

Um cenário ambíguo

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

- Com as pressões inflacionárias se mostrando mais persistentes e com os dados indicando um mercado de trabalho extremamente apertado na economia americana, acreditamos que o Federal Reserve manterá o atual ritmo de alta de juros pelo menos até o final deste ano. Estimamos agora uma taxa terminal de Fed Funds de 4,5% em 2023 (antes: 3,5%), naquilo que deverá se materializar como um dos ciclos de aperto de política monetária mais rápidos e intensos nas últimas décadas. Desta forma, acreditamos que a economia dos EUA passará por uma recessão ao final de 2023 e início de 2024. A combinação de pressões inflacionárias persistentes mundo afora, taxa de juros internacional mais alta, desaceleração da atividade econômica global e preços de *commodities* elevados torna o cenário externo ambíguo para a economia brasileira.
- Estoques baixos para grande parte das matérias-primas, juntamente com fatores idiossincráticos (clima adverso, baixo investimento passado e alto custo de produção) têm alimentado o rali das *commodities* em 2022. Ainda assim, um ambiente macro global desfavorável (juros mais altos e atividade econômica desacelerando) pode reduzir a demanda por matérias-primas mais adiante. O choque geopolítico em curso vindo do Leste Europeu e as sanções econômicas impostas à Rússia agravam ainda mais os desequilíbrios entre oferta e demanda de *commodities* (caso de grãos, combustíveis, fertilizantes). Desde nosso último relatório, revisamos levemente para baixo nossa projeção de preços de *commodities* com base em elementos no lado da demanda, mas ainda vislumbramos uma lenta “normalização” nos preços de matérias primas, o que sugere um ciclo mais longo.
- No Brasil, também notamos uma maior persistência dos choques inflacionários, levando a um processo de convergência mais longo – e ainda mais arriscado – para a meta central, em 2024. O crescimento do PIB no 1T22 deve ser ainda melhor do que o esperado meses atrás, com os efeitos da reabertura econômica (superada a fase mais crítica da pandemia) permitindo uma retomada mais firme dos serviços, e também com surpresas positivas no setor de bens. Se por um lado os preços mais altos das *commodities* seguem ajudando a atividade e a política fiscal em 2022, espera-se que um arrefecimento do crescimento global e uma postura de política monetária bastante contracionista (mas necessária) por parte do BCB retire um pouco do brilho atual das condições macroeconômicas e ativos nacionais em 2023.
- No lado fiscal, projetamos agora um superávit primário para 2022 (0,4% do PIB; antes: 0,0%) na esteira de maiores expectativas para a atividade, inflação e *commodities*. Reduzimos nossa projeção de dívida bruta ao final de 2022 para 79,0% do PIB (antes: 80,6%), 1,3 p.p. abaixo do número final de 2021. Adicionalmente, esperamos uma deterioração no resultado nominal devido ao aumento nos gastos com juros, consistente com uma trajetória ascendente da dívida pública no médio prazo. Continuamos a enxergar um caminho arriscado para a estabilização da dívida pública, em um contexto de redução da eficácia das regras fiscais.
- A taxa de câmbio ficou relativamente estável (na faixa dos R\$4,70/US\$) frente ao nível visto na nossa revisão de cenário anterior. Contudo, o real registrou forte volatilidade recentemente e avaliamos que esta aumentará no 2S22. Além de uma certa “ansiedade pré-eleitoral” no radar, antevemos um aperto monetário nos EUA mais intenso do que os mercados estão apreçando atualmente, o que deverá exercer alguma pressão de desvalorização sobre a taxa cambial. Mais à frente, avaliamos que um avanço mais lento de reformas estruturais no Brasil a partir de 2023 deverá implicar na manutenção de algum prêmio de risco nos ativos brasileiros, particularmente na taxa de câmbio. Assim, projetamos que a cotação do dólar atingirá R\$5,15/US\$ ao final de 2022 e R\$5,00/US\$ ao final de 2023 (frente a R\$5,00/US\$ e R\$4,80/US\$, respectivamente).



- Apesar dos riscos de uma desaceleração mais pronunciada da economia mundial, a demanda e os preços das *commodities* seguem firmes e favoráveis, abrindo caminho para moderados déficits em transações correntes nos próximos anos. Desde nossa última revisão de cenário, uma surpresa positiva com a demanda doméstica no início de 2022 nos levou a elevar marginalmente nossas projeções para os déficits em transações correntes de 2022 e 2023 (via expectativas de maiores importações). Projetamos déficits de -US\$ 25,7 bilhões e -US\$ 23,5 bilhões, respectivamente (antes: -US\$ 21,6 bilhões e -US\$ 19,5 bilhões) para o biênio. Avaliamos que estes déficits serão tranquilamente financiados por fontes menos voláteis de financiamento externo, com investimentos diretos no país em torno de US\$ 68,3 bilhões e US\$ 69,8 bilhões, respectivamente, no período.
- Elevamos nossa projeção de crescimento do PIB em 2022, mas reduzimos as estimativas para 2023 e 2024. Este ano, diante das surpresas positivas que melhoraram a perspectiva no 1S22, elevamos nossa projeção para +1,2% (antes: +0,7%), beneficiada pela consolidação da reabertura econômica, pela recuperação do mercado de trabalho e pelo fortalecimento de setores menos cíclicos relacionados às *commodities*. Projetamos contração sequencial do PIB a partir do 4T22, refletindo os efeitos defasados da política monetária, que devem prevalecer a partir de então, provocando uma recessão em 2023: estimamos uma contração de -0,6% (antes: -0,3%). Para 2024, projetamos crescimento de 0,5% (revisado de +1,5%).
- Números melhores que o esperado do mercado de trabalho no 1T22 e um melhor cenário de atividade ampla este ano nos levaram a revisar para cima nossa trajetória esperada para a população ocupada e para baixo nossas estimativas para a taxa de desemprego. Mas ainda antevemos piora das condições no mercado de trabalho ao longo de 2023 e 2024, à medida em que os efeitos do aperto monetário se intensifiquem. Estimamos uma taxa de desemprego média de 11,4% em 2022 (antes: 12,7%), e de 12,3% em 2023 (antes: 14,0%). Para 2024, projetamos desocupação média de 12,4% (antes: 13,2%). Avaliamos que a taxa de desemprego deve permanecer abaixo do nível estrutural (12%—13%) no 1S22, mas com o mercado de trabalho voltando a uma condição de maior ociosidade a partir do próximo ano.
- Em função do forte aumento do endividamento das famílias, sobretudo em um contexto de maior inflação (reduzindo o poder de compra) e taxas de juros mais altas (elevando o serviço da dívida), continuamos projetando uma desaceleração no crédito bancário. Contudo, antevemos um aumento apenas cíclico na inadimplência, que não deverá registrar novos picos históricos, em função de avanços estruturais na tecnologia de concessão creditícia. De forma geral, entendemos que o crédito deverá trazer um leve vento de proa para a atividade econômica em 2022-2023.
- Dados de inflação de curto prazo continuam surpreendendo para cima e indicando uma composição adversa. Em conjunto com os impactos dos choques recentes, este quadro nos levou a revisar nossa projeção de IPCA 2022 para 9,5% (antes: 7,9%). Com a inflação se situando em níveis ainda mais altos e por mais tempo, os efeitos inerciais devem se mostrar mais fortes, mantendo o IPCA afastado da meta inflacionária por um período ainda mais longo do que estimávamos. Nossa projeção de IPCA 2023 foi revisada para 5,3% (antes: 4,0%). Continuamos esperando uma convergência para o centro da meta em 2024 (3,0%), mas os riscos indicam a possibilidade de uma convergência ainda mais lenta.
- Revisamos novamente nossas expectativas quanto a trajetória da taxa de juros. Agora projetamos taxa Selic terminal do ciclo em 13,50% em agosto (antes esperávamos fim de ciclo a 13,25% em junho). Embora nosso cenário implique uma política monetária no 1S23 com postura mais contracionista desde 2009, a dose de aperto poderá se mostrar insuficiente para colocar o IPCA na meta central em 2023. Desta forma, revisamos também nossa projeção para a Selic ao fim de 2023 (de 10,00%) para 10,50% e ao fim de 2024 (de 7,00%) para 8,00%. Dadas as tendências no campo da inflação (maior incidência e agravamento dos choques) aqui e no exterior, identificamos viés de alta para nossas projeções de juros.


Figura 1. Projeções macro do Santander para o Brasil - resumo

Variáveis macroeconômicas		Anterior		Atual
PIB (%)	2022E	0,7	↑	1,2
	2023E	-0,3	↓	-0,6
	2024E	1,5	↓	0,5
IPCA (%)	2022E	7,9	↑	9,5
	2023E	4,0	↑	5,3
	2024E	3,0	→	3,0
Selic (% fim de período)	2022E	13,25	↑	13,50
	2023E	10,00	↑	10,50
	2024E	7,00	↑	8,00
Taxa de câmbio - R\$/US\$ (fim de período)	2022E	5,00	↑	5,15
	2023E	4,80	↑	5,00
	2024E	4,70	↑	5,10
Saldo em Transações Correntes (% PIB)	2022E	-1,2	↓	-1,4
	2023E	-1,0	↓	-1,2
	2024E	-2,0	→	-2,0
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	2022E	0,0	↑	0,4
	2023E	-0,8	↑	-0,6
	2024E	-0,6	↓	-0,7
Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)	2022E	80,6	↓	79,0
	2023E	84,1	↓	83,1
	2024E	87,5	↓	87,2

Fonte: Santander.

Nesta edição, não publicamos a comparação de nossos números com o consenso (cuja tabela geralmente fica localizada na parte final do relatório) em função do atraso na divulgação da pesquisa Focus, dada a greve dos servidores públicos federais.



SUMÁRIO EXECUTIVO: Mais inflação, por mais tempo

Nesta revisão de cenários, enfatizamos a maior persistência dos choques inflacionários implicando processo mais longo – e ainda mais arriscado – de convergência da inflação para o centro da meta. Enfatizamos ainda que o crescimento do primeiro trimestre tende a ser ainda melhor do que (nós e o mercado) esperávamos, pois, os efeitos da reabertura da economia (após a pandemia) permitiram a continuidade da recuperação dos serviços, com surpresas positivas no setor de bens.

Mantivemos a expectativa de convergência do IPCA para a meta de 3% ao ano em 2024, mais pelas incertezas e pelas limitações dos modelos de projeção, do que pela convicção de que lá chegaremos.

Revisamos a projeção do IPCA de 7,9% para 9,5% para o final de 2022. E de 4% para 5,3% para o final de 2024. Deste a última atualização de cenários (14 de abril) ficou mais evidente a disseminação dos choques inflacionários, o que alterou nossa projeção para preços administrados (+26 pontos-base), serviços (+43 pb), além da continuidade dos repasses de custos represados para os preços de bens finais (+36 pb em alimentos e +53 pb em industriais). A inflação piorou sua composição e adicionou riscos provenientes do choque de *commodities* estendido, muito por conta da guerra da Rússia contra a Ucrânia e do atraso na recomposição de cadeias produtivas e logísticas com novos *lockdowns* na China.

É possível haver impacto sobre o IPCA (redução) de cerca de 200 pontos-base, caso projetos de Lei que limitam a cobrança do ICMS sobre bens essenciais (combustíveis, energia elétrica e telecomunicações) sejam aprovados no Congresso com efeitos imediatos, pleno repasse a consumidores e sem judicialização. Esses mesmos projetos podem ensejar revisões no cenário fiscal, pois implicam perdas para as arrecadações estaduais.

Ainda assim, pelo efeito proveniente de aumento da inflação e do preço de *commodities* em reais, alteramos nossa estimativa de resultados para o setor público em 2022 de equilíbrio (0% do PIB) para superávit de 0,4% do PIB. Mantivemos, assim, nossas perspectivas de melhoras no resultado fiscal de curto prazo, mas projetamos déficit de -0,6% no ano seguinte. Temos alertado, desde o ano passado, que a melhora fiscal recentemente observada decorre, em grande medida de fatores transitórios, como ganhos inflacionários e receitas extraordinárias. Estimamos que somente os efeitos inflacionários expliquem cerca de 1,0% do PIB nos resultados recentes. O controle de despesas obrigatórias continua como tema prioritário, até que o processo desinflacionário ocorra e até que se tenha maior clareza sobre a condição estrutural das contas públicas no Brasil.

Os desafios imediatos do lado da despesa, contudo, situam-se na perda real de salários do funcionalismo federal e às demandas por reposição, além das despesas (permanentes) indexadas à receita corrente no âmbito dos subnacionais. A tais circunstâncias somam-se a destinação de um terço do orçamento federal de despesas discricionárias para emendas parlamentares, e a total ofuscação quanto à trajetória de despesas futuras com precatórios. Ainda que haja méritos, de um lado, no esforço de se conter o aumento real do salário-mínimo e o aumento nominal do funcionalismo durante o choque da pandemia, de outro, parte do orçamento foi capturado por maiores despesas legislativas (emendas) e judiciais (precatórios).

Há, portanto, muita incerteza quanto à futura deterioração nos resultados das contas públicas e da trajetória da dívida, o que se está associado tanto ao enfraquecimento das regras fiscais quanto à pouca clareza sobre a direção da política econômica do próximo governo.

Com efeito, esse é um quadro que ajuda a sustentar a deterioração das expectativas inflacionárias, mas há outros fatores, externos, que sobrepesam sobre o horizonte de médio prazo. Com os núcleos inflacionários entre 4% e 6% - bem acima das metas de longo prazo de 2% - os bancos centrais das economias avançadas apenas iniciaram ou ainda estão prestes a iniciar (no caso da Europa) o ciclo de aperto monetário, o qual deverá ir além das expectativas já apreçadas nas curvas de juros, segundo nossas expectativas. Tal movimento implica relevante encolhimento da liquidez global, com maior volatilidade nos mercados financeiros, maior aversão a risco e desvantagem na procura por ativos das economias emergentes.



Ainda que esse movimento ajude a combater a inflação global, introduz incertezas ao quadro de crescimento, com provável recessão nos Estados Unidos entre o final de 2023 e o início de 2024. Antes disso, as pressões inflacionárias podem ser reeditadas com a reabertura das maiores cidades chinesas sujeitas a *lockdowns* e com os fortes estímulos reeditados pelo governo chinês. Após um segundo trimestre com queda na atividade a economia chinesa tende a reagir com força no segundo período do ano, dando alguma sustentação aos preços internacionais de *commodities*.

Com isso, mantivemos nossa visão de que o balanço de transações correntes não será fonte de preocupações para o Brasil nos próximos anos, embora tenhamos elevado levemente a previsão de déficit de -1,2% para -1,4% neste ano, em função de perspectivas de maior crescimento neste ano. Contudo, mantemos a perspectiva de maior volatilidade cambial no Brasil, durante o período eleitoral e suas incertezas subjacentes. Acreditamos que a taxa de câmbio apresentará maior volatilidade no segundo semestre, convergindo para o patamar de R\$5,15/US\$ no final deste ano.

Ainda que nos situemos na ponta otimista do mercado em reação à expectativa de crescimento para 2022, os dados de atividade vieram ainda melhores do que projetávamos, tanto nos setores de bens (indústria e varejo) quanto no setor de serviços.

Assim, esperamos alta de 0,9% no PIB do primeiro trimestre, após ajuste sazonal, maior que a projeção mais recente, de 0,5%. Com o mercado de trabalho surpreendendo com maior número tanto de ocupados quanto de pessoas procurando por trabalho, temos razões para sustentar nossa visão de que, mediante os efeitos defasados da política monetária, a demanda irá desacelerar gradualmente a partir do segundo trimestre, levando a variações negativas do PIB somente no final do ano.

Ademais, nossos modelos de projeção da atividade a partir de condições financeiras nos levam à maior probabilidade de recessão entre o quarto trimestre de 2022 e o segundo trimestre de 2023, um trimestre mais tarde do que a projeção anterior. O ritmo surpreendentemente forte do crédito nesse início de ano corrobora os resultados do modelo. Esperamos contração na atividade em cerca de -0,9% acumulada nesses três trimestres e, assim, alterarmos nossas projeções para o PIB anual de 0,7% para 1,2% em 2022 e de -0,3% para -0,6% em 2023.

Por fim, com atividade mais forte e choques inflacionários mais persistentes, atualizamos a nova visão para a taxa básica de juros (Selic) no fim do ciclo de aperto monetário, de 13,25% ao ano para 13,50%. Após alta de 50 pontos-base na próxima reunião de junho, acreditamos que o Copom irá encerrar o ciclo com alta menor, de 25 pontos-base, em agosto. Também elevamos nossa projeção de juros para todo o horizonte (2022-2024), em decorrência de maiores riscos no caminho para a convergência tanto da inflação quanto da taxa de juros real aos seus níveis estruturais (3% para a primeira, 4% para a última).



HIPÓTESES CHAVE DO NOSSO CENÁRIO BASE

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

TEMA	HIPÓTESES CHAVE
Internacional	<ul style="list-style-type: none"> A COVID não deve ter grandes impactos econômicos adicionais nas principais economias. A China provavelmente manterá sua política de zero COVID, mas não esperamos <i>lockdowns</i> daqui para frente, e o governo deve adicionar estímulos importantes à economia à medida que as restrições forem aliviadas. A guerra na Ucrânia não deve se espalhar para outros países, mas um cessar-fogo não é esperado. Espera-se que as sanções contra a Rússia permaneçam, e a Europa deve reduzir gradualmente (e provavelmente de forma acentuada) sua dependência das importações de energia da Rússia. O Fed deve manter o ritmo atual de aumentos de juros (50 p.b. por reunião) pelo menos até o final do ano. Esperamos uma taxa de Fed Funds terminal para o ciclo de 4,5% (limite superior).
Commodities	<ul style="list-style-type: none"> Restrições de oferta e choques geopolíticos continuarão dando suporte para preços da <i>commodities</i>. Estoques em níveis baixos significa que preços seguirão altos (para padrões históricos) por mais tempo. China seguirá dando estímulo para a economia, ajudando preços de <i>commodities</i> (em particular metais).
COVID-19	<ul style="list-style-type: none"> Vacinas se mostram eficazes contra novas variantes da COVID-19, reduzindo hospitalizações e mortes (ou seja, sem grande piora no quadro da pandemia). Alta cobertura vacinal no Brasil prevenindo surtos como o atualmente visto na China. Ainda que com duração maior que o esperado, assumimos que as restrições atuais de mobilidade urbana na China serão gradualmente retiradas.
Política Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> Os preços das <i>commodities</i> devem permanecer em patamares mais elevados até 2025, sustentando as receitas do governo neste período. O total receitas extraordinárias (que observaram forte expansão em 2021) se reduzirá para a média dos últimos anos. O estímulo fiscal por meio de desonerações será temporário. Salário mínimo estável em termos reais. As receitas oriundas da exploração de petróleo continuarão a aumentar com maior produção no pré-sal. Elasticidade-PIB de longo prazo da receita em 1,06, assumindo aprovação de reformas. Cumprimento do teto de gastos, porém com maiores despesas por fora do limite (por exemplo, precatórios, Fundeb). Sem novas mudanças no arcabouço fiscal para abrir espaço para novas despesas. A pressão por salários mais altos pelos servidores públicos será "suavizada" pelo governo. Aumentos adicionais nos gastos obrigatórios serão limitados – sem "fatores artificiais". Longo prazo: busca pela sustentabilidade da dívida, com a aprovação de reformas para controlar gastos e aumentar o PIB potencial, mantendo o juro neutro ~4% a.a. em termos reais.
Setor Externo	<ul style="list-style-type: none"> Combinação de preços favoráveis de <i>commodities</i> e fluxo comercial perene contrabalançando maiores despesas com rendas primárias (por exemplo, remessas de lucros e dividendos). De um lado, riscos idiossincráticos (políticos, fiscais) e o aperto monetário nos EUA deverão limitar o espaço para valorização expressiva do BRL. Por outro lado, taxa de Selic mais elevada por maior tempo deverá fornecer algum suporte ao BRL.
Atividade Econômica	<ul style="list-style-type: none"> Assumimos que o processo de reabertura dos serviços se consolidará no 1S22 e que os efeitos da política monetária mais restritiva se mostrarão a partir do 2S22. Ademais, assumimos a ausência de novos problemas climáticos, limitando o espaço para revisões baixistas na produção agropecuária em 2022. Após retornar aos níveis pré-pandemia, a taxa de participação no mercado de trabalho manterá níveis próximos à sua média histórica. Apesar do maior endividamento do consumidor, não prevemos que a inadimplência fará um novo pico na série histórica, em função de reformas recente no arcabouço de crédito bancário.
Inflação	<ul style="list-style-type: none"> A inércia está mais alta e correlação entre aumento de salários e inflação é uma preocupação. Expectativas de inflação descolaram da meta. Assumimos que esses fatores não são permanentes, mas cíclicos. Choques pandêmicos têm sido persistentes, mas consideramos que, de 2023 em diante, os efeitos arrefecerão na cadeia de suprimentos, preços de <i>commodities</i> e na cesta de consumo. Consideramos que preços administrados sofrerão aumentos consideráveis em 2023, após dois anos de adiamentos/suavização de reajustes. Por ora nossos números não incorporam o possível corte de impostos estaduais (em função da proposta de mudança na legislação do ICMS para bens "essenciais"), nem a possibilidade de uso mais rápido dos créditos tributários em energia elétrica. Estes fatores podem ter um efeito baixista significativo (ainda que temporário) no IPCA em 2022-2023. Assumimos bandeira verde para energia elétrica em dezembro de 2022 e 2023.
Política Monetária	<ul style="list-style-type: none"> O BCB deverá apertar um pouco mais a política monetária para evitar uma maior desancoragem das expectativas de inflação. Contudo, a dosagem pode se mostrar aquém do necessário para atingir a meta em 2023 – o principal horizonte atual. Acreditamos que o BCB definirá os próximos passos com base no tamanho do ajuste já implementado (diante de uma postura já bastante restritiva), acreditando que os efeitos do aperto aparecerão de forma defasada. Uma convergência mais longa do IPCA para o centro da meta inflacionária fará com que a autoridade opte por uma convergência mais longa para o nível neutro de 7%. Agora vemos isto acontecer apenas em 2025.

Fonte: Santander.



AMBIENTE INTERNACIONAL: Aperto monetário acelerado nos países avançados

As pressões inflacionárias nas principais economias seguem mais intensas e resilientes do que era antecipado. O conflito entre Rússia e Ucrânia coloca ainda mais pressão sobre os preços de energia, e os *lockdowns* na China dificultam a normalização das cadeias produtivas. Nota-se um espalhamento da inflação para o setor de serviços, principalmente na economia norte-americana, que mostra um mercado de trabalho extremamente aquecido. Diante deste quadro, o banco central norte-americano (Federal Reserve) deverá agir de forma ainda mais incisiva na retirada de estímulos, levando os juros para nível contracionista já em 2022. O banco central europeu (BCE) também deverá começar a retirar estímulos da economia no 2S22.

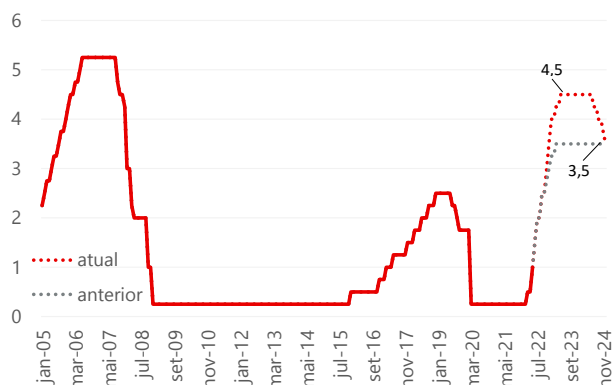
Com a inflação começando a desacelerar lentamente, partindo níveis muito elevados, e com o mercado de trabalho extremamente aquecido (inclusive com fortes pressões salariais), o Fed deve manter o ritmo acelerado de retirada de estímulos monetários até pelo menos o final do ano, encerrando 2022 com os juros em 3,5%, e com taxa dos Fed Funds terminal de 4,5% em 2023. Dado o aperto monetário contundente, antecipamos que a economia norte-americana deve entrar em recessão entre 4T23 e 1T24.

Na área do euro, a situação macroeconômica também é delicada. O conflito na Ucrânia trouxe um novo choque nos preços de energia, que já se encontravam muito elevados, constituindo um choque negativo para a atividade no continente. No entanto, o impulso fiscal adicionado por pacotes de estímulos para a recuperação da economia pós-COVID deve dar sustentação para a atividade no continente, e o BCE deve iniciar o processo de normalização da política monetária em julho. Hoje, o mercado antecipa um aperto monetário de mais de 100 p.b. para 2022, com mais 90 p.b. em 2023.

Na China, o agravamento da pandemia e a política de “zero COVID dinâmico” adotada pelo governo resultou em severos *lockdowns* em grandes cidades. Com isso, a atividade no país está sendo fortemente impactada no segundo trimestre, deixando árdua a tarefa de alcançar a meta governamental de crescimento do PIB de 5,5% em 2022. No entanto, com o fim das restrições em vista, o governo tem sinalizado que deve acelerar nossa implementação de estímulos, e esperamos um crescimento robusto ao longo do 2S22.

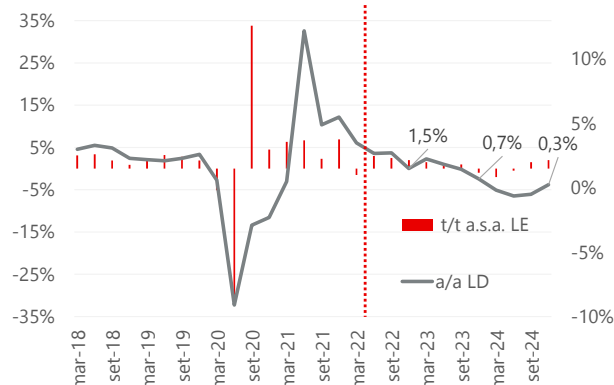
O nosso cenário base global segue contanto com uma recuperação econômica ao longo de 2022, embora notando um arrefecimento da atividade nas economias desenvolvidas. Antecipamos uma breve recessão nos EUA entre o final de 2023 e o início de 2024, provocada pelo forte aperto monetário do Fed. No curto prazo, contudo, a retomada da economia chinesa deve seguir mantendo o cenário global favorável para as economias exportadoras de matérias primas.

Figura 3. EUA: Juros histórico e projetado (Fed Funds, %)



Fontes: Federal Reserve, Santander.

Figura 4. EUA: PIB histórico e projetado (% anual)



Fontes: Bloomberg, Santander



COMMODITIES: Restrições de oferta seguem se impondo

Estoques baixos para grande parte das matérias-primas, juntamente com fatores idiossincráticos (clima adverso, baixo investimento passado e alto custo de produção) têm alimentado o rali das *commodities* em 2022. Ainda assim, um ambiente macro global desfavorável (juros mais altos e atividade econômica desacelerando) pode reduzir a demanda por matérias-primas mais adiante. O choque geopolítico em curso vindo do Leste Europeu e as sanções econômicas impostas à Rússia agravam ainda mais os desequilíbrios entre oferta e demanda de *commodities* (caso de grãos, combustíveis, fertilizantes). Desde nosso último relatório, revisamos levemente para baixo nossa projeção de preços de *commodities* com base em elementos no lado da demanda, mas ainda vislumbramos uma lenta “normalização” nos preços de matérias primas (i.e., ciclo mais longo).

Nas *commodities* agrícolas, o clima desfavorável reduziu as perspectivas de produção na América do Sul após um início de ano promissor. Ainda assim a safra deve ser melhor que a do ano passado. A demanda (especialmente da China) está sendo deslocada para a produção americana. Assim, os estoques globais provavelmente levarão mais tempo para serem reabastecidos após as reduções vistas em anos anteriores. É importante ressaltar que o fenômeno *La Niña* provavelmente continuará presente esse ano (pelo terceiro ano seguido), aumentando os riscos para a próxima safra. O clima adverso tem desencadeado episódios de protecionismo (casos do óleo de palma na Indonésia, e do trigo e do açúcar na Índia) e reforçando um balanço de oferta e demanda global ainda bastante apertado. Em suma, a evidência sugere que a inflação de alimentos pode levar (ainda) mais tempo para recuar.

Na parte de **energia**, os preços do petróleo permanecem em níveis altos à medida que os estoques em todo o mundo continuaram diminuindo, com algumas economias importantes recorrendo às suas reservas de emergência. Ainda vemos o mercado de petróleo em déficit de produção, uma vez que os estoques globais estão baixos e os principais produtores passam por dificuldades para elevar a oferta após anos de baixos investimentos. Temas geopolíticos (como as tensões no Leste Europeu) continuam a impactar o mercado de petróleo, e a mais recente preocupação é com a escassez global de produtos refinados (diesel, gasolina e querosene de aviação), o que pode aprofundar ainda mais a crise energética global. Uma hipotética escassez de combustível poderia rapidamente exacerbar as pressões inflacionárias e prejudicar a atividade econômica. Em suma, mantivemos nossa previsão do Brent de US\$ 115/barril para fim de 2022 e US\$ 95/barril para fim de 2023, com riscos claramente enviesados para cima.

Na parte de **metais**, os estoques seguem preocupantemente baixos. Contudo, todo o complexo foi afetado pelas novas restrições na China e pela perspectiva de demanda global mais fraca. Ainda que estejam durando mais do que o esperado, esperamos que as restrições atuais na China sejam gradualmente retiradas. Quanto ao minério de ferro, os preços recuaram consideravelmente desde a última revisão, mas o consumo provavelmente aumentará este ano à medida que o governo chinês adicione estímulos (como exemplificado o corte de juros por bancos chineses) e que as restrições por conta da COVID-19 sejam retiradas.

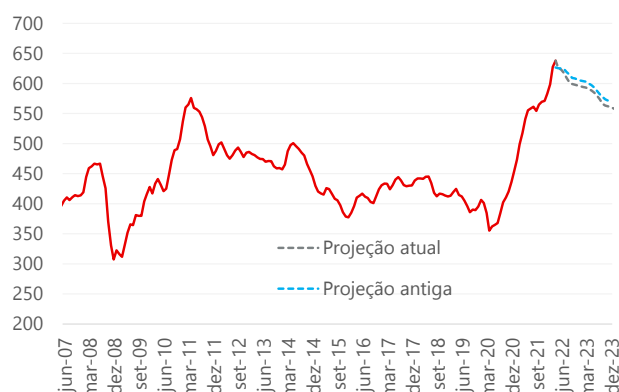
Figura 5. Projeções para o índice CRB (fim de período)

Fim de período	2019	2020	2021	2022e	2023e
CRB Food	331	355	483	542	488
CRB Energy	1647	1161	1521	1850	1809
CRB Metal	749	887	1259	1294	1165
CRB	401	444	571	596	561

a/a	2019	2020	2021	2022e	2023e
CRB Food	1%	7%	36%	12%	-10%
CRB Energy	2%	-30%	31%	22%	-2%
CRB Metal	-11%	18%	42%	3%	-10%
CRB	-3%	11%	29%	4%	-6%

Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 6. Projeções para o índice CRB (média mensal)



Fontes: Bloomberg, Santander.



POLÍTICA FISCAL: Superávit primário - Novo impulso do choque de preços

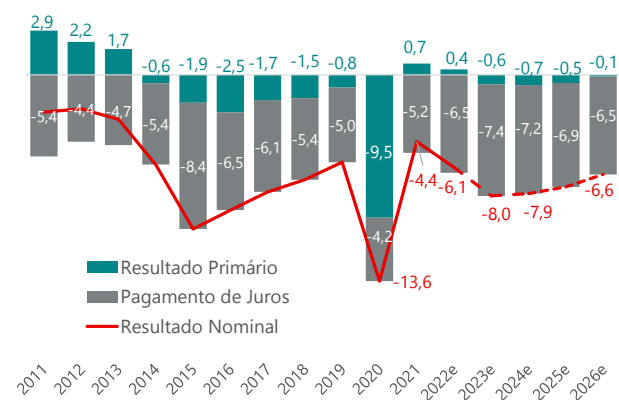
Passamos a estimar um superávit primário para 2022 na esteira de maiores expectativas para a atividade, inflação e *commodities*. As receitas seguem com desempenho positivo, impulsionado pelo setor petrolífero. Seguimos esperando uma deterioração no resultado nominal com a elevação da taxa Selic, porém os ganhos com *swaps* cambiais (via valorização do real) irão compensar parcialmente a conta de juros mais alta no ano. Estimamos que a dívida bruta do governo continuará trajetória ascendente no médio prazo, com riscos relevantes para o processo de estabilização no longo prazo, em um contexto de menor potência das regras fiscais.

Desde a nossa última atualização de cenário (14 de abril) continuamos a observar um desempenho acima do esperado das receitas do setor público, que atingem níveis recorde no ano, impulsionadas principalmente pelas receitas oriundas do petróleo. Além disso, diante dos números mais elevados do PIB e da inflação, revisamos nossa projeção de resultado primário para um novo superávit em 2022, em função desses fatores cíclicos. Esse cenário se mantém mesmo considerando maiores estímulos fiscais via desonerações, que estimamos em R\$ 60 bilhões em termos anuais (com efeitos a partir do 2T22). Do lado das despesas, nota-se que 70% das despesas obrigatórias estão indexadas à inflação, que leva a um aumento mais rápido das despesas nos próximos anos. No curto prazo, somamos às nossas estimativas R\$ 24 bilhões em gastos discricionários em função do acordo entre a Prefeitura de São Paulo e o governo federal pela gestão do Campo de Marte, com o cancelamento de dívidas do município com o governo federal. É importante ressaltar que esse tipo de gasto não é restrito pelo teto de gastos. Nosso cenário conta com aumentos de salários dos servidores públicos em 5% em meados de 2022, superando os R\$ 1,7 bilhão orçados para este ano. Apesar dos impactos da Selic mais alta, o resultado nominal será favorecido pelo lucro do BCB com *swaps* cambiais em 2022 (atualmente acima de R\$ 100 bilhões). Também atualizamos nossa estimativa de deflator do PIB para 10,1% (de 9,5%) este ano, refletindo as estimativas de inflação mais altas. Reduzimos nossa projeção de dívida bruta para 2022 em 79,0% do PIB (antes: 80,6%), abaixo do nível de 2021 (antes: 80,3%).

Apesar da melhora cíclica no curto prazo, antevemos um superávit primário consistente (ou estrutural) apenas em 2026-27. Além disso, estimamos ser necessário um ajuste fiscal total (via receitas e gastos primários) de 2,5% do PIB. Esperamos um aumento nas despesas e uma redução no crescimento da receita à medida que os impulsos (via *commodities* e inflação) se reduzam. Para o longo prazo, uma vez que assumimos que o ciclo das *commodities* não será permanente (por definição), continuamos a ver um caminho arriscado para a estabilização da dívida, em um contexto de redução da eficácia das regras fiscais e das pressões sociais para aumento dos gastos obrigatórios, dada a inflação mais elevada. Apesar do alívio em curso do lado fiscal proporcionado por esse ciclo de *commodities*, o alto nível de despesas obrigatórias é um desafio que precisa ser corrigido (via reformas econômicas) para mitigar os riscos fiscais no médio e longo prazo.

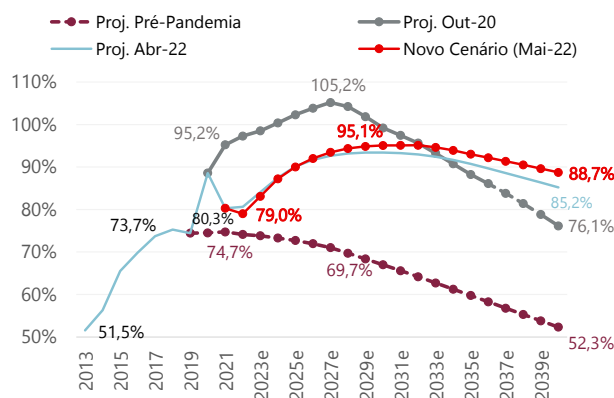
Em relação às novas projeções, projetamos superávit primário do setor público em 2022 em R\$ 35 bilhões (0,4% do PIB), ante o resultado próximo a zero (0,0% do PIB) estimado em abril. Consideramos um superávit primário de entes subnacionais de R\$ 70 bilhões (0,8% do PIB). Para 2023 e 2024, esperamos déficits de R\$ 60 bilhões (0,6% do PIB) e R\$ 70 bilhões (0,7% do PIB), respectivamente. Estimamos que a dívida bruta atingirá um pico de ~95% do PIB em 2028 (anteriormente 93%), já considerando os efeitos do aumento do custo da dívida resultante de uma trajetória de taxa Selic mais alta.

Figura 7. – Resultado setor público (% PIB)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 8. – Simulações para a dívida bruta (% PIB)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.



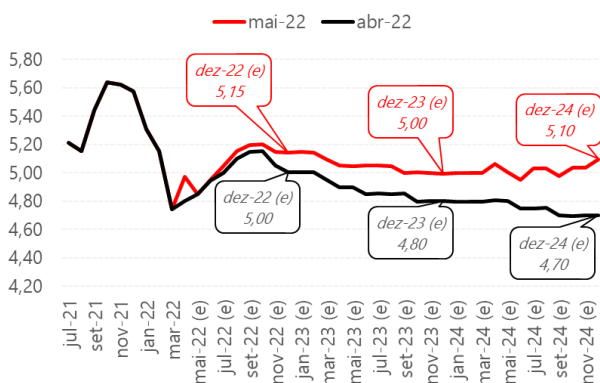
SETOR EXTERNO: Postergando a redução do prêmio de risco, inclusive no câmbio

A taxa de câmbio está relativamente estável (na faixa dos R\$4,70/US\$) frente ao nível visto na revisão de cenário anterior. Contudo, o real registrou forte volatilidade recentemente e avaliamos que esta aumentará no 2S22. Além de uma certa “ansiedade pré-eleitoral” no radar, antevemos um aperto monetário nos EUA mais intenso do que os mercados estão apreçando atualmente, o que deverá exercer alguma pressão de desvalorização sobre a taxa cambial. Mais à frente, avaliamos que um avanço mais lento de reformas estruturais no Brasil a partir de 2023 deverá implicar na manutenção de algum prêmio de risco nos ativos brasileiros, particularmente na taxa de câmbio. Assim, projetamos que a cotação do dólar atinja R\$5,15/US\$ ao final de 2022 e R\$5,00/US\$ ao final de 2023 (frente a R\$5,00/US\$ e R\$4,80/US\$, respectivamente). A permanência do câmbio nestes patamares e os termos de trocas favoráveis (ajudados pelas *commodities*) deverão manter os déficits em transações correntes em níveis administráveis.

Com temores relacionados a uma desaceleração mais pronunciada da economia mundial na esteira da batalha chinesa contra o surto de COVID e de evidências adicionais de desaceleração da economia dos EUA à frente, vimos a taxa de câmbio flutuar entre R\$4,60/US\$ e R\$5,20/US\$ desde nossa última revisão de cenário, publicada em 14 de abril – “*Surfando a onda (estendida) das commodities*”. Esta flutuação reforçou nossa expectativa de uma trajetória volátil para a taxa cambial neste ano, sendo que esta volatilidade deverá se intensificar à frente com a aproximação do período eleitoral. Acreditamos que o processo de aprovação de reformas poderá desacelerar futuramente em meio a um contexto de preços favoráveis de *commodities* – que poderão ajudar as receitas e atenuar a percepção (senso) de urgência –, o que poderia limitar os espaço para uma queda nos prêmios de risco nos ativos brasileiros, particularmente na taxa de câmbio. Além disso, como antevemos atualmente condições monetárias mais restritivas nos EUA do que os mercados estão apreçando neste momento, avaliamos que haverá um diferencial de juros menos amplo, a despeito do patamar mais elevado que projetamos para a Selic a partir de agora. Dito isto, revisamos nossas projeções de taxa de câmbio para R\$5,15/US\$ ao final de 2022 e R\$5,00/US\$ para 2023, frente a R\$5,00/US\$ e R\$4,80/US\$, respectivamente.

Apesar do patamar relativamente mais desvalorizado do câmbio do que previamente imaginado, julgamos que o ritmo mais forte do que o esperado que a economia brasileira tem mostrado ultimamente deverá se traduzir em maiores importações (de bens e serviços). Ainda que a manutenção de uma demanda externa robusta e de preços favoráveis de *commodities* permita a manutenção do déficit em transações correntes em patamares administráveis no futuro próximo. Projetamos -US\$ 25,7 bilhões para 2022 e -US\$ 23,5 bilhões para 2023 (antes: -US\$ 21,6 bilhões e -US\$ 19,5 bilhões, respectivamente). De acordo com nossas simulações, os investimentos diretos no país (US\$ 68,3 bilhões em 2022 e US\$ 69,8 bilhões em 2023) serão mais do que suficientes para financiar os déficits. Desta forma, seguimos identificando solidez na posição externa brasileira, que deverá se manter intacta nos próximos anos.

Figura 9. Taxa de câmbio nominal (R\$/US\$)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 10. Projeções para o balanço de pagamentos

US\$ bilhões	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Transações correntes	-24,5	-28,1	-25,7	-23,5	-40,3
Balança comercial	32,4	36,2	59,4	62,0	50,9
Exportações	210,7	283,8	321,4	330,2	341,7
Importações	178,3	247,6	262,0	268,2	290,8
Serviços	-20,9	-17,1	-28,6	-28,8	-30,7
Viagens internacionais	-2,3	-2,3	-9,7	-10,6	-12,1
Aluguel de equipamentos	-11,9	-6,8	-8,5	-7,7	-8,2
Outros	-6,7	-8,0	-10,3	-10,6	-10,4
Renda primária	-38,3	-50,5	-59,0	-59,9	-63,8
Lucros & Dividendos	-16,8	-29,8	-41,7	-42,9	-47,1
Juros	-21,6	-20,5	-17,3	-17,1	-16,7
Renda secundária	2,3	3,3	2,5	3,3	3,3
Investimento direto no país	37,8	46,4	68,3	69,8	73,2
Financ. Externo (- = necessidade / + = excesso)	13,3	18,3	46,7	50,4	30,9

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.



ATIVIDADE ECONÔMICA – PIB: Resiliência em 2022, desaceleração em 2023

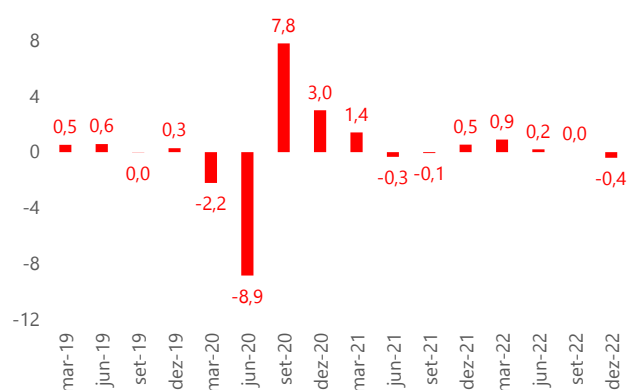
Elevamos nossa projeção de crescimento do PIB para 2022, mas reduzimos as estimativas para 2023 e 2024. Este ano, diante das surpresas positivas que melhoraram a perspectiva no 1S22, elevamos nossa projeção para +1,2% (antes: +0,7%), beneficiada pela consolidação da reabertura econômica, pela recuperação do mercado de trabalho e pelo fortalecimento de setores menos cíclicos relacionados às *commodities*. Para o 2S22, um provável enfraquecimento da atividade deve se iniciar no 4T22. Acreditamos que os efeitos defasados da política monetária devem prevalecer a partir de então, provocando uma recessão em 2023: estimamos uma contração do PIB de 0,6% (antes: -0,3%) e um crescimento de 0,5% (revisado de +1,5%) para 2024.

Os dados de atividade econômica no 1T22 mostraram surpresas positivas generalizadas, superando inclusive nossas expectativas já relativamente otimistas¹. Apesar do fraco desempenho em janeiro (reflexo do surto da variante Ômicron), observamos um crescimento trimestral nos setores de bens (e.g., varejo e indústria) e nos serviços, na esteira da consolidação do processo de reabertura. Esses números nos levaram a elevar nosso PIB projetado no 1T22 para +0,9% t/t (de +0,5%)². Se confirmada nossa projeção, esse resultado implicaria um carregamento estatístico (*carryover*) de 1,2% para 2022, posicionando a economia 1,4% acima do patamar pré-pandemia (4T19). Tais números reforçam nosso cenário de atividade econômica resiliente no primeiro semestre deste ano. Do ponto de vista da demanda, projetamos crescimento do consumo das famílias, sustentado pela expectativa de expansão da massa salarial real (subproduto da recuperação do mercado de trabalho). Os investimentos devem ser beneficiados pelo momento positivo das *commodities* e pela resiliência da construção civil (cujo ciclo é mais longo). A normalização da oferta de serviços públicos (saúde, educação) também deve ajudar a impulsionar os gastos do governo.

Quanto aos trimestres subsequentes de 2022, vemos a economia ainda se beneficiando dos efeitos remanescentes do processo de normalização pós-pandemia, principalmente no setor de serviços e no mercado de trabalho. O desempenho de setores menos cíclicos relacionados às *commodities* fornece suporte adicional, especialmente após fortes elevações nos preços das matérias-primas. No entanto, os efeitos defasados de uma política monetária restritiva devem segurar a atividade econômica no 2S22, com impacto mais proeminente a partir do 4T22.

Nossa trajetória esperada para o PIB: no 1S22, projetamos forte crescimento do PIB no 1T22 (+0,9% t/t) decorrente tanto da recuperação contínua das atividades de serviços quanto do fortalecimento da indústria, seguido por uma pequena expansão no 2T22 (0,2% t/t). No 2S22, esperamos que os efeitos de uma política monetária contracionista se concretizem, com estabilidade no 3T22 (0% t/t) e retração no 4T22 (-0,4% t/t). Para 2023, revisamos nossa estimativa de contração do PIB para -0,6% (de -0,3%). Para 2024, na ausência de vetores adicionais de crescimento, reduzimos nossa projeção para +0,5% (de +1,5%), considerando os níveis ainda restritivos de taxas de juros.

Figura 11. Crescimento do PIB (t/t-a.s., %)



Fontes: IBGE, Santander. Estimativas para o 1T22 em diante.

Figura 12. Detalhes da projeção de PIB (% anual)

	Projeções PIB					
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB Total	1,8	1,2	-3,9	4,6	1,2	-0,6
Agropecuária	1,3	0,4	3,8	-0,2	3,4	0,5
Indústria	0,7	-0,7	-3,4	4,5	-0,5	-0,5
Serviços	2,1	1,5	-4,3	4,7	1,6	-0,6
Consumo das Famílias	2,4	2,6	-5,4	3,6	1,5	0,2
Consumo do Governo	0,8	-0,5	-4,5	2,0	2,5	0,5
FBCF	5,2	4,0	-0,5	17,2	0,8	-1,2
Exportações	4,1	-2,6	-1,8	5,8	4,3	0,4
Importações	7,7	1,3	-9,8	12,4	2,6	3,3

Fontes: IBGE, Santander.

¹ Santander Brazil Economic Activity - “Special Report: Resilience Factors for 2022 GDP Growth” – (14/jan/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-special-011422>

² No momento da escrita desta seção, os dados do PIB do 1T22 não haviam sido divulgados, sendo 2 de junho a data de divulgação prevista.

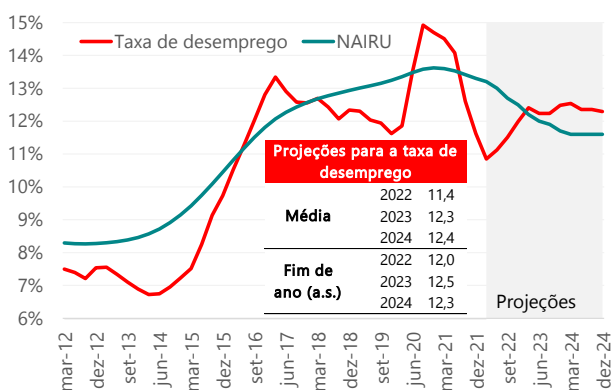


ATIVIDADE ECONÔMICA - EMPREGO: Revisões para baixo na taxa de desemprego

Números melhores que o esperado do mercado de trabalho no 1T22 e um melhor cenário de atividade este ano nos levaram a revisar para baixo nossas estimativas para a taxa de desemprego. Antevemos piora das condições no mercado de trabalho ao longo de 2023 e 2024, à medida em que os efeitos do aperto monetário se intensifiquem. Estimamos uma taxa de desemprego média de 11,4% em 2022 (antes: 12,7%), e de 12,3% em 2023 (antes: 14,0%). Para 2024, projetamos média de 12,4% (antes: 13,2%). Avaliamos que a taxa de desemprego deve permanecer abaixo do nível estrutural (12-13%) no 1S22, mas com o mercado de trabalho voltando a uma condição de maior ociosidade a partir do próximo ano.

Os números do mercado de trabalho no 1T22 surpreenderam positivamente, apesar do surto da variante Ômicron em janeiro. De acordo com nossas estimativas mensais de dados de emprego com base na PNAD do IBGE, a onda de infecções provocou uma rápida retração tanto da força de trabalho quanto da população ocupada. Como o impacto negativo sobre a força de trabalho foi maior do que sobre o emprego, a taxa de desemprego caiu em janeiro. Tanto a força de trabalho como a população ocupada se recuperaram integralmente em fevereiro e março e voltaram aos níveis pré-crise, à medida que as infecções diminuíram, permitindo retomada no processo de reabertura dos serviços. Em abril³, a taxa de desemprego caiu para níveis abaixo de 10%, de acordo com nossa série mensal – menor nível desde 4T15⁴. O CAGED indica quadro semelhante, já que a expansão mensal do emprego formal continua mostrando números saudáveis, apesar de ligeira desaceleração desde meados de 2021. O fim do Benefício Emergencial de Preservação de Renda e Emprego (BEm) coincidiu com maiores demissões até o 1T22. No entanto, as contratações também aumentaram ainda mais nesse período, com a reabertura econômica. Ainda projetamos um aumento na taxa de desemprego para trimestres restantes de 2022, pois esperamos que a taxa de participação retorne rapidamente aos níveis pré-pandemia, especialmente ao longo do 2T22. Contudo, revisamos para baixo nossa trajetória da taxa de desemprego para 2022, 2023 e 2024, tendo em vista um ponto de partida acima do esperado para a população ocupada no momento em que os efeitos negativos do aperto monetário começam a se manifestar. Seguimos esperando que a política monetária domine a dinâmica do mercado de trabalho a partir do 2S22, levando a taxa de desemprego para 12,0% no final de 2022. Reduzimos nossas projeções de médias anuais para 2022, 2023 e 2024: para 2022, projetamos 11,4% (antes: 12,7%) e para 2023, 12,3% (antes: 14,0%). Para 2024, reduzimos nossa projeção para 12,4% (antes: 13,2%). Avaliamos que a taxa de desemprego deve permanecer abaixo do nível estrutural (12-13%) no 1S22, mas o mercado de trabalho voltará a uma condição de maior ociosidade no médio prazo. Quanto ao cenário da massa salarial real “ampliada” (considerando transferências governamentais e programas sociais), nossas projeções tiveram apenas pequenas alterações, pois o aumento do nível de emprego esperado foi compensado pelas surpresas e revisões altistas em nosso cenário inflacionário. Projetamos que a massa salarial real “expandida” crescerá 3,1%, 0,8% e 1,2% em 2022, 2023 e 2024, respectivamente.

Figura 13. Taxa de desemprego e NAIRU (a.s.)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 14. Massa salarial real (crescimento anual)

	2021	2022(E)	2023(E)	2024(E)
Massa Salarial Real	+0,6%	+4,1%	+1,5%	+1,8%
Massa Salarial Real (incluindo transferências governamentais)	-8,0%	+3,1%	+0,8%	+1,2%

Fontes: STN, IBGE, Ministério da Economia, Santander.

³ Santander Brazil Economic Activity – “Labor Market: Monthly Unemployment Rate Estimate Back to Single-Digit Territory” – (31/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-labor-053122>

⁴ Dadas as projeções publicadas neste relatório, que utilizam dados até 27 de maio de 2022, os resultados da PNAD de abril implicam viés altista para nossa estimativa de ocupação e baixista para a taxa de desemprego.



ATIVIDADE ECONÔMICA – CRÉDITO: Sinais de alerta para inadimplência PF

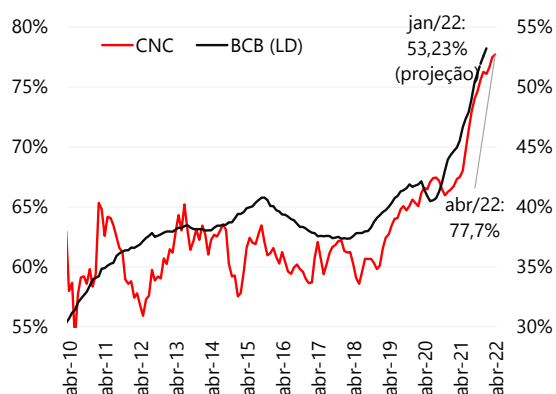
Em função do forte aumento do endividamento das famílias, sobretudo em um contexto de maior inflação (reduzindo o poder de compra) e taxas de juros mais altas (levando a um aumento do serviço da dívida), continuamos antevendo uma desaceleração do ritmo de crescimento do crédito bancário. Contudo, antevemos um aumento apenas cíclico na inadimplência, que não deverá registrar novos picos históricos, em função de avanços estruturais na tecnologia de concessão creditícia. De forma geral, entendemos que o crédito deverá representar um pequeno vento de proa para a atividade econômica em 2022-2023.

Em fevereiro (último dado disponível devido à greve dos servidores federais), a taxa de crescimento do saldo total de empréstimos do Sistema Financeiro Nacional (SFN), ajustado pela inflação, foi de 5,5% (-4,7 p.p. em relação a fevereiro de 2021), atingindo R\$ 4,7 trilhões. Este resultado se decompõe em um salto de 9,8% a/a para famílias e uma queda de 0,1% a/a para empresas não financeiras. As novas concessões de crédito, ajustadas pela inflação e sazonalidade, registraram queda de -0,9% m/m-sa em fevereiro (2,4% m/m-sa para famílias e -2,3% m/m para empresas não financeiras). Acreditamos que este possa ser o início de uma tendência de desaceleração nas novas concessões. Além disso, em linha com o ciclo de juros, as taxas de empréstimos também estão em alta, com a taxa média atingindo 25,7% a.a., 6,0 p.p. acima de um ano antes (30,1% a.a. para famílias e 18,4% a.a. para empresas). Acreditamos que os empréstimos bancários continuarão perdendo força à frente, e o principal motivo é o endividamento das famílias, que já atinge níveis recordes, e o custo do crédito, que deverá seguir em ascensão.

No conceito do BCB (endividamento total do consumidor sobre a renda disponível nos últimos 12 meses), o endividamento total do consumidor atingiu 52,6% em dezembro de 2021. Excluindo as operações de financiamento imobiliário, o número é 33%. Ambas as leituras estão no ponto mais alto da série iniciada em 2005, refletindo uma composição de renda estagnada e crescimento sólido dos empréstimos nos últimos dois anos – parte disso está relacionado ao estímulo creditício no âmbito da pandemia. Considerando o indicador de endividamento construído pela Confederação Nacional do Comércio (CNC) – apurado por meio de pesquisa realizada com aproximadamente 18 mil consumidores em todas as capitais brasileiras – os resultados chamam atenção. Os números de abril indicam que 77,7% das famílias relatam ter dívidas; 10,1% afirmam que não conseguiram pagar dívidas em atraso. Esses números podem sinalizar as tendências futuras da série do BCB (dados oficiais).

Assim, a inadimplência continua a ser um ponto de preocupação. Como esperamos uma desaceleração da concessão de novos empréstimos, diante do cenário macroeconômico (taxa de juros mais alta, em particular), a inadimplência deve retornar a patamares mais elevados do que o pré-pandemia, mas não para o pico da série. Em nossa visão, recentes reformas na estrutura de crédito (e.g., criando ambiente para obtenção de informações mais amplas sobre o comportamento do consumidor) resultou em uma melhor tecnologia de concessões, reduzindo a assimetria de informação no mercado de crédito.

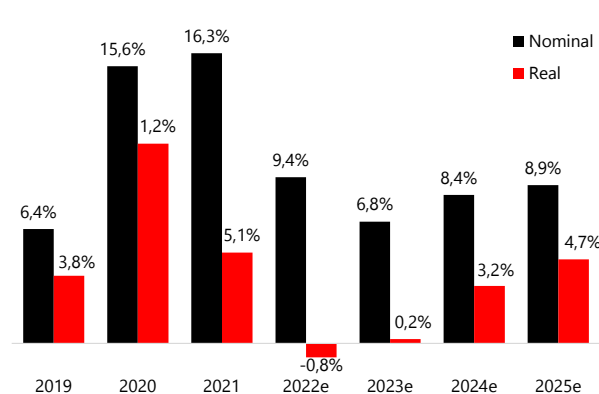
Figura 15. Dívida total das famílias



Fontes: Banco Central, CNC, Santander.

Nota: Indicador da CNC diz respeito ao percentual de famílias endividadas; indicador do BCB refere-se ao percentual da renda anual.

Figura 16. Crescimento anual do saldo creditício



Fontes: Banco Central, Santander.

Nota: Variações nominais.



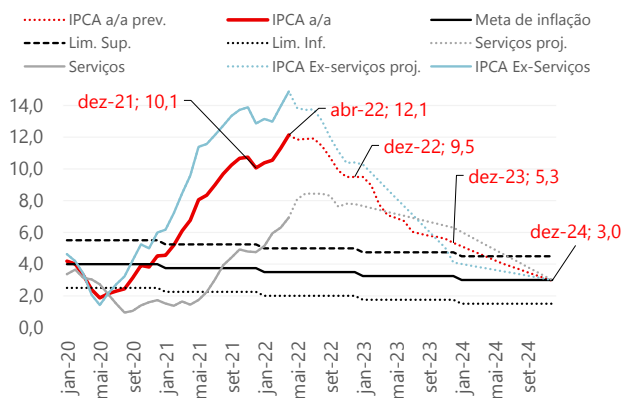
INFLAÇÃO: Desinflação ainda mais lenta à frente

Dados de inflação de curto prazo continuam surpreendendo para cima, indicando uma composição adversa. Em conjunto com os impactos dos choques recentes, este quadro nos levou a revisar nossa projeção de IPCA 2022 para 9,5% (antes: 7,9%). Com a inflação se situando em níveis ainda mais altos por mais tempo, os efeitos inerciais devem se mostrar mais fortes, mantendo o IPCA afastado da meta inflacionária por um período ainda mais longo do que estimávamos. Nossa projeção de IPCA 2023 foi revisada para 5,3% (antes: 4,0%). Continuamos esperando uma convergência para o centro da meta em 2024 (3,0%), mas os riscos indicam a possibilidade de uma convergência ainda mais lenta.

Após dois anos de altas muito fortes nos custos e possibilidade limitada de repasse dessas altas para os consumidores—agora sem restrições de distanciamento social—a demanda por serviços está se recuperando e permitindo um ritmo acelerado de ajuste de preços. Além disso, há evidências preliminares de um choque de custo adicional no setor terciário, com reajustes de salários altamente indexados à inflação passada no Brasil. Enquanto isso, a inflação de bens (tanto duráveis como não-duráveis) continua a surpreender para cima, enquanto esperávamos um arrefecimento quando a cesta de consumo iniciasse processo de normalização (redirecionando a demanda de bens para os serviços). Possivelmente, problemas de oferta na cadeia de suprimentos ainda impactam o setor de bens, assim como os choques recentes nos preços de matérias primas. Considerando este cenário e as contínuas surpresas para cima nos dados de inflação corrente, subimos a projeção de todos os grupos (serviços, bens industriais, alimentação no domicílio e preços administrados) do IPCA para 2022.

Continuamos a projetar um processo de desinflação adiante—com preços relacionados à *commodities* arrefecendo, taxa de câmbio relativamente estável, e com a política monetária começando a fazer efeito, contendo a demanda e controlando a inflação de serviços, em particular. Contudo, projetamos agora um processo mais lento de desinflação, já que o IPCA 2022 ainda mais alto acaba gerando efeitos inerciais ainda maiores para 2023. Além disso, as expectativas demoram ainda mais para convergir ao centro da meta. O impacto da inércia é maior no setor de serviços—principalmente via o canal de salários—e em preços regulados, onde muitos contratos são indexados à inflação passada. Também ajustamos a projeção de bens industriais e alimentação para cima, considerando que problemas globais de cadeia de suprimentos demorarão ainda mais para se normalizar. Nossa projeção para o IPCA 2022 se encontra não somente acima do centro da meta (3,50%), mas também do limite superior da banda (5,00%). Agora também projetamos que a inflação continuará acima do teto da meta em 2023 (cujo teto é de 4,75%). A convergência para o centro da meta (3,00%) deve vir apenas no IPCA 2024. Analisando os determinantes usuais da inflação (preços de *commodities*, taxa de câmbio, expectativas de inflação e inércia) continuamos a ver o balanço de riscos pendendo para cima. Mesmo que não cause mudanças profundas no fundamento da inflação, devemos destacar um risco baixista advindo de um possível corte de impostos e uso de créditos tributários (especialmente em preços de energia). Estes podem reduzir temporariamente a inflação em torno de 200 p.b. durante um tempo ao longo de 2022-2023. De qualquer modo, não consideramos que isso alteraria de forma material a dinâmica da inflação.

Figura 17. Projeção do IPCA (% anual)



Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

Figura 18. Detalhes da projeção (% anual)

	2022			2023		
	old	new	Δ bps	old	new	Δ bps
IPCA	7,9	9,5	158	4,0	5,3	126
Livres	7,7	9,5	132	4,0	5,0	72
Alimentação Dom.	10,7	13,1	36	1,5	3,5	31
Bens industriais	7,3	9,6	53	3,5	4,1	13
Serviços	6,6	7,8	43	5,5	6,3	27
Administrados	8,6	9,6	26	4,0	6,0	54
Núcleos	7,6	9,2	156	4,5	5,0	50

Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

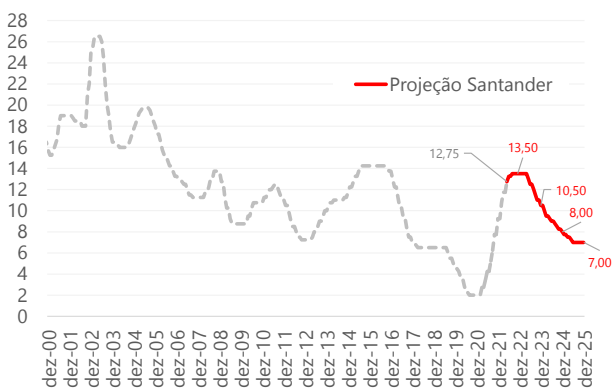


POLÍTICA MONETÁRIA: Mais restritiva por mais tempo

Revisamos novamente nossas expectativas para a taxa de juros. Agora projetamos taxa Selic terminal em 13,50% em agosto (antes esperávamos fim de ciclo a 13,25% em junho). Embora nosso cenário implique que a política monetária atingirá a postura mais contracionista desde 2009 no 1S23, a dose de aperto poderá se mostrar insuficiente para colocar o IPCA na meta em 2023. Desta forma, revisamos também nossa projeção para a Selic ao fim de 2023 (de 10,00%) para 10,50% e ao fim de 2024 (de 7,00%) para 8,00%. Dadas a tendências no campo da inflação (maior incidência e agravamento dos choques) aqui e no exterior, identificamos viés de alta para nossas projeções de juros.

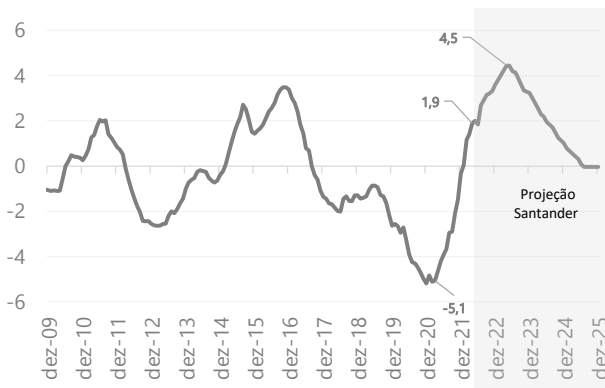
Na última reunião⁵, o Copom elevou a taxa Selic em 1,00 p.p. (nono aumento no ciclo), levando para 12,75%, maior patamar desde o 1T17. Nessa reunião, o Banco Central do Brasil (BCB) estimou a inflação do IPCA de 2023 em 3,4% (+0,3 p.p. em relação à reunião anterior), se situando ligeiramente acima do centro da meta (de 3,25%) para o horizonte relevante. No cenário base, o BCB assume preço do petróleo em US\$ 100 p.b. no final de 2022 e estável em termos reais posteriormente; taxa de câmbio em R\$ 4,95/US\$ (e movendo-se de acordo com a paridade do poder de compra posteriormente); taxa Selic em 13,25% para final de 2022 e 9,25% para o final de 2023 (conforme a pesquisa Focus na véspera do último Copom). Além da mudança na projeção do BCB, a composição preocupante da inflação deve ter contribuído para que a autoridade revisasse mais uma vez mais o plano de voo. O Copom indicou como “provável uma extensão do ciclo”, sinalizando “um ajuste de menor magnitude” para a próxima reunião [14 a 15 de junho], em contraste com os sinais anteriores de que o ciclo poderia se encerrar em 12,75%. O Banco Central continua a sinalizar a proximidade do fim do ciclo, mas a definição da taxa terminal ainda parece depender, de certa forma, da evolução dos dados. Na ata do Copom⁶, o BCB destaca que o aperto monetário realizado até agora tem sido intenso e pontual, e que seus efeitos ainda não foram observados na economia. Em discursos recentes, alguns membros do Copom⁷ admitem a possibilidade de estender um pouco mais o ciclo caso uma realidade inflacionária mais negativa se concretize. Nesse sentido, algumas sondagens de expectativas (em substituição ao relatório Focus, temporariamente suspenso por conta da greve de servidores federais) mostram que as expectativas de IPCA para 2023 podem ter se elevado em cerca de 0,4 p.p. desde o último Copom, o que pode resultar aperto adicional adiante. Quanto ao nosso cenário, revisamos mais uma vez para cima nossas expectativas para a taxa Selic: agora antevemos o ciclo terminando em 13,50% no 3T22 (após duas altas de 0,50 e 0,25 p.p. em junho e agosto). Em nosso cenário, embora a política monetária atinja no 1S23 a postura mais restritiva desde 2009, a persistência das pressões inflacionárias nos faz pensar que a dose não será suficiente para colocar a inflação na meta no próximo ano. Este quadro deverá gerar maior cautela por parte do BCB no ciclo de flexibilização adiante, cujo início projetamos para 2023. Revisamos nossa projeção de Selic para 10,50% (antes: 10%) e nossa estimativa para 8% (antes: 7%). E dadas os riscos no processo de desinflação, e incertezas quanto aos juros globais, continuamos identificando com riscos altistas para nosso cenário de juros.

Figura 19. Selic: trajetória e projeção (% a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 20. Postura de política monetária (% a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Esta série é a diferença entre a taxa Selic deflacionada pela projeção de IPCA 12 meses à frente e nossa proxy para taxa neutra.

⁵ Santander Brasil - “Recalculating the Route” – (05/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-may22>.

⁶ Santander Brasil - “Keeping All Degrees of Freedom” – (10/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-min-may22>.

⁷ <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/05/18/analise-serra-tempera-sua-mensagem-de-politica-monetaria.ghtml>



PRINCIPAIS RISCOS

Figura 21. Resumo dos principais riscos em torno de nosso cenário macroeconômico para o Brasil

TEMA	PRINCIPAIS RISCOS
Internacional	<ul style="list-style-type: none"> Riscos de alta (atividade): a inflação pode diminuir mais rápido do que o esperado e o Fed pode retirar os estímulos de forma mais lenta e suave, o que significa condições financeiras menos apertadas. Riscos de baixa (atividade): pressões inflacionárias mais persistentes levando o Fed a acelerar e intensificar ainda mais a retirada dos estímulos monetários, impactando a economia. Possível surto de novas cepas de coronavírus mais resistentes às vacinas disponíveis, causando novos retrocessos no processo de reabertura econômica em regiões-chave. Esse seria um choque inflacionário. A evolução do conflito na Ucrânia pode trazer riscos para os cenários de inflação e atividade. Uma escalada de sanções traz riscos altistas para a inflação e baixistas para a atividade, enquanto a retirada de sanções traz riscos baixistas para a inflação e altistas para a atividade.
Commodities	<ul style="list-style-type: none"> Riscos positivos (preços): estímulos econômicos adicionais (especialmente na China) podem influenciar a demanda e elevar pressões no curto prazo. Crise energética global poderia durar até meados de 2022, e pode ser exacerbada por eventos geopolíticos (e.g. tensões entre Rússia e países da OTAN). Riscos negativos (preços): eventual surgimento de novas (e mais perigosas) variantes do coronavírus potencialmente levando a novas restrições de mobilidade, reduzindo a demanda por energia. Resposta do Fed ainda mais tempestiva e intensa que o esperado.
COVID-19	<ul style="list-style-type: none"> Riscos favoráveis (para mobilidade): avanço da vacinação e de novos tratamentos. Riscos adversos (para mobilidade): vacinas poderiam se mostrar menos eficientes contra eventuais novas variantes, levando a novos surtos.
Política Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> Riscos positivos (resultado fiscal): efeito mais intenso e persistente da alta das <i>commodities</i> nas receitas. Aprovação de reformas com efeito fiscal significativo de redução de custos, reduzindo a rigidez orçamentária e o risco idiossincrático. Contenção de gastos obrigatórios (e.g., folha de pagamento). Mudanças no arcabouço fiscal para maior credibilidade no processo de consolidação (e ancoragem) das contas públicas. Gastos com programas sociais mais focalizados, reformando os programas atuais. Riscos negativos (resultado fiscal): maiores estímulos fiscais em meio a uma melhora temporária da receita. A aprovação de reformas sem maiores economias de gastos, criando distorções na gestão orçamentária. Maior estímulo por meio de desonerações. Mudanças de política econômica que prejudiquem a credibilidade da âncora fiscal e do processo de consolidação orçamentária, levando a deterioração de condições financeiras. Manutenção das emendas do relator (RP09) como ferramenta de gestão orçamentária.
Setor Externo	<ul style="list-style-type: none"> Riscos altistas (transações correntes e fluxos cambiais): sustentação dos Preços de <i>commodities</i> nos próximos anos, abrindo espaço para saldos comerciais mais vultosos e melhora das transações correntes. Riscos baixistas (transações correntes e fluxos cambiais): (i) frustração com ambiente institucional levando a saída de investimentos em carteira e redução de investimentos diretos no país, (ii) Contração da economia mundial reduzindo demanda por <i>commodities</i> e, assim, impactando negativamente os saldos comerciais.
Atividade Econômica	<ul style="list-style-type: none"> Riscos positivos: maior efeito da reabertura econômica sobre serviços dependentes de interação social. Solução mais rápida do que o esperado para os problemas na cadeia de suprimento da indústria de transformação. Maior dinamismo (ou resiliência) da agropecuária, também condicional a fatores climáticos. Riscos negativos: prolongada escassez de insumos em algumas cadeias produtivas. Um choque inflacionário mais forte tornando a postura de política monetária do BCB ainda mais contracionista. Agravamento dos problemas climáticos, comprometendo ainda mais a produção agropecuária.
Inflação	<ul style="list-style-type: none"> Riscos altistas: 1) desancoragem das expectativas de inflação (via riscos fiscais) levando a um aumento estrutural da inércia inflacionária, 2) normalização mais lenta das cadeias globais de suprimentos, 3) nova rodada de depreciação cambial (via riscos fiscais), 4) possibilidade de altas de preços ao produtor serem repassadas ao consumidor e, 5) preços de petróleo ainda mais altos. Riscos baixistas: 1) cortes de impostos e uso de créditos tributários (energia), 2) expectativas de inflação podem convergir mais rápido, considerando o risco crescente de recessão, 3) o câmbio pode apreciar mais que esperamos, inclusive em função de uma postura mais contracionista do BCB, 4) preços de <i>commodities</i> podem observar acomodação mais rápida que o esperado, com juros globais mais restritivos, 5) choque de custo/oferta pode se normalizar mais rapidamente.
Política Monetária	<ul style="list-style-type: none"> Risco de alta (juros): novos choques de custos e/ou uma normalização mais lenta nas cadeias produtivas globais podem elevar o temor de efeitos secundários (expectativas, inércia). Estímulos fiscais com hiato de produto menos aberto podem pressionar ainda mais a inflação e o poder de ancoragem da política monetária, além de elevar a taxa de juro neutra (de forma adicional). Risco de baixa (juros): sinais críveis de reformas fiscais futuras focadas no controle de gastos obrigatórios no médio prazo poderiam melhorar as expectativas econômicas e condições de mercado (via taxa cambial). Uma retração de custos em reais poderia reduzir pressões no atacado, gerando alívio para bens industriais e expectativas. Melhores margens de lucros das firmas também poderiam ajudar a reduzir repasses.

Fonte: Santander.



CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Oreng*	Head of Macro Research	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Jankiel Santos*	Economist – External Sector	jankiel.santos@santander.com.br	5511-3012-5726
Ítalo Franca*	Economist – Fiscal Policy	italo.franca@santander.com.br	5511-3553-5235
Daniel Karp*	Economist – Inflation	daniel.karp@santander.com.br	5511-3553-9828
Tomas Urani*	Economist – Global Economics	tomas.urani@santander.com.br	5511-3553-9520
Lucas Maynard*	Economist – Economic Activity	lucas.maynard.da.silva@santander.com.br	5511-3553-7495
Felipe Kotinda*	Economist – Commodities	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Fabiana Moreira*	Economist – Credit	fabiana.de.oliveira@santander.com.br	5511-3553-6120
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327

Global Macro Research

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

Fixed Income Research

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

Equity Research

Miguel Machado*	Head Equity Research Americas	mmachado@santander.com.mx	5255 5269 2228
Alan Alanis*	Head, Mexico	aalanis@santander.com.mx	5552-5269-2103
Andres Soto	Head, Andean	asoto@santander.us	212-407-0976
Walter Chiarvesio*	Head, Argentina	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Mariana Cahen Margulies*	Head, Brazil	mmargulies@santander.com.br	5511 3553 1684

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.



O presente material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não se configura um relatório de análise para os fins da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Ele tem como objetivo único de fornecer informações macroeconômicas e não constitui e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes públicas consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não é garantida a sua integridade, confiabilidade, completude ou exatidão dessas informações.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório material refletem única e exclusivamente nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente documento. O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste documento e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento e expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2022 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.