

**Cenário Macroeconômico****O choque é ainda mais intenso (e os estímulos ainda maiores)**Ana Paula Vescovi\* e  
Time Macroeconomia Brasilanavescovi@santander.com.br  
+5511 3553 8567

- O impacto da pandemia e a duração das medidas de distanciamento social devem ser consideravelmente maiores do que estimávamos anteriormente. Revisamos nossas projeções para a variação real do PIB em 2020 e 2021 de -2,2% e 1,7% para -6,4% e 4,4%, respectivamente. Estes números indicam uma perda acumulada de produto ainda maior no biênio, além de uma ociosidade de fatores mais prolongada.
- O déficit primário do setor público em 2020 será bem maior do que a expectativa anterior (c. R\$ 800 bilhões vs. c. R\$ 600 bilhões), devido à ampliação de medidas emergenciais no combate à crise do Covid-19 e ao maior impacto desta última sobre as receitas tributárias. Projetamos que a dívida bruta do governo geral saltará para c. 94% do PIB no final deste ano (alta de 18 p.p. ante 2019), atingirá pico em 2028 (c. 103%), antes de convergir a c. 96% em 2035. Apesar de uma clara elevação nos riscos fiscais, ainda acreditamos que esta forte expansão orçamentária será temporária, com a manutenção do arcabouço institucional e continuidade na agenda de reformas econômicas e fiscais no pós-crise.
- A principal mudança no cenário de inflação é derivada da expectativa de uma queda maior do PIB no biênio, resultando em maior ociosidade de fatores por mais tempo. Reduzimos nossas projeções de IPCA para 1,4% em 2020 (antes: 2,2%), 2,9% em 2021 (antes: 3,1%) e 3,5% em 2022. Nossos números indicam dois anos com inflação se situando abaixo da trajetória da meta central estabelecida pelo CMN.
- Após o anúncio de estímulos adicionais por parte do Banco Central, projetamos agora uma taxa Selic terminal de 2,25% para o ciclo (antes: 3,00%). Também esperamos uma normalização bastante gradual da postura monetária, com a retirada de estímulos se iniciando apenas no 3T21, em cenário de expectativas de inflação bem ancoradas e hiato de produto aberto e em lento processo de estreitamento.
- O maior impacto da crise na atividade econômica e nas perspectivas fiscais deverão enfraquecer o real mais do que prevíamos anteriormente. Projetamos que a taxa de câmbio atinja R\$5,80/US\$ e R\$5,50/US\$ no final de 2020 e 2021, respectivamente, frente à expectativa anterior de R\$/US\$ 4,90 e R\$/US\$ 4,05.
- Diante de uma contração ainda mais pronunciada da demanda doméstica e de uma moeda ainda mais fraca, o saldo em transações correntes deverá registrar menor desequilíbrio neste biênio. Projetamos déficits de 1,6% e 1,4% do PIB em 2020 e 2021, respectivamente (antes: 3,5% e 3,0%). Acreditamos que o investimento estrangeiro direto no país será suficiente para cobrir este déficit no período.
- Para o mercado de crédito bancário, nossa previsão de crescimento anual do saldo total passou de 9,4% para 7,1%, em decorrência do impacto negativo da pandemia sobre a taxa de desemprego e o risco de solvência de firmas. Em um cenário de fraco consumo e investimento, o apetite por crédito (para pessoas físicas e jurídicas) também deverá diminuir.



## Introdução

Passados dois meses após a declaração de Pandemia pela Organização Mundial da Saúde (OMS, em 11 de março) já se pode observar de forma mais clara as estratégias de enfrentamento e os impactos iniciais da crise, o que nos permite voltar a enfatizar um único cenário macroeconômico (i.e. com menos hipóteses alternativas), ainda que com viés mais negativo.

Em primeiro lugar, já se observa uma estratégia de enfrentamento definida, que consiste em trazer o índice de contagiabilidade ( $R_0$ ) para valores abaixo de 1 ou, dito de outra forma, fazer com que cada pessoa infectada não transmita o vírus para mais do que uma pessoa. O objetivo é gerar um processo declinante de contágio até a solução definitiva de uma vacina ou uma eventual imunização natural em larga escala (tecnicamente denominada “imunização de rebanho”).

Para essa estratégia, os procedimentos também já estão assentados: testagem em larga escala; ampliação da capacidade de atendimento hospitalar; isolamento social ou confinamento em casos extremos. Cada país e cada região tem adotado um arranjo específico, ao combinar em doses diferentes os mesmos processos e ao observar condicionantes peculiares de contágio.

Em segundo lugar, já temos um conjunto de estatísticas macroeconômicas que ilustram o impacto da crise sobre a economia, sendo que o melhor qualificador para os primeiros resultados trazidos a público é de uma parada súbita. Como exemplo, o IBC-Br de março (proxy de PIB mensal calculada pelo Banco Central, BC) registrou uma queda de 5,9% m/m, a maior da série iniciada em 2003.

Em resposta a uma crise de abrangência global e somente comparável a eventos seculares, tais como guerras mundiais e outras grandes pandemias, diversos países empreenderam doses inéditas de estímulos fiscal e monetário. Tendo-se como inevitável o impacto econômico, torna-se também inevitável mitigá-lo por meio da assunção temporária de despesas privadas correntes pelo setor público, de modo a manter a economia funcionando até o seu natural restabelecimento. Desta forma, salva-se vidas e mitiga-se a perda de empregos e a falência de empresas, preparando a economia para uma recuperação após a pandemia.

Contando com os primeiros indicadores de atividade após o início da vigência das primeiras medidas de afastamento social no Brasil e no mundo, projetamos queda de -6,4% no PIB em 2020, com posterior recuperação a partir do terceiro trimestre deste ano. Em que pese acreditarmos que a produção reagirá de imediato após o relaxamento das medidas, também acreditamos que a demanda será bastante atingida tanto pelo aumento da desocupação - a qual, infelizmente, alcançará mais 8 milhões de brasileiros - quanto pela maior incerteza e mudança de comportamento dos consumidores e de empresas, que prevalecerá sobre as decisões de consumo e investimento. Ou seja, vislumbramos uma recuperação gradual da economia, em formato de “U” e a volta ao nível de produção pré-crise não antes de 2022.

Assim como a grande maioria dos países atingidos pela pandemia, o Brasil também adotou estímulos temporários, em quatro linhas gerais: transferência de renda para os mais vulneráveis (auxílio emergencial, popularmente conhecido como *coronavoucher*); apoio financeiro às empresas, sobretudo às de pequeno e médio porte (BEm, FOPA, PRONAMPE); injeção de liquidez no intuito de prover recursos a quem precisa reforçar o caixa (liberação de compulsórios, empréstimos com lastro em letras financeiras garantidas, etc); sustentação fiscal de estados e municípios (transferências diretas, suspensão de dívidas). Com a parada súbita no mercado de capitais, o sólido sistema bancário brasileiro terá papel fundamental na recuperação econômica. Entre o impulso fiscal e os estímulos monetário e creditício, o Brasil já empenhou mais recursos do que a média mundial e muito mais do que a média dos países emergentes.

Ainda que necessário e em linha com políticas adotadas em outros países, o impulso fiscal e a queda da economia produzirão um déficit primário de 11,7% do PIB ou R\$ 810 bilhões em 2020, resultante tanto da realização de despesas primárias temporárias pela União da ordem de R\$ 470 bilhões, quanto da queda de receitas da ordem de R\$ 210 bilhões. Isso implica em novo salto na dívida pública, de 76% em 2019 para 103% do PIB em 2028. No final de 2013, o patamar era de 52% do PIB. Ou seja, em 15 anos a dívida pública bruta brasileira terá dobrado de tamanho.

Por si só, o novo patamar da dívida implica que, se mantivermos um crescimento do PIB potencial de 1% a.a. após a pandemia, e com uma taxa de juro estrutural mantida próxima a 3% a.a., será necessário um superávit primário de aproximadamente 2% do PIB para estabilizar o endividamento público. Como iniciaremos esta trajetória de consolidação a partir de um déficit primário maior, estimamos a necessidade de um ajuste fiscal de pelo menos 5 p.p. do PIB nos próximos anos para garantir a solvência no longo prazo. Caso a meta seja mais ambiciosa, buscando-se reduzir o endividamento do governo brasileiro, que antes da crise já estava em patamares acima da média dos pares emergentes, então o esforço orçamentário deverá ser ainda maior.

Nessa difícil passagem pela crise, as reformas empreendidas desde 2016 tiveram um papel fundamental, pois permitiram ao Brasil maior resiliência, em especial pela convivência com taxas de juros reais estruturais nos mínimos históricos. Como ainda havia capacidade ociosa na economia, decorrente da recuperação gradual da crise anterior (2015 / 2016), as taxas de juros nominais no Brasil encontravam-se em patamar expansionista (i.e. abaixo do nível estrutural). Antes do início da pandemia, a Selic situava-se em 4,25% e a inflação esperada para 12 à frente estava devidamente ancorada em torno de 3,5%.



As subseqüentes reduções da taxa Selic pelo Copom para 3,0% (-50 p.b. em abril e -75 p.b. em maio) podem ter contribuído para uma movimentação adversa para os preços de ativos (em termos de condições financeiras amplas). Os juros negociados no mercado para os períodos de 5 e 10 anos subiram cerca de 100-150 p.b.. Os seja, os “prêmios de alongamento” subiram mediante a queda vista nos juros de curto prazo. Além disso, a depreciação do Real revelou-se mais acentuada do que a verificada em outros países. Desde o início do ano, o Real já depreciou cerca de 45% frente ao dólar, chegando a se aproximar, em determinado momento, da casa dos R\$/US\$ 6,00.

Contudo, o IPCA deve terminar o ano em 1,4%, convergindo para 2,9% em 2021, valor abaixo da meta de inflação (3,75%). Aplicando-se a regra de política monetária, a autoridade monetária teria, em tese, mais algum espaço no seu “orçamento” para cortes na taxa Selic. Embora percebamos risco de um efeito contraproducente de cortes adicionais, projetamos mais um corte de 75 p.b. na reunião de junho do Comitê, em função dos componentes da comunicação registrados no comunicado e na ata do Copom. Com isso, o ciclo de relaxamento monetário finalizaria em junho com Selic a 2,25% e permaneceria nesse patamar até o terceiro trimestre de 2021.

Tarefa bem mais difícil foi projetar a trajetória da taxa de câmbio. Além dos componentes externos (risco-país, diferenciais de juros e preços de *commodities*), que usualmente explicam uma parte importante da sua variação, adicionamos a evolução da taxa de câmbio em países emergentes (menos o Brasil) para tentar filtrar melhor o efeito de componentes idiossincráticos domésticos sobre a evolução da taxa de câmbio no Brasil. Chegamos assim a um valor de 5,80 no final do ano, convergindo para 5,50 ao final de 2021 e 5,30 ao final de 2022. Uma premissa é que o final da crise vai reduzir em alguma medida o grau de aversão ao risco mundial, o que contribuiria para alguma valorização, na margem, das moedas de países emergentes. A implementação de reformas no futuro também ajudará a melhorar o sentimento com relação aos ativos nacionais, melhorando o acesso ao financiamento externo para uma economia com reduzida taxa de poupança doméstica.

Entendemos, que diante da acentuada fragilidade fiscal com que o Brasil sairá da crise, será necessário, assim que possível, haver uma sinalização clara de um conjunto de medidas que poderão assegurar o reinício de um processo de consolidação fiscal e de reformas macroeconômicas. O primeiro passo seria garantir a manutenção da regra constitucional do “Teto dos Gastos”, cujo cumprimento, até 2022, estaria assegurado pela tomada de quatro medidas: a manutenção do valor real do salário mínimo; a manutenção do valor nominal da folha de salários dos servidores federais; a não reposição de quadros no serviço público federal; e a não criação de novas despesas primárias. Além da manutenção do Teto, será importante a volta à pauta de prioridades no Congresso das reformas de modernização da economia brasileira. Reformas administrativa e tributária; medidas de melhoria do ambiente de negócios; modernização dos marcos regulatórios na infraestrutura; privatizações e vendas de ativos; e abertura comercial. Todas estas iniciativas seriam fundamentais para sinalizar o aumento do crescimento potencial e a viabilidade de manutenção da estabilidade monetária e macroeconômica no Brasil.

Para ilustrar a importância da escolha da volta à trajetória de reformas estruturais, ainda que esta pareça árdua à luz das atuais contingências, construímos um cenário alternativo, hipotético, para podermos estimar o valor dessa escolha.

O cenário alternativo será apresentado no apêndice, e demonstra qual seria a trajetória do crescimento esperado, da inflação, taxa de câmbio e taxa de juros, em uma eventual condição de “dominância fiscal”, na qual se observa trajetória ascendente da dívida, sem estabilização. Sob tal condição, é possível vislumbrar a volta da inflação, no meio à forte deterioração macroeconômica, além queda mais acentuada do PIB e perda de empregos. Fizemos tal exercício para ilustrar nossa convicção sobre o caminho justo para o país alcançar a recuperação da economia, dos empregos e da renda dos mais vulneráveis, com previsibilidade para negócios e investimentos, e mais equidade e justiça social.

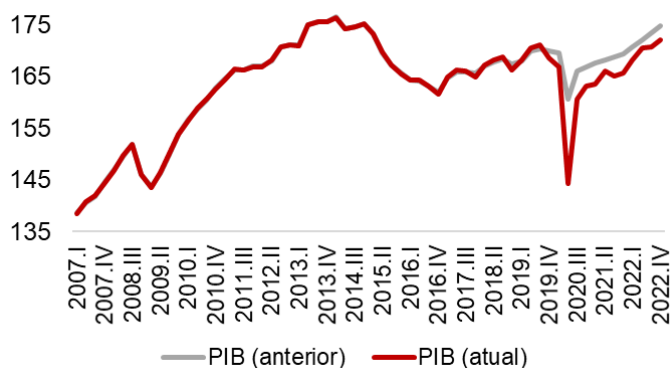
## Atividade Econômica

As informações disponíveis até o momento indicam um impacto ainda maior da pandemia sobre a economia brasileira. As medidas de distanciamento social durarão mais tempo e que a queda da atividade econômica por dia de duração das medidas é muito maior do que esperávamos. Além disso, os setores menos afetados pela crise do Covid-19 não devem amortecer o suficiente o forte choque na atividade econômica.

Em nosso cenário atual, assumimos que a taxa de contagiabilidade se reduzirá e as políticas de distanciamento social poderão ser relaxadas a partir de meados de junho na parte mais significativa das regiões do País. Ademais, assumimos que a economia voltará a estar totalmente operacional apenas em setembro. No entanto, acreditamos que as políticas adotadas durante a crise preservarão, em alguma medida, empregos e empresas. Ainda, o Brasil retomará a agenda reformista de responsabilidade fiscal e aumento da produtividade. Desta forma, avaliamos que a recuperação pós-crise deverá ser significativa, apesar de uma perda de produto acumulada no biênio.

**Figura 1. Projeção de PIB (%)**

	Projeções PIB (%)		
	2020	2021	2022
Agricultura	3.5	3.0	4.3
Indústria	-8.8	5.9	5.2
Serviços	-6.4	3.9	2.5
<b>PIB Total</b>	<b>-6.4</b>	<b>4.4</b>	<b>3.2</b>
Consumo das Famílias	-3.8	4.7	2.8
Consumo do Governo	1.7	-0.2	-0.5
Investimentos	-14.7	15.3	4.2
Exportações	-16.3	4.9	2.4
Importações (-)	-19.5	23.2	10.4
Absorção Doméstica	-4.8	4.8	2.4
Contribuição do Setor Externo	0.5	-1.5	-1.1
Estoques	-2.5	1.1	1.9

**Figura 2. PIB (Com Ajuste Sazonal)**

Fontes: IBGE e Santander.

Neste contexto, avaliamos que o aumento acentuado da taxa de desemprego é inevitável e que esta atingirá média anual de 14,9% em 2020, caindo gradualmente para 13,1% e 11,8% em 2021 e 2022, respectivamente, segundo nossos cálculos. Além disso, revisamos nossas projeções para a variação real do PIB de -2,2%, 1,7% e 2,5% para -6,4%, 4,4% e 3,2% em 2020, 2021 e 2022, respectivamente.

## Política Fiscal

O aprofundamento da recessão econômica impactará severamente as contas fiscais brasileiras este ano. Pelo lado das receitas, estimamos que o impacto direto da maior contração do PIB sobre a arrecadação tributária, combinado a isenções temporárias mais duradouras (e diferimento adicional do pagamento de tributos) causarão perdas de receita primária da ordem de R\$ 210 bilhões em 2020, em comparação com o período anterior à deflagração da crise de saúde pública. Pelo lado das despesas, por sua vez, acreditamos que algumas medidas emergenciais destinadas à mitigação dos efeitos deletérios da pandemia provavelmente serão prorrogadas, já que a deterioração da economia local vem se mostrando mais aguda do que o originalmente previsto<sup>1</sup>. Com isso, nosso cenário-base considera que o pacote de despesas primárias relacionado ao enfrentamento da crise totalizará R\$ 470 bilhões (6,5% do PIB) em 2020, montante consideravelmente superior à nossa expectativa divulgada há algumas semanas (R\$ 335 bilhões ou 4,6 % do PIB).

Somando os fatores destacados acima, projetamos que o déficit primário do setor público chegará a R\$ 810 bilhões (11,7% do PIB) em 2020, uma piora adicional em relação à estimativa do cenário-base anterior (R\$ 585 bilhões ou 8% do PIB). Para 2021 e 2022, prevemos déficits primários de aproximadamente R\$ 260 bilhões (3,5% do PIB) e R\$ 215 bilhões (2,7% do PIB), respectivamente. Vale ressaltar que nosso cenário assume como premissa crucial que a forte expansão fiscal resultante da crise sanitária será (quase integralmente) limitada a 2020. Segundo nossos cálculos, o resultado primário do setor público retornará ao território positivo em 2026.

Neste sentido, prevemos que a razão entre dívida pública bruta e PIB saltará cerca de 18 p.p. entre 2019 e 2020 (de 75,8% para 94,2%), subindo adicionalmente para 94,8% em 2021 e 96,0% em 2022. Ademais, esperamos que o indicador atinja o pico em 2028, em patamar próximo a 103%, o que representaria uma diferença ao redor de 30 p.p. em comparação ao cenário anterior à crise do coronavírus. Posteriormente, esperamos uma trajetória de queda gradual da razão de endividamento (ver Figura 4). Tais projeções sinalizam claramente o enorme esforço fiscal necessário para a redução da dívida brasileira no atual contexto<sup>2</sup>. Isto posto, reiteramos que nosso cenário-base não prevê uma trajetória insustentável do endividamento público, devido especialmente à hipótese de que Governo e Congresso continuarão comprometidos (e de forma crível) com a agenda de consolidação fiscal, particularmente com o cumprimento da regra constitucional do teto

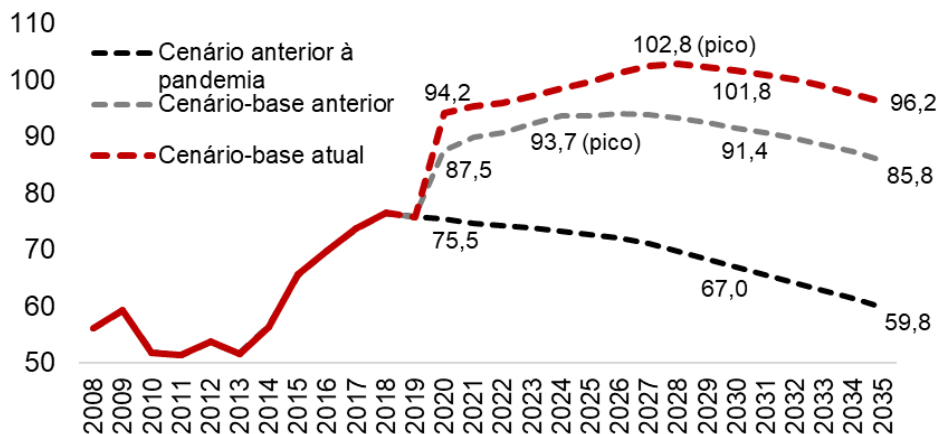
<sup>1</sup> Por exemplo, esperamos que o auxílio emergencial aos trabalhadores informais, microempreendedores e indivíduos de baixa renda seja prolongado por pelo menos dois meses (ou seja, até agosto), o que custaria aproximadamente R\$ 100 bilhões adicionais aos cofres públicos federais.

<sup>2</sup> De acordo com nossas simulações, a estabilização da dívida pública bruta em patamares próximos a 105% do PIB requer um superávit fiscal primário de (no mínimo) 1% do PIB.



de gastos e, também, com reformas estruturais destinadas ao aumento da produtividade da economia doméstica. Com a aprovação de reformas, os baixos níveis de taxa de juros também seriam favoráveis à dinâmica da dívida pública.

Figura 3. Trajetórias para a Dívida Pública Bruta (% PIB)



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

## Setor Externo e Taxa de Câmbio

Enquanto os fatores internacionais que influenciam a taxa de câmbio – preços de *commodities*, taxas de juros nos EUA, moedas de outras economias emergentes, aversão global ao risco, etc. – comportaram-se ultimamente conforme imaginávamos (o que significaria alguma influência de desvalorização sobre o real), a influência doméstica desempenhou papel mais importante no mercado cambial, levando a moeda brasileira a se enfraquecer muito além do que havíamos antecipado previamente. Turbulências na frente política, dúvidas relacionadas a mudanças nas diretrizes de política econômica e incertezas na frente fiscal levaram a taxa de câmbio a patamares próximos a R\$5,90/US\$ - o mais alto em termos reais desde o início dos anos 2000.

Não esperamos mudança neste quadro no curto prazo, especialmente porque, na frente internacional, a maior parte do impacto econômico no hemisfério ocidental derivado da Covid-19 ainda está por se materializar, o que deverá se traduzir em preços de *commodities* mais deprimidos, manutenção de alta aversão a risco e pressão sobre moedas emergentes. Por outro lado, a tensão política doméstica permanece alta e dados recentes apontam um impacto muito mais forte da pandemia na economia brasileira, combinação que dificultará aos poderes Executivo e Legislativo retomarem, no curto prazo, as discussões sobre reformas estruturais requeridas para lidar com a significativa deterioração fiscal que acontecerá este ano. Ou seja, as dúvidas quanto à dinâmica da dívida pública permanecerão presentes por algum tempo. Este ambiente nos levou a revisar as projeções de taxa de câmbio ao final de 2020 e 2021 para R\$5,80 e R\$5,50, respectivamente – anteriormente projetávamos R\$ 4,90/US\$ e R\$4,05.

Na esteira de uma moeda mais enfraquecida e contração econômica mais aguda do que esperado anteriormente, avaliamos que as importações de bens e serviços também deverão se encolher mais intensamente do que imaginado antes. Além disso, a remessa de lucros e dividendos às matrizes no exterior deverá reduzir-se adicionalmente, já que os ganhos corporativos serão menores e as conversões em dólares ficarão mais caras. Embora avaliemos que a moeda mais enfraquecida poderá favorecer as exportações de bens e serviços no médio prazo – quando o mundo ingressar em uma “nova normalidade” pós Covid-19 e retomar trajetória de expansão – o declínio no fluxo internacional de comércio e nos preços de *commodities* deverão provocar encolhimento das exportações no curto prazo, embora em menor intensidade que a das importações. Conseqüentemente, diferente do que prevíamos anteriormente, o déficit anual em transações correntes deverá se encolher para US\$20,2 bilhões em 2020 e US\$19,4 bilhões em 2021 – que significará relativa estabilidade como proporção do PIB (1,6% e 1,4%).



Figura 4. Taxa de câmbio a valor presente

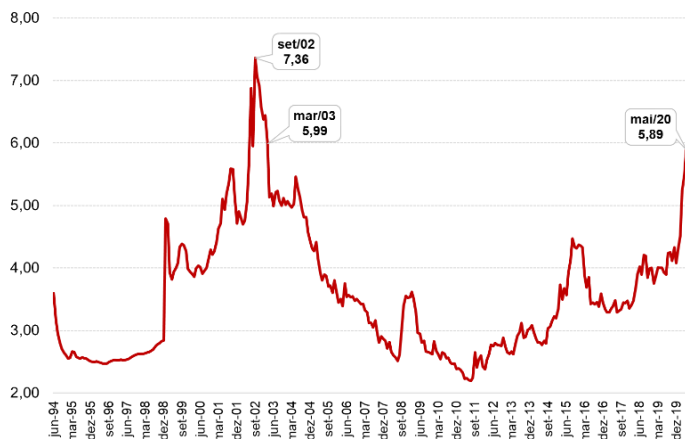
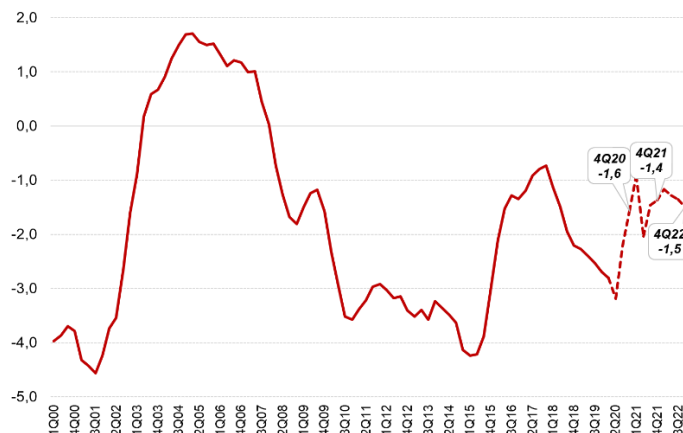


Figura 5. Saldo em transações correntes (% do PIB)



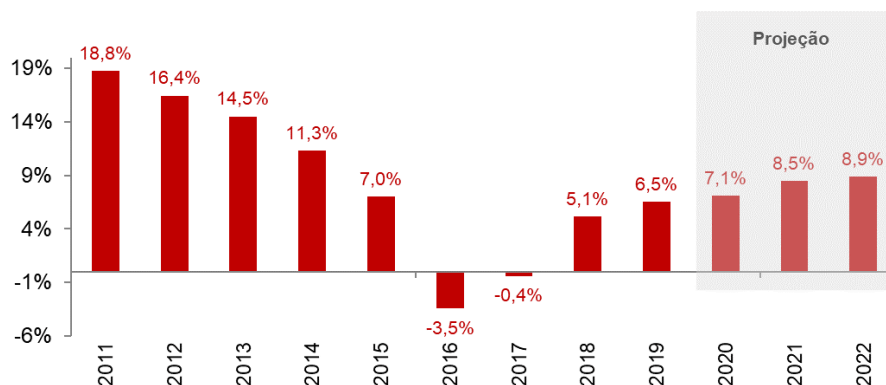
Fontes: Bloomberg, Banco Central do Brasil e Santander.

## Mercado de Crédito

Seguindo as medidas anunciadas pelo BC e pelo BNDES – que visam prover recursos aos setores mais afetados pela pandemia -, a parcela de crédito concedida às empresas aumentou. Essa expansão deveu-se à necessidade de fluxo de caixa das empresas e à depreciação do Real, que aumentou o valor dos contratos referenciados em dólares, gerando uma expansão artificial do segmento. A concessão às famílias perdeu força, com menor uso de cartões de crédito, provavelmente denotando maior cautela do consumidor.

Apesar desse aumento, o provável impacto da COVID-19 na taxa de desemprego e na solvência das empresas nos faz acreditar que a aversão ao risco (do lado da demanda e da oferta) aumentará. A inadimplência do crédito livre poderá ser cerca de 35% maior que a de 2019; e a parcela de concessões por bancos públicos poderá aumentar, se nossa previsão se mostrar correta.

Figura 6. Projeções para o Mercado de Crédito – YoY



Fontes: Banco Central do Brasil e Santander.

Considerando esses pontos, alteramos nossas projeções para o crescimento do saldo total de crédito para os próximos 3 anos: 7,1% para 2020, 8,5% em 2021 e 8,9% em 2022, com o endividamento do crédito livre passando de 3,7% em 2019 para 4,8%, 4,4% e 3,9% em 2020, 2021 e 2022, respectivamente.

Esperamos que essas mudanças (causadas pelo impacto do coronavírus) sejam temporárias, com reversão à trajetória observada anteriormente em 2019. Em nossa opinião, o principal risco seria o agravamento das consequências deixadas pela pandemia, especificamente: aumento no nível de endividamento e nos custos da dívida; e queda no apetite de risco dos bancos. Nesse cenário, o acesso ao crédito se tornaria mais difícil, com os bancos públicos se tornando os principais credores do mercado brasileiro.



## Inflação

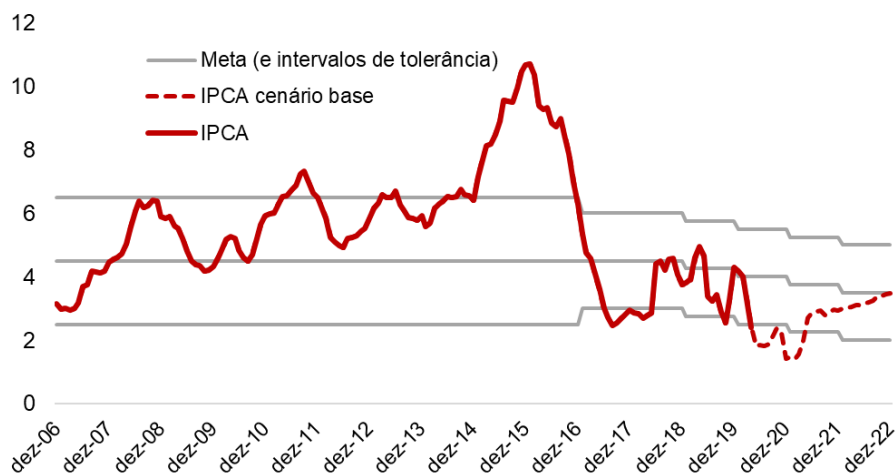
A principal mudança no cenário de inflação vem da expectativa de uma queda maior do PIB. Esta queda mais forte na atividade fará com que o hiato do produto fique ainda mais aberto e permaneça assim por mais tempo (pelo menos até 2022). A consequência é uma maior pressão baixista nos preços.

Analisando os outros determinantes da inflação, acreditamos que a inércia e as expectativas (cadentes) de inflação continuarão ajudando a manter a inflação em um nível baixo. Sobre a inflação “importada”, destacamos que a credibilidade do BC e o hiato aberto contribuem para manter o *pass-through* do câmbio muito baixo. No outro componente da inflação “importada”, as *commodities*, destacamos que a forte queda do preço do petróleo – item onde o repasse cambial é mais direto e forte, através da gasolina – tem mais do que compensado a desvalorização do Real. Mesmo considerando alguma recuperação do petróleo ao longo do ano, a inflação “importada” vai ser um dos principais determinantes da inflação baixa em 2020. Para 2021, acreditamos que o petróleo pode gerar uma pressão altista na inflação, por efeito-base. Também vemos uma pressão altista nos preços de energia elétrica. Com isso, os preços administrados devem subir em torno de 4,5% em 2021. Apesar dessas pressões pontuais, o hiato do produto seguirá sendo o principal determinante dos preços livres, o que vai manter a inflação como um todo muito baixa.

Sendo assim, nossas novas projeções de inflação do IPCA são: 1,4% para 2020 (de 2,2% anteriormente), 2,9% para 2021 (de 3,1% anteriormente) e 3,5% em 2022. Nossos números indicam dois anos com inflação se situando abaixo da trajetória da meta central estabelecida pelo CMN.

Acreditamos que os riscos para nossas projeções continuam sendo predominantemente baixistas, por conta da fraqueza da atividade econômica. Uma possível surpresa altista poderia acontecer em 2021 por conta de preços voláteis como alimentação e gasolina, mas mesmo nesse caso acreditamos que o IPCA permaneceria bem abaixo da meta do BC.

Figura 7. Inflação - % 12m



Fontes: Banco Central do Brasil, IBGE e Santander.

## Política Monetária

Na reunião de política monetária de 5-6 de maio, o Banco Central (BC) cortou a taxa básica de juros Selic em 0,75 p.p., para uma nova baixa histórica de 3,00%. A decisão em si e o tom do comunicado apontaram para uma implementação de estímulos que foi além das expectativas, na ocasião.

O Copom menciona a necessidade de “estímulo monetário extraordinariamente elevado”, anunciando para a próxima reunião “um último ajuste, não maior do que o atual [-0,75 p.p.]” para completar o afrouxamento monetário visto como necessário para compensar as consequências econômicas da pandemia. Esta última é vista produzindo uma recessão global “com poucos precedentes históricos” e exercendo um impacto “desinflacionário e associado a forte aumento do nível de ociosidade dos fatores de produção”.

O comitê identifica a existência de um “limite efetivo mínimo para a taxa básica de juros”, com o BC reconhecendo que “frente à conjuntura de elevada incerteza doméstica, o espaço remanescente para utilização da política monetária é incerto e pode ser pequeno”. O Copom se refere a uma fragilidade fiscal relativa do Brasil e às incertezas quanto à sua trajetória fiscal prospectiva, tornando o nível do juro já próximo de uma região “onde reduções adicionais na taxa de juros poderiam ser acompanhadas de instabilidade nos mercados financeiros e nos preços de ativos” Acreditamos que esse



reconhecimento vai ao encontro da nossa visão de que a questão fiscal é um componente importante do regime de metas para a inflação e que os riscos atuais neste âmbito impõem restrições ao ciclo de flexibilização na conjuntura atual.

A dúvida principal aqui é qual será o limite inferior efetivo para a taxa de juros no Brasil. Em nossa opinião, este patamar provavelmente não deve ser inferior a 2,00%. Projetamos então uma Selic terminal de 2,25% para o ciclo, e uma normalização (ou seja, aperto) gradual da postura da política monetária se iniciando apenas no 3T21, assumindo expectativas de inflação ancoradas e um hiato de produto bastante aberto e se fechando lentamente.

## Box: Taxa de Juros Neutra e Regra de Taylor

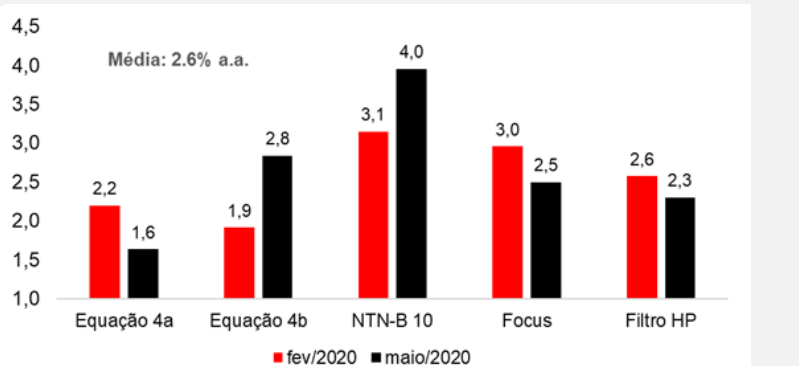
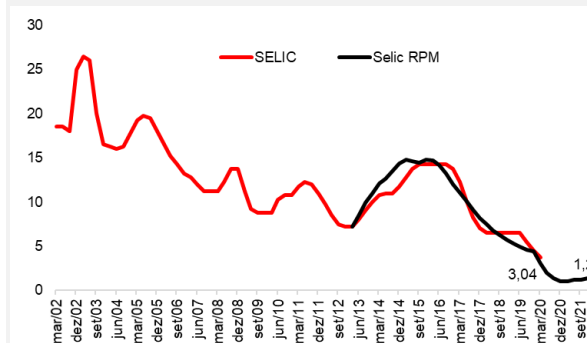
A abordagem usual para projetar tendência das taxas de juros no curto prazo é a regra de Taylor, que pressupõe que o Banco Central toma sua decisão com base em: i) hiato do produto (ociosidade da economia); e ii) desvio das expectativas de inflação em relação à meta. Como o efeito da crise nos preços foi fortemente desinflacionário e o declínio da atividade econômica ampliará ainda mais a ociosidade da economia, a direção das taxas no curto prazo é claramente de baixa, abrindo espaço para o Banco Central testar novos mínimos históricos para a taxa Selic.

No entanto, ao final do ciclo de flexibilização, a taxa Selic deverá ser maior do que sugere nossa Regra de Taylor, uma vez que é possível que exista um "limite inferior" para o juro básico. Este limite é provavelmente superior a zero, considerando que, mesmo no curto prazo, é necessário algum prêmio de risco para que investidores externos apliquem algum recurso no Brasil, em detrimento de outros investimentos menos arriscados. Esse limite não é observável e pode ser muito baixo; no entanto, os efeitos potenciais de cruzar essa linha tendem a manter o Banco Central conservador.

A longo prazo, a direção do impacto da crise pandêmica nas taxas não é tão clara. Por um lado, uma das possíveis consequências é uma mudança no comportamento do consumidor que pode manter a atividade econômica abaixo do nível pré-crise por um longo período, e até reduzir seu crescimento potencial, o que exerce efeito de baixa na taxa de juros. Na mesma direção, a memória das perdas durante a crise pode manter a propensão a poupar mais alta, aumentando a oferta de recursos. Por outro lado, pacotes anticíclicos elevarão a dívida pública, ampliando significativamente os riscos fiscais.

Esse efeito ambíguo se reflete em nossos modelos de taxas neutras - alguns deles, mais impactados pelo primeiro grupo de fatores, sugerem baixa do juro estrutural, enquanto outros, mais impactados pelos riscos fiscais, apontam para taxas mais altas no longo prazo. Em nossa opinião, a capacidade do governo para evitar que medidas anticíclicas se transformem em aumento estrutural nos gastos públicos, e trazer a dívida de volta a uma tendência sustentável, será o principal determinante para definir a direção das taxas de juros estruturais a médio e longo prazo.

**Figura 8. Selic vs Regra de Política Monetária**      **Figura 9. Taxa de Juros Neutra (% a.a.): Métodos Alternativos**



Fontes: Banco Central do Brasil, Anbima e Santander<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Equação4a:  $R^* = a_0 + a_1 \cdot \text{JurosUS}(1Y) + a_2 \cdot \text{CreditoLivre}/\text{PIB} + a_3 \cdot \text{SurpresaInflacionária} + a_4 \cdot \text{ConcBNDES} + a_5 \cdot \text{CDS}$ ; Equação4b  $R^* = b_0 + b_1 \cdot \text{Tendência} + b_2 \cdot \text{CreditoLivre}/\text{PIB} + b_3 \cdot \text{SupPrimario} + b_4 \cdot \text{SurpresaInflacionária}$ . Detalhes metodológicos em nosso relatório anterior "Taxas de juros estruturais: por que eles caíram e onde estão agora".





Tabela 1. Projeções do Santander para a economia brasileira

Variáveis Macro		Cenário Base	Cenário Alternativo
PIB (%)	2020	-6.40	-11.00
	2021	4.40	1.50
	2022	3.20	2.00
IPCA (%)	2020	1.40	1.60
	2021	2.90	4.40
	2022	3.50	6.50
Taxa Selic (% fim do período)	2020	2.25	2.00
	2021	3.00	6.00
	2022	6.00	9.00
Taxa de câmbio - BRL/USD (fim do período)	2020	5.80	6.50
	2021	5.50	7.50
	2022	5.30	7.50
Transações Correntes (% PIB)	2020	-1.60	1.50
	2021	-1.40	6.10
	2022	-1.50	8.30
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	2020	-11.70	-16.30
	2021	-3.50	-7.90
	2022	-2.70	-7.00
Dívida Pública Bruta (% PIB)	2020	94.20	103.50
	2021	94.80	114.30
	2022	96.00	122.50

Fontes: Estimativas Santander



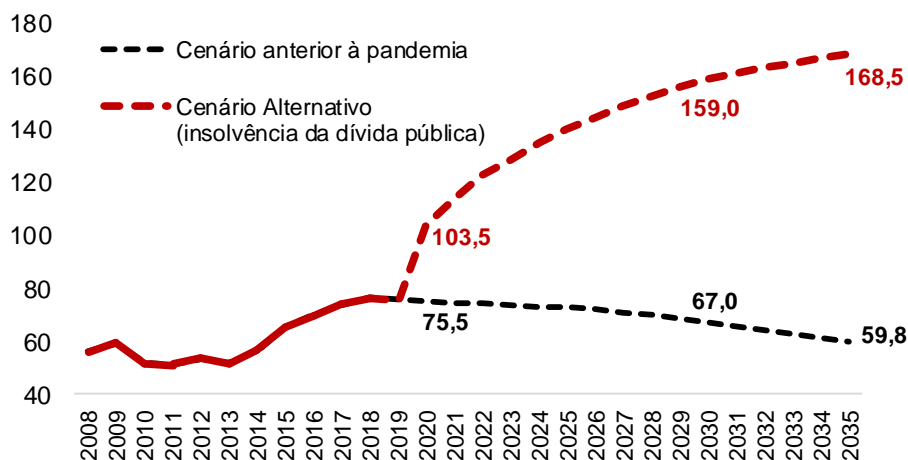
## APÊNDICE

Vale ressaltar que o nível de incerteza gerado pela pandemia permanece extremamente elevado. Portanto, reconhecemos que a extensão e duração do isolamento social e da crise podem ser bem maiores. Além disso, a queda mais acentuada da economia poderia levar a um agravamento estrutural dos fundamentos econômicos, a depender da resposta de política econômica a ser adotada. Em particular, da volta de uma agenda de reformas estruturais após a crise.

Os desafios da política fiscal brasileira são abundantes, assim como os riscos no radar. Por exemplo, observamos pressão crescente por mais gastos públicos no próximo ano (incluindo propostas de aumento de despesas sob caráter permanente), o que deverá ganhar força após a (inevitável, em nossa avaliação) deterioração adicional das condições do mercado de trabalho no curto prazo. A nosso ver, o debate político no segundo semestre deste ano se concentrará em como lidar com uma aguda recessão econômica em um contexto em que as vulnerabilidades fiscais aumentarão substancialmente (talvez envolvendo discussões sobre flexibilização à regra do teto de gastos em 2021).

Considerando o exercício alternativo deste apêndice, no qual a hipótese de continuidade da agenda reformista do governo não é mais válida, com destaque ao abandono da postura de disciplina fiscal, a dívida pública brasileira subiria continuamente ao longo do tempo (ou seja, um cenário de insolvência/ dominância fiscal). Como exemplo da dinâmica econômica adversa sob tais condições, estimamos que a dívida pública bruta saltaria para cerca de 125% do PIB em 2022 e 160% do PIB em 2030.

**Figura A4. Trajetórias para a Dívida Pública Bruta (% PIB) – Cenário Alternativo**



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

Neste cenário hipotético, os indicadores de atividade econômica devem enfrentar severa mudança de nível, com a taxa média anual de desemprego atingindo 19,6%, 21,4% e 19,4% em 2020, 2021 e 2022, respectivamente. Por sua vez, as taxas de variação real do PIB seriam -11,0%, 1,5% e 2,0%, respectivamente, segundo nossas estimativas.

Além da conjuntura descrita acima, um prolongamento da saída do isolamento geraria escassez de liquidez na economia, com instituições financeiras menos propensas ao risco – devido, por exemplo, ao aumento significativo das provisões de seus balanços– e dificuldade no acesso de famílias e empresas ao crédito devido à inadimplência. Nesse cenário, teríamos um comportamento do mercado de crédito semelhante àquele observado no auge da crise brasileira de 2015. Projetamos, neste cenário extremo - que não é nosso cenário base - crescimento de 4,7% do saldo total de crédito da economia em 2020, 2,6% em 2021 e -0,4% em 2022; por sua vez, a inadimplência atingiria 5,0%, 6,2% e 7,0% no mesmo período.

A combinação de contração econômica doméstica ainda mais intensa e percepção de abandono da agenda reformista poderia afetar a oferta de financiamento externo ao país. O resultado seria que estes fatores idiossincráticos pesariam sobre o valor da moeda nacional, mais do que compensando o efeito de uma esperada melhoria das condições externas - recuperação de preços das *commodities* e do fluxo de comércio internacional, alguma apreciação das moedas emergentes, menor aversão a risco, etc. Conseqüentemente, o Real poderia continuar em trajetória de desvalorização rumo a um nível suficiente depreciado para gerar superávits em transações correntes, dada uma resultante redução nos fluxos de financiamento externo. Neste cenário hipotético, vemos a taxa de câmbio brasileira escalando para R\$6,50/US\$ ao final

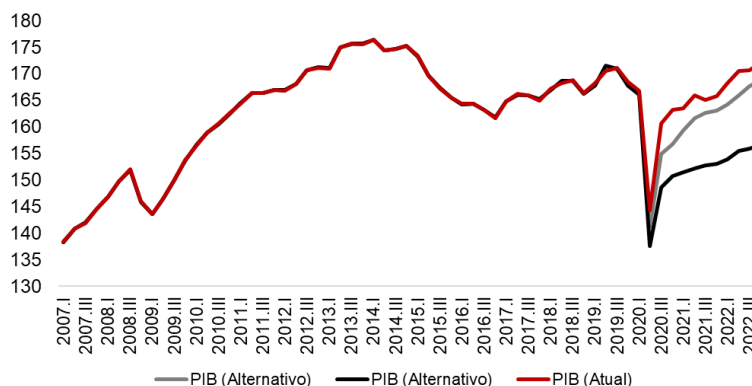


de 2020 e seguindo até R\$7,50 em 2021. Estes níveis de taxa de câmbio seriam compatíveis com superávits em transações correntes de 1,5% do PIB em 2020 e 6,1% do PIB em 2021.

Figura A1. Projeções PIB (%)

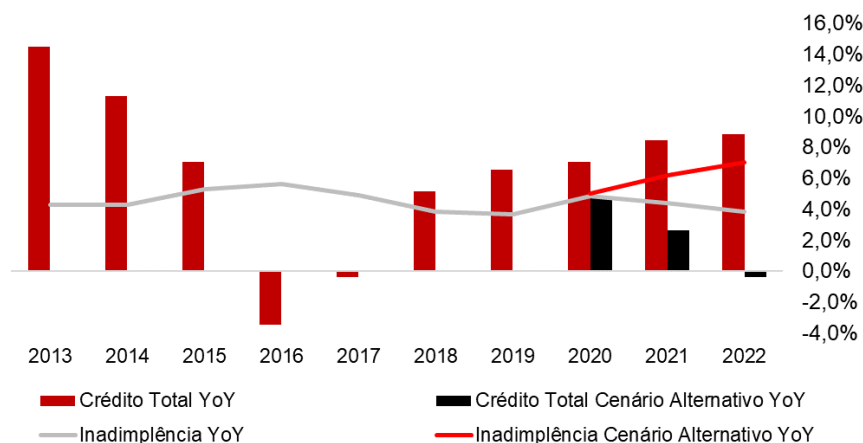
Projeções PIB - Cenário Alternativo (%)			
	2020	2021	2022
Agricultura	3.5	3.0	5.6
Indústria	-15.6	3.3	2.4
Serviços	-10.2	1.0	1.8
<b>PIB Total</b>	<b>-11.0</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>
Consumo das Famílias	-7.0	1.7	2.2
Consumo do Governo	1.7	0.7	0.7
Investimentos	-22.5	8.7	1.8
Exportações	-16.1	8.1	5.9
Importações (-)	-29.6	12.2	1.9
Absorção Doméstica	-7.7	2.1	1.9
Contribuição do Setor Externo	2.0	0.5	0.6
Estoques	-5.4	-1.1	-0.5

Figura A2. PIB (Com Ajuste Sazonal)



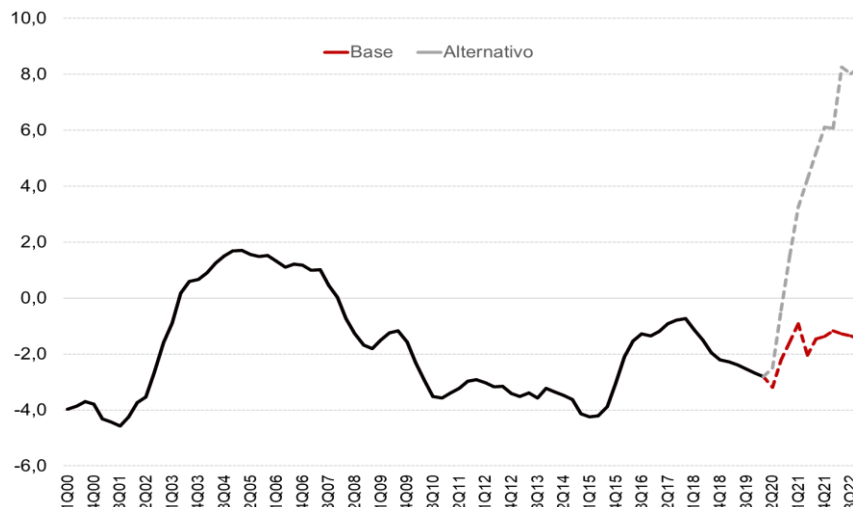
Fontes: IBGE e Estimativas Santander.

Figura A3. Projeções Saldo Total de Crédito e Inadimplência do Crédito Livre (%)



Fonte: Banco Central do Brasil e Santander.

Figura A5. Saldo em transações correntes (% do PIB)

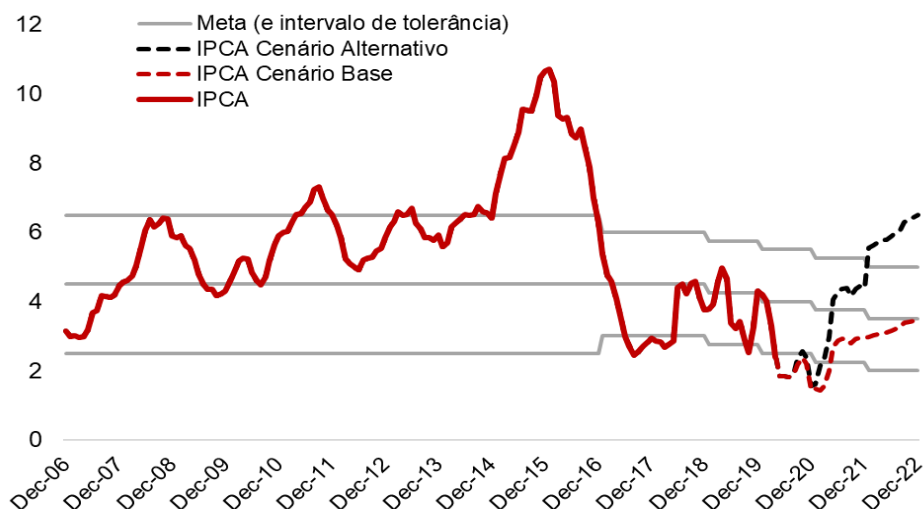


Fontes: Banco Central do Brasil e Santander.



A hipótese de manutenção da agenda reformista é essencial para o cenário de inflação baixa. No caso de um enfraquecimento dessa agenda, a inflação poderia sofrer um processo de aceleração similar ao ocorrido em 2009-2016. Durante este período, especialmente de 2014 em diante, a inflação acelerou da faixa de 4%-6% para um pico de quase 11% em 2015-2016, mesmo com uma forte queda do PIB em 2015 e 2016. Este movimento foi alimentado pela liberação de preços administrados anteriormente contidos (2015), mas também pelas expectativas de inflação, que passaram a divergir da meta central, a medida em que os agentes viam riscos de que o país poderia ingressar em um regime de dominância fiscal, onde a política monetária perde sua capacidade de controlar a inflação. Estimativas em um cenário similar a este são muito incertas, mas acreditamos que a inflação poderia acelerar para patamar acima da meta já em 2021 (embora ainda abaixo do teto da banda de tolerância). Níveis bem acima da meta (e da banda superior de tolerância) poderiam ser vistos em 2022.

Figura A6. Inflação - % 12m



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil e Santander.

Em um hipotético cenário sem reformas fiscais e ajustes macroeconômicos, as dificuldades em se cumprir o teto constitucional de gastos podem levar a uma deterioração das perspectivas para dívida pública, contaminando assim as expectativas de inflação e outras variáveis macroeconômicas. Esses eventos também podem afetar de maneira adversa os ativos brasileiros, principalmente a taxa de câmbio. Neste contexto, o aumento da inflação (esperada e observada), das taxas de juros estruturais, e as restrições de financiamento (de forma ampla) levariam naturalmente a um aumento na taxa de juros nominal a partir de 2021. De acordo com nossas simulações, poderíamos observar, neste cenário, uma taxa Selic de 6,00% ao final de 2021 e 9,00% ao final de 2022. Embora seja difícil determinar a velocidade deste processo de deterioração, a mensagem que fica é que, para que as taxas de juros continuem em patamares reduzidos a longo prazo, o país precisa avançar em um conjunto de reformas macroeconômicas e fiscais. Sem estas, as taxas de juros nominais têm apenas uma direção a seguir: para cima!

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

