

Cenário Macroeconômico**Projetando o pós-pandemia**Ana Paula Vescovi* e
Time Macroeconomia Brasilanavescovi@santander.com.br
+5511 3553 8567

- O cenário internacional apresentou melhora no último mês com sinais preliminares (que depois se mostraram erráticos) de arrefecimento nos novos casos e mortes causadas pelo Covid-19 nos países desenvolvidos. Dados econômicos melhores que o esperado e elevados estímulos monetários e fiscais nas principais economias também ajudaram a melhorar as condições financeiras. Embora a expectativa seja de que a recuperação da economia global se intensifique no segundo semestre, reconhecemos que os riscos adversos permanecem elevados, o que inclui a possibilidade de uma segunda onda da pandemia, embates geopolíticos e comerciais, além da eleição presidencial norte-americana.
- As expectativas de um impacto econômico sem precedentes em decorrência da pandemia foram confirmadas. As necessárias medidas de distanciamento social, adotadas como resposta à pandemia, acentuaram o declínio da atividade econômica, que parece ter atingido seu vale em abril. Maio já apresenta indícios de recuperação, especialmente em prévias de dados de varejo e confiança da indústria. Mantivemos nossas projeções para o PIB em -6,4%, 4,4% e 3,2% para 2020, 2021 e 2022, respectivamente.
- Projetamos que o déficit primário do setor público totalizará cerca de R\$ 850 bilhões (12,2% do PIB) em 2020, tendo em vista a provável prorrogação de algumas medidas emergenciais anunciadas pelo governo no combate à pandemia – dentre as quais destacamos a extensão do auxílio emergencial e das iniciativas que permitem o diferimento do pagamento de tributos. Com base nas premissas de (i) caráter temporário da massiva expansão fiscal observada este ano e (ii) preservação do arcabouço de consolidação fiscal, estimamos que a dívida pública brasileira atingirá o pico em 2027 (no caso da dívida bruta, em nível ligeiramente acima de 100% do PIB) e mostre trajetória de queda gradual posteriormente.
- Diante de condições mais favoráveis que o esperado para o fluxo de comércio internacional, as exportações brasileiras têm sido menos afetadas pela COVID-19 do que as importações. Em nossa visão, este quadro deverá fazer com que o saldo em transações correntes registre resultado atipicamente positivo neste ano (projetamos superávit de US\$1,4 bilhão em 2020). Também estimamos déficits reduzidos nos anos seguintes, de US\$4,4 bilhões em 2021 e US\$7,4 bilhões em 2022.
- Além do comércio internacional, os preços de commodities se recuperaram das mínimas recentes. Houve ainda uma notória redução na aversão a risco global, e os principais bancos centrais injetaram considerável liquidez nos mercados. Na esteira deste ambiente externo mais favorável, e da aproximação entre os poderes Executivo e Legislativo no plano doméstico – este último fator sinalizando a viabilidade de um cenário com reformas macroeconômica adiante – revisamos para baixo nossas projeções para a taxa de câmbio para R\$4,95/US\$, R\$4,50/US\$ e R\$4,15/US\$ ao final de 2020, 2021 e 2022, respectivamente.
- Os dados de inflação divulgados desde nossa última revisão de cenário vieram em linha com nossa expectativa. Ainda assim, fizemos alguns ajustes nas nossas projeções. Para 2020 aumentamos nossa projeção de 1,4% para 1,5%, por conta de preços voláteis. Para 2021, reduzimos de 2,9% para 2,7%, por conta de preços mais sensíveis ao ciclo econômico. Para 2022 seguimos projetando 3,5%, centro da meta. Seguimos projetando em um cenário bastante benigno para inflação adiante.
- O Copom reduziu a taxa básica Selic a 2,25% (nova baixa histórica) e sinalizou que o espaço para novos estímulos é "incerto" e poderá ser "residual". A autoridade considera que o ajuste já implementado tende a ser suficiente para combater o impacto econômico da pandemia. Se nosso cenário básico se materializar, este terá sido o último movimento deste ciclo de cortes de juros. Projetamos agora uma normalização ainda mais lenta do juro, com processo de altas graduais se iniciando apenas em 2022.



Introdução

No transcurso da pandemia do Covid-19, as diferenças nas curvas de contágio ficaram mais evidentes. Nos Estados Unidos e na Europa, o contágio inicial foi mais intenso, e já desaceleraram. Na Europa, a redução de novos casos aconteceu mais cedo comparativamente aos EUA, que observam a intensificação do contágio em regiões até então menos atingidas. Na América Latina, a curva de contágio vem sendo mais gradual, com estágios mais avançados em algumas regiões e mais iniciais em outras. Mas a crise pandêmica na América Latina e, em especial, no Brasil, tem sido mais longa.

Sob forte influência de uma dose de estímulos sem precedentes, os sinais de reação da economia global são melhores que o previsto. A retração do comércio internacional, embora bastante acentuada, deverá ser menos severa do que se pensava, o que explica em alguma medida a recuperação nos preços de commodities. O preço do petróleo Brent, que chegou ao vale de US\$ 25 no final de abril, voltou para a faixa de US\$ 40-45 na segunda quinzena de junho. Com isso, a maior surpresa no cenário foi o desempenho do setor externo, o que ensejou a maior revisão em relação ao mês passado. O saldo comercial sinaliza um ajuste bastante intenso, similar ao ocorrido na crise de 2015/2016, e nos leva de uma projeção em 2020 de 3,0% do PIB de déficit em transações correntes pré-covid para um resultado próximo à zero. O volume de exportações se sustentou acima do esperado, não obstante o mergulho das importações.

Assim, a contribuição externa para o PIB de 2020 tornou-se menos negativa, compensando a contribuição ainda mais negativa da absorção doméstica pela via dos investimentos. Embora com diferença na composição da demanda, a projeção de PIB não se altera. Mas vemos algum descompasso entre a situação atual, com início de recuperação da atividade sob efeitos dos estímulos fiscais, monetários e creditícios, e a situação após a retirada de tais estímulos, partir do segundo semestre. Nossa hipótese de que a distensão do isolamento social no Brasil começaria a acontecer a partir de meados de junho nas regiões mais representativas para o PIB do país se mostrou válida, por ora. Desta forma, sustentamos a expectativa de que a “normalização” das atividades econômicas deverá acontecer a partir de setembro. E, não menos importante, vemos como elevada a probabilidade de termos uma vacina sendo produzida em larga escala a partir de 2021.

A dicotomia entre a situação fiscal extremamente frágil do país e o aumento das demandas sociais – em meio a um cenário de mais desemprego, informalidade e fechamento de firmas – significa o maior risco para o cenário das contas públicas, cuja atualização trouxe mínimas mudanças. A revisão das projeções fiscais nos leva a um déficit primário de 12,2% do PIB em 2020, voltando para 3,5% do PIB em 2021. Com o déficit nominal de 2020 ultrapassando a marca de 16% do PIB e voltando para 8% do PIB no ano seguinte, vemos a dívida pública ultrapassar 100% do PIB em 2027, o que implica o dobro do tamanho em um período de 15 anos. Persistimos na hipótese de sustentação do teto de gastos com reafirmação do compromisso com a busca do equilíbrio fiscal, de reativação da pauta de reformas, e de alguma melhoria no ambiente político-institucional, especialmente após tentativa de formação de uma base de apoio do governo no Congresso. Com isso, vemos a dívida pública se estabilizando em patamar elevado, mas convergindo para níveis mais baixos ao longo do tempo (i.e. até meados da década de 2030).

A falta de evidências mais concretas sobre a base programática do acordo político mais recente nos posiciona em permanente monitoramento dos sinais que serão emitidos nas próximas votações de medidas legislativas. Caso o compromisso com a solvência fiscal seja posto em xeque, voltaremos a atualizar nosso cenário alternativo, apresentado na última publicação mensal de cenários. Para aquele cenário hipotético, definimos atualizações sem frequência pré-definida, com eventuais atualizações futuras, especialmente em caso de eventos relevantes que aumentem os riscos.

Projetar a dinâmica da taxa cambial, como de costume, segue como grande desafio, inclusive por se tratar de variável preponderantemente explicada por fatores internacionais e flutuações nas condições financeiras (preço de commodities, diferencial de taxas de juros, medidas de risco-país). A surpresa positiva no desempenho do comércio internacional alterou nossas premissas para o curto e médio prazo, assim como nossas projeções para a taxa cambial, que agora se situa mais próxima a 5,00 no final de 2020 e com tendência esperada de apreciação até o final de 2022.

Por fim, observamos que a curva de juros recuou para prazos mais curtos (cerca de 50 p.b. no último mês), embora mantenha-se razoavelmente mais inclinada comparativamente à situação pré-covid (e.g. a inclinação jan/25 x jan/21 se situa em torno de 390 p.b., bem acima dos 190 p.b. observados ao final de 2019). O comunicado mais recente do Copom reconheceu a inflação abaixo da meta para 2021 - que no nosso cenário revisado alcançaria 2,7% - mas enfatizou no balanço de riscos incertezas no campo fiscal que poderão pesar no médio prazo. Com a redução de 75 p.b. da taxa Selic na reunião do COPOM de junho, acreditamos que o Comitê chegou ao final do ciclo, provavelmente permanecendo por período mais longo no mesmo patamar antes de iniciar novo ciclo de alta, que deverá ocorrer apenas em 2022.

Economia Internacional

O cenário internacional segue desafiador embora os últimos dois meses tenham sido marcados por uma melhora nas expectativas sobre a economia global. Três fatores explicam, na nossa visão, a melhora no humor externo que pôde ser mensurada pelo afrouxamento das condições financeiras, em especial nos países desenvolvidos: (i) sinais preliminares de queda no número de novos casos e mortes por Covid-19 nas principais economias desenvolvidas, em que pesem sinais



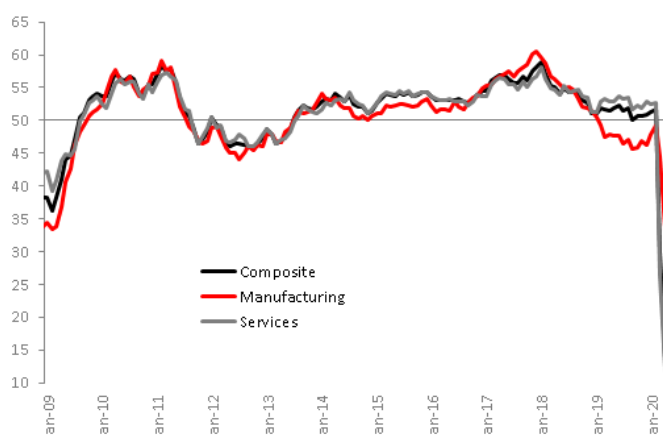
recentes de aumentos localizados; (ii) divulgação de dados econômicos melhores que o esperado pelos analistas; e (iii) estímulos fiscais e monetários sem precedentes ao redor do mundo.

Em relação ao primeiro fator, uma melhora nas curvas de contágio e (principalmente) fatalidades nos principais países desenvolvidos levou à retirada gradual das restrições sobre a atividade econômica. A expectativa de continuidade de um processo benigno de combate ao vírus e reabertura das atividades é o pilar fundamental da recuperação econômica iniciada no mês de maio. De fato, conforme destacado no item (ii) acima, os dados econômicos referentes a maio vêm mostrando uma recuperação mais forte que a esperada. Os melhores exemplos foram as sondagens empresariais (PMI) na Zona do Euro e na China e, principalmente, os relatórios de emprego e vendas no varejo nos EUA. No entanto, esta recuperação seria muito mais difícil se não fossem os estímulos massivos empreendidos pelos governos destes países (item (iii)). Programas de compensação de renda para as famílias e de estímulo à manutenção do emprego e do crédito para as empresas têm sido importantes para mitigar os efeitos da pandemia e suportar uma rápida recuperação, que também é auxiliada pelo enorme afrouxamento monetário. Este último tem ajudado a gerar condições financeiras favoráveis à retomada econômica.

Figura 1. Vendas no varejo “restritas” nos EUA (USD bi)



Figura 2. Sondagem empresarial (PMI) na Zona do Euro



Fontes: US Census Bureau, Markit, Santander

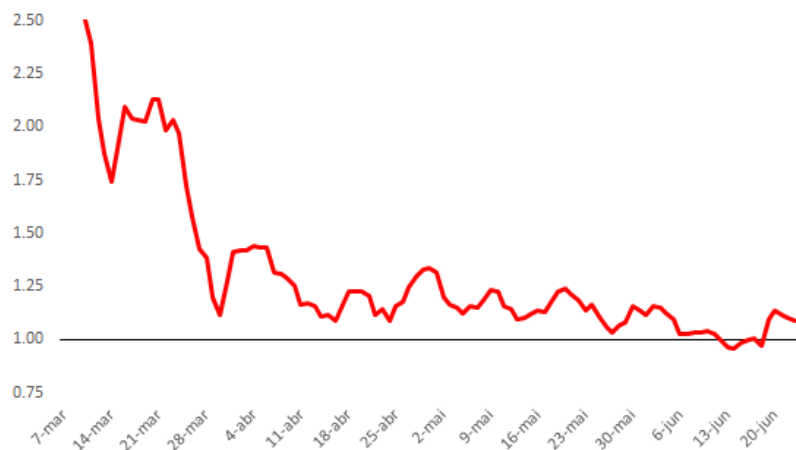
Apesar do panorama benigno de recuperação econômica global descrito acima, o qual acreditamos que se intensificará nos próximos meses, os riscos negativos permanecem elevados. Um salto no número de novos casos de Covid-19 em alguns estados no sul dos EUA e também na capital chinesa nos últimos dias alertam para a possibilidade de uma segunda onda de contágio no mundo. Além disso, o inevitável esgotamento das medidas fiscais adotadas pode gerar um segundo mergulho na atividade, caso aconteça antes que os fundamentos econômicos estejam suficientemente sólidos novamente. Por fim, riscos geopolíticos envolvendo EUA e China, as negociações do Brexit e a eleição presidencial na maior economia do mundo se somam à gama de pontos de atenção em um momento de extrema fragilidade econômica global.

Atividade Econômica

Assim como em qualquer outro país, no momento é impossível falar sobre as perspectivas econômicas sem mencionar os desdobramentos sanitários relacionados à pandemia. No Brasil, a velocidade de crescimento no número de casos segue em queda, com a estimativa de R histórico (ver Figura 1) oscilando ao redor da unidade e indicando menor ritmo de contágio. O número de fatalidades diárias parece estar atingindo um platô e a taxa de mortalidade, que já foi de 7,0% em maio, hoje está em 4,7%. Na região metropolitana de São Paulo, a taxa de ocupação de UTI caiu de 92% para 68% no último mês. Na cidade do Rio de Janeiro a taxa de ocupação de UTI no sistema público caiu de 91% para 64%. Embora a situação ainda demande cautela, levando-se em consideração as discrepâncias regionais em um país com dimensões continentais, o progresso feito nas últimas semanas tem levado ao gradual relaxamento das restrições econômicas em regiões altamente relevantes para o PIB nacional. Se esta tendência de reabertura se mantiver, ela continuará favorecendo o conjunto de hipóteses que temos utilizado nas nossas projeções de PIB desde o mês passado.



Figura 3. Estimativa do R histórico (novos casos/média móvel de 7 dias)



Fonte: Ministério da Saúde, Santander

Um amplo conjunto de indicadores de atividade econômica publicados recentemente confirmaram as expectativas de um impacto econômico sem precedentes em decorrência da crise do COVID-19. As necessárias medidas de distanciamento social, adotadas como resposta à pandemia, acentuaram o declínio da atividade econômica, especialmente em abril. O IBC-Br, que serve como uma proxy mensal do PIB, apresentou a pior queda histórica mensal: - 10%. A contração foi generalizada entre os setores, a despeito de uma natural diferença em magnitude.

Entretanto, algumas informações indicam que abril foi o vale da recessão, com dados de maio já apresentando alguns indícios de recuperação. Nosso indicador coincidente do comércio, o IGET, apresenta variação positiva para maio (+8,5%). Embora não compense a brusca queda anterior (-28,6%), este resultado sinaliza uma recuperação gradual em direção à uma “normalização” econômica, na medida em que as economias regionais começam a reabrir. De fato, com a pandemia possivelmente em viés de estabilização tendencial, e apesar de relevantes disparidades regionais, uma retomada gradual das atividades econômicas está em curso. Em nosso cenário, acreditamos que as políticas adotadas durante a crise preservarão, em alguma medida, empregos e empresas, e avaliamos que a recuperação pós-crise deverá ser significativa, apesar de uma perda de produto acumulada no biênio.

Figura 4. IBC-Br (Com Ajuste Sazonal)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 5. IGET (Com Ajuste Sazonal)

IGet - Varejo Ampliado - Maio 2020			
		% m/m	
	Pesos	Abril	Maio
IGetp	74,8	-18,0	7,4
Materiais de Construção	11,7	-17,9	10,5
Partes e Peças Automotivas	13,5	-55,7	22,7
IGetpa	100,0	-28,6	8,5

Nossas hipóteses para a pandemia têm se mostrado razoáveis, pelo menos por enquanto, a despeito da elevada incerteza quanto ao futuro. Nossos números continuam a assumir uma gradual retomada da atividade econômica a partir de meados de junho, com uma “normalização” projetada para setembro. Como resultado, mantemos nossas projeções para a variação real do PIB em -6,4%, 4,4% e 3,2% em 2020, 2021 e 2022, respectivamente.



Neste contexto, avaliamos que o aumento acentuado da taxa de desemprego é inevitável, atingindo média anual de 14,9% em 2020, e caindo gradualmente para 13,1% e 11,8% em 2021 e 2022, respectivamente. Desta forma, apenas em 2022 a desocupação deverá voltar aos níveis observados em 2019.

Política Fiscal

Nossa avaliação sobre a dinâmica das contas fiscais brasileiras não mudou de forma significativa desde a publicação do nosso último relatório de revisão macroeconômica. Pelo lado das receitas, estimamos que a provável prorrogação das medidas de diferimento tributário¹ combinada à deterioração da atividade econômica implicarão perdas ao redor de R\$ 225 bilhões em 2020 (3,1% do PIB), em comparação ao cenário anterior à crise. No que diz respeito ao lado das despesas, o fluxo de notícias recente reforçou nossa expectativa de que algumas medidas emergenciais anunciadas pelo governo federal no combate à pandemia serão estendidas por alguns meses - por exemplo, acreditamos que o auxílio financeiro aos trabalhadores informais e pessoas de baixa renda (popularmente conhecido como “coronavoucher”) será prolongado por dois meses, representando um custo adicional de aproximadamente R\$ 100 bilhões aos cofres públicos. Deste modo, nosso cenário-base considera que o amplo conjunto de gastos fiscais primários relativos à mitigação dos efeitos da crise totalizará quase R\$ 500 bilhões (6,9% do PIB), um montante consideravelmente superior à média observada para as economias emergentes.

Com base nessas premissas, projetamos que o déficit primário do setor público atingirá R\$ 845 bilhões em 2020, o equivalente a 12,2% do PIB (expectativa anterior: R\$ 810 bilhões ou 11,7% do PIB). Para 2021 e 2022, por sua vez, prevemos déficits primários de R\$ 250 bilhões (3,4% do PIB) e R\$ 195 bilhões (2,5% do PIB), respectivamente. Em relação ao déficit fiscal nominal (inclui os pagamentos de juros nominais), prevemos redução de 16,4% do PIB em 2020 para 7,2% do PIB em 2021 e 6,3% do PIB em 2022. Acreditamos que as políticas monetárias expansionistas e a liquidez abundante nos mercados globais e doméstico contribuirão para manter o custo médio de financiamento da dívida pública brasileira em níveis relativamente baixos, levando a conta do pagamento de juros a orbitar ao redor de 4% do PIB nos próximos anos, segundo nossos cálculos. Além disso, cabe ressaltar nossa hipótese de que os massivos estímulos fiscais relativos à mitigação dos efeitos da Covid-19 serão limitados a 2020.

Consequentemente, projetamos que a razão entre dívida pública bruta e PIB saltará 19 p.p. entre 2019 e 2020 (de 75,8% para 94,8%), seguindo em trajetória ascendente até 2027, quando esperamos o pico em patamar ligeiramente acima de 100% (ver Figura 6) e então uma tendência de queda gradual nos anos seguintes. A razão dívida pública líquida sobre o PIB deverá apresentar dinâmica semelhante.

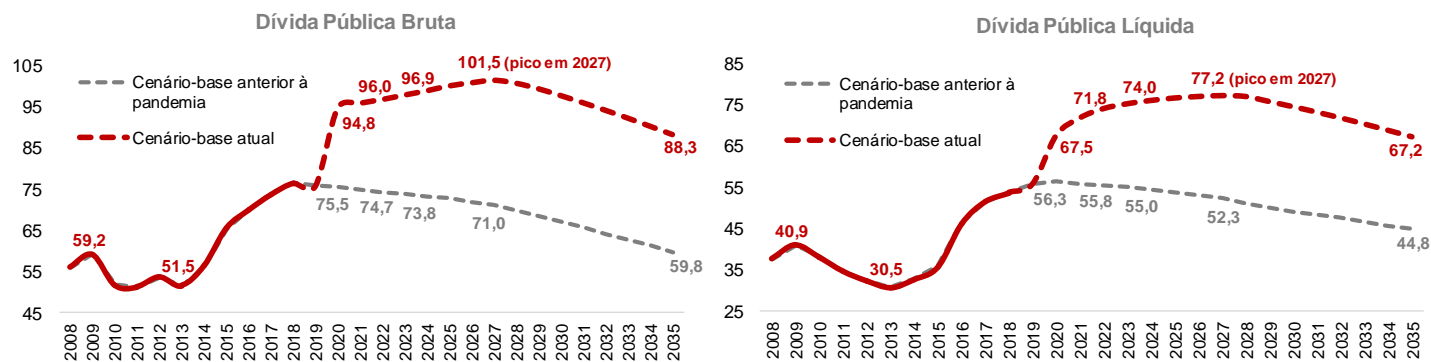
Tais estimativas adotam como premissa básica que Governo e Congresso permanecerão em busca da consolidação fiscal brasileira a longo prazo. Dado o ponto de partida bastante desafiador² (ou seja, déficits elevados), calculamos a necessidade de um esforço de ajuste fiscal de no mínimo 5 p.p. do PIB (R\$ 350 bilhões) nos próximos anos. Em nossa opinião, o primeiro (e mais importante) passo para garantir a solvência fiscal seria a preservação da regra constitucional do teto de gastos. Neste sentido, enfatizamos a avaliação de que o cumprimento de tal regra fiscal seria garantido, até 2022, com a adoção de quatro medidas: (i) estabilidade real do salário mínimo; (ii) estabilidade nominal dos salários dos servidores públicos; (iii) congelamento de contratação de pessoal para o serviço público federal; e (iv) proibição à criação de novas despesas obrigatórias. A partir de 2023, entretanto, calculamos que o cumprimento do teto de gastos será viável se o governo federal conseguir aprovar medidas adicionais de redução de gasto obrigatório já em 2021.

¹ Devido à pandemia, o governo federal permitirá que algumas dívidas tributárias sejam pagas de forma parcelada ao longo dos próximos anos. Projetamos que esta medida expandirá o déficit primário do setor público em cerca de R\$ 80 bilhões em 2020, montante que deverá ser contabilizado como receita primária nos anos subsequentes.

² Estimamos que um superávit fiscal primário de 1% do PIB seria necessário para estabilizar a dívida pública bruta em 100% do PIB, assumindo um crescimento potencial do PIB de 2% e taxa de juros estrutural (real) de 3%. Se assumirmos um crescimento potencial do PIB de apenas 1%, ritmo compatível com um cenário sem avanços na agenda de reformas estruturais que visam aumentar a produtividade da economia doméstica, a estabilização da dívida pública nos níveis pós-crise requereria um superávit fiscal primário de 2% do PIB. A nosso ver, a longa lista de reformas econômicas inclui: reforma administrativa; reforma tributária; medidas para melhoria do ambiente de negócios; abertura comercial; novos marcos regulatórios em infraestrutura; privatizações e demais vendas de ativos.



Figura 6. Trajetórias Esperadas para a Dívida Pública (% PIB)



Fontes: Secretaria do Tesouro Nacional, Banco Central do Brasil e Santander.

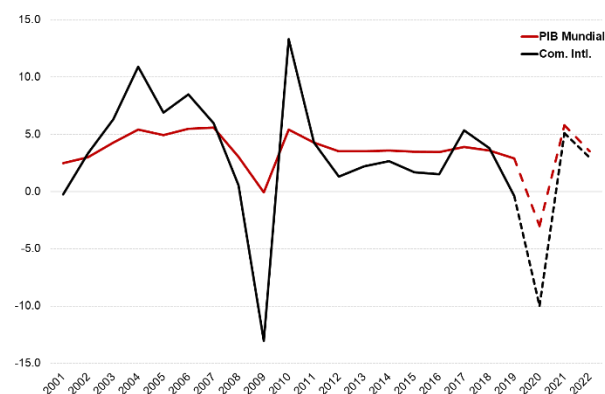
Setor Externo e Taxa de Câmbio

Avaliando os dados recentes das transações correntes, percebe-se que a pandemia tem pesado mais sobre as despesas de importações do que sobre as receitas de exportações. Gastos com viagens, remessas de lucros e dividendos, aluguel de equipamentos, todas estas linhas têm recuado substancialmente nos últimos meses, provocando um ajuste rápido no déficit em transações correntes em um curto espaço de tempo. Enquanto o desequilíbrio registrado nos primeiros cinco meses de 2020 foi de US\$11,3 bilhões, o déficit no mesmo período em 2019 foi bem maior (US\$18,3 bilhões).

A velocidade do ajuste nos surpreendeu, já que esperávamos que o fluxo de comercial internacional mostrasse contração mais forte do que aquela vista após a crise financeira de 2008. Afinal, houve notícias de paralisação total de operações portuárias desta vez, algo que não havia acontecido à época. Assim, em conjunto com a retração de despesas, pensávamos que as receitas de exportações também seriam impactadas, levando a um ajuste em transações correntes menos intenso do que o que temos visto.

Números preliminares relacionados ao fluxo de comércio internacional indicam que a contração provocada pela pandemia não deverá superar aquela derivada da crise financeira de 2008, trazendo menor peso sobre as exportações do que havíamos inicialmente imaginado. Também importante, o Brasil tem sido favorecido por compras maciças feitas pela China de proteínas animais na esteira da gripe suína que atingiu o rebanho de porcos daquele país no ano passado. Exportações de soja também estão em ascensão, refletindo a safra favorável deste ano. Por fim, mas não menos importante, os preços das commodities mostraram recuperação do vale observado entre o final do 1T20 e início do 2T20, algo que é também positivo para os termos de troca para a economia brasileira.

Figura 7. Crescimento da economia mundial e Fluxo internacional de comércio (% anual)



Fontes: CPB, FMI e Santander.

Estes elementos nos levaram a revisar nossas projeções de saldos comerciais para patamares mais elevados do que estimávamos antes, o que também resultou em saldos maiores nas transações correntes de 2020 em diante. De acordo com nossos cálculos, o Brasil deverá registrar resultado positivo nas transações correntes em 2020 (US\$1,4 bilhões) e



déficits relativamente baixos em 2021 e 2022 (US\$4,4 bilhões e US\$7,4 bilhões, respectivamente), na esteira da recuperação gradual que antevemos para a economia do país.

Além destas circunstâncias vantajosas propiciadas pelo ambiente externo – que deverão ajudar a aliviar receios recentes com as contas externas brasileiras – é importante lembrar que as condições internacionais de liquidez também poderão trazer algum alívio para a moeda brasileira mais à frente, abrindo espaço para alguma valorização do real. É verdade que dúvidas quanto a questões fiscais continuam sendo uma fonte de pressão, mas dada a melhora observada na relação entre os poderes Executivo e Legislativo, agora que o governo conta com uma base de apoio mais ampla no Congresso, avaliamos que as discussões sobre reformas estruturais serão retomadas no segundo semestre.

Esta combinação de noticiário mais construtivo lá fora, com números melhores nas contas externas brasileiras e algum progresso nas reformas estruturais tenderá a levar a moeda brasileira a se fortalecer em nossa visão. Como resultado, projetamos que a taxa de câmbio encerrará 2020 no patamar de R\$4,95/US\$ e depois recuará para R\$4,50/US\$ e R\$4,15/US\$ em 2021 e 2022. Estes patamares contrastam com as projeções prévias de R\$5,80/US\$, R\$5,50/US\$ e R\$5,30/US\$ apresentadas no mês passado, mas refletem a volatilidade elevada que temos visto tanto no ambiente doméstico quanto no contexto internacional.

Figura 8. Saldo em transações correntes (US\$ bilhões)

	2017	2018	2019	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
Transações correntes	-15.0	-41.5	-49.5	1.4	-4.4	-7.4
Balança comercial (bens) - Balanço de Pagamentos	64.0	53.0	40.8	57.5	61.0	72.1
Exportações de bens - Balanço de Pagamentos	218.1	239.5	225.8	198.8	221.1	247.1
Importações de bens - balanço de Pagamentos	154.1	186.5	185.0	141.3	160.0	175.0
Serviços	-37.9	-35.7	-35.1	-22.3	-27.4	-32.2
Viagens	-13.2	-12.3	-11.7	-5.2	-9.1	-11.9
Aluguel de equipamentos	-18.2	-15.8	-14.5	-12.3	-12.7	-14.2
Demais	-6.5	-7.6	-9.0	-4.9	-5.5	-6.1
Renda primária	-43.2	-58.8	-56.1	-34.8	-39.2	-48.4
Lucros & dividendos	-15.8	-36.5	-31.1	-15.8	-23.7	-33.7
Juros	-27.6	-22.5	-25.1	-19.0	-15.6	-14.8
Renda secundária	2.1	0.0	1.0	1.0	1.2	1.2
Investimento Direto no País	68.9	78.2	78.6	40.0	50.0	70.0
Sobra de Financiamento Externo (IDP + Saldo em TC)	53.9	36.6	29.1	41.4	45.6	62.6
Investimento Direto no Exterior	-21.3	-2.0	-22.1	0.0	0.0	0.0
Portfólio, Derivativos & Outros Investimentos	-27.4	-31.7	-33.1	-75.0	-50.0	-30.0
Variação de reservas	5.1	2.9	-26.1	-33.6	-4.4	32.6
Reservas internacionais	374.0	374.7	356.9	323.3	318.9	351.5

Fontes: Banco Central do Brasil e Santander.

Mercado de Crédito

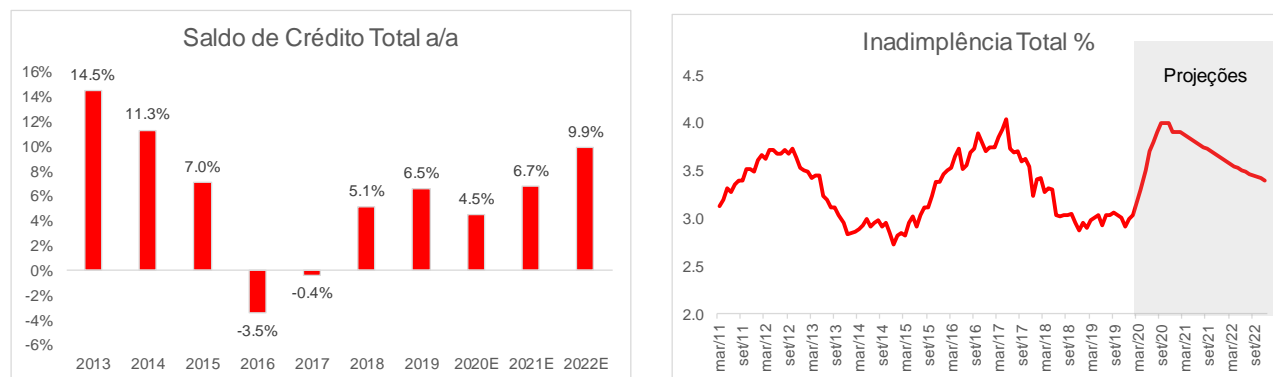
O impacto da pandemia no mercado de crédito segue assimétrico. Por um lado, as famílias, ao cortar gastos, reduziram sua demanda por empréstimos, principalmente nas modalidades de cartão e aquisição de veículos. Por outro lado, as empresas, em busca de liquidez, ampliaram sua demanda por crédito, ao menos em um primeiro momento. No médio prazo, projetamos que prevalecerá o efeito contracionista, derivado da fraqueza do consumo e dos investimentos, levando a uma desaceleração mais acentuada do estoque de crédito.

A inadimplência deverá apresentar alta relevante mas, a nosso ver, não muito mais intensa do que a observada no ciclo recessivo de 2015-17. Comparado àquele período, vemos dois mitigadores importantes: i) em um horizonte mais longo (por exemplo de 2 anos) a contração acumulada da atividade econômica deverá ser menor do que a observada na crise anterior; e ii) o nível historicamente baixo da taxa Selic deverá contribuir para aliviar as condições de financiamento. Nos ciclos anteriores, o Banco central estava subindo a taxa de juros. A queda muito abrupta pode causar danos difíceis de se capturar no padrão histórico, assim como a heterogeneidade dos impactos setoriais – o setor de turismo, por exemplo, certamente passa por um momento mais desafiador do que nas crises anteriores.

Ademais, vale ressaltar que as medidas do BC - como a redução dos compulsórios e a criação de mecanismos de captação junto ao Banco Central com oferta de garantias - combinadas com balanços robustos e índices relativamente confortáveis de liquidez e solvência do sistema financeiro, devem manter bem afastada a possibilidade de que a crise sanitária se transforme em crise financeira.



Figura 9. Projeções para o mercado de crédito



Fontes: Banco Central do Brasil e Santander.

Inflação

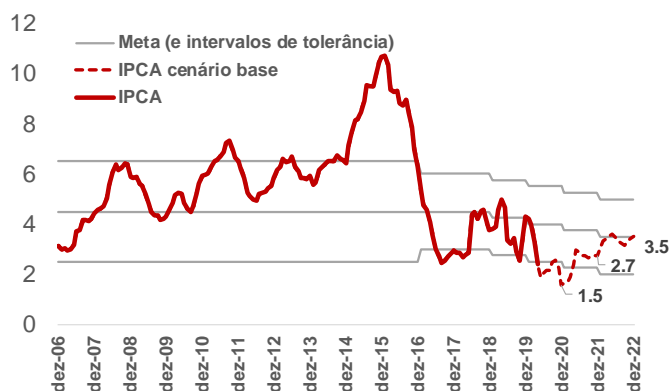
Os dados de inflação divulgados desde nossa última revisão de cenário vieram consideravelmente em linha com nossa expectativa. Particularmente, os grupos mais relacionados com as medidas de núcleo (logo, mais relevantes para a política monetária), como bens industriais e serviços, confirmaram nosso cenário de um forte impacto baixista nos preços gerado pela epidemia. Os bens industriais tiveram uma queda acumulada de 0,75% em abril e maio, enquanto serviços caíram 0,20% nestes mesmos meses – em particular, os serviços mais sensíveis à atividade econômica caíram 0,70%.

A surpresa veio dos preços mais voláteis. A alimentação no domicílio confirmou a tendência de desaceleração que esperávamos, mas em um ritmo menos intenso. Na gasolina, a surpresa foi maior. Nosso cenário considerava uma recuperação gradual dos preços, mas a retomada da economia global surpreendeu para cima e os preços do petróleo e derivados acompanharam este movimento. Com isso, o preço doméstico da gasolina na refinaria foi reajustado em torno de +65% desde o início de maio.

Estas surpresas nos levaram a revisar para cima as projeções de inflação do IPCA dos próximos meses – agora projetamos 0,21% m/m para junho, 0,40% para julho e 0,03% para agosto – o que elevou a projeção de 2020 de 1,4% para 1,5%, ainda bem abaixo do limite inferior da meta de inflação do ano. Por outro lado, reduzimos a projeção do núcleo EX3 do IPCA de 1,7% para 1,5%.

No médio prazo continuamos acreditando que a fraqueza da atividade será o principal determinante da inflação e, ainda que não tenhamos alterado nossa expectativa para o PIB, as últimas leituras do IPCA nos deram mais confiança de que a inflação vai continuar bem-comportada. Sendo assim, reduzimos nossa expectativa para 2021 de 2,9% para 2,7%, nível ainda bem abaixo do centro da meta, de 3,75% em 2021. Esperamos o núcleo EX3 passando de 2,7% para 2,5%. Finalmente, para 2022, continuamos projetando a inflação em 3,5%, exatamente no centro da meta, já que no longo prazo um banco central crível deverá levar a inflação àquele patamar.

Figura 10. Inflação - % 12m



Fontes: Banco Central do Brasil, IBGE e Santander.



Analisando o balanço de riscos, para 2020 os preços voláteis continuam indicando risco altista, de forma que não descartamos números mais próximos de 1,6-1,7% para o ano. Para 2021, agora acreditamos que os riscos estão mais balanceados. Por um lado, os preços administrados (principalmente gasolina, energia elétrica e tarifa de ônibus) podem vir mais alto do que o esperado e levar a uma inflação mais próxima de 3,0%. Por outro lado, a recuperação muito gradual da economia pode fazer com que preços mais sensíveis ao ciclo econômico acelerem em um ritmo abaixo do que esperamos, o que levaria a uma inflação mais próxima de 2.5%.

Política Monetária

Na reunião de 16-17 de junho, o Copom reduziu a taxa básica Selic pela oitava vez consecutiva. Como esperado, a autoridade manteve o ritmo de 75 p.b., levando o juro a um novo mínimo histórico de 2,25% a.a. Para os mercados, ainda mais importante do que a decisão, foi a orientação prospectiva (“forward guidance”), onde a autoridade monetária parece ter indicado uma provável pausa nos próximos meses, bem como uma aparente intenção de não reduzir as taxas de juros muito além do nível atual, já consideravelmente expansionista.

Enquanto o Banco Central (BC) acredita que “a conjuntura econômica continua a prescrever estímulo monetário extraordinariamente elevado”, o comitê vê o espaço para novos estímulos de política monetária como “incerto” e provavelmente “pequeno”. O Copom afirma que “a magnitude do estímulo monetário já implementado parece compatível com os impactos econômicos da pandemia da Covid-19”. O BC também indica que, para as próximas reuniões, “vê como apropriado avaliar os impactos da pandemia e do conjunto de medidas de incentivo ao crédito e recomposição de renda, e antevê que um eventual ajuste futuro no atual grau de estímulo monetário será residual”.

Se nosso cenário básico se concretizar, com uma recuperação gradual da atividade no 3T20 e uma “normalização” a partir do 4T20, entendemos que esse movimento do Copom terá sido o último do ciclo. É notório que o BC está levando em conta, no balanço de riscos, restrições impostas pelo “limite mínimo efetivo” da taxa de juros. Apesar de não conseguirmos quantificar com precisão, este limite seria o nível a partir do qual cortes de juros podem se tornar contraproducentes, especialmente para uma economia emergente com dificuldades fiscais.

Ao navegar em águas desconhecidas (i.e. os níveis atuais de juros), acreditamos que esta cautela do BC se justifica, e pode valer a pena no futuro. Ao fortalecer o regime atual de baixa inflação, o Copom ajuda a consolidar o cenário de baixa taxa de juros para o médio prazo. Assumindo que o país retome a trajetória de reformas macroeconômicas, a probabilidade de um cenário de “taxas ainda mais baixas por ainda mais tempo” se fortalece adicionalmente com esta atuação do BC. Estamos empurrando nossa projeção para o início do processo de normalização da postura monetária para o 1T22 (antes: 3T20), com o juro encerrando 2021 em 2,25% (antes: 3,00%) e 2022 em 4,0% (antes: 6,00%).



Figura 11. Projeções do Santander para a economia brasileira

Variáveis Macro		Cenário Anterior	Cenário Atual
PIB (%)	2019-2022	0.4	0.5
	2020	-6.4	-6.4
	2021	4.4	4.4
	2022	3.2	3.1
IPCA (%)	2020	1.4	1.5
	2021	2.9	2.7
	2022	3.5	3.5
Selic (% - final do período)	2020	2.25	2.25
	2021	3.00	2.25
	2022	6.00	4.0
Taxa de câmbio - BRL/USD (fp)	2020	5.80	4.95
	2021	5.50	4.50
	2022	5.30	4.15
Conta Corrente (% PIB)	2020	-1.6	0.1
	2021	-1.4	-0.3
	2022	-1.5	-0.4
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	2020	-11.7	-12.2
	2021	3.5	3.4
	2022	2.7	2.5
Dívida Pública Bruta (% PIB)	2020	94.2	94.8
	2021	94.8	96.0
	2022	96.0	96.9

Fontes: Estimativas Santander