

**REVISÃO DE CENÁRIO****MELHORA NO CURTO PRAZO,
CAUTELA NO MÉDIO PRAZO**

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

- Apesar dos níveis elevados de infecções, hospitalizações e fatalidades, o processo de imunização está avançando no Brasil. Para os próximos meses, esperamos um ritmo de vacinação próximo de 1,5 milhão por dia, com toda a população adulta imunizada (com duas doses) até o final do ano. Essa premissa é fundamental para nosso cenário de reabertura mais ampla da economia no 2S21 e uma “normalização” no final do ano.
- No ambiente internacional, o cenário base segue antevendo uma robusta recuperação econômica global, com uma vacinação mais disseminada e fortes estímulos monetários e fiscais. Projetamos um ambiente favorável às economias emergentes este ano, mesmo com sinais de *tapering* do Fed no 3T21.
- Revisamos a projeção para a taxa de câmbio ao final de 2021 de R\$5,25/US\$ para R\$5,05/US\$ na esteira de uma percepção de mercado de menores riscos fiscais no curto prazo e de uma normalização de política monetária mais acelerada. Contudo, mantivemos nossa projeção de R\$5,55/US\$ para o final de 2022, dadas nossas hipóteses de progresso lento das reformas macro e de valorização global do dólar frente às demais moedas.
- Moeda relativamente desvalorizada, demanda externa robusta e preços elevados de *commodities* continuam dando suporte à balança comercial. Porém, melhores perspectivas de crescimento do PIB brasileiro deverão gerar maiores remessas de lucros e dividendos e despesas de serviços. Assim, projetamos que o saldo em transações correntes registre déficits de US\$7,8 bilhões e US\$12,4 bilhões em 2021 e 2022, ao invés de superávits de US\$4,9 bilhões e US\$2,5 bilhões previamente estimados.
- Na esteira de um choque altista mais persistente na inflação e nos termos de troca, “melhoramos” nossos números fiscais. Revisamos o déficit primário para 1,9% do PIB em 2021 (antes: 3,0%), com receitas maiores (em nível federal e regional) e gastos “extra-teto” de 1,6% do PIB. Reduzimos também nossa estimativa de dívida bruta para cerca de 82% do PIB (-2,8 p.p.). Seguimos identificando riscos altistas para a trajetória da dívida pública no médio e longo prazo.
- Revisamos a estimativa de PIB em 2021 de 3,6% para 5,1%, após um crescimento sólido do PIB no 1T21 e uma rápida recuperação da mobilidade. Expectativas favoráveis quanto à reabertura da economia concomitante à alta dos preços das *commodities* melhoraram as perspectivas para o 2S21. E os efeitos positivos remanescentes desta alta, em conjunção com uma economia totalmente operacional em 2022, motivaram nossa revisão altista do PIB de 1,5% para 2,0% no ano que vem.
- Ainda esperamos que o processo de vacinação e mobilidade sejam cruciais para a recuperação da força de trabalho do emprego nos próximos meses, com setores mais dependentes da interação social ganhando força. Estimamos taxa de desemprego média de 14,2% em 2021 e 13,6% em 2022 (inalterados).
- Revisamos (novamente) para cima as nossas projeções de inflação. O IPCA 2021 foi alterado para 6,7% (antes 5,9%) e o IPCA 2022 para 4,0% (antes 3,9%). A revisão foi baseada em custos mais altos de energia elétrica, efeitos mais fortes dos choques no setor industrial e um transbordamento dos choques primários para os serviços.
- Projetamos agora um ajuste ainda mais tempestivo na política monetária, com nossa estimativa para a Selic no final de 2021 revisada para 7,00% (antes 6,50%). Entendemos este como o nível neutro do juro, que se manteria em 2022 e 2023. A trajetória do Copom ainda parece incerta, mas nosso cenário de inflação de curto prazo é consistente com uma alta de 100 p.b. na reunião de 3 e 4 de agosto.


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

Variáveis Macroeconômicas		Anterior		Atual
PIB (%)	2021E	3,6	↑	5,1
	2022E	1,5	↑	2,0
	2023E	1,8	↓	1,5
IPCA (%)	2021E	5,9	↑	6,7
	2022E	3,9	↑	4,0
	2023E	3,3	→	3,3
Selic (% fim de período)	2021E	6,50	↑	7,00
	2022E	7,00	→	7,00
	2023E	7,00	→	7,00
Taxa de câmbio - R\$/US\$ (fim de período)	2021E	5,25	↓	5,05
	2022E	5,55	→	5,55
	2023E	5,20	→	5,20
Saldo em Transações Correntes (% PIB)	2021E	0,3	↓	-0,5
	2022E	0,2	↓	-0,8
	2023E	-0,5	↓	-1,0
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	2021E	-3,0	↑	-1,9
	2022E	-2,1	↑	-1,7
	2023E	-1,6	↑	-1,3
Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)	2021E	85,0	↓	82,2
	2022E	87,6	↓	84,3
	2023E	90,0	↓	87,2

Fonte: Santander.



SUMÁRIO EXECUTIVO: O Ciclo de *Commodities*

A recente melhora dos mercados no Brasil tem como indutores a recuperação global acelerada da crise da pandemia e de uma forte alta dos preços internacionais de *commodities*. Como exportador, o país se beneficia com ganhos nos termos de troca, acomodando de modo mais rápido diversos impactos econômicos gerados pela Covid19.

Com efeito, o avanço da vacinação global e o início da reabertura das economias abre perspectiva de recuperação cíclica mais rápida e acentuada. O Banco Mundial projeta expansão do PIB mundial próxima a 10% no acumulado de 2021 e 2022, ficando cerca de 2% abaixo do nível de atividade caso não tivesse ocorrido a pandemia.

Trata-se de uma recuperação ensejada por estímulos fiscais sincronizados entre países que, segundo estimativa do FMI, somaram US\$ 10 trilhões, além dos estímulos monetários substancialmente maiores do que fora injetado na crise global de 2008/2009. Vale dizer, os estímulos adotados naquela crise ainda não haviam sido plenamente retirados quando da interposição dos novos.

A recuperação tem-se revelada tão heterogênea quanto foi o choque inicial sobre demanda e oferta. Famílias de renda mais alta voltam gradualmente a consumir serviços, utilizando parte da renda poupada durante o distanciamento social; famílias de renda mais baixa, com trabalhadores mais impactados pela perda de mobilidade, destinam transferências de renda para consumo de bens essenciais; as empresas vêm devolvendo a liquidez captada para resguardar seus caixas em momentos de grande incerteza, mas ainda enfrentam restrições logísticas e de oferta de insumos para retomar a normalidade da produção.

Tal desorganização na produção e no consumo globais, com liquidez tão elevada, redundou em preços de *commodities* em rápida aceleração, com inflação em alta nos alimentos e nos bens industriais. As economias avançadas tendem a manter estímulos elevados por algum tempo, até que a normalização alcance os mercados de trabalho; ou seja, tendem a aceitar um pouco mais de inflação, vista como temporária, de modo a permitir retorno mais rápido da geração de empregos.

As principais economias emergentes, inclusive o Brasil, já iniciaram a retirada de estímulos, por conta de fragilidades macroeconômicas e maior restrição fiscal. O cenário de recuperação acelerada e os ganhos recentes em termos de troca, tem trazido grande otimismo aos mercados. Sem dúvida, esta é uma boa notícia, principalmente para os 8,5 milhões de pessoas que perderam o emprego ou ainda não conseguiram retornar ao mercado de trabalho.

Uma **primeira boa notícia** veio do crescimento do 1T21, de 1,2%, acima da mediana das expectativas de mercado. O PIB foi positivamente impactado pela produção de *commodities*, com recorde da safra agrícola (soja, milho em especial), pela forte demanda por proteína animal (recomposição de rebanhos na China, após a peste suína) e de minério de ferro. Contudo, considerando-se desvios no ajuste pela sazonalidade após choque tão intenso (pandemia) em 2020, do crescimento concentrado em alguns setores, e de fatores atípicos (importação ficta de plataformas), acreditamos não seja adequado simplesmente extrapolar o resultado positivo para o restante do ano.

Revisamos nossa projeção para o PIB para 5,1% em 2021 e 2% e, 2022, de 4,8% e 1,5%, respectivamente. Estimamos fechamento do hiato do produto no 4T23. Variável chave será a evolução do consumo das famílias (estimamos alta de 4,5%). Para que haja crescimento, a contração da massa de salários ampliada (incluídos as transferências governamentais e os programas de combate à pandemia) de -5,7% precisa ser complementada pelo “consumo” da poupança acumulada em 2020 e pelo crescimento de dois dígitos do crédito. Com o avanço do endividamento das famílias e taxas de juros mais altas, esperamos consumo mais contido em 2022 (alta de 2%).

A **segunda boa notícia** veio de um cenário fiscal menos agudo, com estimativas baixistas para a relação dívida-PIB em 2021. Revisamos nossas estimativas de 85% para 82,2% em 2021, com o indicador chegando a 93,7% em 2027, em vez dos cerca de 105% considerados em 2019 no pior momento para as projeções das



contas públicas. Embora sensivelmente acima do nível pré-pandemia, houve clara melhora na margem, ensejada por mais inflação (estimamos deflator do PIB em 10% neste ano, convergindo para 3%, abaixo do IPCA, em 2023) e pela perspectiva de recuperação cíclica mais rápida, puxada por setores produtores de *commodities*. Se, de um lado, saímos do risco latente de trajetória explosiva da dívida, de outro ainda não asseguramos uma consolidação fiscal segura, mas ganhamos mais tempo para alcançá-la.

A **terceira boa notícia** vem do processo mais ágil de vacinação, o que torna viável termos no País 90% da população vacinada até o final do ano. Além de viabilizar a volta gradual do setor de serviços e a geração de empregos nesse setor, contribui para mitigar riscos de sobrecarga no sistema de saúde mediante eventual circulação de novas variantes, ainda mais resistentes, do coronavírus. Neste contexto, estimamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal atinja 14,3% da força de trabalho no 2T21 e 14,0% ao final de 2021, patamar historicamente elevado.

Contudo, há pontos de atenção importantes nessa recuperação cíclica.

Primeiro, questões climáticas que afetarão o PIB do segundo semestre, tanto por ensejar revisão baixista da safrinha, quando pela crise hídrica que impactará preços de energia elétrica e a disponibilidade hídrica em algumas regiões, com possíveis impactos sobre o plantio da safra do próximo ano. Revisamos nossa projeção de PIB agrícola para 3,4% de 2,2% em 2021 e para 2% de 1,8% em 2022 em função dos dados da LSPA, mas reconhecemos que está sob risco baixista.

Segundo, há riscos provenientes da deterioração do cenário de inflação, com nossa projeção elevada para 6,7% em 2021 e 4% em 2022, somente convergindo para o centro da meta em 2023 (3,25%). O choque inflacionário, decorrente em grande parte da pressão sobre os preços das *commodities*, da depreciação do real até o 1T21 e da quebra das cadeias globais de abastecimento, afetou os preços no atacado em Jun-21 para 45,4% a/a no segmento industrial; 53,3% a/a no segmento agrícola e 16,9% a/a nos preços da construção civil. A nosso ver, essa pressão de preços no atacado busca por espaços onde a demanda sancione mais preços na cadeia de produção e pode contaminar, por efeitos secundários, os preços no setor de serviços quando da retomada mais abrangente da atividade no setor.

Terceiro, tal circunstância, ademais, afetou fortemente as arrecadações públicas, beneficiadas tanto pelo maior faturamento, com recuperação de margens nos setores exportadores, como pelo avanço do comércio digital, menos sujeito à elisão. O crescimento nominal de 28,5% da arrecadação federal até maio e de 21,6% da arrecadação estadual, deverá levar a um déficit primário menos acentuado, de 1,9% do PIB em 2021. Alguma parte desse aumento de arrecadação é proveniente de ganhos reais com termos de troca (estimamos em 0,1p.p. do PIB por ano), mas a parte mais significativa é decorrente do efeito da inflação. [Veja detalhes no link¹](#).

Quarto, a redução do risco idiossincrático associado à grave situação fiscal, permitiu a apreciação do real, com a taxa de câmbio saindo de R\$5,82/US\$ no pico do ano para cerca de R\$4,90/US\$ no final de junho. Revisamos a estimativa de taxa de câmbio para menor patamar ao final de 2021 (R\$5,05/US\$ de R\$5,25/US\$) e mantivemos o valor para 2022, de R\$5,55/US\$, muito em função de incertezas associadas ao ciclo eleitoral, mas também pelo fortalecimento relativo do dólar com o início da retirada de estímulos em economia avançadas. Vemos o ciclo de *commodities* começando a arrefecer, voltando em 2023 à tendência de longo prazo observada antes da crise da pandemia.

Assim, antevemos acomodação dos ganhos sobre arrecadação nos próximos meses. A apreciação do real na margem e o início da acomodação de preços de *commodities* tende a subtrair parte do valor do faturamento dos setores beneficiados pelo atual ciclo de exportações, sem subtrair seus custos que se mantém pressionados pelos repasses ainda não realizados do atacado. Ademais, as margens de lucro das companhias tendem a ser afetadas por crescentes custos financeiros desde a alta da Selic. Como as despesas subnacionais ainda são fortemente vinculadas às receitas e o teto de gastos indexado à inflação passada, isso ensejará aumento de despesas obrigatórias à frente, especialmente se considerarmos pressões

¹ Santander Brazil Fiscal - “Fiscal Accounts: Pandemic Impact, Price Shock Contribution, and Outlook” – (15/jun/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-special-fiscal-061521>



eleitorais. Este quadro deverá reforçar aspectos inerciais da inflação e deixar mais evidente as crescentes demandas por alívio de carga tributária e a frágil sustentação dos resultados fiscais.

Assim sendo, para alcançar o objetivo de trazer a inflação ao centro da meta, com riscos de espraiamento dos efeitos secundários dos choques de oferta (*commodities*, energia) e da recuperação cíclica mais rápida, o Banco Central tem sinalizado a possibilidade de acelerar o passo de alta da SELIC. Estimamos para a próxima reunião do COPOM uma elevação de 100 p.b., em razão de finalizar o ciclo de aperto monetário ainda em 2021, com Selic a 7%, e assim conter a deterioração das expectativas inflacionárias simultaneamente à reativação do setor de serviços.

Entendemos que as condições financeiras imprimem maior volatilidade do cenário fiscal, até pela marcação a mercado, tanto das reservas internacionais, quanto dos títulos da dívida em poder do público. Isso torna crucial voltarmos as análises do quadro fiscal por meio de variáveis de longo prazo, tais como os resultados recorrente e estrutural do setor público. Entendemos também que as diferenças de estimativas de variáveis não observáveis - taxa de juro neutra, mudanças de preços relativos embutidas no deflator do PIB, PIB potencial - tendem a diferenciar os cenários de longo prazo para a consolidação fiscal brasileira.

Por isso, mais do que se afiançar em ganhos de curto prazo, importante entender que a pandemia trouxe choques sobre o ambiente econômico que tendem a se dissipar, especialmente aqueles decorrentes do choque temporário sobre *commodities*, da ruptura em cadeias produtivas, das mudanças no padrão de consumo, e dos consequentes choques inflacionários. Ademais, os ganhos temporários de termos de troca parecem estar sendo apropriados por segmentos específicos, em função da perda de renda real imposta aos segmentos de mais baixa renda, via inflação mais alta nos alimentos, por exemplo.

Assim que a pandemia mostrar seu desfecho, desmontando impactos temporários, irá nos revelar a natureza dos seus impactos permanentes. Por exemplo, de um lado, a convivência com maior desigualdade de renda, endividamento (público e privado) e juros neutros mais altos. E, de outro lado, avanços tecnológicos, transição energética e grandes desafios para eliminação do atraso educacional derivado de lacunas cada vez maiores no mercado de trabalho entre trabalhadores mais qualificados e os demais.



HIPÓTESES CHAVE DO NOSSO CENÁRIO BASE

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

TEMA	HIPÓTESES CHAVE
Internacional	<ul style="list-style-type: none"> A pandemia deve permanecer sob controle nas economias avançadas e a vacinação deve acelerar nos emergentes. Como resultado, esperamos que a recuperação econômica global continue no segundo semestre. O Fed manterá uma postura acomodaticia ao analisar as pressões inflacionárias como temporárias. A redução gradativa nas compras de ativos ocorrerá apenas a partir de 2022 (mais detalhes devem vir em setembro) e aumentos de juros são esperados apenas em 2023.
Commodities	<ul style="list-style-type: none"> Uma recuperação econômica puxada pela China deve impulsionar a demanda por commodities em 2021, favorecendo os termos de troca para países produtores (Brasil incluso). Ainda assim, vemos uma acomodação no 2S21. Programas de vacinação pelo mundo permitem maior mobilidade, um estímulo para a demanda (em particular no segmento de energia) no 2S21.
Covid-19	<ul style="list-style-type: none"> Execução do Plano Nacional de Imunizações (PNI), levando a uma rápida vacinação no 2S21. Esperamos que 90% da população seja vacinada (com pelo menos uma dose), com toda a população adulta vacinada (com as duas doses) até o final de 2021. Vacinas se mostram suficientemente eficazes contra novas variantes da COVID-19.
Política Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> O efeito do choque de preços (aumento da inflação e dos termos de troca) sobre as receitas será temporário. O governo vai conter a pressão por novos estímulos fiscais e administrar os riscos de paralisação parcial de alguns serviços públicos. Despesas “extra-teto” em torno de R\$ 135 bilhões (1,6% do PIB) em 2021. A manutenção da transparência das estimativas fiscais. Preservação do arcabouço fiscal, especialmente durante a discussão do orçamento de 2022, prevista para 2S21. Nesse debate, aumentos adicionais nos gastos obrigatórios (e.g., novo programa social, e aumento de salário para servidores) serão limitados pelo teto de gastos. Médio prazo: Busca pela sustentabilidade da dívida, com a aprovação de reformas para aumentar o PIB potencial e manter a taxa de juros neutra abaixo de 4% a.a. em termos reais.
Setor Externo	<ul style="list-style-type: none"> Cotações de <i>commodities</i> ainda favoráveis aliadas a fluxos crescentes de comércio internacional favorecem geração de saldos comerciais vultosos. Contudo, a recuperação econômica mais célere do que imaginada deverá pesar sobre a conta de renda primária, mantendo as transações correntes no campo deficitário. Riscos (políticos, fiscais) idiossincráticos deverão limitar espaço para valorização significativa do real a médio prazo, não obstante a melhora de percepção ocorrida no curto prazo.
Atividade Econômica	<ul style="list-style-type: none"> O aumento da mobilidade, aliado ao avanço da campanha de vacinação, ajuda a impulsionar a retomada da atividade econômica no 2S21. A reabertura econômica levará a um aumento da procura por trabalho, resultando na normalização da população economicamente ativa, na recuperação parcial do emprego e em uma taxa de desemprego estável em níveis elevados em 2021. A quantidade de falências corporativas será limitada, de forma que não deverá ocorrer perda persistente e significativa da capacidade produtiva do país (PIB potencial).
Inflação	<ul style="list-style-type: none"> Os choques relacionados a pandemia serão temporários (quebra da cadeia de suprimentos, alta em preços de <i>commodities</i>, mudança da cesta de consumo e impulso da demanda via pacotes fiscais), embora mais fortes e persistentes no setor industrial. Não haverá choque de preços de serviços durante a reabertura da economia. Efeitos secundários estão ocorrendo (e.g., transbordamento dos choques primários para o setor de serviços), mas a alta na taxa de juros e o recente arrefecimento dos preços de <i>commodities</i> em reais devem evitar uma desancoragem das expectativas de médio e longo prazo.
Política Monetária	<ul style="list-style-type: none"> O BCB seguirá buscando a convergência da inflação ao centro da meta para os horizontes relevantes. Porém, a certa altura em 2021, a autoridade pode evitar uma postura altamente contracionista, em meio a pressões inflacionárias em grande parte impulsionadas por choques de oferta (inflação de custos). Sem ruptura na política fiscal, apesar dos riscos crescentes para a trajetória da dívida pública. BCB mantém capacidade de ancorar expectativas de inflação de curto, médio e longo prazo.

Fonte: Santander.



AMBIENTE INTERNACIONAL: Retomada aumenta a pressão inflacionária

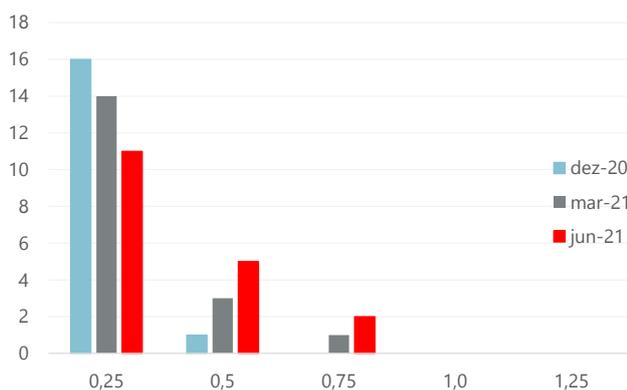
O rápido processo de vacinação em massa vem permitindo que as economias desenvolvidas (principalmente EUA e países europeus) prossigam no processo de reabertura e de retomada da atividade econômica. A variante Delta do coronavírus (inicialmente descoberta na Índia) é hoje a maior fonte de preocupação no que tange o controle da pandemia, uma vez que vem se espalhando rapidamente e se tornando predominante em alguns países. Mas as vacinas seguem se mostrando eficazes, o que deve evitar maiores impactos sanitários, econômicos e sociais.

A recuperação da atividade – impulsionada por fortes estímulos monetários e fiscais – também alimenta pressões inflacionárias, principalmente nos EUA. Os números mais fortes são reflexo de uma série de fatores, como efeito-base (após meses de inflação muito fraca em 2020), problemas nas cadeias produtivas, preços de energia e alimentos elevados, e gargalos na recuperação da atividade. Os principais bancos centrais do mundo (em particular, o Fed, nos EUA) seguem com o discurso de que a inflação observada é temporária e deve ceder com o passar do tempo. No entanto, mesmo mantendo uma postura acomodatória, as projeções de juros dos membros do FOMC (comitê do Fed que decide os rumos da política monetária) agora apontam para duas altas em 2023, sendo que na estimativa anterior não havia altas projetadas antes de 2024. Mas ainda se nota grandes divergências dentro do FOMC.

Outro aspecto importante no cenário global é a desaceleração na margem da atividade econômica na China, após uma recuperação acelerada impulsionada pelos estímulos do governo, em particular via políticas de crédito. A atividade econômica segue robusta, mas as expectativas de crescimento para 2021 estão abaixo do que estavam no início do ano.

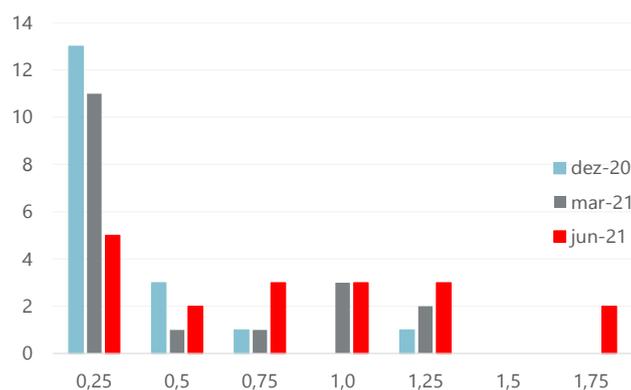
O cenário base segue sendo de recuperação econômica global robusta, com a pandemia sob controle nos países desenvolvidos e com os emergentes avançando no processo de vacinação. Os riscos relacionados à pandemia persistem, com particular atenção à variante indiana, que causa preocupação. Também persiste o risco de um processo inflacionário mais intenso e mais duradouro do que o esperado, que pode fazer com que bancos centrais (o Fed, em particular) se vejam obrigados a retirar os estímulos mais rapidamente.

Figura 3.A. – EUA: Projeção de juros de membros do FOMC para 2022



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 3.B. – EUA: Projeção de juros de membros do FOMC para 2023



Fontes: Bloomberg, Santander



COMMODITIES: Commodities esfriam; fundamentos inalterados

Os índices agregados ainda estão operando em níveis historicamente altos, apesar da queda recente na maioria das *commodities* impulsionada por um sinal do Fed mais *hawkish* do que o esperado. Ainda acreditamos que os fundamentos apontam para preços menores no final do ano, com uma alta do dólar provavelmente pesando sobre os preços das *commodities*.

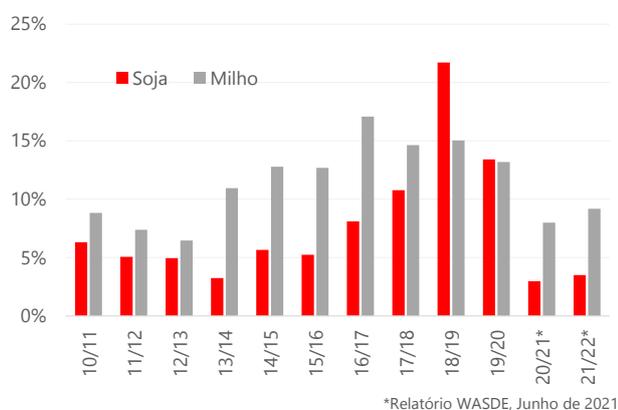
As *commodities* agrícolas têm andado de lado, na medida em que as previsões meteorológicas voláteis nos EUA adicionam incerteza a uma oferta já apertada. Enquanto isso, as compras chinesas continuam robustas (embora em um ritmo mais lento) e as discussões nos EUA sobre isenção de mistura de combustíveis renováveis podem pesar sobre a demanda de grãos. O mercado aguarda o relatório de plantio do USDA - Departamento de Agricultura dos Estados Unidos - em 30 de junho (antes do momento da edição), que deve mostrar uma área combinada de soja e milho recorde para a próxima safra.

No segmento de energia, espera-se que a OPEP+ aumente a produção em agosto uma vez que a demanda global por petróleo continua a se recuperar em um ritmo rápido, especialmente nas economias desenvolvidas onde a vacinação está mais avançada. A demanda das economias emergentes provavelmente seguirá o mesmo caminho no 3T21, colocando uma pressão adicional sobre os preços do petróleo. A oferta extra vinda do Irã pode ser uma surpresa, com as negociações pelo fim das sanções dos EUA ainda em andamento. De maneira geral, continuamos acreditando que a capacidade dos países produtores de elevar a oferta será um fator limitante para os preços do petróleo (e derivados) no período pós-pandemia.

Nos metais, a oferta de minério de ferro tem espaço para aumentar nos principais países exportadores (Austrália e Brasil) no 2S21. Na China, o governo central intensificou sua campanha para segurar o avanço dos preços das *commodities*, com os estoques estatais de metais sendo vendidos a produtores, em uma tentativa de aliviar a pressão altista nos custos de matérias-primas.

Em nossa opinião, o mercado de *commodities* alimentares deve permanecer apertado no curto prazo. Os riscos são viesados para cima, dependendo particularmente da safra 2021-22 dos EUA. Em energia, vemos a demanda atingir um pico no 3T21, com o aumento da mobilidade em outras economias desenvolvidas e emergentes (dado maior controle da pandemia). Esperamos que o petróleo tenha suporte no curto prazo por uma resposta lenta da produção nos principais países exportadores, dadas as restrições acordadas pela OPEP+. Por último, acreditamos que o impulso de demanda gerado pelo estímulo de crédito da China perderá ímpeto no 2S21, pesando sobre a atividade de construção e a demanda por metais. Como a oferta também deve aumentar ao longo do ano, acreditamos que os riscos para metais, no geral, são enviesados para baixo.

Figura 4.A. – EUA: Razão estoque/uso (%)



Fontes: USDA, Santander.

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



Fontes: Bloomberg, Santander.



COVID-19: Perspectivas melhores com avanço da vacinação

O país ainda enfrenta um nível elevado de infecções e hospitalizações. Mesmo assim, o processo de imunização ganhou força recentemente e esperamos que as entregas de vacinas permitam um ritmo médio de aplicação de 1,5 milhão de doses por dia no 2S21.

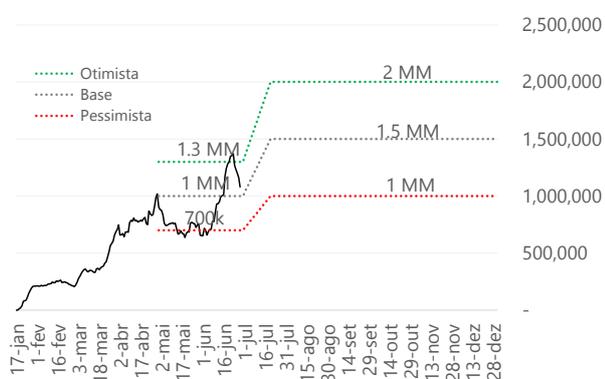
No final de junho, a média diária de novos casos recuava para patamar em torno de 65 mil por dia, após ter quebrado um recorde estabelecido no final de março. A média diária de mortes estava em 1,6 mil por dia, um nível ainda alto em comparação com 2020. Já a taxa de ocupação da UTI estava acima de 90% em pelo menos sete estados (contra um pico de 18 estados, no final de março) conforme regiões-chave no país continuam a reduzir gradualmente as medidas de distanciamento social. [Veja detalhes no link](#).

Desde a nossa última revisão de cenário, o ritmo de vacinação no Brasil melhorou consideravelmente. Apesar do Butantan e da Fiocruz, produtores locais das vacinas Coronavac e AstraZeneca, respectivamente, estarem recebendo remessas de IFA (insumos farmacêuticos ativos) abaixo do esperado, as entregas da Pfizer vêm compensando esses contratemplos, apoiando efetivamente o Plano Nacional de Imunização (PNI). Para os próximos meses, esperamos que as entregas continuem a aumentar. Nesse sentido, o ritmo de entregas deve permitir um ritmo de vacinação consistente com nosso cenário base (1,5 milhão por dia no 2S21). Até 23 de junho, cerca de 92 milhões de doses (de 132 milhões disponíveis) haviam sido aplicadas no país, com o ritmo de vacinação em 1,3 milhão por dia (média móvel de 7 dias).

De acordo com o Plano Nacional de Imunização (PNI), o Brasil já garantiu a compra de mais de 677 milhões de doses para 2021, com governos regionais também fechando contratos de vacinas. Em nosso cenário base, assumimos um ritmo de vacinação de 1,5 milhão por dia no 2S21 (contra 1 milhão no 2T21). As 677 milhões de doses são divididas em: 224 milhões da Fiocruz/AstraZeneca; 200 milhões da Pfizer; 130 milhões do Butantan/CoronaVac; 42 milhões da COVAX; 38 milhões de Janssen; 20 milhões de Covaxin; 13 milhões da Moderna; e 10 milhões da Sputnik. Até o final do ano, esperamos que quase 90% da população tenha sido vacinada (pelo menos uma dose). Também esperamos que toda a população adulta seja imunizada (com duas doses) até o final de 2021.

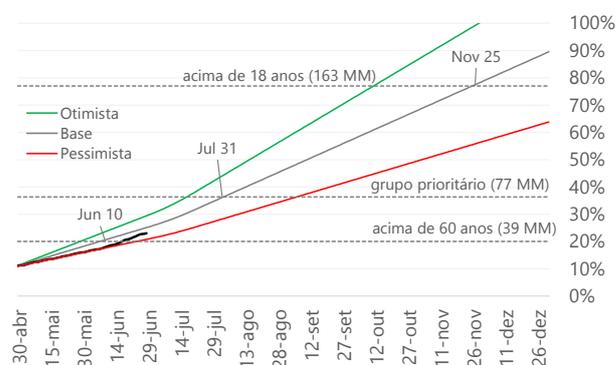
A nosso ver, os números sugerem uma imunização gradual de grande parte da população, permitindo uma redução contínua das restrições de distanciamento social ao longo do restante do ano, principalmente no 2S21. Acreditamos que os dados apoiam nossa premissa de uma reabertura mais ampla dos serviços (socialmente integrados) no final do ano, e de uma “normalização total” até o final de dezembro.

Figura 5.A – Ritmo de vacinação (doses diárias)



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.

Figura 5.B – População vacinada (%)



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.



POLÍTICA FISCAL: Melhora no curto prazo, cautela para o futuro

Mais uma vez “melhoramos” nossas projeções fiscais devido ao choque altista de inflação e termos de troca. O déficit primário foi revisado para 1,9% do PIB em 2021 (de 3,0%) devido a uma “ajuda dos preços” no lado da receita. A dívida bruta foi revisada para baixo, ~82% do PIB em 2021. Porém, a trajetória segue ascendente, com riscos altistas importantes para o médio prazo. [Veja detalhes no link³](#)

Nossas projeções fiscais melhoraram, com uma elevação nas receitas regionais e federais, na esteira de um choque de preços mais persistente e intenso (inflação mais alta e termos de troca mais favoráveis). Isso ocorreu em um contexto de recuperação da atividade e uma revisão altista da projeção de PIB. Do lado corporativo, o repasse mais intenso dos aumentos de custos e o forte desempenho dos exportadores de *commodities* ajudaram a impulsionar a arrecadação de tributos. Considerando que a receita sofreu uma queda acentuada em 2020 devido à pandemia, é “normal” que a estimativa da elasticidade receita-PIB (usando IPCA como deflator) seja superior a 1,0 com esse “efeito preço”. Estimamos este parâmetro em ~1,7 este ano, mas o mesmo deverá voltar para algo entre 1,0-1,1 no médio prazo. Assim, ainda vemos as perspectivas fiscais de médio prazo com certa cautela e com riscos relevantes para o processo de consolidação fiscal. Nossos números fiscais mostram sensibilidade significativa com relação à duração e intensidade na alta das *commodities*. Uma hipótese relevante é que acreditamos que esse choque recente de preços será temporário, com o efeito positivo sobre as receitas arrefecendo à frente. Além disso, um efeito importante da inflação sobre o resultado primário decorre do descasamento temporal (cerca de um ano) entre um efeito positivo na receita e um impacto subsequente nas despesas (atreladas à inflação). Outro efeito inflacionário relevante é que o teto de gastos perdeu parte da sua capacidade de contribuir para o processo de consolidação fiscal. Com o choque de preços recente, o cumprimento da regra fiscal até 2026 está mais “fácil”, exigindo menor ajuste de gastos. Além disso, a margem para novas despesas, com a inflação acima da meta, representará um total de R\$ 410 bilhões gastos até 2026. Vemos o teto de gastos como condição necessária, mas não suficiente para garantir uma consolidação fiscal. Isso é especialmente verdadeiro se as condições macroeconômicas favoráveis não se mantiverem. A nosso ver, qualquer choque adicional que aumente a taxa de juros neutra ou reduza o crescimento potencial do PIB pode inviabilizar a convergência da dívida esperada, dado o espaço limitado para um superávit primário muito superior a 2% do PIB nos próximos anos. Além disso, a aprovação de reformas fiscais de peso parece mais difícil.

Com relação às novas projeções, projetamos o déficit primário do setor público para 2021 em R\$ 165 bilhões (1,9% do PIB), ante R\$ 250 bilhões em maio. Nossa estimativa de receita total foi elevada em R\$ 85 bilhões. Revisamos também o resultado de governos regionais de R\$ 15 bilhões para R\$ 28 bilhões. Para 2022 em diante, continuamos esperando redução gradual do déficit primário: -1,7% em 2022 e -1,3% em 2023. A dívida bruta-PIB deve atingir 82,2% em 2021 (2020: 88,8%). Esperamos que o indicador atinja o pico em 2030 em ~94%, antes de cair para ~85% em 2040.

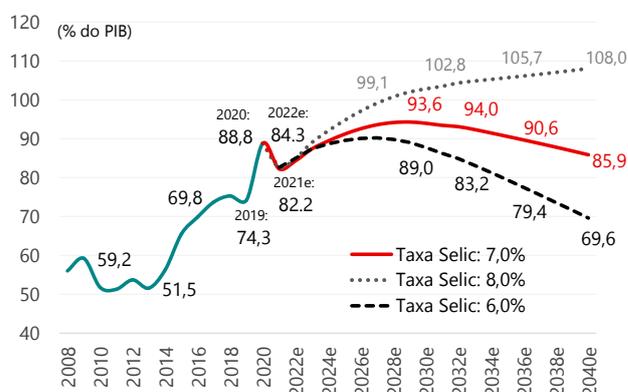
Figura 6.A. – Simulação de superávit primário: quando?

		Crescimento do PIB			
		1,0%	1,5%	2,5%	3,0%
Elasticidade: PIB-receitas	0,9	2038	2032	2029	2027
	1	2031	2028	2027	2026
	1,1	2028	2027	2026	2025
	1,2	2027	2026	2025	2024
	1,3	2026	2025	2024	2024

Premissas: deflator do PIB: 4,0% após 2023; Receita líquida do 2º relatório bimestral do governo; Cenário de despesas do Santander.

Fonte: Tesouro Nacional, Santander.

Figura 6.B. – Simulações para a dívida bruta



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

³ Santander Brazil Fiscal - “Fiscal Accounts: Pandemic Impact, Price Shock Contribution, and Outlook” – (15/jun/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-special-fiscal-061521>



SETOR EXTERNO: Alívio por ora, preocupações adiante

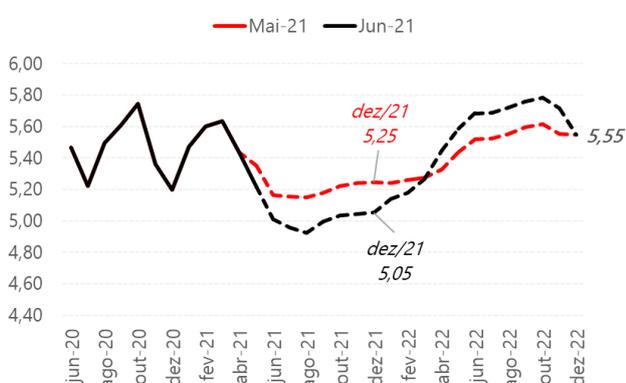
Em 2021, projetamos que o real se beneficiará da percepção do mercado de menores riscos fiscais no curto prazo e da normalização mais célere da política monetária. Contudo, continuamos antecipando um panorama fiscal nebuloso no médio prazo, o que elevará a incerteza antes das eleições presidenciais em 2022 – pesando também sobre a taxa de câmbio no próximo ano.

Recentemente, a taxa de câmbio rompeu o patamar de R\$5,00/US\$ pela primeira vez desde junho de 2020, na esteira da melhora de curto prazo no panorama fiscal percebido por participantes do mercado financeiro. Em nossa visão, a melhora ocorreu por questões conjunturais, que terão menor influência a médio prazo – mais detalhes na seção de Política Fiscal. Como atribuímos ao risco fiscal boa parte do desalinhamento (ou prêmio) entre a trajetória observada do real e a rota indicada pelo comportamento da maioria das variáveis que usualmente influenciam a taxa de câmbio (índice DXY, termos de troca, entre outras), a valorização cambial recente não nos parece ter “caído do céu”. Outro fator que também contribuiu foi a indicação do BCB de uma normalização mais rápida do juro – mais detalhes na seção de Política Monetária. Não acreditamos que estas influências mudarão dramaticamente nos próximos meses, o que deverá manter a taxa de câmbio fluando ao redor de R\$5,00/US\$, encerrando 2021 cotada a R\$5,05/US\$ (expectativa anterior: R\$5,25/US\$).

Entretanto, em nossa opinião, este alívio de curto prazo na seara fiscal deverá ser revertido à frente, quando as discussões sobre o orçamento de 2022 e as incertezas relacionadas à disputa presidencial se tornarem mais nítidas para os agentes econômicos. Adicionalmente, avaliamos que o FOMC dará início ao processo de retirada de estímulos em 2022, sinalizando esta intenção a partir de setembro de 2021. Portanto, além dos temas domésticos, os fatores globais também deverão deixar o ambiente para a moeda brasileira menos favorável. Como resultado, apesar desta valorização em 2021, continuamos projetando que a taxa de câmbio encerre 2022 cotada a R\$5,55/US\$ - mesma projeção da revisão anterior.

O patamar mais forte da moeda no curto prazo e o panorama mais favorável que o esperado para o PIB em 2021 e 2022 nos levou a alterar nossas estimativas para o saldo em transações correntes, embora os resultados continuem apontando para uma situação externa bastante confortável. Ainda vemos queda do déficit em conta corrente frente a 2020, mas agora sem geração de superávits, como prevíamos antes. Esperamos que a combinação de crescimento e moeda mais fortes estimulem importações, levando a um recuo na projeção do saldo comercial. Ademais, também elevamos as estimativas para o déficit da conta serviços e remessas de lucros e dividendos. Tais mudanças resultaram em déficits de US\$7,8 bilhões e US\$12,4 bilhões em 2021 e 2022, respectivamente (ou -0,5% e -0,8% do PIB), níveis ainda facilmente financiados pela economia brasileira, especialmente por meio de investimentos diretos no país (fonte menos volátil de recursos externos).

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



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 7.B – Saldo em Transações Correntes

	US\$ bilhões		2019	2020	2021e	2022e
Saldo em transações correntes	-65,0	-24,1			-7,8	-12,4
Balança comercial	26,5	32,4			61,1	60,0
Exportações	225,8	210,7			272,7	284,8
Importações	199,3	178,3			211,6	224,8
Serviços	-35,5	-20,6			-25,6	-28,8
Viagens internacionais	-11,6	-2,3			-7,8	-9,3
Aluguel de equipamentos	-14,6	-11,7			-13,0	-15,7
Outros	-9,3	-6,6			-4,9	-3,8
Renda Primária	-57,3	-38,2			-45,2	-45,7
Lucros e Dividendos	-31,9	-17,2			-24,3	-28,9
Juros	-25,5	-21,1			-20,9	-16,8
Renda Secundária	1,2	2,4			2,0	2,0

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.



ATIVIDADE ECONÔMICA – PIB: Mobilidade e *commodities* melhoram perspectivas

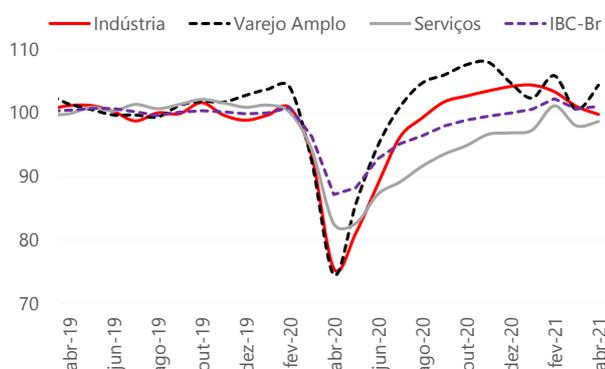
Estamos revisando nossa estimativa do PIB para 2021 de 3,6% para 5,1%. A atividade surpreendeu positivamente no 1T21 e a mobilidade está se recuperando mais rápido do que o esperado. O ritmo esperado para a reabertura concomitante à alta nos preços das *commodities* melhorou a perspectiva para esse ano. Os efeitos remanescentes da melhora nos termos de troca e as expectativas de uma economia totalmente operacional motivaram nossa revisão do PIB de 2022 para 2,0% (antes 1,5%).

A atividade surpreendeu positivamente no 1T21 apesar da redução do estímulo fiscal e do recrudescimento da pandemia. O resultado do PIB do 1T21 resume essa surpresa, com os três setores contribuindo positivamente para posicionar a economia de volta aos níveis pré-pandemia (4T19), mas com a agropecuária (de caráter menos cíclico) proporcionando a maior contribuição pelo lado da oferta. Para o 2T21, a recuperação da mobilidade mais rápida do que o esperado e a nova rodada do auxílio emergencial devem impulsionar o setor terciário, conforme sugerido por dados mais tempestivos, assim como a nossa família de indicadores proprietários (IGet)⁴ ⁵. Por outro lado, esperamos que a produção agropecuária devolva parcialmente a contribuição positiva do 1T21 no restante do ano, e que a indústria atrase a recuperação no curto prazo, refletindo a alta de custos e a escassez de insumos.

Em relação ao nosso cenário básico, a mobilidade urbana se recuperou mais rápido do que o esperado, superando nossas projeções para o 2T21 e melhorando as perspectivas para o 2S21. Assumindo avanços no processo de vacinação, esperamos melhores condições de mobilidade no 2T21 e uma recuperação mais rápida no 2S21, com virtual retorno à “normalidade” no 4T21. Com relação à trajetória do PIB, esperamos estabilidade no 2T21 (0% t/t-sa), com o setor terciário contribuindo positivamente – refletindo a recuperação da mobilidade e o auxílio emergencial - mas compensado pela devolução parcial do crescimento da agropecuária e pelo fraco desempenho industrial. Para o 2S21, maiores preços de *commodities* aliados aos avanços na reabertura da economia melhoram as perspectivas da atividade. De fato, alguns segmentos relevantes do setor terciário (que correspondem por quase metade do PIB de serviços) ainda operam em níveis deprimidos, o que deixa espaço para crescimento à medida que a crise sanitária seja superada.

Para 2022, entendemos que os efeitos positivos remanescentes desta alta das *commodities*, em conjunto com uma economia em plena operacionalidade do ponto de vista sanitário em todo o ano (em comparação com uma base de 2021 ainda parcialmente afetada por medidas restritivas), devem contribuir para um crescimento mais robusto. Estes efeitos devem mitigar os impactos defasados de uma trajetória de política monetária menos expansionista. Por esses motivos, elevamos nossa projeção do PIB de 2022 para 2,0% (de 1,5%).

Figura 8.A – Atividade Econômica (jan/19=100, sa)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 8.B – Decomposição do PIB (%)

	Projeções PIB				
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
PIB Total	1,8	1,4	-4,1	5,1	2,0
Agricultura	1,3	0,6	2,0	3,4	2,0
Indústria	0,7	0,4	-3,5	5,3	1,9
Serviços	2,1	1,7	-4,5	4,4	2,2
Consumo das Famílias	2,4	2,2	-5,5	4,5	2,0
Consumo do Governo	0,8	-0,4	-4,7	2,0	1,2
FBKF	5,2	3,4	-0,8	12,9	2,4
Exportações	4,1	-2,4	-1,8	14,3	2,1
Importações	7,7	1,1	-10,0	15,8	6,5

Fontes: IBGE, Santander.

⁴ Santander Brazil Economic Activity - “Varejo Desacelera no Final do Trimestre” – (21/jun/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGET-p-jun21>

⁵ Santander Brazil Economic Activity - “Serviços Seguem Mostrando Crescimento” – (17/jun/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGETser-previa-jun-21>



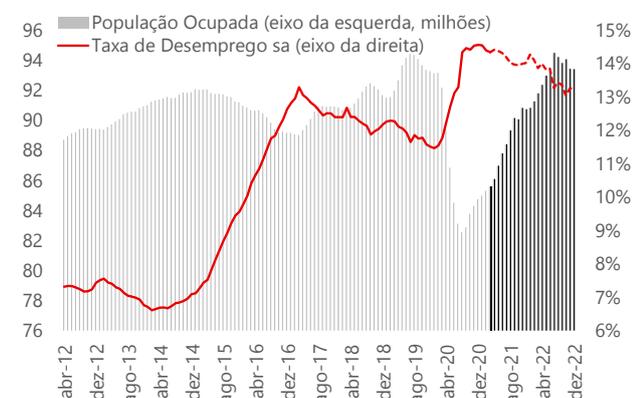
ATIVIDADE ECONÔMICA - EMPREGO: Mercado de trabalho em melhora gradual

Fizemos pequenas revisões em nossa trajetória esperada para a taxa de desemprego em 2021. Seguimos considerando que o processo de vacinação e a retomada da mobilidade serão cruciais para a recuperação da força de trabalho e do emprego ao longo dos próximos meses, sobretudo nos setores mais dependentes de interação social. Estimamos taxas médias de desemprego de 14,2% em 2021 e 13,6% em 2022 (estimativas inalteradas desde a última revisão de cenário).

Os últimos dados do mercado de trabalho vieram relativamente em linha com o nosso cenário. De acordo com a PNAD, tanto a força de trabalho como a taxa de participação mantiveram-se em patamares deprimidos, reforçando a tendência de desaceleração iniciada em janeiro. A ocupação apresentou crescimento modesto, o que manteve a taxa de desemprego relativamente estável em patamares elevados. Após apresentar bons resultados no 1T21, os dados do CAGED também desaceleraram, refletindo as restrições de mobilidade mais rígidas e as dificuldades produtivas enfrentadas por alguns setores. Os mercados de trabalho formal e informal mostram comportamentos distintos. Enquanto os resultados do CAGED indicam recuperação total dos empregos perdidos durante a pandemia, a PNAD ainda aponta uma recuperação lenta no emprego formal. Considerando os problemas recentes das pesquisas⁶, a situação real do emprego formal deve estar em patamar próximo aos níveis pré-pandemia, uma vez que o CAGED tem refletido melhor as surpresas positivas na atividade geral. Quanto ao setor informal, resultados recentes da PNAD apontam níveis de emprego marginalmente acima das mínimas de 2020, mas ainda longe de recuperar a queda vista no início da pandemia. Mantivemos nossa visão de uma taxa de desemprego em níveis elevados ao longo de 2021. Nossa revisão anterior levou a uma trajetória da taxa de desemprego menos volátil, em razão de uma premissa de recuperação em ritmos semelhantes, tanto para a PEA como para a população ocupada. Mantivemos essa visão, mas com alguns elementos adicionados ao nosso balanço de riscos. Do lado positivo, as surpresas nos indicadores de atividade (até o momento) podem levar a uma recuperação do emprego mais rápida do que o esperado. Além disso, os níveis de mobilidade também têm surpreendido positivamente, apesar das medidas de distanciamento social ainda presentes, o que pode influenciar positivamente o emprego informal. Do lado negativo, a extensão do Auxílio Emergencial pode manter parte da população afastada do mercado de trabalho por mais tempo, levando a atrasos adicionais na recuperação do nível de emprego no setor informal.

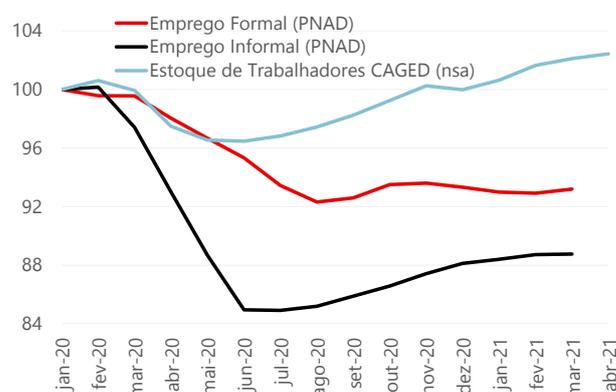
Em suma, fizemos pequenos ajustes na trajetória projetada para a taxa de desemprego em 2021, pois avaliamos que os riscos estão equilibrados. Mantivemos nossas projeções para as taxas médias de desemprego para 2021 e 2022 inalteradas em 14,2% e 13,6%, respectivamente. Avaliamos que a população ocupada deve se recuperar à medida que a pandemia seja controlada, mas atingirá níveis pré-crise apenas em 2022. A normalização tanto na população ocupada como na força de trabalho deve estar fortemente ligada ao processo de vacinação, à reabertura dos serviços, e à recuperação do setor informal. Seguimos avaliando que o mercado de trabalho apresenta ociosidade considerável, principalmente no setor informal.

Figura 9.A. – Cenário para a taxa de desemprego



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 9.B. – População ocupada (sa, jan/20=100)



Fontes: IBGE, CAGED, Santander.

⁶ Santander Brazil Labor Market - "CAGED vs. PNAD: Which Labor Survey is Right?" - (12/abr/2021) - Disponível no link (em inglês): <http://bit.ly/STD-pnad-caged-apr21>



ATIVIDADE ECONÔMICA - CRÉDITO: Crescimento ainda em curso

Revisamos nossas projeções de crescimento do saldo real de crédito bancário para 3,2% em 2021 e 3,9% em 2022, de 1,4% e 4,9%, respectivamente. Além disso, dados recentes corroboram nossa visão positiva sobre o crédito neste ano, o que reforça a revisão altista dos saldos em 2021.

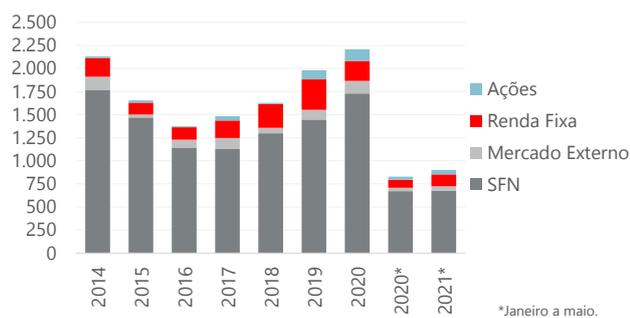
O saldo do crédito total do Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresentou crescimento real de 7,5% a/a em maio (para R\$ 4,2 trilhões), alta de 7,8% a/a para as famílias e de 7,1% a/a para empresas não financeiras. As novas concessões reais dessazonalizadas (de acordo com a metodologia do Banco Central) diminuiu 2,8% em maio, devolvendo parte do aumento significativo visto em abril (+ 4,5% m/m-sa).

Para as famílias, o segmento livre apresentou queda de 2,7% m/m-sa, também implicando um ajuste após o forte número de abril. No segmento direcionado, o financiamento imobiliário continua em crescimento robusto (+100% a/a), refletindo as condições financeiras favoráveis. Para as empresas, houve queda de 4,7% m/m-sa em maio no segmento livre. Em março, as empresas recorreram fortemente ao crédito de curto prazo, em meio a restrições de atividades impostas pelos governos locais, de forma que uma acomodação já era esperada. No segmento direcionado, houve aumento de 6,8% m/m-sa, e esperamos uma nova rodada de R\$ 5 bilhões do Pronampe (que agora se tornou um programa permanente), o que deve ajudar as empresas nos próximos meses. [Veja detalhes no link](#).

Considerando o financiamento corporativo total⁸ até agora neste ano (até maio em comparação com o mesmo período do ano passado), as emissões no mercado de capitais estão 48% maiores, enquanto as concessões do SFN estão 1% maiores. Como resultado, o financiamento corporativo total aumentou 9% em comparação com o mesmo período do ano anterior.

Fatores de risco para nosso cenário básico: o processo de reabertura pode eventualmente desencadear um ressurgimento de infecções, gerando restrições de mobilidade que podem atrasar a recuperação da renda pessoal, enquanto um aumento na inadimplência e no endividamento das famílias pode induzir uma restrição da oferta de crédito. No entanto, vemos esses riscos diminuindo conforme a vacinação avança.

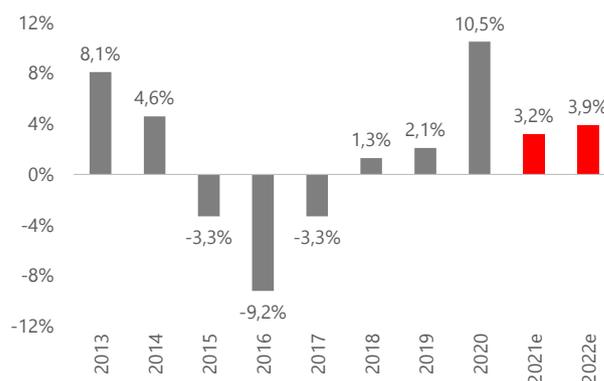
Figura 10.A. – Financiamento corporativo total (R\$ bilhões, real)



SFN - exclui conta garantida, cheque especial e cartão de crédito.
 Mercado externo - bonus, MTNs e securities.
 Renda Fixa - Debentures, NPs, LFs, CRAs, CRIs e FIDCs.
 Renda Variável - IPO e follow-on.

Fontes: Banco Central, Anbima, Santander.

Figura 10.B. – Crescimento anual do saldo creditício (% ajustado para a inflação, IPCA)



Fontes: Banco Central, Santander.

⁷ Santander Brazil Credit - "Credit Still Supportive in May" – (28/jun/2021) - Disponível no link (em inglês): <https://bit.ly/Std-credit-280621>

⁸ O Cálculo considera novas concessões no SFN e emissões de dívidas e ações no mercado de capitais.



INFLAÇÃO: Choques persistentes se espalham

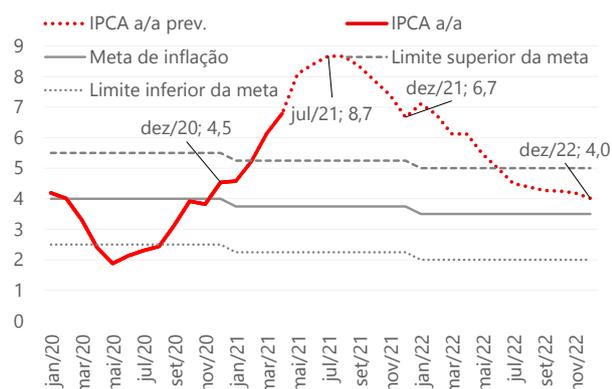
Uma vez mais, revisamos para cima nossas projeções de inflação. O IPCA 2021 foi alterado para 6,7% (antes 5,9%) e o IPCA 2022 para 4,0% (antes 3,9%), principalmente por conta de custos mais altos de energia elétrica e efeitos mais intensos dos choques no setor industrial. Preços de serviços mais altos também tiveram um papel na revisão, por conta de efeitos de segunda ordem vindos de choques primários e de uma recuperação mais robusta da atividade econômica no curto prazo.

Para o curto prazo (2021), uma parte relevante da revisão ocorreu nos preços administrados, pois houve uma mudança importante na hipótese de bandeira tarifária de energia elétrica para dezembro de 2021, dado o cenário hidrológico difícil e arriscado neste ano (veja Figura 10.B., abaixo). Agora estamos considerando bandeira vermelha 2 (antes amarela) – já considerando os novos valores publicados pela Aneel em 29 de junho de 2021 –, o que aumenta o custo para consumidores. Já nos preços livres, a maior mudança foi em bens industriais, onde estamos assumindo (mais uma vez) um efeito mais forte do choque de custos de *commodities* e da quebra da cadeia de suprimentos. Na parte de serviços, não houve revisão significativa da inflação do grupo como um todo, porém houve uma mudança qualitativa importante em alimentação fora do domicílio, por conta de efeitos de segunda ordem vindos do choque primário em preços de alimentos. Finalmente, o grupo alimentação no domicílio compensou parte das revisões para cima, já que reduzimos um pouco a projeção do grupo, com as coletas de preços de alta frequência registrando um arrefecimento que tende a afetar as projeções para os próximos meses.

Olhando mais adiante (2022), embora as principais hipóteses sigam válidas – em particular a que assume que os choques recentes são temporários –, agora consideramos efeitos de segunda ordem mais intensos vindos dos choques primários. Em resumo, seguimos acreditando que os principais ruídos/distorções gerados pela pandemia irão arrefecer, com fim dos gargalos da cadeia de suprimentos, os preços de *commodities* em acomodação, a cesta de consumo das famílias voltando a ficar mais equilibrada entre bens e serviços, e os impulsos fiscais em acomodação. Contudo, subimos nossa projeção de serviços, pois enxergamos evidências de um espalhamento dos choques, em particular no setor de restaurantes, mas também em outros subgrupos de serviços. Também revisamos para cima a projeção de bens industriais, baseados em um efeito mais forte dos choques em 2021, que geram impactos para o grupo em 2022. Finalmente, revisamos para baixo a inflação de energia elétrica, porque esperamos que os efeitos dos riscos hidrológicos em 2021 arrefeçam em 2022; porém, esse efeito foi parcialmente compensado por uma revisão para cima nos reajustes tarifários feitos pelas empresas ao longo do ano. Além disso, o IPCA 2021 mais alto também gerou uma revisão para outros preços administrados, já que estes tendem a apresentar considerável inércia.

A nossa projeção para o IPCA de 2021 se encontra acima do teto do intervalo de tolerância (5,25%). Para 2022, a projeção está acima do centro da meta (3,50%), mas ainda dentro do intervalo de tolerância (o teto é 5,00%). O balanço de riscos agora está mais simétrico, mas, em nossa opinião, ainda pendendo para cima, pois ainda há altas acumuladas no atacado que podem chegar ao consumidor. Além disso há um risco de um maior transbordamento dos choques primários para os preços gerais no ano que vem.

Figura 11.A. – IPCA e projeções (%)



Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

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

	2021			2022		
	Antigo	Novo	Δ p.b.	Antigo	Novo	Δ p.b.
IPCA	5,9	6,7	85	3,9	4,0	5
Preços livres	5,0	5,1	10	3,6	4,1	38
Alimentação no domicílio	8,5	6,5	-31	3,5	3,5	0
Bens industriais	5,1	6,7	37	3,8	4,7	22
Serviços	3,4	3,6	4	3,5	3,9	17
Preços Administrados	8,3	11,1	75	5,0	3,7	-33
Núcleos	4,2	4,9	70	3,7	3,9	20

Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.



POLÍTICA MONETÁRIA: Pisando no acelerador

Projetamos agora um ajuste ainda mais tempestivo na política monetária, com nossa estimativa para a Selic no final de 2021 revisada para 7,00% (antes 6,50%). Entendemos este como o nível neutro do juro, que se manteria em 2022 e 2023. A trajetória do Copom ainda parece incerta, mas nosso cenário de inflação é consistente com uma alta de 100 p.b. na reunião de 3 e 4 de agosto.

Nas últimas comunicações formais do Copom (comunicado⁹, ata¹⁰ e relatório de inflação¹¹), o BCB elevou o tom, em meio a sinais de resiliência na atividade econômica e espalhamento das pressões inflacionárias. Ambos implicam a necessidade de redução ainda mais célere do estímulo monetário. O Copom elevou a taxa básica Selic em 75 p.b. para 4,25% na reunião de 15 e 16 de junho, e indicou juro neutro no final do ciclo (abandonando indicação anterior de “normalização parcial”). As projeções oficiais de inflação apontam que uma taxa de juros em 6,50% (estimativa de taxa neutra do BCB) no início do próximo ano é necessária para trazer a inflação do IPCA de volta ao centro da meta (3,50%) no horizonte relevante (2022). A justificativa para o tom mais duro é a necessidade de conter a “disseminação dos atuais choques temporários sobre a inflação”. O Copom ainda acredita que os riscos fiscais geram “assimetria altista no balanço de riscos, ou seja, com trajetórias para a inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária”. Na ata, o BCB sinaliza que essa assimetria “afeta o grau apropriado de estímulo monetário, justificando assim uma trajetória para a política monetária menos estimulativa do que a utilizada no cenário básico”. O Comitê vai além, afirmando que “avaliou uma redução mais tempestiva dos estímulos monetários” já na reunião de junho - sinalizando inclinação de acelerar o ritmo (talvez para 100 p.b.), condicional à inflação de serviços e às expectativas de inflação. Em nossa opinião, o BCB mostrou flexibilidade para mudar o *guidance* e disposição de fazer o necessário para conter efeitos de segunda ordem dos choques inflacionários, reforçando o compromisso de trazer o IPCA para o centro da meta em 2022. Acreditamos que esses sinais dominam o fato de as projeções do BCB para o PIB 2021 estarem um pouco abaixo da mediana de analistas (4,6% vs 5,0%).

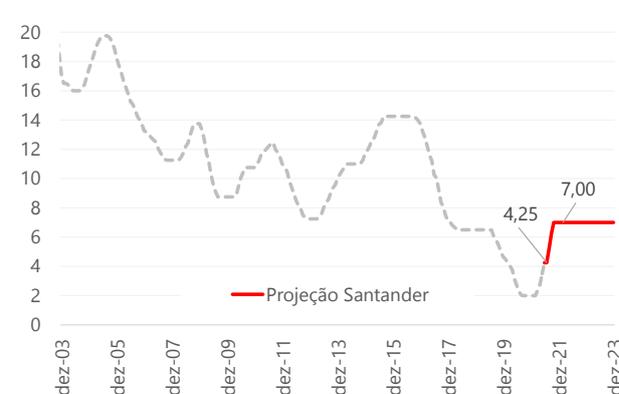
Em nosso cenário-base, antevemos uma deterioração no quadro inflacionário, com nossa projeção de IPCA se situando bem acima do teto da banda em 2021 (6,7% x 5,25%) e acima do centro da meta para 2022 (4,00% x 3,50%). Apesar de estimarmos ociosidade econômica até 2023 (*nota: o BCB estima convergência do PIB ao potencial em 2022*), acreditamos que sinais que reforcem nosso cenário de inflação (e.g., via pressões contínuas na inflação subjacente) provavelmente levem ao BCB a alterar novamente seu plano de voo e a adotar uma postura monetária ligeiramente restritiva. Dito isso, estamos antecipando nossa expectativa para a trajetória de alta de juros, com a Selic atingindo o nível terminal (que estimamos como neutro) de 7% em algum momento no 4T21. Essa estimativa é consistente com diferentes trajetórias para o Copom adiante, mas nosso cenário-base conta com alta de 100 p.b. na reunião de 3 a 4 de agosto.

Figura 12.A. – Juro real e estímulo (% a.a.)



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

Figura 12.B. – Selic: trajetória e projeção (% a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

⁹ Santander Brazil Monetary Policy - “A New Route for The Flight Plan” – (16/jun/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-jun21>

¹⁰ Santander Brazil Monetary Policy - “Whatever It Takes” – (22/jun/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Copom-min-jun21>

¹¹ Santander Brazil Monetary Policy - “BCB still poised to speed up hikes” – (24/jun/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Inflation-Rep-2q21>



PROJEÇÕES: Santander & Consenso

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

	2021E				
	Consenso		Santander		
	21-mai-21	25-jun-21	20-mai-21	30-jun-21	
Inflação - IPCA (%)	5,2	↑ 6,0	5,9	↑ 6,7	
Crescimento do PIB (%)	3,5	↑ 5,1	3,6	↑ 5,1	
Taxa Selic (% fim do ano)	5,50	↑ 6,50	6,50	↑ 7,00	
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,30	↓ 5,10	5,25	↓ 5,05	
Conta corrente (US\$ bilhões)	-0,5	↑ -0,3	4,9	↓ -7,8	
Resultado primário (% PIB)	-3,0	↑ -2,5	-3,0	↑ -1,9	
Dívida Líquida (% PIB)	63,5	↓ 61,6	62,4	↓ 59,9	

Nota: Com base nos relatórios Focus do Banco Central.
Fontes: Banco Central, Santander.

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

	2022E				
	Consenso		Santander		
	21-mai-21	25-jun-21	20-mai-21	30-jun-21	
Inflação - IPCA (%)	3,7	↑ 3,8	3,9	↑ 4,0	
Crescimento do PIB (%)	2,3	↓ 2,1	1,5	↑ 2,0	
Taxa Selic (% fim do ano)	6,50	→ 6,50	7,00	→ 7,00	
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,30	↓ 5,20	5,55	→ 5,55	
Conta corrente (US\$ bilhões)	-15,0	↓ -18,5	2,5	↓ -12,4	
Resultado primário (% PIB)	-2,0	↑ -1,7	-2,1	↑ -1,7	
Dívida Líquida (% PIB)	66,0	↓ 63,4	64,7	↓ 61,4	

Nota: Com base nos relatórios Focus do Banco Central.
Fontes: Banco Central, Santander.

**Figura 13.B. Evolução das projeções para 2023 desde nossa última revisão de cenário**

	2023E					
	Consenso			Santander		
	21-mai-21	25-jun-21		20-mai-21	30-jun-21	
Inflação - IPCA (%)	3,3	→	3,3	3,3	→	3,3
Crescimento do PIB (%)	2,5	→	2,5	1,8	↓	1,5
Taxa Selic (% fim do ano)	6,50	→	6,50	7,00	→	7,00
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,20	↓	5,05	5,20	→	5,20
Conta corrente (US\$ bilhões)	-29,5	↑	-22,5	-8,3	↓	-20,0
Resultado primário (% PIB)	-1,2	↑	-1,1	-1,6	↑	-1,3
Dívida Líquida (% PIB)	69,0	↓	65,9	67,5	↓	64,2

Nota: Com base nos relatórios Focus do Banco Central.

Fontes: Banco Central, Santander.



PRINCIPAIS RISCOS

Figura 14. 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): efeitos mais prolongados de estímulos fiscais adicionais - especialmente nos EUA - sobre a economia mundial. Riscos de baixa (atividade): pressões inflacionárias mais intensas e duradouras que levem o Fed a retirar o estímulo monetário antes do esperado. Possível surto de cepas de coronavírus mais contagiosas ou resistentes às vacinas disponíveis, causando retrocessos no processo de reabertura em regiões-chave.
Commodities	<ul style="list-style-type: none"> Riscos positivos (para preços): estímulos econômicos e fiscais adicionais (especialmente na China e nos EUA) podem elevar pressões no curto prazo. Condições climáticas podem estressar a safra 2021-22 dos Estados Unidos. Riscos negativos (para preços): atrasos na vacinação ou novas variantes do coronavírus podem levar a restrições de mobilidade, restringindo o consumo. Retirada de estímulo do Fed mais cedo do que o esperado.
Covid-19	<ul style="list-style-type: none"> Riscos positivos: mais vacinas podem ser aprovadas, aumentando o número de doses disponíveis e antecipando nossas projeções de vacinação. Riscos negativos: escassez global de vacinas prontas e de IFA (ingredientes) para a produção de vacinas podem atrasar o processo de imunização. Vacinas atuais podem se mostrar menos eficientes contra novas variantes do coronavírus.
Política Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> Riscos positivos: efeito mais intenso e persistente da alta das <i>commodities</i> nas receitas. Aprovação de reformas com efeito fiscal significativo, reduzindo o risco idiossincrático do país. Manutenção de restrições nos gastos com pessoal. Redução na rigidez orçamentária. Eleição de 2022 eventualmente menos polarizada do que o esperado. Riscos negativos: decisões políticas que levem a aumentos nas despesas obrigatórias em meio a maior receita no curto prazo. Aprovação de reformas com impacto fiscal limitado e criando distorções na gestão orçamentária. Perda de credibilidade no processo de consolidação fiscal, com falta de transparência dos números, causando deterioração das condições financeiras. Mudanças no atual arcabouço fiscal sem endereçar os problemas estruturais. Mudanças de política econômica que prejudiquem a credibilidade do teto de gastos.
Setor Externo	<ul style="list-style-type: none"> Riscos altistas: preços de commodities em ascensão em 2022, gerando a possibilidade de saldos comerciais mais robustos e, conseqüentemente, menores déficits em transações correntes. Riscos baixistas: 1) frustração com o ambiente institucional provocando fuga de recursos de portfólio e redução do investimento direto no país; 2) eventual antecipação do aperto monetário do Fed para 2022, reduzindo o apetite por ativos de risco.
Atividade Econômica	<ul style="list-style-type: none"> Riscos positivos: Vacinação mais rápida do que o esperado, aumentando a mobilidade e posicionando o setor de serviços para se recuperar antes do esperado. Resiliência da indústria em meio a uma recomposição de estoques. Riscos negativos: Um aumento adicional de infecções antes de uma vacinação mais disseminada e com possíveis atrasos provavelmente retardariam o processo de reabertura da economia. A escassez generalizada de insumos e os altos custos em algumas cadeias produtivas, juntamente com as prováveis implicações da crise hídrica para a geração de eletricidade e da seca em safras importantes. Um choque de oferta ainda mais forte (e inflacionário) causará ainda mais aperto na postura de política monetária do BCB.
Inflação	<ul style="list-style-type: none"> Riscos altistas: 1) maior transmissão dos choques de custo para os preços gerais (serviços), 2) desancoragem das expectativas de inflação (relacionada a riscos fiscais), 3) recuperação mais lenta da indústria em meio a quebras de cadeias produtivas, aumentando a pressão de custos, 4) maior intensidade e persistência do repasse do choque cambial para bens industriais, especialmente com atividade econômica mais forte, 5) nova rodada de depreciação cambial (ligada a riscos fiscais), e 6) o aumento nos custos de energia elétrica ainda maior, a depender do clima. Riscos baixistas: 1) o câmbio pode apreciar mais do que esperamos, inclusive em função de uma postura monetária menos expansionista, 2) preços de <i>commodities</i> podem desacelerar/cair mais rápido e com mais intensidade do que estimamos, 3) choque de custo/oferta pode normalizar mais rápido do que esperamos, 4) o repasse cambial pode ser mais limitado do que imaginamos, e 5) altas na taxa de juros podem segurar mais as altas nas expectativas.
Política Monetária	<ul style="list-style-type: none"> Risco de alta (juro): novos choques de custos podem elevar o temor de efeitos secundários (disseminação, expectativas). Estímulos fiscais com hiato do produto menos aberto podem pressionar a inflação. Reformas lentas podem prejudicar as projeções de sustentabilidade da dívida, o poder de ancoragem e o juro neutro. Risco de baixa (juro): atrasos na vacinação e restrições de mobilidade podem prejudicar a recuperação da atividade e atrasar o processo de normalização do BCB. Uma retração nos custos em reais poderia reduzir pressões no atacado, gerando algum alívio para os bens industriais e as expectativas de inflação.

Fonte: Santander.



CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

Brazil Macro Research

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

Global Macro Research

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

Fixed Income Research

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

Equity Research

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

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



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