

AVANÇOS NA CONTENÇÃO DA PANDEMIA, DIFICULDADES NO CONTROLE DA INFLAÇÃO

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

- No ambiente internacional, o cenário base segue antevendo uma robusta recuperação econômica global, com vacinação mais disseminada e fortes estímulos monetários e fiscais. Projetamos um ambiente favorável às economias avançadas e emergentes este ano e no próximo, mesmo diante de riscos gerados pela variante Delta da COVID-19, um provável enfraquecimento nos preços de matérias primas (após um pico recente) e sinais de um iminente *tapering* do Federal Reserve no 3T21.
- Assim como ocorre em outros países, o Brasil segue nos esforços para controlar a pandemia. Mas as últimas semanas mostraram uma alentadora melhora nas condições sanitárias, com quedas nos níveis de infecções, hospitalizações e mortes em todo o país, provavelmente como reflexo de avanços no processo de vacinação. Esperamos um ritmo médio de vacinação de 1,5 milhão de doses por dia no restante do ano, levando à imunização completa da população adulta até dezembro. Isto deverá permitir uma reabertura mais ampla e segura da economia no 2S21. O principal risco para este cenário é o ressurgimento de infecções em virtude da variante Delta.
- Revisamos nossas estimativas fiscais com base em melhores receitas. Para 2021, esperamos déficit primário do setor público de 1,6% do PIB (anterior: 1,9%). Contudo, acreditamos que os riscos fiscais se elevaram recentemente. Para a dívida bruta, embora nossa projeção tenha recuado para 81,6% do PIB (-0,6 p.p.), continuamos projetando uma trajetória altista no médio prazo e antevendo um quadro desafiador de consolidação fiscal no longo prazo.
- Seguimos avaliando como favorável a situação do balanço de pagamentos, com projeções de déficits baixos em transações correntes e de financiamento confortável, tanto em 2021 quanto em 2022. Entretanto, desdobramentos recentes reforçaram nossa visão de que a ausência de avanços nas reformas estruturais deverá limitar o espaço para valorização do real no médio prazo, a despeito dos juros mais elevados. Projetamos taxa de câmbio a R\$5,05/US\$ para o fim de 2021 e R\$5,55/US\$ para o fim de 2022.
- Mantivemos nossa estimativa de PIB para 2021 em 5,1%, uma vez que as recentes surpresas negativas do mercado com índices de atividade ampla foram em linha com nosso cenário de PIB mais modesto no 2T21. As perspectivas para o 2S21 continuam favoráveis, devido ao ritmo mais rápido de reabertura econômica e preços elevados das *commodities*. Para 2022, mantivemos nossa projeção em 2,0%, com os efeitos remanescentes da melhora dos termos de troca em conjunto com as expectativas de uma economia em pleno funcionamento compensando a retirada dos estímulos fiscais e (principalmente) monetários.
- O aumento da mobilidade urbana levou a uma aceleração da força de trabalho e da recuperação do emprego. Esses desenvolvimentos recentes estão alinhados ao nosso cenário de mercado de trabalho. Fizemos revisões suaves em nossas projeções de taxa média de desemprego. Estimamos agora 14,1% em 2021 e 13,5% em 2022 (antes: 14,2% e 13,6%, respectivamente).
- Revisamos (novamente) para cima as nossas projeções de inflação. O IPCA 2021 foi alterado para 7,3% (antes 6,7%) e o IPCA 2022 para 4,1% (antes 4,0%). O nível e a composição da inflação estão crescentemente desfavoráveis até 2022 e projetamos a convergência para o centro da meta apenas em 2023 (em 3,25%).
- Diante de uma piora no ambiente de inflação, o BCB aperta os parâmetros da política monetária com intuito de conter as expectativas para os horizontes relevantes. O resultado é um ajuste de juros mais rápido e intenso neste ciclo. Revisamos nossa projeção para a taxa Selic no final de 2021 e 2022 para 7,50% (antes 7,00%). Uma queda para o nível neutro (que assumimos em 7%) deverá ocorrer apenas em 2023.


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

Variáveis Macroeconômicas		Anterior		Atual
PIB (%)	2021E	5,1	→	5,1
	2022E	2,0	→	2,0
	2023E	1,5	→	1,5
IPCA (%)	2021E	6,7	↑	7,3
	2022E	4,0	↑	4,1
	2023E	3,3	→	3,3
Selic (% fim de período)	2021E	7,00	↑	7,50
	2022E	7,00	↑	7,50
	2023E	7,00	→	7,00
Taxa de câmbio - R\$/US\$ (fim de período)	2021E	5,05	→	5,05
	2022E	5,55	→	5,55
	2023E	5,20	→	5,20
Saldo em Transações Correntes (% PIB)	2021E	-0,5	↑	0,0
	2022E	-0,8	↑	-0,5
	2023E	-1,0	↓	-1,7
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	2021E	-1,9	↑	-1,6
	2022E	-1,7	↑	-1,2
	2023E	-1,3	↑	-0,9
Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)	2021E	82,2	↓	81,6
	2022E	84,3	↓	83,5
	2023E	87,2	↓	86,2

Fonte: Santander.



SUMÁRIO EXECUTIVO: Idiosincrasias

O Brasil tem enfrentado situações peculiares desde a última revisão de cenários do time de macroeconomia do Santander (01/07), as quais levaram a um crescimento da incerteza e dos prêmios de risco embutidos na curva de juros, além de depreciação do real. Desde então, os juros (DIs) subiram 100bps, aproximadamente; e a taxa de câmbio USDBRL saiu de 4,97 (ptax 30/06) para 5,23 (09/08), depreciação de 26 centavos ou 5,7%.

Em especial, desde o início da pandemia, foi a segunda vez que expectativas de valorização do real, aproximando-o de seus fundamentos, não se realizaram. Desde a flutuação do real (1999), somente o período marcado pela pandemia do coronavírus teve alta de preços de *commodities* sem correspondente valorização cambial.

Segundo nossos modelos, cerca de 1/3 da diferença de 26 centavos na taxa de câmbio (10 centavos), pode ser explicada por fundamentos (preços de *commodities*, desempenho relativo do dólar, diferenciais de juros, risco-país). A maior parte, contudo, ou os 2/3 restantes (16 centavos), são questões idiossincráticas, não explicadas por fundamentos. Desde então, entender como as idiossincrasias brasileiras têm afetado preços de ativos e seus impactos sobre a inflação doméstica, tornou-se um desafio para os analistas.

Um primeiro fator idiossincrático recente, reputamos, vem da piora do quadro hidrológico brasileiro e seus possíveis impactos sobre preços de energia e sobre a produção agropecuária. Embora o cenário seja extremamente complexo, diversos especialistas consideram muito baixo o risco de racionamento, uma vez que o ajuste entre oferta e demanda energética pode ocorrer via preços. Desde julho, mudamos a bandeira tarifária para “vermelha 2” para o final do ano e adicionamos 60 pontos base às expectativas de inflação de 2021.

Um segundo fator, diz respeito ao cenário fiscal, o qual sofreu significativa piora desde o início da pandemia. Teve folego curto o rali otimista sobre preços de ativos, iniciado após aprovação da PEC emergencial e do orçamento de 2021; do menor impacto da “segunda onda” de contágio sobre a atividade com revisão altista das expectativas de crescimento do PIB no ano; do avanço no processo de vacinação; e do rebate da inflação e da alta das *commodities* no crescimento das receitas públicas e no PIB nominal, o que acomodou parte do forte crescimento da dívida pública.

A valorização do real e a redução dos prêmios de risco perderam força, especialmente após o envio da reforma tributária ao Congresso e do anúncio de forte alta na conta de precatórios, com intenção de parcelamento do pagamento dos mesmos, com o objetivo de abrir espaço no teto de gastos para despesas com programas sociais.

Independentemente das questões de mérito que permeiam os temas mais recentes, observa-se intenção de redução de impostos e aumento de despesas (ainda que postergadas) rondando as discussões o Congresso, a partir de propostas do governo federal. Ademais, a facilidade e a frequência com que se tem aprovado modificações constitucionais nas regras fiscais tem ampliado riscos sobre a trajetória futura das contas públicas e perda de ancoragem do teto de gastos, ainda que mediante trajetória mais benigna para a dívida bruta, comparativamente ao auge da pandemia.

Em particular, vemos o parcelamento de precatórios como retrocesso, pois além de não tratar a despesa (apenas posterga) gera incentivos para uma governança menos cuidadosa do sistema, sem resolver o problema da imprevisibilidade (se ocorrer acima do limite a ser estabelecido irá gerar acúmulos não registrados nas estatísticas da dívida pública e contribuindo para a geração de novos “esqueletos”).

Por fim, um terceiro fator idiossincrático provém da antecipação do calendário eleitoral, com acirramento das disputas político-partidárias, queda na popularidade do incumbente e piora no relacionamento entre Poderes e entre governo federal e entes subnacionais.



A persistência da depreciação cambial e dos choques inflacionários recentes, alterou nosso cenário para o IPCA de 2021 de 6,7% para 7,3% e de 2022 de 3,9% para 4,1%. Além da crise hídrica, a normalização das cadeias produtivas tem sido lenta e poderá perdurar até o próximo ano. Ademais, algum consumo dos recursos poupados durante a pandemia e o crescimento de dois dígitos da concessão de crédito às famílias mediante juros ainda estimulativos, tem contribuído para sustentar o consumo de bens pari passu à recuperação no setor de serviços.

Com as expectativas de inflação se deteriorando, alteramos o cenário para Selic no final de 2021, de 7,0% para 7,5%. Acreditamos que o Banco Central, além de acelerar o passo da normalização monetária irá elevar a Selic além do patamar neutro. Os riscos para esse cenário mantêm-se altistas, mas torna-se importante observar a possibilidade de alguma dissipação (estação chuvosa, tramitação de matérias no Congresso, quadro político-eleitoral) ou até da evolução do quadro internacional. No 1T22, aumentará o peso do ano de 2023 no cenário prospectivo, o que pode ensejar atuação mais comedida por parte da autoridade monetária, apesar dos riscos inflacionários persistentes.

Reputamos que um importante evento nos próximos 45 dias, até a nossa próxima revisão de cenários, será a divulgação do PIB do segundo trimestre. Há chances de revisão dos resultados dos trimestres mais recentes, em função de mudança de fatores sazonais e da quebra da safrinha registrada pelo levantamento Sistemático da Produção Agropecuária (LSPA), o que pode afetar o carregamento estatístico agregado para o ano, referência inadequada para o crescimento anual, na nossa opinião. Considerando-se que as demais variáveis – demanda externa, produção industrial, mercado de trabalho, consumo de bens e serviços e investimentos – apresentaram desempenho próximo às nossas estimativas, mantivemos a projeção do PIB inalterada em 5,1% para 2021 e 2% para 2022.



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 acomodatória 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 <i>commodities</i> 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 rápida vacinação no 2S21. Projetamos imunização de toda a população adulta (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 (via inflação e termos de troca) sobre as receitas será temporário. O governo vai conter as pressões por novos estímulos fiscais e administrar os riscos relacionados com aumento do orçamento de dívidas judiciais (“Precatórios”). Preservação do arcabouço fiscal, condicionando as regras no orçamento de 2022. Aumentos adicionais nos gastos obrigatórios (e.g., novo programa social, e aumentos para funcionalismo) serão limitados pelo teto de gastos - sem “mecanismos artificiais” para aumentar o espaço. 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"> Preços ainda favoráveis de <i>commodities</i> e fluxo de comércio internacional crescente deverão favorecer a geração de superávits comerciais vultosos, compensando despesas mais elevadas na conta de renda primária. Riscos idiossincráticos (fiscais, políticos) deverão limitar o espaço para apreciação do real no médio prazo, a despeito da contribuição positiva do juro mais alto.
Atividade Econômica	<ul style="list-style-type: none"> O aumento da mobilidade, aliado ao avanço da vacinação, ajuda a impulsionar uma retomada mais segura da atividade no 2S21, sem grandes contratemplos (e.g., novos <i>lockdowns</i>). Reabertura econômica levando a um aumento da demanda por trabalho, resultando em uma normalização da força de trabalho e uma recuperação parcial do emprego em 2021. A quantidade de falências corporativas será limitada, de forma que não antevemos 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). O choque em preços de energia também será temporário: assumimos bandeira vermelha 2 em dezembro de 2021 e amarela para dezembro de 2022. Aumentos limitados (sem choques) nos preços de serviços na fase inicial de reabertura. O nível de preços relativo entre produtor/atacado e consumidor não mudou estruturalmente, de forma que projetamos convergência para os níveis históricos. Sem desancoragem de expectativas de inflação de médio prazo (ou seja, a alta na taxa Selic será suficiente para manter as expectativas perto da meta central).
Política Monetária	<ul style="list-style-type: none"> O BCB seguirá buscando a convergência da inflação ao centro da meta para os horizontes relevantes. Para o ano-calendário 2022, contudo, a autoridade pode evitar uma postura extremamente contracionista, em meio a pressões inflacionárias amplamente impulsionadas por choques de oferta (inflação de custos). Sem ruptura na política fiscal, apesar das maiores pressões pela extensão por estímulos e riscos crescentes para a trajetória da dívida pública. Embora atingir o centro da meta de inflação para 2022 possa ser uma tarefa difícil, acreditamos que o BCB manterá sua capacidade de ancorar expectativas de inflação de médio e longo prazo.



AMBIENTE INTERNACIONAL: Atividade e Inflação ainda firmes no 2S21

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.

O aumento de casos ligado à variante Delta em diversos países tem preocupado. Nos EUA, a taxa de contaminação acelera rapidamente, ficando no nível que estava no início do ano. O lado positivo é que, até agora, as vacinas estão se mostrando eficazes, não apenas em evitar a contaminação, mas principalmente em prevenir casos graves da doença, fazendo com que as taxas de hospitalizações e de mortalidade permaneçam contidas. Portanto, mesmo com o agravamento no número de casos, os impactos econômicos da pandemia devem ser limitados e a recuperação da atividade global deve continuar ocorrendo. Embora, a este estágio do ciclo, o ímpeto da retomada deve arrefecer em relação ao observado no 1S21.

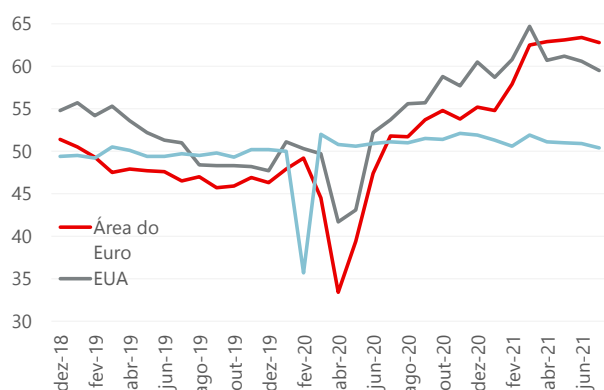
Após um forte choque em 2020 por conta da pandemia, a atividade econômica global vem se recuperando em ritmo muito acelerado, impulsionada pelos amplos estímulos fiscais e monetários. Os efeito-base de um segundo trimestre muito fraco em 2020 também ajudaram a impulsionar os números. Com a dissipação do efeito base e do ímpeto ocasionado pela reabertura, além do início do debate da retirada de estímulos, principalmente do lado monetário, é esperado que a economia global, em particular a norte-americana e a chinesa, comece a desacelerar no 2S21, embora deva continuar crescendo de forma robusta.

Na China, o processo de desaceleração já pode ser observado nos números e tem preocupado os governantes, que estão sinalizando que devem adicionar estímulos fiscais na economia, principalmente através de investimentos em infraestrutura, que devem ser bem mais modestos do que nas últimas décadas.

Assim como a atividade, a inflação também foi muito pressionada no 1S21, com um forte efeito base, preços de *commodities* elevados, gargalos ocasionados pela reabertura das economias e problemas nas cadeias de suprimento globais. No 2S21, também é esperado que estes efeitos se dissipem e que as pressões inflacionárias, principalmente nos EUA, comecem a ceder, embora se situando ainda acima da meta ao longo de 2021.

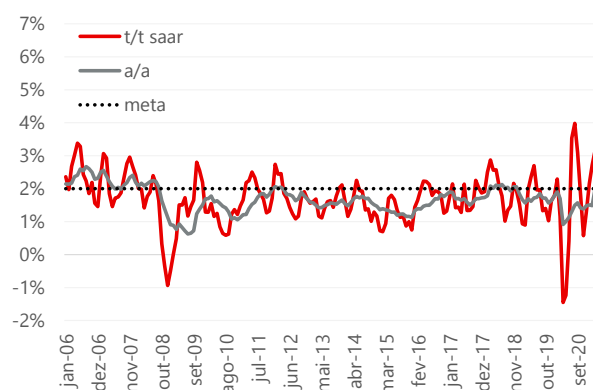
Portanto, o cenário base segue sendo de recuperação econômica global robusta, mesmo com o agravamento da pandemia em algumas regiões. Por outro lado, com a dissipação dos choques tanto do lado da atividade quanto da inflação, devemos estar vivendo o pico de ambos, com uma desaceleração nos meses a seguir.

Figura 3.A. – Global: Sondagens PMIs Industriais



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 3.B. – EUA: núcleo de inflação (PCE Core)



Fontes: Bloomberg, Santander



COMMODITIES: Menor tração em função do clima e do vírus

Apesar de os índices agregados de preços de matérias primas ainda estarem operando em níveis historicamente altos, acreditamos que o *rally* generalizado dos preços das *commodities* provavelmente já se esgotou. Antevemos preços caindo gradualmente adiante, com base em fundamentos macroeconômicos e idiossincráticos. A disseminação da variante Delta da COVID-19 representa risco importante e pode pesar sobre a demanda de energia em todo o mundo.

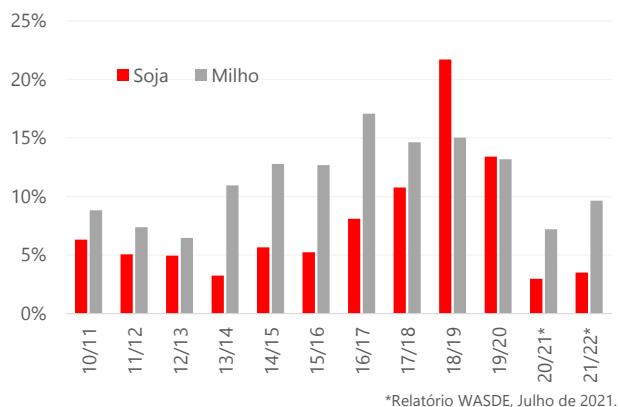
Os preços das *commodities* agrícolas continuam operando de lado. A safra americana segue sob atenção em agosto uma vez que o clima neste estágio crítico de desenvolvimento é determinante para a produção final. As compras chinesas recentemente mostraram sinais de melhora, mas ainda não o suficiente para causar grande impacto nos preços de mercado.

No segmento de energia, a OPEP+ chegou a um acordo que permite aumentos mensais de oferta até que se elimine todos os cortes de produção (pós-pandemia). A produção extra vindo do Irã parece cada vez mais improvável no curto prazo, já que as negociações para restaurar o acordo nuclear e suspender as sanções dos EUA chegaram a um impasse. Do lado da demanda, as estradas permaneceram movimentadas nos EUA, durante este período de férias (*driving season*), mas o vírus tem minado a confiança na Ásia à medida em que novas restrições de mobilidade têm sido impostas, especialmente na China. De forma mais ampla, continuamos acreditando que alguns países não conseguirão aumentar significativamente a produção petrolífera em 2022 (devido à perda de capacidade produtiva), o que deve ajudar a sustentar os preços do petróleo e derivados nos próximos anos.

Na parte de metais, a oferta de minério de ferro ainda tem espaço para melhorar nos principais países exportadores (Austrália e Brasil), apesar dos problemas de curto prazo relacionados ao clima e à escassez de mão de obra. Na China, o esforço das autoridades para conter a demanda por matéria-prima está aparentemente começando a surtir efeito. O país tem imposto controles regulatórios para reduzir a produção de aço e aumentado tarifas de exportação para reduzir os embarques para o exterior.

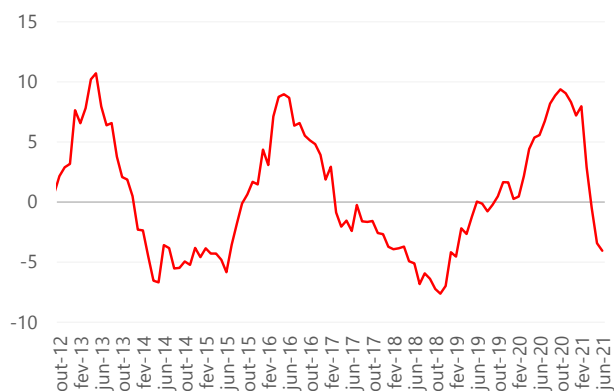
Em nossa opinião, o mercado de *commodities* alimentícias deve permanecer apertado no curto prazo. Os riscos para os preços ainda são viesados para cima, dependendo particularmente da produção da safra 2021-22 nos EUA. Em energia, vemos a demanda atingir um pico no 3T21, com o aumento da mobilidade em economias emergentes, dado maior controle da pandemia. Esperamos ainda que o petróleo tenha suporte no curto prazo por uma resposta lenta da produção nos principais países exportadores, em meio a restrições acordadas pela OPEP+. Por último, acreditamos que o impulso de demanda gerado pelo estímulo de crédito da China continuará a enfraquecer até o final do ano, pesando sobre a atividade de construção e a demanda por metais. Com a oferta provavelmente aumentando no 2S21, vemos os riscos viesados para baixo no que concerne os custos de *commodities* metálicas em geral.

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



Fontes: USDA, Santander.

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



Fontes: Bloomberg, Santander.



COVID-19: Vacinação e controle da pandemia evoluem

Com a queda gradual no nível de infecções, hospitalizações e mortes, autoridades regionais têm suspenso uma série de restrições à mobilidade e atividades econômicas. Esperamos que as entregas de vacinas contribuam para um ritmo médio de aplicação de 1,5 milhão de doses por dia no resto do ano. O principal risco pandêmico está relacionado ao avanço da variante Delta.

No início de agosto, a média móvel de 7 dias de novos casos estava perto de 32 mil por dia, enquanto a média de mortes estava em 902 por dia, o nível mais baixo desde fevereiro de 2021. Nossa *proxy*¹ para a taxa média nacional de ocupação de UTIs segue em queda, atingindo a marca de 54%. Esse número se compara a um pico anterior de 92% (final de março).

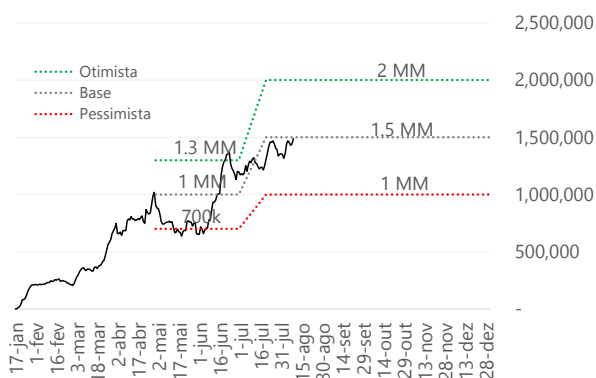
A vacinação do Brasil melhorar deve seguir firme, uma vez que as entregas devem aumentar de forma constante nos próximos meses. O ritmo de vacinação foi próximo de 1,3 milhão de doses por dia em julho. Para agosto, o Ministério da Saúde espera receber 60 milhões de doses. Dessa forma, o ritmo de entregas deve permitir um ritmo de vacinação consistente com nosso cenário base, para o qual assumimos um ritmo de 1,5 milhão por dia no 2S21. Nesse ritmo, esperamos que toda a população adulta esteja totalmente imunizada (duas doses) até o final de 2021. Até 8 de agosto, cerca de 152 milhões de doses (das 194 milhões disponíveis) haviam sido aplicadas no país.

De acordo com o Plano Nacional de Imunizações (PNI), o Brasil já garantiu mais de 645 milhões de doses para 2021. A composição das 645 milhões de doses é a seguinte: 222 milhões de Fiocruz/AstraZeneca; 200 milhões da Pfizer; 130 milhões do Butantan/CoronaVac; 42 milhões da COVAX; 38 milhões de Janssen; e 13 milhões da Moderna. Importante notar que os contratos do Sputnik e da Covaxin foram cancelados pelo Ministério da Saúde.

Apesar desse cenário construtivo, entendemos que a propagação da variante Delta é um risco relevante, pois o ressurgimento de infecções tem motivado campanhas de revacinação (terceira dose) em todo o mundo. Como resposta, o Ministério da Saúde pode vir a encurtar o intervalo entre as doses (das vacinas Pfizer e AstraZeneca) depois que toda a população adulta esteja vacinada com a primeira dose. Alguns estados brasileiros já seguem essa tendência. Um cronograma para a terceira dose deve ser oficialmente apresentado ainda este ano.

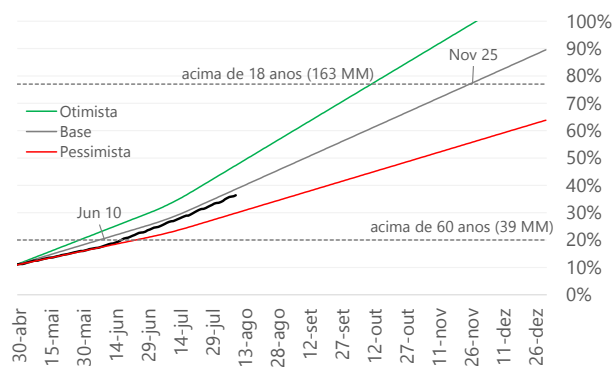
A nosso ver, a maior contenção da pandemia (obtida especialmente através da vacinação) levará a uma redução contínua das medidas de distanciamento social ao longo do 2S21. Acreditamos que os dados apoiam nossa premissa de uma reabertura plena dos serviços socialmente integrados e de uma “normalização total” da economia ampla até o final de dezembro.

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



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.

Figura 5.B. – População vacinada - duas doses (%)



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.

¹ A *proxy* é uma média ponderada das taxas de ocupação de UTI de cada estado, pelo critério de população. Portanto, esta *proxy* não indica a exata taxa de ocupação nacional = Total de leitos ocupados no Brasil / Total de leitos disponíveis no Brasil.



POLÍTICA FISCAL: Nova melhora de curto prazo, maiores riscos no médio prazo

Pela terceira vez no ano, nossas projeções fiscais “melhoraram” em função de maiores receitas. Para 2021, o déficit primário do setor público foi revisado para 1,6% do PIB (antes: 1,9%). Mas os riscos fiscais voltaram à tona. Embora nossa estimativa para a dívida bruta em 2021 tenha caído para 81,6% (-0,6 p.p.), a trajetória de médio prazo segue ascendente, e enxergamos riscos relevantes para o processo de consolidação fiscal no longo prazo.

Nossas projeções fiscais melhoraram, com uma elevação nas receitas regionais e federais, na esteira de um choque de preços mais persistente e intenso (inflação e termos de troca). Nessa revisão de cenário, um fator chave foram as novas estimativas de receita de royalties, devido ao aumento recente dos preços - principalmente no caso do petróleo e minério de ferro. Projetamos essa receita em R\$ 82 bilhões, ante R\$ 69 bilhões em julho, o que representa uma alta real de 46,9% em relação a 2020 e de 25,8% ante 2019. Nesse contexto, melhoramos a nossa estimativa de ganho estrutural de receita de longo prazo com base em termos de troca mais favoráveis, gerando aumento definitivo de 0,25 pp do PIB por ano (ante 0,1 pp do PIB em julho). Dessa forma, vemos um retorno ao superávit primário por volta de 2025-26.

Apesar dessa melhora nos números de curto prazo, acreditamos que os riscos fiscais aumentaram desde julho. Vemos uma maior pressão inflacionária no 2S21, o que está causando um aperto na margem fiscal para executar o teto de gastos em 2022. Nossa estimativa caiu para R\$ 22 bilhões (de R\$ 33 bilhões), o que indica menor espaço para acomodar o novo programa social (“Auxílio Brasil”) dentro dos limites constitucionais. Além disso, as estimativas oficiais de gastos com precatórios (i.e. sentenças judiciais) para 2022 atingiram R\$90 bilhões, superando em muito a expectativa inicial do governo (R\$55 bilhões). Essa alta pode reduzir ainda mais a margem de manobra no orçamento no próximo ano. Para as perspectivas fiscais de médio prazo, ainda prevemos riscos significativos para o processo de consolidação fiscal. Do lado da receita, nossos números são bastante sensíveis às hipóteses de intensidade de duração da alta recente nos preços das *commodities*, que vemos como temporária. Do lado da despesa, boa parte das despesas obrigatórias são vinculadas à inflação, e devem se elevar nos anos seguintes. Nossos cálculos também mostram que o teto de gastos perdeu parte da sua capacidade de contribuir com o processo de consolidação fiscal, uma vez que o cumprimento da regra fiscal até 2026 ficou mais facilitado com a recente alta da inflação. Assim, vemos a regra fiscal como uma condição necessária, mas não suficiente, para garantir a consolidação fiscal necessária. Em nossa opinião, qualquer choque adicional que aumente a taxa de juros neutra ou reduza o crescimento potencial do PIB pode inviabilizar a convergência esperada da dívida pública. Até porque aprovar medidas fiscais mais duras parece cada vez mais desafiador sob a ótica política, em nossa opinião.

Com relação às novas projeções, projetamos o déficit primário do setor público para 2021 em R\$ 135 bilhões (1,6% do PIB), ante R\$ 165 bilhões em junho. Consideramos um superávit primário de governos regionais de R\$ 30 bilhões. Para 2022 em diante, continuamos esperando redução gradual do déficit primário: -1,2% do PIB em 2022 e -0,9% em 2023. Por sua vez, projetamos dívida bruta em 81,6% do PIB em 2021 (2020: 88,8%). Esperamos que o indicador atinja o pico em 2028 de 91% do PIB (-3 pp em relação à estimativa de junho), antes de cair para próximo de 77% do PIB em 2040.

Figura 6.A. – Simulações de Margem Fiscal e Orçamento

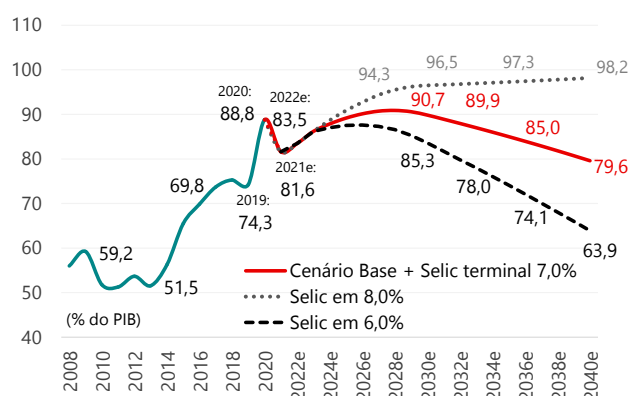
Margem fiscal 2022 - Teto de Gastos - R\$ bi						
Gasto Anual com Precatórios						
R\$ bi	30	40	55	65	90	
Inflação anual (INPC dez-21)	6,5%	60	50	35	25	0
	7,0%	55	45	30	20	-5
	7,8%	47	37	22	12	-13
	8,5%	41	31	16	6	-19
	9,0%	37	27	12	2	-23
	10,0%	28	18	3	-7	-32

Orçamento para o "Auxílio Brasil" - R\$ bi						
Benefícios Médio Mensal (R\$)						
	250	270	300	350	400	
Famílias (milhões)	17	51	55	61	71	82
	16	48	52	58	67	77

Orçamento atual do Bolsa Família: R\$ 35 bilhões/ano | Total: 14,6 mi famílias

Fonte: Tesouro Nacional, Santander.

Figura 6.B. – Simulações para a dívida bruta



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.



SETOR EXTERNO: Choque de realidade

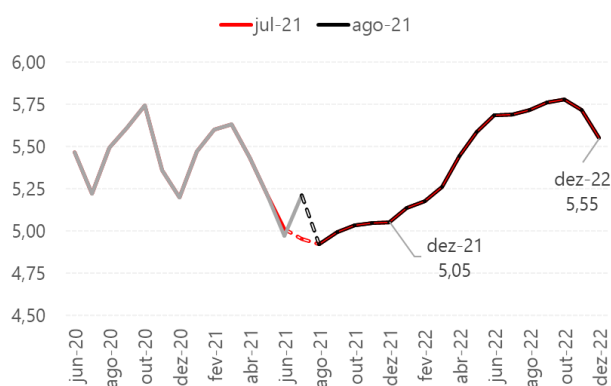
Seguimos avaliando como favorável a situação do balanço de pagamentos, com projeções de déficits baixos em transações correntes e de financiamento confortável, tanto em 2021 quanto em 2022. Entretanto, desdobramentos recentes também reforçaram nossa visão de que, sem avanço na agenda de reformas estruturais (especialmente no âmbito fiscal), há espaço limitado para valorização do real a médio prazo.

Após recuar para R\$4,90/US\$ em termos intradiários no final de junho, a taxa de câmbio está de volta ao patamar de R\$5,20/US\$ no início de agosto, reagindo claramente aos debates em torno de novas propostas de gastos públicos que põem em risco a perspectiva de consolidação fiscal nos próximos anos (mais detalhes na seção de Política Fiscal). Em nossa opinião, estes desdobramentos reforçaram nossa avaliação de que ainda há um grau elevado de incertezas na seara fiscal, e que somente poderão ser superadas com reformas estruturais. Contudo, o ambiente político mantém dúvidas sobre a velocidade de implementação de reformas macroeconômicas. Este quadro deixa os mercados céticos quanto à trajetória da dívida pública nos próximos anos, com a menor confiança dos investidores pesando sobre o desempenho da taxa cambial. Em outras palavras, avaliamos que os acontecimentos recentes no país reforçaram nossa avaliação de que há espaço limitado para apreciação do real nos próximos meses.

Ainda que a manutenção de condições favoráveis no ambiente internacional e o caráter menos expansionista da política monetária do BCB possam ajudar o real no curto prazo, um ritmo moderado de avanços na agenda de reformas estruturais e as incertezas eleitorais poderão continuar pressionando a taxa de câmbio ao longo de 2022. Por isto, continuamos projetando taxa de câmbio em R\$5,05/US\$ e R\$5,55/US\$, ao final de 2021 e 2022, respectivamente. É válido notar que a fraqueza do real acontece apesar da dinâmica favorável do balanço de pagamentos. O Banco Central revisou recentemente a série histórica das contas externas, mostrando maior remessa de lucros e dividendos em 2020 e 2021 e elevando os déficits em transações correntes neste período. Entretanto, estas remessas mais vultosas de dividendos foram causadas por fluxos de entrada mais intensos de investimentos diretos no país. Desta forma, a revisão não mudou a percepção construtiva dos agentes acerca da robusta situação externa da economia brasileira.

Aliás, esta robustez do balanço de pagamentos brasileiros permanece presente em nossas projeções para os próximos anos. Mesmo com a revisão de dados do Banco Central, vemos melhora em nossas projeções para o saldo em transações correntes nos próximos anos. Uma parte da melhora se refere a menores despesas com viagens internacionais, dada à extensão das restrições de mobilidade dos cidadãos brasileiros por conta da pandemia. Outra parte da melhora está relacionada com menores pagamentos de aluguel de equipamentos, após o retorno recente de algumas plataformas de petróleo ao país (em termos contábeis). Por fim, mas não menos importante, revisamos o saldo comercial devido a mudanças na série histórica que elevaram a base de comparação. Todas estas alterações nos levaram a projetar déficits de US\$0,3 bilhão e US\$8,0 bilhões para 2021 e 2022, respectivamente (frente a US\$7,8 bilhões e US\$12,4 bilhões, anteriormente).

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
Transações correntes	-65,0	-25,9	-0,3	-8,0
Balança comercial	26,5	32,4	64,9	64,3
Exportações	225,8	210,7	276,5	290,9
Importações	199,3	178,3	211,6	226,7
Serviços	-35,5	-20,9	-23,1	-29,0
Viagens internacionais	-11,6	-2,3	-6,0	-9,4
Aluguel de equipamentos	-14,6	-11,9	-11,0	-15,7
Outros	-9,3	-6,7	-6,0	-3,9
Renda primária	-57,3	-39,7	-45,1	-46,2
Lucros e dividendos	-31,9	-18,3	-21,5	-29,0
Juros	-25,5	-21,5	-23,7	-17,3
Renda secundária	1,2	2,3	3,0	3,0

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.



ATIVIDADE ECONÔMICA – PIB: Perspectivas inalteradas

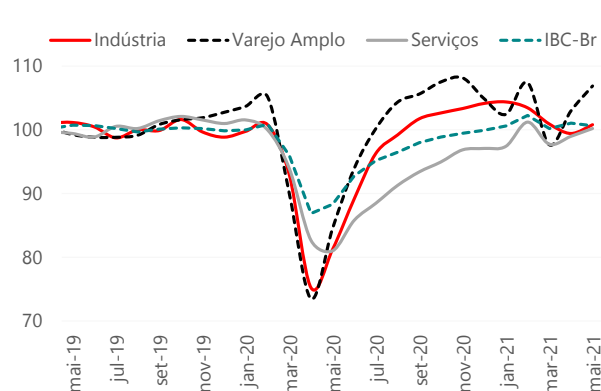
Mantemos nossa estimativa do PIB para 2021 em 5,1%. As recentes surpresas negativas do mercado quanto aos índices de atividade ampla estão em linha com nosso cenário de PIB mais modesto no 2T21. Vemos a produção agrícola e o setor industrial limitando a expansão no curto prazo, contrastando com a recuperação do setor terciário. A expectativa de reabertura econômica e preços favoráveis das *commodities* sustentam as perspectivas para este ano. Mantemos nossa estimativa do PIB para 2022 em 2,0%, considerando os efeitos remanescentes da melhora nos termos de troca em conjunto com as expectativas de uma economia plenamente operacional, não obstante a redução ou retirada de estímulos fiscais e monetários.

O resultado positivo do PIB do 1T21 decorreu de todos os três setores, ainda que a produção agrícola (um setor menos cíclico) tenha fornecido a maior contribuição pelo lado da oferta. Para o 2T21, esperamos alguma heterogeneidade na composição da atividade econômica. O setor terciário deve contribuir positivamente, na esteira da recuperação mais rápida do que o esperado da mobilidade urbana e da nova rodada do Auxílio Emergencial. Por outro lado, esperamos que a produção agrícola devolva parcialmente sua contribuição positiva para o PIB, com a indústria mostrando desempenho fraco, provavelmente refletindo os aumentos de custos e a escassez generalizada de insumos observada na indústria de transformação e na construção civil.

Em relação ao nosso cenário, a mobilidade urbana se recuperou mais rápido do que o esperado desde abril, superando nossas expectativas para o 2T21 e implicando melhores perspectivas para o 2S21. Assumindo um avanço contínuo da vacinação, esperamos uma recuperação mais rápida no 2S21, com um virtual retorno aos níveis de “mobilidade normal” ao final do 3T21 (no cenário anterior, nossa hipótese era de um retorno ao final do 4T21). Em relação ao PIB, mantivemos nossa expectativa de estabilidade no 2T21 (0% t/t-sa), com o setor terciário impulsionando a atividade - decorrente da recuperação da mobilidade e do pagamento do Auxílio Emergencial - mas com a devolução parcial do crescimento da agricultura e um fraco desempenho industrial. Para o 2S21, preços ainda elevados de *commodities*, juntamente com avanços na reabertura da economia, devem contribuir para um melhor ritmo de expansão. De fato, alguns segmentos importantes do setor terciário (responsáveis por quase metade do PIB dos serviços) ainda estão em níveis deprimidos, o que deixa espaço para maiores contribuições ao PIB à medida que a crise de saúde pública seja gradualmente superada.

Para 2022, mantemos nossa projeção em 2,0%. Acreditamos que boas contribuições para o crescimento virão dos persistentes efeitos positivos dos ciclos das *commodities* e de uma economia em pleno funcionamento (sobre uma base de comparação ainda afetada por medidas de distanciamento social em 2021). Espera-se que esses fatores sejam parcialmente mitigados pelos efeitos defasados de uma política monetária contracionista e de uma certa redução dos impulsos fiscais.

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	2020	2021e	2022e
PIB Total	1,8	1,4	-4,1	5,1	2,0
Agricultura	1,3	0,6	2,0	2,1	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	4,7	2,0
Consumo do Governo	0,8	-0,4	-4,7	2,0	1,2
FBKF	5,2	3,4	-0,8	10,9	2,4
Exportações	4,1	-2,4	-1,8	9,4	2,4
Importações	7,7	1,1	-10,0	13,9	6,9

Fontes: IBGE, Santander.



ATIVIDADE ECONÔMICA - EMPREGO: Uma retomada mais consistente

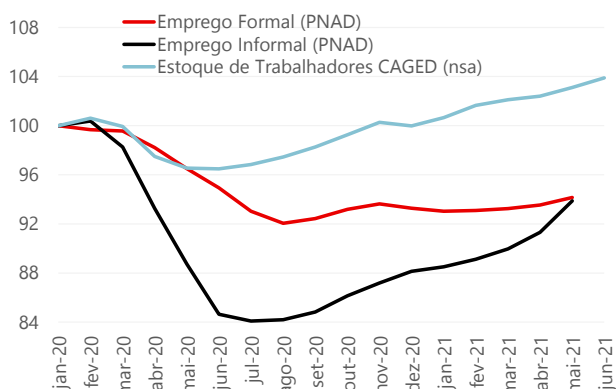
A progressão da vacinação e o aumento da mobilidade levaram a uma recuperação mais rápida da força de trabalho e do emprego, em linha com o nosso cenário. Fizemos pequenas revisões para cima em nossas trajetórias de emprego e participação no mercado de trabalho, assumindo maior mobilidade no 3T21 e 4T21. Estimamos agora uma taxa média de desemprego de 14,1% em 2021 e 13,5% em 2022 (antes: 14,2% e 13,6%, respectivamente).

Os dados mais recentes do mercado de trabalho mostraram alguma melhora nas condições de emprego². De acordo com a PNAD, do IBGE, a taxa de desocupação ficou em 14,6% nos três meses até maio. Calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal ficou em 14,3%, ligeiro recuo em relação ao nível de abril (14,4%), devido a aumentos de 1,6% m/m-sa e 1,4% m/m-sa na população ocupada e na força de trabalho, respectivamente. O CAGED de junho apontou criação líquida de empregos formais de +309,1 mil, igualando o recorde histórico para o mês (+309,4 mil em 2008). Estimamos que a criação líquida de empregos formais com ajuste sazonal aumentou para +321 mil em maio (abril: +274 mil). Os dados apontam para uma retomada do emprego em setores mais dependentes da interação social (e.g., trabalhadores informais na PNAD, setor de serviços no CAGED). Esperamos que o processo de vacinação e a reabertura desempenhem papel crucial para a força de trabalho e a recuperação do emprego nos próximos meses. Naturalmente, vemos os segmentos mais dependentes da interação social ganhando força adiante.

Realizamos pequenos ajustes em nossa trajetória para a taxa de desemprego em 2021 e 2022. Nossa nova hipótese para a mobilidade urbana implica em uma recuperação um pouco mais rápida tanto da população ocupada quanto da taxa de participação. Estamos reduzindo marginalmente nossas projeções para a taxa média de desemprego para 2021 e 2022 para 14,1% e 13,5%, respectivamente (antes: 14,2% e 13,6%, respectivamente). Mantemos nossa visão de que a população ocupada deve ganhar impulso à medida que a pandemia seja controlada, mas atingindo níveis pré-pandemia apenas em 2022. Avaliamos que a normalização tanto no emprego quanto na força de trabalho deve estar estritamente ligada ao processo de vacinação e à recuperação nos empregos informais.

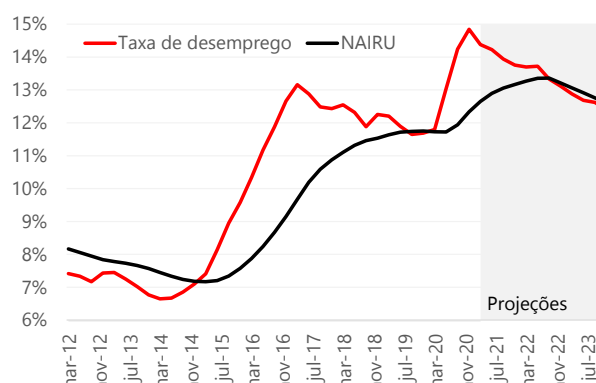
Avaliamos que o mercado de trabalho continua frágil e com ociosidade considerável, principalmente considerando o impacto da pandemia sobre os trabalhadores informais, que o CAGED não consegue captar. Estimamos³ que a taxa de desemprego estrutural (NAIRU, na sigla em inglês) aumentou significativamente devido à pandemia, mas ainda está cerca de 1,5 p.p. abaixo da taxa de desemprego observada. À medida que a população ocupada e a força de trabalho se recuperem em ritmo semelhante, a taxa de desemprego deve cair lentamente ao longo de 2021, 2022 e 2023. Esperamos que a taxa de desocupação atinja a NAIRU em meados de 2022, com ambas as séries apresentando queda em velocidades semelhantes posteriormente.

Figura 9.A. – População ocupada (sa, Jan-20 = 100)



Fontes: IBGE, Ministério da Economia, Santander.

Figura 9.B. – Taxa de desemprego e NAIRU (sa)



Fontes: IBGE, Santander.

² Santander Brazil Labor Market - "Higher Mobility Continues to Push Job Market Recovery" - (30/jul/2021) - Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-labor-073021>

³ Metodologia baseada em Marta Areosa - "Combining Hodrick-Prescott Filtering with a Production Function Approach to Estimate Output Gap" - agosto de 2008 - Disponível no "link" (em inglês): <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps172.pdf>



ATIVIDADE ECONÔMICA - CRÉDITO: Concessões sólidas, endividamento em alta

Revisamos nossas projeções de crescimento do saldo real de crédito bancário para 4,8% em 2021 e 5,4% em 2022 (antes: 3,2% e 3,9%, respectivamente), uma vez que dados recentes sustentam nossa visão positiva sobre o mercado de crédito neste ano. No entanto, um aumento contínuo do endividamento das famílias é um risco para o crescimento dos empréstimos a médio prazo.

O saldo do crédito total do Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresentou crescimento real de 7,3% a/a em junho (para R\$ 4,2 trilhões), alta de 8,4% a/a para as famílias e de 5,9% a/a para empresas não financeiras. As novas concessões reais dessazonalizadas (de acordo com a metodologia do Banco Central) aumentaram 1,1% m/m em junho, após uma ligeira queda em maio (-0,1% m/m-sa).

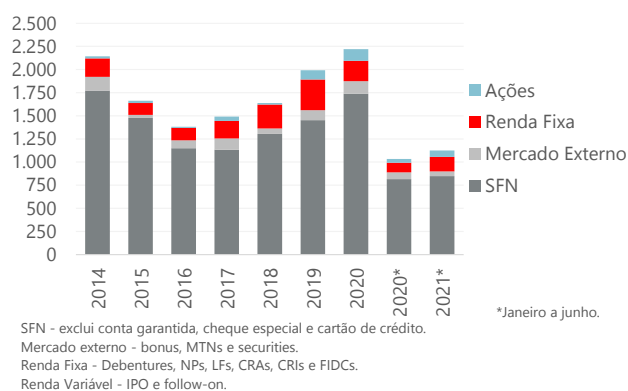
Para as famílias, o segmento livre apresentou um aumento de 3,4% m/m-sa, impulsionado por cartão de crédito e compra de veículos. No segmento direcionado, o financiamento imobiliário segue em alta (60% a/a), refletindo as condições financeiras ainda favoráveis. Para pessoas jurídicas, houve aumento de 3,8% m/m-sa em junho no segmento livre, com destaque para desconto de duplicatas (35%). No segmento direcionado, houve queda de 2,5% m/m-sa. É importante ressaltar que dos R\$ 25 bilhões em crédito do Pronampe (Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte) previstos para 2021, já foram liberados cerca de R\$ 17 bilhões.

Considerando o financiamento corporativo total⁴ no acumulado do ano (até junho em comparação ao mesmo período do ano passado), as emissões no mercado de capitais estão 57% maiores, enquanto as concessões no SFN sobem 3%. Como resultado, o financiamento corporativo total aumentou 8% em comparação com o período do ano anterior.

A taxa de inadimplência dessazonalizada (percentual dos créditos vencidos há mais de 90 dias) dos créditos livres atingiu níveis moderados (4,1% e 1,6%, para famílias e empresas, respectivamente). É importante ressaltar que o endividamento das famílias continua aumentando, o que vemos como um risco para a inadimplência à medida que a economia se normalize e os estímulos diminuam.

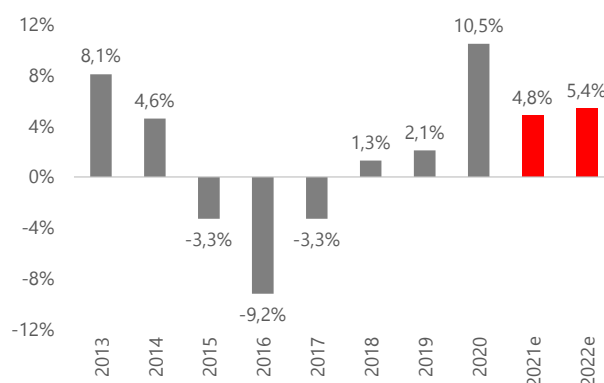
Fatores de risco para o nosso cenário base: o processo de reabertura e/ou a propagação da variante Delta pode(m) eventualmente desencadear um ressurgimento das infecções, com as restrições eventuais atrasando a recuperação da renda pessoal. O descompasso no crescimento dos novos empréstimos e da renda das famílias é um risco para a inadimplência e para o ritmo de novas concessões.

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



Fontes: Banco Central, Anbima, Santander.

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



Fontes: Banco Central, Santander.

⁴ O cálculo considera novas concessões no SFN e emissões de dívidas e ações no mercado de capitais.



INFLAÇÃO: Dinâmica mais arriscada, com pressões se espalhando

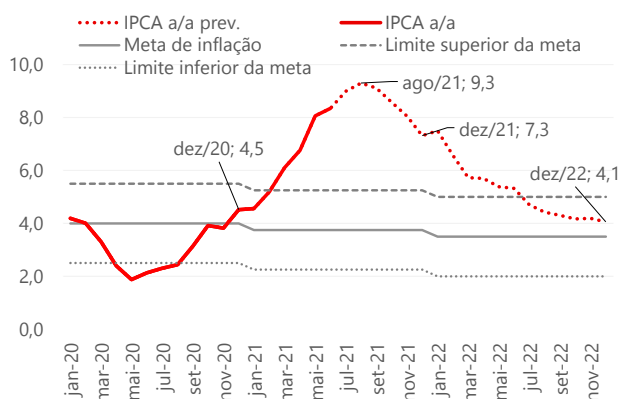
Revisamos novamente nossas projeções de inflação. O IPCA 2021 foi alterado para 7,3% (antes 6,7%) e o IPCA 2022 para 4,1% (antes 4,0%). O nível e a composição da inflação estão crescentemente desfavoráveis até 2022 e projetamos a convergência para o centro da meta apenas em 2023 (em 3,25%).

Em nossa última revisão de cenário, o título da seção de inflação era “Choques persistentes se espalham” e, desde então, tivemos novos choques (mais um em alimentos) e vimos o espalhamento se intensificar dentro do IPCA. Neste contexto de acúmulo de choques e seu espalhamento para os preços gerais, a inflação subjacente está acelerando. Estamos revisando o IPCA 2021 de 6,7% para 7,3% (núcleos de 4,9% para 5,4%) e o IPCA 2022 de 4,0% para 4,1% (núcleos de 3,9% para 4,1%).

Para o curto prazo (2021), uma parte relevante da revisão ocorreu na inflação de alimentos, por conta de um choque climático (com inverno mais rigoroso e geadas em áreas agrícolas), que impactou majoritariamente alimentos *in-natura*, mas também outros preços de *commodities* “menos voláteis”, como milho. Em preços administrados, eletricidade também foi revisada para cima mais uma vez por conta de custos maiores⁵ na bandeira tarifária vermelha nível 2. Mais importante, grupos mais relacionados às medidas de núcleo—serviços e bens industriais—também sofrerão revisões altistas. Em bens industriais, o impacto nos preços dos efeitos da quebra na cadeia de suprimentos e do choque na demanda de *commodities* estão se provando mais fortes e duradouros do que antecipávamos. Em serviços, os choques primários nos setores industrial e de alimentos estão gerando contaminação, enquanto a reabertura da economia facilita um repasse de preços, puxando a inflação do setor para cima. Olhando mais adiante (2022), continuamos considerando que os diversos choques que atingiram a economia são temporários, porém o tamanho e a persistência destes seguem surpreendendo. Em particular, vemos efeitos de segunda ordem mais fortes atingindo os preços de serviços, enquanto a inflação de bens industriais segue sob pressão. Isso indica uma composição desfavorável para o IPCA, já que estes grupos são os mais relacionados às medidas de núcleo, impactando a inflação subjacente. De fato, nossa projeção para os núcleos de inflação em 2022 subiu para 4,1% (antes: 3,9%). O alto nível do índice de difusão em termos históricos é outro sinal de um cenário desfavorável para a inflação.

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 (teto: 5,00%). O balanço de riscos ainda pende para cima, em nossa visão, 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 em 2022, em especial com a reabertura da economia facilitando esse repasse. Apesar do alto nível e composição desfavorável da inflação, não vemos um cenário de ruptura, pois acreditamos que o ciclo de alta da Selic (detalhes na seção de Política Monetária) deverá trazer a inflação para o centro da meta (3,25%) em 2023.

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	6,7	7,3	61	4,0	4,1	10
Livres	5,1	5,9	53	4,1	4,2	10
Alimentação Dom.	6,5	8,2	26	3,5	3,5	0
Bens industriais	6,7	7,4	16	4,7	4,7	0
Serviços	3,5	3,9	12	3,9	4,2	10
Administrados	11,1	11,4	8	3,8	3,8	0
Núcleos	4,9	5,4	50	3,9	4,1	20

Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

⁵ Estamos considerando que a Aneel revisará o custo da bandeira vermelha 2 para R\$ 11,50 por 100 Kwh, conforme consulta pública aberta pela entidade.



POLÍTICA MONETÁRIA: Buscando uma postura contracionista

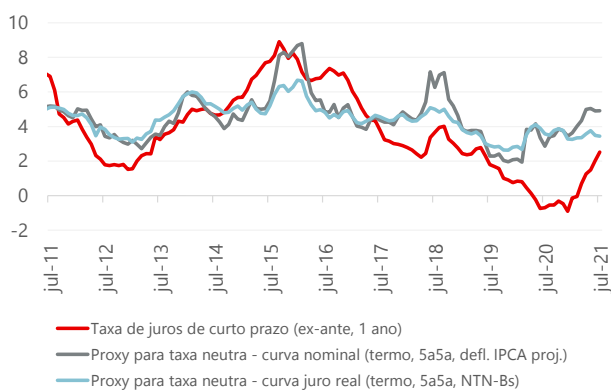
Diante de uma clara piora no ambiente de inflação, o BCB aperta a política monetária com intuito de conter as expectativas para os horizontes relevantes. O resultado é um ajuste de juros mais rápido e intenso neste ciclo. Revisamos nossa projeção para a taxa Selic no final de 2021 e 2022 para 7,50% (antes 7,00%). Uma queda para o nível neutro (que assumimos em 7%) deverá ocorrer apenas em 2023.

Nas últimas comunicações formais do Copom (comunicado⁶, ata⁷), o BCB elevou o tom, respondendo à deterioração das condições e perspectivas de inflação, de forma a conter as expectativas de inflação. Na reunião de 3 e 4 de agosto, o Copom elevou a taxa básica Selic em 100 p.b. para 5,25%, em linha com as expectativas. Segundo o BC, a decisão “reflete a percepção do Comitê de que a piora recente em componentes inerciais dos índices de preços, em meio à reabertura do setor de serviços, poderia provocar uma deterioração adicional das expectativas de inflação”. Em termos de sinalização de política monetária, o Banco Central agora considera apropriado um ciclo de ajuste levando o juro básico a um patamar acima do neutro, o que implica mais uma alteração no plano de vôo (que antes apontava para Selic neutra, em 6,50%, no fim do ciclo). Para o curto prazo, o comitê sinalizou um novo ajuste de 1,00 p.p. para a reunião de 21-22 de setembro, levando a Selic a 6,25%.

A decisão do Copom de abandonar a sinalização anterior de uma Selic neutra está em linha com as projeções de inflação do comitê. De acordo com os modelos do BCB, com a taxa de câmbio partindo de R\$5,15/US\$ (e evoluindo junto com a PPC, paridade de poder de compra), uma trajetória de alta da Selic para 7,00% no final de 2021, e estável neste patamar ao longo de 2022, produziria uma desinflação do IPCA para o centro da meta (3,5%) em 2022, horizonte principal de política monetária hoje. Essa projeção ficou estável desde a última reunião, mas agora incorporando uma postura mais restritiva (para compensar a deterioração nas condições inflacionárias). Para 2021, o Banco Central simula IPCA em 6,5% (anteriormente: 5,8%), ainda mais distante do teto da meta inflacionária (5,25%). Na ata da última reunião, o Copom destaca que “os riscos fiscais continuam implicando um viés de alta nas projeções. Essa assimetria no balanço de riscos afeta o grau apropriado de estímulo monetário, justificando assim uma trajetória para a política monetária mais contracionista do que a utilizada no cenário básico”. Acreditamos que estas considerações na ata indicam que uma taxa Selic terminal de 7% seria um limite inferior para o ajuste esperado nas condições monetárias.

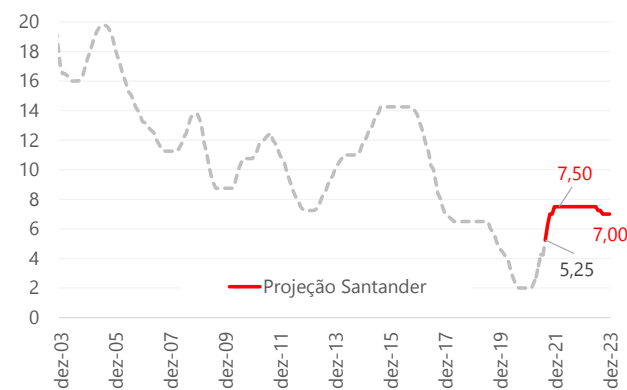
Seguimos projetando elevação na Selic de 1,00 p.p. (para 6,25%) em setembro e um movimento subsequente de 0,75 p.p. (para 7,00%) em outubro. Incorporamos ao nosso cenário um aumento adicional de 0,50 p.p. em dezembro, com nossa expectativa de Selic terminal do ciclo elevada para 7,50% (antes 7,00%). Esperamos que o juro permaneça neste patamar ao longo de 2022, com uma redução esperada para o nível de (nossa hipótese de) juro neutro de 7,00% em 2023. Esse é o horizonte para o qual esperamos que a inflação convirja para o centro da meta (3,25%), recuando de uma leitura possivelmente acima de 4% em 2022.

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.

⁶ Santander Brazil Monetary Policy - “Stepping Up the Pace and the Plan” – (05/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Copom-aug21>

⁷ Santander Brazil Monetary Policy - “More Than the Simulations” – (10/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Copom-min-aug21>



PROJEÇÕES: Santander & Consenso

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

	2021E			
	Consenso		Santander	
	2-jul-21	6-ago-21	1-jul-21	12-ago-21
Inflação - IPCA (%)	6,1	↑ 6,9	6,7	↑ 7,3
Crescimento do PIB (%)	5,2	↑ 5,3	5,1	→ 5,1
Taxa Selic (% fim do ano)	6,50	↑ 7,25	7,00	↑ 7,50
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,04	↑ 5,10	5,05	→ 5,05
Conta corrente (US\$ bilhões)	-0,4	↑ 0,0	-7,8	↑ -0,3
Resultado primário (% PIB)	-2,4	↑ -1,9	-1,9	↑ -1,6
Dívida Líquida (% PIB)	61,6	↓ 61,5	59,9	↓ 59,2

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	
	2-jul-21	6-ago-21	1-jul-21	12-ago-21
Inflação - IPCA (%)	3,8	↑ 3,8	4,0	↑ 4,1
Crescimento do PIB (%)	2,1	↓ 2,1	2,0	→ 2,0
Taxa Selic (% fim do ano)	6,75	↑ 7,25	7,00	↑ 7,50
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,20	→ 5,20	5,55	→ 5,55
Conta corrente (US\$ bilhões)	-16,0	↑ -14,0	-12,4	↑ -8,0
Resultado primário (% PIB)	-1,7	↑ -1,4	-1,7	↑ -1,2
Dívida Líquida (% PIB)	63,6	↓ 63,2	61,4	↓ 60,6

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

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

	2023E			
	Consenso		Santander	
	2-jul-21	6-ago-21	1-jul-21	12-ago-21
Inflação - IPCA (%)	3,3	→ 3,3	3,3	→ 3,3
Crescimento do PIB (%)	2,5	→ 2,5	1,5	→ 1,5
Taxa Selic (%; fim do ano)	6,50	→ 6,50	7,00	→ 7,00
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,05	↓ 5,00	5,20	→ 5,20
Conta corrente (US\$ bilhões)	-23,0	→ -23,0	-20,0	↓ -30,4
Resultado primário (% PIB)	-1,1	↑ -0,7	-1,3	↑ -0,9
Dívida Líquida (% PIB)	66,1	↓ 65,0	64,2	↓ 63,2

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 na economia mundial de programas fiscais já introduzidos e estímulos adicionais - especialmente nos EUA. 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 adicionais (especialmente na China e EUA) podem influenciar a demanda e elevar pressões no curto prazo. Condições climáticas podem afetar a safra americana 2021-22. 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 favoráveis: autoridades podem reduzir o intervalo de dosagem das vacinas da AstraZeneca e Pfizer, antecipando o calendário de vacinação. Riscos adversos: 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. Manutenção de restrições nos gastos com pessoal. Redução da rigidez orçamentária. Eleição de 2022 eventualmente menos polarizada que o esperado. Riscos negativos: maiores estímulos fiscais devido à melhora dos números de curto prazo. Aprovação de reformas com impacto fiscal limitado e criando distorções na gestão orçamentária. Perda de credibilidade no processo de consolidação fiscal. Eventual queda da transparência dos números, causando deterioração nas condições financeiras. Mudanças no atual arcabouço fiscal sem endereçar problemas estruturais. Mudanças de política econômica que prejudiquem a credibilidade do teto de gastos.
Setor Externo	<ul style="list-style-type: none"> Risco favorável: preços de <i>commodities</i> mais elevados em 2022, abrindo espaço para maior superávit comercial e, conseqüentemente, um déficit em transações correntes ainda menor. Risco desfavorável: i) frustração com o ambiente institucional gerando saída de investimentos em portfólio e redução do volume de investimentos direto no país; ii) eventual antecipação da normalização de política monetária do Fed reduzindo o apetite global por ativos de risco.
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. Riscos negativos: aumento adicional de infecções, mesmo diante de implementação mais disseminada das vacinas, ou atrasos na campanha de vacinação, o que provavelmente prejudicaria o processo de reabertura. Prolongada escassez de insumos em algumas cadeias produtivas, junto com as eventuais implicações da seca para a geração de eletricidade e produção agrícola. Um choque inflacionário ainda mais forte tornando a postura de política do BCB ainda mais contracionista.
Inflação	<ul style="list-style-type: none"> Riscos altistas: 1) maior transmissão dos choques de custo para preços gerais (serviços), 2) recuperação mais lenta da indústria em meio a quebras de cadeias produtivas, aumentando a pressão de custos, 3) desancoragem das expectativas de inflação (via riscos fiscais), 4) nova rodada de depreciação cambial (via riscos fiscais), e 6) intensidade ainda maior do choque de custos de energia elétrica, a depender do clima. Riscos baixistas: 1) o câmbio pode apreciar mais do que esperamos, inclusive em função de uma postura monetária menos expansionista do BCB, 2) preços de <i>commodities</i> podem observar acomodação mais rápida do que estimamos, 3) choque de custo/oferta pode se normalizar mais rápido, 4) o repasse cambial pode ser mais limitado do que imaginamos.
Política Monetária	<ul style="list-style-type: none"> Risco de alta (juros): novos choques de custos ou restrições de oferta mais prolongadas podem elevar o temor de efeitos secundários (disseminação, expectativas). Estímulos fiscais com hiato do produto menos aberto podem pressionar ainda mais a inflação. Reformas macro lentas podem prejudicar as projeções de sustentabilidade da dívida, o poder de ancoragem da política monetária e elevar ainda mais o juro neutro. Risco de baixa (juros): uma retração nos custos em reais poderia reduzir pressões no atacado, gerando algum alívio para os bens industriais e as expectativas de inflação. Melhores margens de lucros das empresas também poderiam ajudar a reduzir grau de repasses ao consumidor. Um aumento mais rápido da taxa de participação no mercado de trabalho poderia amenizar o impacto da reabertura econômica sobre a inflação de serviços, atenuando um pouco as preocupações do BCB.

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.