âmbito, o governo federal já declarou que nenhuma decisão acerca do arcabouço fiscal para 2021 será tomada até que o ciclo de eleições municipais tenha se encerrado (ou seja, até o final de novembro).

Desta maneira, pelas próximas semanas, avaliamos que a incerteza quanto à implementação – ou não – de um novo programa de assistência social em 2021 e se este eventual programa permitirá – ou não – o cumprimento da regra de teto de gastos públicos permanecerá no ar, o que deverá dificultar a apreciação do real no período. Diante dos riscos percebidos pelos agentes econômicos em relação à manutenção do regime fiscal atual, continuamos acreditando que o resultado final deverá ser a manutenção do arcabouço, quadro que levaria à apreciação do real a médio prazo. Contudo, reconhecemos que o limitado número de dias para negociações políticas até o final do ano – as atividades parlamentares serão suspensas

⁶ Santander Macro – FX Compass – 22/out. Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fx-compass-october/20-10-26_165942_2010++fx+compass.pdf



em 23/dez – deverá limitar as chances de grandes avanços, e com isto também a magnitude de qualquer movimento de valorização no curto prazo. Como resultado, revisamos nossa projeção de câmbio para dezembro de R\$4,90/US\$ para R\$5,30/US\$, mas mantivemos nossa expectativa de que haja recuo para R\$4,60/US\$ e R\$4,15/US\$ ao final de 2021 e 2022, respectivamente.

Além da hipótese crucial de que o atual arcabouço fiscal permanecerá intacto nos próximos anos, também consideramos que mudanças estruturais no perfil das transações correntes brasileiras deverão ajudar no desempenho do real. Desde a implantação o regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999, o déficit em transações correntes brasileiro registrou três episódios de melhora substancial: um visto entre 2001 e 2004, outro entre 2014 e 2017 e o atual, que imaginamos que durará até meados de 2021. Nos primeiros dois episódios, a balança comercial respondeu por parcela majoritária do ajuste, enquanto as contas de serviços e renda primária representaram uma pequena parcela do movimento.

Atualmente, a contração vista nas remessas de lucros e dividendos têm liderado o processo, com a conta de serviços vindo logo em seguida. Em nossa visão, esta composição sinaliza uma maior integração da economia brasileira e os mercados internacionais. Esta integração se reflete em uma melhor composição do passivo externo líquido, com os investimentos diretos substituindo a dívida externa como fonte de financiamento nas últimas décadas, à medida que os investidores estrangeiros se tornaram mais sócios do que credores da economia brasileira.

Assim, em períodos de crises, as transações correntes deverão se ajustar mais rapidamente do que ocorria antes, dado o maior número de canais através dos quais a desvalorização cambial será capaz de influenciá-las. Como resultado, esperamos que o déficit anual de US\$50,9 bi registrado em 2019 encolha substancialmente para US\$2,5 bi neste ano e que apresente número semelhante em 2021 (US\$3,5 bi) na medida em que a recuperação econômica tenderá a ser gradual. Para 2022, na esteira da apreciação cambial e da consolidação da recuperação econômica, o déficit em transações correntes deverá chegar próximo de US\$30 bi, com as remessas de lucros e dividendos, despesas com turismo e importações provavelmente crescendo em ritmo mais intenso. Contudo, isto representará aproximadamente 1,6% do PIB, patamar tranquilamente financiável para a economia brasileira.

Atividade Econômica

As divulgações de indicadores de atividade econômica dos últimos meses evidenciaram um padrão gradual e heterogêneo de recuperação apresentado pela economia brasileira (Figura 4-A). Refletindo os efeitos do massivo programa de auxílio emergencial, as vendas de varejo lideram este processo, mais que compensando a forte queda verificada em abril e atingindo altas plurianuais; a indústria também apresentou boa retomada, recuperando-se quase que 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 da leitura de fevereiro (pré-crise).

Em nosso cenário básico, esperamos que o processo de flexibilização das medidas de isolamento social prossiga (de forma relativamente contínua) ao longo do 4T20 e 1T21, com a economia em “pleno funcionamento” a partir do 3T21. Assumimos ainda que a pandemia não gerará processo desordenado ou massivo de falências corporativas, tampouco uma depressão no mercado de trabalho, o que implica uma ausência de restrições severas e duradouras na capacidade de oferta. Este fator poderá manter a economia relativamente bem posicionada para uma recuperação continuada em meio a um ambiente socialmente estável. Dados recentes sobre falências sugerem que esta é uma hipótese razoável, ao menos até aqui (Figura 4-D). Considerando estas hipóteses e os dados de curto prazo, mantivemos nossas projeções de crescimento real do PIB em -4,8%, 3,4% e 2,6% para 2020, 2021 e 2022, respectivamente.

No que diz respeito às condições do mercado de trabalho, na esteira da reabertura, esperamos que a população economicamente ativa atinja o patamar pré-crise no segundo trimestre de 2021, com o nível de emprego de volta ao patamar pré-crise no final de 2022. Nesse contexto, em nossa opinião parece inevitável um aumento acentuado da taxa de desemprego (Figura 4-B), atingindo uma taxa anual média de 13,4% em 2020 e 16,1% em 2021, com uma lenta redução para 15,3% em 2022. Com relação à população desocupada, após registrar 12,0 milhões de pessoas no final de 2019, esperamos que a desocupação venha a atingir mais de 17,3 milhões de pessoas no segundo trimestre de 2021, decaindo lentamente para 16,3 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 aumentos na taxa de desemprego natural da economia após a pandemia.

Em uma análise dos impactos do auxílio emergencial sobre a massa salarial, 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 contra factual, 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.



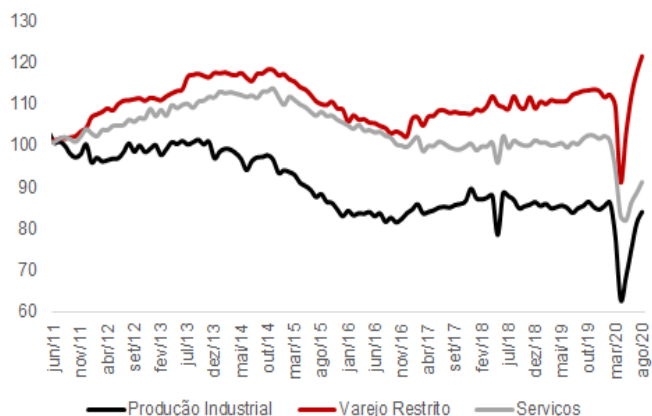
Nossos cenários contam com uma queda real da ordem de 6 a 8% na massa salarial ampliada no próximo ano, dependendo da adoção ou não de um novo programa de renda mínima. Esse impacto deve ser compensado pelo processo de reabertura da economia, propiciando uma espécie de retomada “mecânica”, especialmente no setor de serviços.

Em termos de riscos para o cenário de atividade econômica, a deterioração do quadro fiscal é o principal risco baixista, na medida em que pode desencadear uma deterioração nas condições financeiras e uma queda na confiança, com repercussões recessivas sobre a economia.

Dados recentes do Banco Central (BC) para setembro revelam que o crédito bancário às famílias vem se recuperando, ajudando a sustentar a atividade econômica (e possivelmente uma temporada de gastos do consumidor) nos últimos meses. Nesta categoria, as novas concessões livres já se encontram em 98% do volume visto em fevereiro, o que significa uma volta ao nível pré-pandemia. Para as empresas, as captações continuam em alta, refletindo a expansão tanto do crédito livre para capital de giro quanto do direcionado por meio de medidas de estímulo governamental. É importante ressaltar que, embora o aumento nos empréstimos bancários para empresas não financeiras esteja compensando o retrocesso nas transações via mercado de capitais (ver Figura 5-A), é possível que as empresas brasileiras estejam mais dispostas a acumular recursos (para se proteger contra hipotéticas restrições de liquidez) do que a fazer investimentos. Por último, e refletindo a postura expansionista da política monetária e a inadimplência até agora limitada, o Indicador do Custo do Crédito (ICC), as taxas de juros e os *spreads* das famílias e das empresas não financeiras tem mantido a tendência de queda.

Revisamos nossas projeções para o crescimento do saldo real de crédito bancário total para 7,5% em 2020, 5,3% em 2021 e 6,8% em 2022 (ver Figura 5-B), de 6,1%, 5,5% e 5,8%, respectivamente. Fatores de risco para o nosso cenário básico: retrocessos na reabertura podem atrasar a recuperação da renda e do consumo, levando a um aumento da inadimplência e do endividamento das famílias. O impacto do fim dos estímulos temporários para as famílias (*corona voucher*) também merece monitoramento. Para as empresas não financeiras, os mesmos contratempos podem prolongar os problemas de liquidez, aumentando o nível de endividamento.

Figura 4-A. Atividade 2011=100 (com ajuste sazonal)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 4-B. Mercado de Trabalho (com ajuste sazonal)

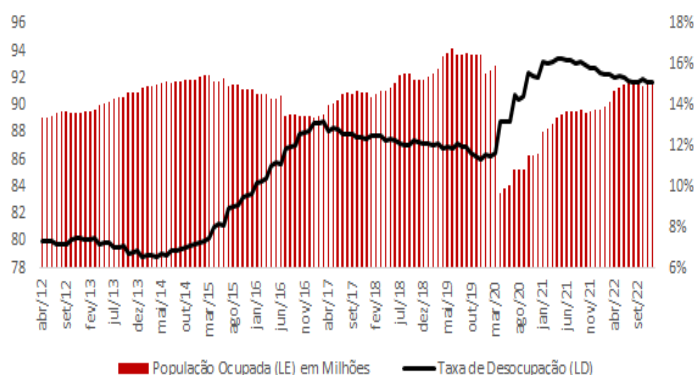


Figura 4-C. Decomposição do PIB

	Projeções PIB				
	Base 2018	2019	2020e	2021e	2022e
PIB Total	1,3	1,1	-4,8	3,4	2,6
Agricultura	1,4	1,3	1,5	3,2	2,4
Indústria	0,5	0,5	-4,6	6,0	1,8
Serviços	0,5	1,3	-6,1	2,6	2,6
Consumo das Famílias	2,1	1,8	-4,5	1,9	3,6
Consumo do Governo	0,4	-0,4	-5,6	3,8	1,0
FBKF	3,9	2,2	-8,1	12,0	8,0
Exportações	4,0	-2,5	1,5	9,7	0,3
Importações	8,3	1,1	-10,4	18,2	14,9
Memo (contribuições)					
Absorção Doméstica	2,0	1,5	-5,4	4,0	3,8
Setor Externo	-0,6	-0,6	1,7	-1,1	-2,4
Estoques	-0,1	0,2	-1,1	0,5	1,2

Fontes: IBGE, Santander e Serasa Experian.

Figura 4-D. Falências Requeridas

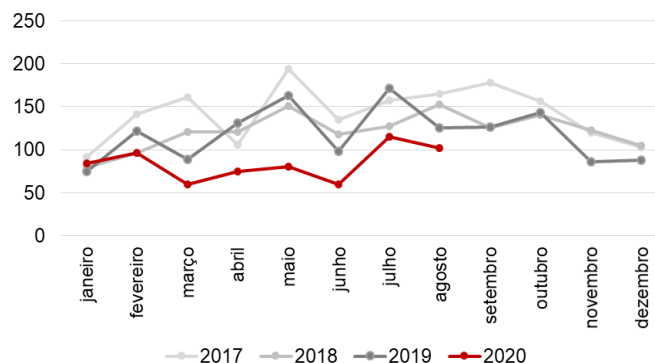
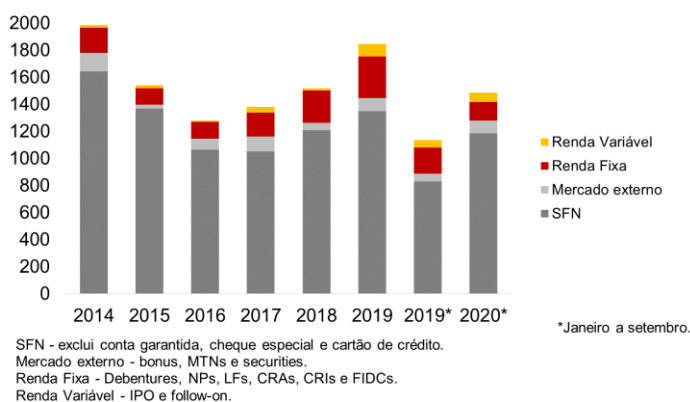


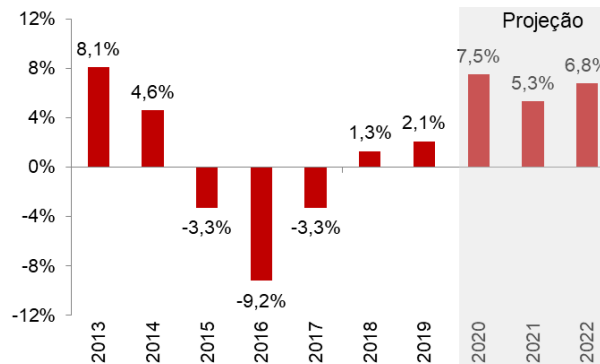


Figura 5-A. Financiamento corporativo (R\$ bi, real)



Fontes: Banco Central do Brasil, Anbima.

Figura 5-B. Crescimento do saldo real de crédito total (%)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

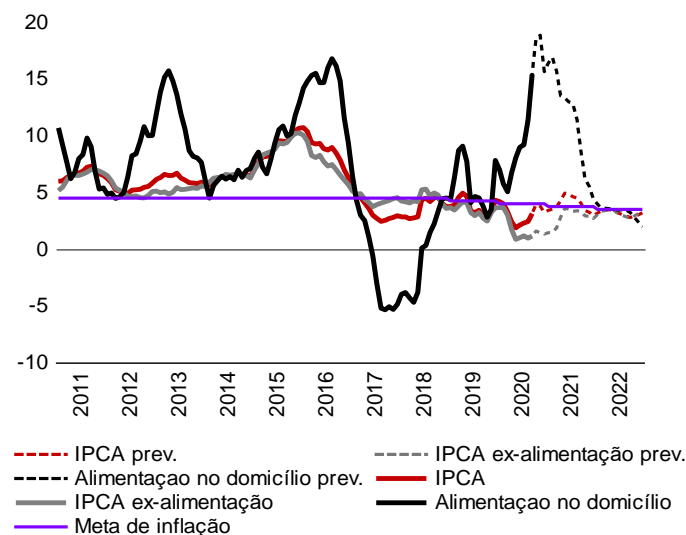
Inflação

A alimentação no domicílio foi, mais uma vez, uma das principais razões para nossa revisão para cima em nossas projeções para o IPCA. Os determinantes seguem os mesmos: demanda externa (China) e doméstica (esta última refletindo uma mudança temporária na cesta de consumo, mais direcionada a bens, por conta da pandemia), taxa cambial desvalorizada e programas de recomposição de renda (auxílio emergencial). Bens industriais também tem sido impactados por essas pressões mas, além destas, o setor também tem uma pressão temporária de descasamento entre oferta e demanda. Desta forma, também subimos nossa projeção para o grupo. Em serviços, a inflação continua com uma dinâmica benigna e fizemos apenas ajustes pontuais por conta de itens voláteis (passagens aéreas). Nos preços administrados, fizemos uma revisão para baixo, mas sem destaques.

Olhando para frente, continuamos acreditando que estas pressões altistas devem arrefecer. A cesta de consumo deve normalizar com a economia reabrindo e o auxílio de renda emergencial deve se encerrar, gerando um ajuste na demanda. A taxa de câmbio também deve apreciar uma vez que o risco fiscal reduza. Sendo assim, fizemos apenas um ajuste para cima na inflação de alimentos de 2021 por conta do La Niña, que deve retardar a desaceleração do grupo. Além disso, também vemos o descasamento temporário entre oferta e demanda se corrigindo quando os efeitos relacionados a pandemia se dissiparem. Na parte de serviços, continuamos acreditando que o alto desemprego ao longo de 2021 vai manter a inflação do grupo em baixa. Finalmente, em bens administrados continuamos antecipando uma forte alta, pois os reajustes tarifários adiados em 2020 devem ser compensados em 2021.

Em resumo, revisamos o IPCA 2020 de 2,3% para 3,3%, 2021 de 2,7% para 2,9% e 2022 mantivemos em 3,2% -- todas as projeções ainda bem abaixo das metas do BC de 4,00%, 3,75% e 3,50%, respectivamente. Vale notar que continuamos vendo uma dinâmica e composição benignas (i.e. núcleos baixos) para inflação.

Analisando o balanço de riscos, em 2020 o risco segue para cima, por conta das pressões citadas anteriormente. Já para 2021 vemos riscos dos dois lados: o La Niña pode ser ainda pior do que esperamos e causar perdas na safra de grãos -- de forma que mais um choque em alimentação seria perigoso, pois aumentaria a chance de transmissão para o restante dos preços; do outro lado, o hiato de produto negativo (leia-se ociosidade) continua indicando risco para baixo na inflação de demanda.

**Figura 6-A. Inflação observada e projeção - % 12m**

Fontes: Banco Central do Brasil, IBGE, Santander.

Figura 6-B. Composição da inflação do IPCA - % 12m

	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
IPCA	3,0	3,8	4,3	3,3	2,9	3,2
Livres	1,3	2,9	3,9	4,3	2,4	2,8
Alimentação no domicílio	-4,9	4,5	7,8	15,6	4,5	2,0
Bens industriais	1,1	1,1	1,7	2,5	1,5	2,7
Comercializáveis	1,0	1,0	1,7	2,5	1,5	2,7
Não-comercializáveis	1,5	1,9	1,8	2,0	1,4	2,6
Serviços	4,5	3,4	3,5	1,6	2,1	3,3
Alimentação fora do domicílio	3,8	3,2	3,8	4,9	3,0	4,0
Passagens aéreas	3,1	16,9	2,3	-20,8	15,0	12,0
Atividade econômica	4,2	1,7	2,9	0,3	0,7	2,5
Educação	7,6	5,5	5,0	1,2	5,0	6,0
Inerciais	2,6	2,8	3,4	2,7	2,0	2,0
Salários	6,3	3,7	3,2	2,0	1,8	2,5
Administrados	8,0	6,2	5,5	0,2	4,8	4,0
Gasolina	10,3	7,3	4,0	-3,9	5,0	4,0
Energia elétrica	10,4	8,7	5,0	0,2	5,0	4,0
Plano de saúde	13,5	11,2	8,2	2,5	9,5	4,0
Ônibus	4,0	6,3	6,6	1,8	6,0	4,0
Núcleos	3,6	3,3	3,5	2,8	2,9	3,2

Fontes: IBGE, Santander.

Política Monetária

A percepção de maior risco de execução para o processo de consolidação fiscal após a pandemia influenciou as discussões recentes sobre política monetária. Nas últimas comunicações, o Banco Central elevou o tom das considerações sobre os riscos fiscais, dando maior ênfase à (já mencionada) condicionalidade para manter sua prescrição futura (“*forward guidance*”) de não elevar o juro no futuro previsível. Segundo o Banco Central, o plano de voo conta com a manutenção do regime fiscal, com expectativas de inflação abaixo da meta para o horizonte relevante e bem ancoradas para o longo prazo. Vários membros do comitê indicaram recentemente que, se o regime fiscal for alterado, o “*forward guidance*” será suspenso.

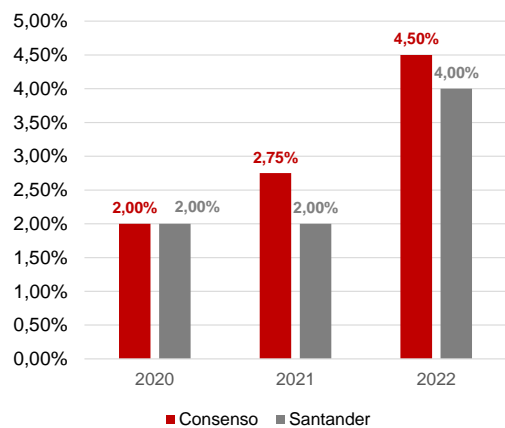
Embora a autoridade esclareça que a queda da prescrição futura não implica, necessariamente, altas mecânicas ou imediatas na taxa de juro básica (o que provavelmente levaria algum tempo, condicional à velocidade de desancoragem das expectativas de inflação), a discussão é um lembrete das implicações adversas para a política monetária geradas por um processo de deterioração fiscal. De fato, continuamos vendo um eventual deslize fiscal como o principal risco para as perspectivas para a taxa de juros; também seguimos entendendo que um cenário (alternativo) de dominância fiscal levaria a um quadro de estagflação no médio prazo.

Por ora, situações de dominância fiscal constituem apenas o cenário alternativo (de risco). Em nosso cenário básico, continuamos projetando uma ausência de pressões inflacionárias pelo lado da demanda no horizonte relevante de política monetária (médio prazo). Apesar da aceleração recente da inflação cheia - principalmente na esteira de itens voláteis (como alimentos) - os principais fundamentos para a política monetária seguem bem-comportados, com expectativas de inflação abaixo do centro da meta no médio prazo e com a economia provavelmente operando abaixo de seu potencial sustentável por um período considerável. Caso estas condições se concretizem, não vemos como abandonar nosso cenário de estabilidade da taxa Selic (no atual patamar expansionista de 2,00%) ao longo de 2021.

Assim, nosso cenário básico de convergência fiscal (ou seja, teto de gastos constitucional ainda crível para os próximos anos, provavelmente respaldado por reformas) contempla o início de uma retirada gradual de estímulos monetários apenas no 1T22. Nestas circunstâncias, o BC não estaria atrasado (ou atrás da curva) naquela ocasião, tendo tempo suficiente para ajustar as taxas de juros de forma gradual – a um passo de 25 p.b. por reunião – até a postura da política monetária retornar à neutralidade (com taxa de juro real em torno de 3,00%) em 2023. Projetamos taxa Selic em 4,00% ao final de 2022 e 6,00% ao final de 2023.

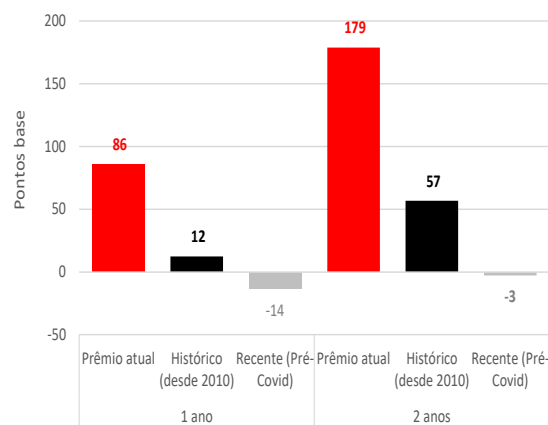


Figura 7-A: Projeções para taxa básica Selic (mediana, fim de ano) – 23/out/2020



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 7-B: Prêmio na porta curta da curva de juro (consenso vs. apuração) – 23/out/2020



Fontes: Banco Central do Brasil, Bloomberg, Anbima, Santander.



Figura 8. Projeções do Santander para a economia brasileira

Variáveis Macroeconômicas		Anterior	Atual
PIB (%)	2020	-4,8	-4,8
	2021	3,4	3,4
	2022	2,6	2,6
IPCA (%)	2020	2,3	3,3
	2021	2,7	2,9
	2022	3,2	3,2
Taxa Selic (% fim do período)	2020	2,00	2,00
	2021	2,00	2,00
	2022	4,00	4,00
Taxa de câmbio - BRL/USD (fim do período)	2020	4,90	5,30
	2021	4,60	4,60
	2022	4,15	4,15
Transações Correntes (% PIB)	2020	-0,6	-0,2
	2021	-0,5	-0,2
	2022	-1,6	-1,4
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	2020	-12,6	-12,4
	2021	-3,5	-3,3
	2022	-2,6	-2,4
Dívida Pública Bruta (% PIB)	2020	95,8	94,9
	2021	96,2	95,3
	2022	98,3	97,4

Fontes: Santander.

Figura 9. Projeções para economia brasileira - Santander vs Consenso

	2020e				2021e							
	Consenso		Santander		Consensus		Santander					
	Há um mês	Atual	Há um mês	Atual	Há um mês	Atual	Há um mês	Atual				
Inflação - IPCA (%)	2,1	↑	3,0	2,3	↑	3,3	3,0	↑	3,1	2,7	↑	2,9
Crescimento do PIB (%)	-5,0	↑	-4,8	-4,8	→	-4,8	3,5	↓	3,4	3,4	→	3,4
Taxa Selic (% fim do ano)	2,00	→	2,00	2,00	→	2,00	2,50	↑	2,75	2,00	→	2,00
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,25	↑	5,40	4,90	↑	5,30	5,00	↑	5,20	4,60	→	4,60
Conta corrente (US\$ bilhões)	-6	↑	-5	-9	↑	-3	-19	↑	-16	-9	↑	-4
Resultado primário (% PIB)	-12,0	→	-12,0	-12,6	↑	-12,4	-2,8	↓	-3,1	-3,5	↑	-3,3
Dívida Líquida (% PIB)	67,0	↑	67,7	67,9	↓	67,1	70,0	↑	70,0	72,4	↓	71,6

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.