

**REVISÃO DE CENÁRIO****AVANÇOS NA VACINAÇÃO E MOBILIDADE; RISCOS NA POLÍTICA FISCAL**

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

- O Federal Reserve prepara o terreno para a retirada de estímulo monetário, tendo indicado na última reunião que a redução nas compras mensais de ativos (*tapering*) deverá ser anunciada em novembro. Novos choques nos preços de energia pressionam a inflação mundial para cima, o que, somado a uma crise no setor imobiliário na China geram riscos baixistas para o crescimento global. Apesar de uma recente piora, contudo, o cenário global segue construtivo para as economias emergentes.
- Do lado fiscal, mudamos nossas estimativas de resultado primário consolidado: projetamos um déficit menor para 2021 (0,5% do PIB; antes 1,3%) em função de maiores receitas, e um déficit maior para 2022 (1,3%; antes 1,0%) assumindo maiores despesas. Também estimamos uma trajetória mais claramente altista na dívida pública, após breve interrupção de tendência este ano. Nossa estimativa para a dívida bruta ao final de 2021 é de 80,7% do PIB (+1,0 p.p.), em decorrência de um aumento no custo de rolagem (com maior inflação e taxa de juros). Continuamos antecipando uma trajetória ascendente da dívida pública no médio prazo, com o caminho para a estabilização de longo prazo se mostrando cada vez mais arriscado. As decisões fiscais seguem nos holofotes do mercado, que se mostra cada vez mais atento às discussões sobre programas sociais e o orçamento de 2022.
- Em nossa visão, os riscos fiscais continuarão limitando o espaço para apreciação do real, com as recentes tensões globais acerca dos rumos da política monetária nos EUA e a desaceleração do crescimento na China trazendo pressão adicional à taxa de câmbio. Revisamos nossa projeção de R\$5,25/US\$ para R\$5,35/US\$ ao final de 2021. Para o final de 2022, mantivemos a expectativa de que a taxa de câmbio termine o ano em R\$5,55/US\$.
- A combinação de moeda depreciada, *commodities* com demanda sólida e preços favoráveis, somada à recuperação gradual da demanda doméstica deverá propiciar a continuidade de resultados em transações correntes acima da média. Projetamos saldo praticamente zerados em conta corrente tanto em 2021 quanto em 2022 (-US\$0,5 bilhão e -US\$0,4 bilhão, respectivamente). Antevemos ainda uma situação favorável para o financiamento externo, com vultosos investimentos diretos no país no período (US\$59,2 bilhões e US\$67,5 bilhões, respectivamente).
- Estamos reduzindo nossa estimativa de PIB em 2021 para 4,9% (antes 5,1%) após dados de atividade mais fracos que o esperado no 3T21, principalmente nos setores relacionados a bens. Nossa perspectiva para o 2S21 permanece construtiva, com uma reabertura econômica aparentemente segura, em função de um arrefecimento da pandemia após avanços no processo de imunização. Uma trajetória de política monetária mais contracionista e piores condições financeiras nos levaram a reduzir nossa estimativa do PIB em 2022 de 1,7% para 1,5%.
- Mudanças metodológicas recentes na PNAD anteciparam parte da recuperação da população ocupada, levando a uma redução em nossa projeção para a taxa de desemprego ao fim de 2021. Esperamos que esse efeito seja dissipado até o 4T21, e por isso mantivemos nossas estimativas para 2022. Estimamos uma taxa média de desemprego de 13,8% em 2021 (antes 14,1%) e de 13,7% em 2022 (inalterada).
- Revisamos novamente para cima nossas projeções de inflação. O IPCA 2021 foi alterado para 9,0% (antes 8,5%) e o IPCA 2022 mudou para 4,7% (antes 4,3%). O nível e a composição da inflação estão crescentemente desfavoráveis para 2022, e projetamos convergência para o centro da meta apenas em 2023 (a 3,25%). Contudo, começamos a enxergar riscos altistas também para este horizonte.
- Em resposta à sucessiva deterioração das perspectivas para a inflação e aos crescentes riscos inflacionários, o Banco Central segue retirando estímulos monetários com certa tempestividade, sinalizando a busca de uma postura “significativamente contracionista”. Elevamos novamente nossa projeção para a taxa Selic terminal no ciclo de 8,50% para 9,00%, com riscos ainda enviesados para cima. Projetamos o início de um retorno ao nível neutro de 7,00% no 2S23.


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

Variáveis Macroeconômicas		Anterior		Atual
PIB (%)	2021E	5,1	↓	4,9
	2022E	1,7	↓	1,5
	2023E	1,0	↓	0,8
IPCA (%)	2021E	8,5	↑	9,0
	2022E	4,3	↑	4,7
	2023E	3,3	→	3,3
Selic (% fim de período)	2021E	8,25	→	8,25
	2022E	8,50	↑	9,00
	2023E	7,00	→	7,00
Taxa de câmbio - R\$/US\$ (fim de período)	2021E	5,25	↑	5,35
	2022E	5,55	→	5,55
	2023E	5,20	→	5,20
Saldo em Transações Correntes (% PIB)	2021E	0,1	↓	0,0
	2022E	-0,6	↑	0,0
	2023E	-1,7	↑	-1,6
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	2021E	-1,3	↑	-0,5
	2022E	-1,0	↓	-1,3
	2023E	-0,8	↓	-1,1
Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)	2021E	79,7	↑	80,7
	2022E	82,2	↑	83,8
	2023E	85,6	↑	87,8

Fonte: Santander.



## **SUMÁRIO EXECUTIVO: Entre os benefícios da vacinação e a retirada dos estímulos inflacionários**

Após 18 meses de pandemia, observamos os primeiros sinais de volta à plena mobilidade e, portanto, à normalidade econômica.

O principal fator responsável por isso foi a produção em tempo recorde de vacinas, com eficácia comprovada. Ainda restam dúvidas quanto ao tempo de imunidade, mas ficou evidente a sua eficácia em conter casos mais graves. Se, no início da Pandemia epidemiologias alertavam para duração possível de 30 a 60 meses, tornou-se notável a contribuição da ciência e da tecnologia no encurtamento do processo.

Assim, com três quartos da população vacinados com ao menos uma dose no Brasil, o País volta a registrar índices normais de mobilidade. O último trimestre do ano será o primeiro período, desde a pandemia, com a economia em condições de transitar em direção ao pós-pandemia. Sem impacto relevante sobre possível variantes do coronavírus sobre o sistema de saúde, os índices de novos casos e mortes diárias convergem rapidamente para os patamares mínimos.

Muito defendemos que a vacinação seria a estratégia mais segura e eficaz para se obter rápida recuperação econômica. A vacina foi a melhor política econômica em sentido global, embora o acesso diferenciado às vacinas tenha aumentado a distância entre economias avançadas e em desenvolvimento.

Esperamos que o ano de 2022, portanto, seja o primeiro ano sem ocorrências sanitárias relevantes, com milhares de vidas poupadas, volta às aulas presenciais, mais consumo de serviços, especialmente os prestados às famílias, consumo de bens voltando ao normal. O mercado de trabalho tende a recuperar empregos, especialmente os informais que foram mais afetados pela pandemia. Foram perdidos 12 milhões de empregos, sendo que pouco mais da metade, ou 7,4 milhões foram criados desde então. Esperamos que o hiato no mercado de trabalho feche até o final do ano que vem, com taxa de desemprego voltando a 13,5% da força de trabalho, níveis ainda extremamente elevados para os padrões do Brasil.

São esses fundamentos que nos levam a vislumbrar crescimento da massa de salários da ordem de 3,4% no ano que vem, já descontada a inflação e já consideradas transferências de renda nos moldes do “Auxílio Brasil”, programa proposto pelo governo federal para ser sucedâneo do Bolsa Família. Vislumbramos os serviços prestados às famílias crescendo acima de 20% em contraponto à virtual estabilidade do consumo de bens, com queda nos bens duráveis.

Se a massa de salários cresce, o crédito e o uso da poupança circunstancial das famílias de mais alta renda não mais serão propulsores do consumo, tal como ocorreu neste ano. Ao contrário, parte do crescimento da renda será desviado para sustentar o maior pagamento dos serviços financeiros das famílias, cujo nível de endividamento recentemente alcançou 60% da renda segundo dados do Banco Central. Depois que a alta real nas concessões de crédito ter contribuído para a expansão de 3,4% no consumo das famílias, este deverá observar crescimento limitado a pouco mais de 1% no próximo ano, em função do nível já elevado do endividamento. Contudo, não esperamos alta significativa na inadimplência.

Assim, a reabertura da economia e a consequente geração de empregos será o principal fator a sustentar o crescimento do PIB em 2022 que estimamos em 1,5%. A desaceleração relativamente forte em relação a 2021 (projeção de 4,9%) deve-se, basicamente, ao avanço da inflação. Não esperamos interrupções relevantes no fornecimento de energia à produção no próximo ano.

Contudo, com a reabertura das economias, recuperação no mercado de trabalho e o quadro inflacionário nos Estados Unidos, o Federal Reserve sinalizou o início da retirada dos pesados estímulos colocados durante a pandemia. Consideramos, assim, início da redução das compras de ativos entre novembro e dezembro deste ano, terminando em meados de 2022, com início posterior, em 2023, da alta da taxa de juros básicas. Os estímulos fiscais de longo prazo, traduzidos em programas de investimento em energias renováveis, educação e tecnologias, tanto nos EUA quanto na Europa, tendem a permanecer por mais tempo, mas com evolução gradual.



Em particular, a economia chinesa recentemente sofreu com eventos no mercado imobiliário e financeiro, com a escassez de energia e com mudanças regulatórias sobre grandes companhias de tecnologia, aguçando dúvidas sobre o crescimento potencial chinês. Tais incertezas tem especial importância para o Brasil, por se tratar do nosso maior parceiro comercial, responsável por dois terços das nossas exportações de minério de ferro e de soja. Essas dúvidas, contudo, estarão presentes por algum tempo nos cenários da economia global.

No Brasil, persistem as indefinições sobre o orçamento federal de 2022 e sobre o cumprimento de regras fiscais. Esperamos que o espaço artificialmente aberto no teto de gastos pela retirada parcial do pagamento de precatórios seja ocupado por mais despesas obrigatórias (inflação mais alta sobre despesas indexadas) e pelo novo programa social do governo. Estimamos pagamento extra teto de precatórios em cerca de R\$ 30 bilhões no próximo ano. Assim, o déficit primário de 2022 (1,3% do PIB) deverá ser maior que o deste ano (0,5% do PIB), deixando mais clara a trajetória de deterioração da dívida pública em proporção do PIB, depois de breve interrupção neste ano.

Apesar de resultados primários pontualmente melhores, ajudados pela recuperação mais rápida, pelo ambiente inflacionário e pelo choque de commodities, há claro aumento das despesas financeiras, as quais tendem a alcançar em breve o volume de R\$ 300 bilhões por ano, ou cerca de R\$ 200 bilhões a mais, comparativamente ao pré-pandemia.

Com os ventos do exterior mudando de direção, os riscos idiossincráticos continuam pesando sobre os prêmios de risco e os preços dos ativos domésticos. Além do aumento do risco global, internamente persistem as incertezas no campo fiscal e político-institucional, com a proximidade das eleições presidenciais. Estimamos a taxa de câmbio em 5,35 no final de 2021 e em 5,55 no final de 2022.

Com a persistência e disseminação da inflação, ainda com riscos altistas – projetamos IPCA em 9,0% neste ano e 4,7% no ano que vem – e vemos a taxa Selic alcançando 8,25% no final de 2021, chegando a 9,00% na primeira reunião do Copom no próximo ano. A inércia inflacionária voltou com os aumentos de preços chegando aos núcleos, especialmente preços administrados e serviços. Esperamos início da flexibilização gradual da política monetária apenas em meados de 2023.



## HIPÓTESES CHAVE DO NOSSO CENÁRIO BASE

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

TEMA	HIPÓTESES CHAVE
<b>Internacional</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A pandemia deve permanecer sob controle nas economias avançadas, mesmo com o surgimento de novas cepas, e as vacinações devem ser aceleradas também nos países emergentes. Cadeias de suprimentos e questões energéticas estão desacelerando o crescimento global e aumentando a inflação. Ainda assim, a atividade deve seguir robusta e as expectativas de inflação ancoradas.</li> <li>O Fed iniciará redução gradativa nas compras de ativos a partir de novembro de 2021, finalizando em junho de 2022. Projetamos aumentos de juros apenas em 2023.</li> </ul>
<b>Commodities</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>Programas de vacinação pelo mundo permitem maior mobilidade, um estímulo para a demanda (em particular no segmento de energia) no 2S21.</li> </ul>
<b>Covid-19</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>Vacinas se mostram suficientemente eficazes contra novas variantes da COVID-19.</li> </ul>
<b>Política Fiscal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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”).</li> <li>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.</li> <li>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.</li> </ul>
<b>Setor Externo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Preços ainda favoráveis de <i>commodities</i> e comércio internacional robusto deverão favorecer a geração de superávits comerciais vultosos, que contrabalançarão maiores despesas com rendas.</li> <li>Riscos idiossincráticos (fiscais, políticos) deverão limitar o espaço para valorização significativa do real, a despeito da ajuda do patamar mais elevado da taxa de juros.</li> </ul>
<b>Atividade Econômica</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Recuperação consistente da mobilidade urbana, sem contratempos no processo de reabertura econômica.</li> <li>A reabertura manterá em alta a demanda por trabalho, resultando em normalização da participação da força de trabalho e melhores condições de emprego no final de 2021.</li> <li>A quantidade de falências corporativas será limitada, de forma que não antevemos perda persistente e significativa da capacidade produtiva do país (PIB potencial).</li> </ul>
<b>Inflação</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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 (escassez hídrica) em dezembro de 2021 e amarela para dezembro de 2022.</li> <li>Aumentos limitados (sem choques) nos preços de serviços na fase inicial de reabertura.</li> <li>Inércia inflacionária temporariamente mais alta, mas não de forma permanente</li> </ul>
<b>Política Monetária</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>O BCB seguirá buscando convergência da inflação para o centro da meta nos horizontes relevantes. Para o ano-calendário 2022, contudo, a intensidade e natureza dos choques (altamente impulsionados por maiores custos, pelo lado da oferta) deverão dificultar o alcance da meta central, apesar de uma postura monetária mais contracionista.</li> <li>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.</li> </ul>

Fonte: Santander.



## AMBIENTE INTERNACIONAL: Menor ímpeto da atividade e da inflação

O ambiente internacional tem se mostrado menos favorável para as economias emergentes. Nosso cenário segue antevendo uma robusta recuperação econômica global, embora mais fraca na margem, em função de fortes estímulos fiscais e monetários. No entanto, a retirada de estímulos monetários por parte do banco central norte-americano (Federal Reserve) deve se dar de forma mais acelerada do que antecipávamos. Além disso, a forte alta nos preços de energia observada nas principais economias preocupa por seus efeitos na atividade e na inflação.

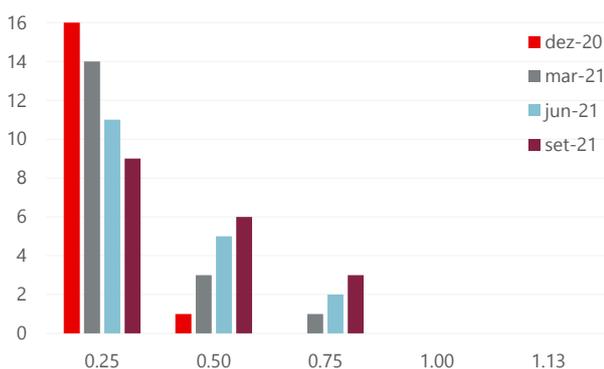
Do lado da pandemia, a preocupação em relação aos impactos econômicos segue diminuindo. O número de casos - que havia subido diante do surgimento da variante delta - volta a recuar na maior parte dos países. E o número de mortes segue contido, mostrando a boa eficácia das vacinas mesmo diante de novas cepas. A tendência é que os impactos econômicos sigam diminuindo.

A forte alta nos preços da energia tem impactado tanto a inflação como a atividade nas maiores economias. Na China, a falta de carvão tem pressionado os preços de energia e gerado problemas de abastecimento em algumas indústrias, pesando na atividade, que já apresenta desaceleração nos principais indicadores. Na área do Euro, o problema se deu por conta do abastecimento de gás natural, com a preocupação aumentando conforme o inverno se aproxima. A possível escassez de gás tem provocado forte pressão nos preços de eletricidade no continente.

Nos EUA, o Fed tem avançado na sinalização quanto ao início do processo de retirada de estímulos. Na última reunião, o comitê de política monetária (FOMC) indicou que pode anunciar (e iniciar) a redução no ritmo de compras de ativos (*tapering*) na reunião de novembro ou dezembro. Além disso, o “gráfico de pontos” (*dot plot*) mostrou metade dos membros do FOMC apontando para pelo menos uma alta de juros em 2022, uma sinalização menos acomodatória (ou mais *hawkish*) do que nas reuniões anteriores.

Portanto, o cenário base segue sendo de recuperação econômica global, mas com novos riscos atingindo tanto a atividade como a inflação. A forte alta nos preços de energia e o iminente início do *tapering* do Fed tornam o cenário global menos favorável para economias emergentes.

**Figura 3.A. – EUA: Gráfico de pontos (*dot plot*) para 2022**



Fontes: Federal Reserve, Santander.

**Figura 3.B. – Área do Euro: Inflação de energia (% a/a)**



Fontes: Bloomberg, Santander



## COMMODITIES: Crise energética global alimenta riscos de inflação

Uma perspectiva mista para as *commodities* emerge na medida em que a crise energética traz riscos à recuperação econômica global. Os preços das *commodities* agrícolas tiveram algum alívio devido ao clima favorável, mas a escassez de gás na Europa coloca pressão adicional sobre os preços de energia. Ainda que temporário, este novo choque pode desencadear efeitos secundários na economia, alimentando preocupações sobre a inflação mundial. Mantemos nossa visão de que a maioria das *commodities* continuará observando queda de preços uma vez superada a escassez de gás.

Na parte de *commodities* **agrícolas**, o USDA prevê uma safra recorde de soja e a segunda maior de todos os tempos para o milho nos EUA. Como resultado, os estoques finais para 2021/22 foram revisados para cima. Enquanto isso, as perspectivas para a safra de 2021/22 na América do Sul são promissoras devido às chuvas de setembro e às previsões meteorológicas favoráveis para outubro. O *La Niña* continua sendo um fator de risco (ainda que caminhe para ser mais fraco que no ano passado). A demanda da China por grãos dos EUA tem sido abaixo das expectativas do mercado. Na parte de **energia**, os preços do gás natural e do carvão na Europa e na Ásia dispararam nas últimas semanas devido à oferta restrita, alta demanda e baixos estoques. A 77%, o armazenamento de gás europeu está significativamente abaixo dos últimos anos (90% nesta época, na média dos últimos cinco anos). Ainda que o problema deva ser temporário - a oferta provavelmente aumentará e a demanda se normalizará ao fim do inverno - há no momento uma forte substituição por derivados de petróleo, gerando uma demanda excepcionalmente alta por estes insumos, e aprofundando o déficit de oferta no mercado de petróleo. O risco é que esta crise energética continue a desencadear efeitos secundários na economia, restringindo a produção de fertilizantes a metais e alimentando preocupações com a inflação global. Na parte de **metais**, o aumento generalizado dos preços foi impulsionado pela escassez de energia, o que forçou cortes na produção de alumínio ao zinco, seja por aumento dos custos de energia (Europa) ou por conta de racionamento (China). Os metais industriais são intensivos em energia, de forma que seus preços geralmente acompanham os preços de energia ao longo do tempo. Com custos recordes de matéria-prima, a indústria de transformação pode ser afetada em escala mundial. Quanto ao minério de ferro, a alta foi interrompida, já que a incerteza sobre como a China implementará novas restrições à indústria de aço limita a demanda.

Em nossa opinião, o mercado de *commodities* alimentícias continua apertado, mas produtividades acima do esperado nos principais países produtores geram expectativas de alívio na inflação de alimentos adiante. Em energia, esperamos que os preços do carvão e do gás natural continuem elevados nos próximos meses, enquanto para o petróleo a política de produção da OPEP+ será o principal fator a influenciar os preços. Ainda esperamos uma resposta lenta da produção dos principais países exportadores, apesar das crescentes demandas por maior produção. A próxima reunião da OPEP+ está marcada para 4 de novembro. Por último, vemos metais pressionados no curto prazo pela crise energética, mas a perspectiva da demanda da China segue fraca, dada a desaceleração da atividade imobiliária, apesar dos novos estímulos.

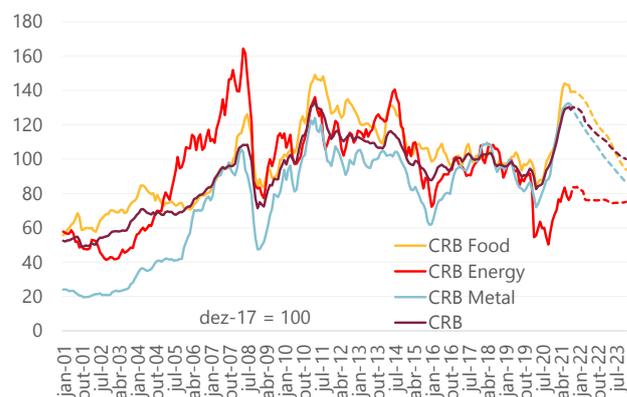
Figura 4.A. - Nossas projeções para o índice CRB – fim de período

Fim de período	2019	2020	2021e	2022e	2023e
CRB Food	331	355	472	397	319
CRB Energy	1647	1161	1524	1387	1366
CRB Metal	749	887	1102	915	764
CRB	401	444	560 ↑	483 ↓	430 ↓

a/a	2019	2020	2021e	2022e	2023e
CRB Food	1%	7%	33%	-16%	-20%
CRB Energy	2%	-30%	31%	-9%	-2%
CRB Metal	-11%	18%	24%	-17%	-17%
CRB	-3%	11%	26%	-14%	-11%

Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 4.B. Nossas projeções para o índice CRB – média mensal



Fontes: Bloomberg, Santander.



## COVID-19: Condições sanitárias seguem melhorando

O nível de infecções, hospitalizações e mortes segue recuando no país. Esperamos um ritmo médio de aplicação de 1,5 milhão de doses por dia até o final do ano, levemente declinante e suficiente para imunizar toda a população adulta. Embora a variante delta permaneça como o principal risco, acreditamos que uma nova rodada de medidas de isolamento social seja improvável.

Em meados de outubro, a média móvel de 7 dias de novos casos estava perto de 10 mil por dia, o nível mais baixo desde maio de 2020. A média diária de mortes ficou em torno de 320 por dia, o nível mais baixo desde novembro de 2020. Nossa *proxy* para a taxa média nacional de ocupação de UTIs continua a cair, caindo logo abaixo de 40%, o que se compara a um pico anterior de 92% no final de março.

Com quase metade da população totalmente imunizada, a campanha de vacinação avança com doses de reforço para profissionais de saúde e idosos, bem como com a primeira dose para adolescentes. Dessa forma, a taxa de vacinação deverá seguir em linha com nosso cenário base, no qual assumimos 1,5 milhões de vacinas aplicadas por dia no 2S21. Nesse ritmo, esperamos que toda a população adulta esteja completamente imunizada (duas doses) até o final de 2021. Até 18 de outubro, cerca de 260 milhões de doses (de 326 milhões disponíveis) haviam sido administradas no país.

A variante Delta tem se espalhado em regiões importantes do país, mas não causou aumento significativo de contaminações. Embora ainda exista muita incerteza em torno dessa variante, consideramos uma nova rodada de medidas de distanciamento social como improvável.

De acordo com o Plano Nacional de Imunizações (PNI), o Brasil já garantiu mais de 645 milhões de doses para 2021. A composição traz: 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.

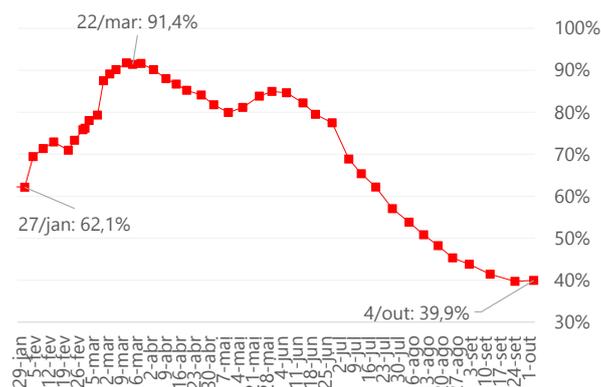
A nosso ver, a maior contenção da pandemia (obtida através do avanço da vacinação) manterá a consistência dos ganhos na mobilidade urbana vistos nos últimos meses. Os dados apoiam nossa premissa de uma reabertura plena dos serviços socialmente integrados e de uma “normalização total” da economia ampla até o final de 2021.

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



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.

Figura 5.B. – *Proxy* da taxa média nacional de ocupação de UTIs (%)



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.



## POLÍTICA FISCAL: Níveis pré-pandêmicos com estrada sinuosa à frente

Seguimos “melhorando” nossas estimativas fiscais para 2021, com as receitas impulsionadas pelo choque inflacionário. Para 2022, projetamos déficit maior, com elevação no pagamento de precatórios e outras despesas. No médio prazo, antevemos uma trajetória altista para a dívida pública e riscos relevantes para uma estabilização no longo prazo. Em nossa visão, os riscos fiscais seguem em ascensão.

As contas públicas continuaram a apresentar números melhores para 2021, com base nas receitas extraordinárias, o efeito do aumento da inflação na arrecadação e da alta dos preços das *commodities*. Nesse cenário, incluímos uma melhora relevante no resultado primário dos governos regionais, que deve atingir o recorde histórico. A arrecadação dos estados foi impulsionada pela alta dos preços de energia, bem como por receitas pontuais de concessões, que adicionaram R\$ 15 bilhões ao resultado fiscal agregado. Para a dívida pública, elevamos as estimativas devido ao aumento do custo de rolagem, com altas na Selic e IPCA. Nesse sentido, nossas projeções para o resultado primário e dívida pública para 2021 são próximas aos nossos números antes da pandemia. No entanto, ainda antevemos trajetória futura de dívida mais alta em comparação com nossas estimativas pré-pandemia, o que implica riscos fiscais mais elevados. Para 2022, aumentamos as estimativas de déficit primário e dívida bruta. Para o primário, assumimos o pagamento integral dos precatórios, que provavelmente será dividido em partes após a aprovação da PEC dos Precatórios, atualmente em debate no Congresso. Um total de R\$ 40 bilhões (de R\$ 89 bilhões) deverá ser pago dentro da regra do teto de gastos. Assumimos ainda um dispêndio de R\$ 30 bilhões “extra-teto”, afetando o resultado primário, porém ainda condicional ao texto final da PEC. Os R\$ 19 bilhões restantes poderiam ser liquidados por meio de abatimento de dívidas com os estados e descontos concedidos. Assim, com essa “solução” para os precatórios, a margem fiscal para gastos dentro do teto em 2022 ficaria em torno de R\$ 50 bilhões. A nosso ver, metade deste total deve ser usada para aumentar transferências sociais, e a outra metade para compensar o impacto do aumento da inflação em 2021 nas despesas obrigatórias em 2022. Do lado da receita, vemos uma desaceleração no crescimento, diante de um processo de desinflação e menores receitas extraordinárias. Assim, continuamos vislumbrando uma trajetória de alta para a dívida e reformas estruturais seguem fundamentais para estabilizar o quadro fiscal. Para o médio prazo, nossas projeções indicam que o teto de gastos perdeu sua capacidade de agregar ao processo de consolidação fiscal, pois o cumprimento da regra até 2026 foi “facilitado” pelo choque de preços. Mas o teto é condição necessária, embora não suficiente, para garantir um processo de consolidação fiscal consistente.

Com relação às novas projeções, projetamos déficit primário do setor público para 2021 em R\$ 45 bilhões (0,5% do PIB), ante R\$ 110 bilhões em setembro, considerando um superávit primário subnacional de R\$ 65 bilhões. Para 2022, esperamos um aumento do déficit para R\$ 125 bilhões (1,3% do PIB) e uma queda subsequente (chegando a 1,1% do PIB em 2023). Projetamos que a dívida bruta atingirá 80,7% do PIB ao final de 2021 (2020: 88,8% do PIB), atingindo um pico em 2028 a ~94% do PIB (2,0 p.p. acima do nosso cenário anterior). Posteriormente, esperamos queda a 87% até 2040, assumindo reformas macro/fiscais.

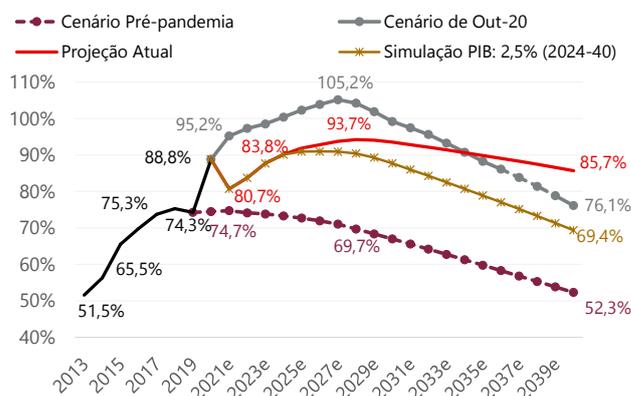
Figura 6.A. – Simulações: margem fiscal no orçamento

Margem fiscal 2022 - Teto de Gastos - R\$ bi						
Precatórios: Gastos Anuais						
	R\$ bi	40	50	75	89	90
Inflação anual (INPC   dez-21)	6,5%	54	44	19	5	4
	7,0%	49	39	14	0	-1
	7,5%	44	34	9	-5	-6
	8,0%	40	30	5	-9	-10
	9,5%	25	15	-10	-24	-25
	10,0%	22	12	-14	-28	-29
Orçamento para o "Auxílio Brasil" - R\$ bi						
Benefícios Médio Mensal (R\$)						
		250	270	300	350	400
Famílias (milhões)	17	16	20	26	36	47
	16	13	17	23	32	42

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: Moeda fraca, posição externa sólida

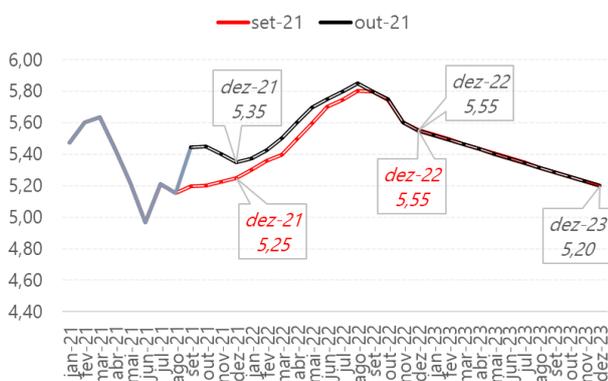
O balanço de pagamentos segue fora da lista de preocupações dos mercados na esteira de vultosos superávits comerciais, despesas de serviços comprimidas, baixas remessas de lucros e dividendos e maior montante de investimentos diretos no país. Entretanto, a ausência de progresso nas reformas estruturais, o acalorado debate político e as preocupações com crescimento econômico e condições financeiras globais deverão limitar a valorização do real, apesar da taxa de juros mais elevada.

Sob o risco de sermos repetitivos, destacamos que as persistentes incertezas na seara fiscal, a ausência de avanços na agenda reformista e o surgimento de ventos contrários no âmbito internacional pesaram sobre o real recentemente, aumentando o prêmio de risco embutido na taxa de câmbio. Como resultado, a cotação voltou à casa dos R\$5,50-5,60/US\$ e fez com que o BCB ofertasse *swaps* cambiais, na tentativa de corrigir o (que se percebeu como um) mau-funcionamento do mercado. Avaliamos que parte destas pressões poderão ser reduzidas à medida em que as discussões sobre o orçamento de 2022 indique como o governo financiará um novo programa assistencial no próximo ano (mais detalhes na seção de Política Fiscal). Porém, pensamos ser improvável que se faça grande progresso na agenda reformista nos próximos meses (tanto sob a ótica de produtividade quanto sob a ótica orçamentária). Assim, projetamos que a taxa de câmbio recue frente ao patamar atual, mas que o espaço para melhora futura se mostre limitado. Desta maneira, revisamos nossa projeção de R\$5,25/US\$ para R\$5,35/US\$ ao final de 2021.

Consideramos ainda que as eleições do próximo ano poderão trazer volatilidade, refletindo estas incertezas acerca do panorama para reformas macro, crescimento potencial e, particularmente, trajetória da dívida pública. Logo, seguimos antevendo uma nova rodada de enfraquecimento do real conforme o processo eleitoral avance. É verdade que o patamar mais elevado da taxa de juros poderá atenuar este movimento, mas não deverá ser suficiente para prevenir sua materialização. Consequentemente, continuamos projetando que o real se desvalorize em 2022 e atinja R\$5,55 ao final do próximo ano.

Em resposta ao patamar mais desvalorizado da taxa cambial, o encolhimento do déficit em transações corrente deverá seguir ocorrendo. Projetamos resultados próximos ao equilíbrio em 2021 (-US\$0,5 bilhão) e 2022 (-US\$0,4 bilhão) frente às estimativas anteriores de superávit de US\$0,8 neste ano e déficit de US\$9,7 bilhões no próximo. Revisões dos dados históricos e alguma desaceleração das exportações responderam pela maior parte da alteração no número de 2021. Para 2022, além do patamar médio mais desvalorizado da taxa de câmbio, também revisamos nossas perspectivas para crescimento econômico, o que explica a mudança. Avaliando em sua composição, a dinâmica das transações correntes permaneceu inalterada, com o saldo comercial apontando superávits robustos, a conta de serviços impactada pelo baixo crescimento da renda das famílias e, por último – mas não menos importante – a conta de renda primária registrando déficits historicamente baixos. Em suma, a robustez da posição externa brasileira deverá seguir contrastando com o desempenho desfavorável do real.

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



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 7.B – Projeções do balanço de pagamentos

USD billion	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Transações correntes</b>	<b>-65,0</b>	<b>-25,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-28,5</b>
Balança comercial	26,5	32,4	63,8	68,6	46,7
Exportações	225,8	210,7	276,1	291,8	287,3
Importações	199,3	178,3	212,3	223,2	240,6
Serviços	-35,5	-20,9	-22,6	-28,0	-29,7
Viagens Internacionais	-11,6	-2,3	-5,5	-8,7	-10,0
Aluguel de equipamentos	-14,6	-11,9	-11,0	-15,4	-15,8
Outros	-9,3	-6,7	-6,0	-3,9	-3,9
Renda Primária	-57,3	-39,7	-44,7	-44,0	-48,5
Lucros & Dividendos	-31,9	-18,3	-19,7	-26,7	-31,4
Juros	-25,5	-21,5	-25,0	-17,3	-17,1
Renda Secundária	1,2	2,3	3,0	3,0	3,0
Investimento Direto no País	69,2	44,7	59,2	67,5	70,2
Financ. externo (-=necessidade / +=excesso)	4,1	18,7	58,7	67,1	41,7

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.



## ATIVIDADE ECONÔMICA – PIB: Reduzindo (novamente) a estimativa para 2022

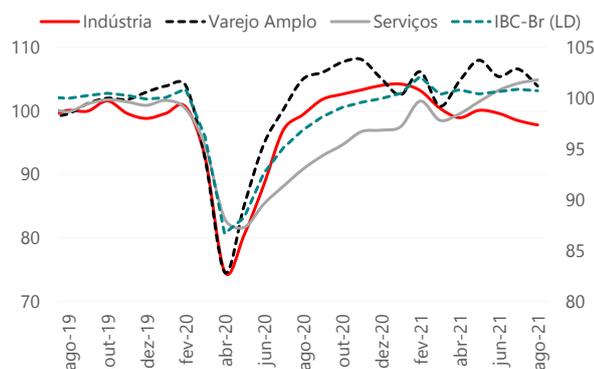
Reduzimos nossas projeções de PIB para o horizonte de 2021 a 2023. Para este ano, nossa estimativa é de 4,9% (antes: 5,1%), já que a atividade no 3T21 foi aquém do esperado, principalmente devido ao desempenho dos setores de bens. O maior grau de reabertura da economia e os preços favoráveis das *commodities* ainda sustentam as perspectivas de crescimento neste ano e no próximo. No entanto, uma trajetória de política monetária mais apertada nos levou a reduzir nossa estimativa do PIB de 2022 para 1,5% (antes: 1,7%) e de 2023 para 0,8% (antes: 1,0%), mitigando parcialmente as contribuições (mecânicas) da reabertura dos serviços.

A virtual estabilidade do PIB observada no 2T21 evidenciou uma heterogeneidade na composição da atividade econômica. O setor terciário apresentou números sólidos, na esteira da recuperação da mobilidade urbana e da nova rodada de auxílio emergencial. Por outro lado, a produção agrícola devolveu parte de sua sólida contribuição positiva no 1T21, enquanto o setor industrial continuou limitando a atividade, refletindo aumentos de custos e a escassez generalizada de insumos. Essa heterogeneidade deve se repetir ao longo do 2S21, com os setores agropecuário e industrial limitando a atividade – ainda que de forma menos intensa (sequencialmente) – e com o setor de serviços permanecendo como principal motor do crescimento. De fato, alguns segmentos importantes do setor terciário (responsáveis por quase metade do PIB de serviços, o maior componente pelo lado da oferta) ainda operam em níveis deprimidos, o que deixa espaço para contribuições positivas para o PIB à medida que a crise sanitária vai sendo superada e a mobilidade urbana retorna à “normalidade”.

No curto prazo, os números de atividade em agosto reforçaram nossa visão de um 3T21 não tão forte quanto se pensava, principalmente por causa dos setores relacionados a bens (e.g., manufatura e alguns segmentos do varejo) em meio a um retorno dos gastos que haviam migrados para os bens (durante a pandemia) de volta para os serviços, conforme a reabertura e a normalização da economia avançam. De fato, o IBC-Br (*proxy* de PIB mensal) recuou em agosto (-0,15%), deixando um carregamento estatístico (*carryover*) de +0,15% para o 3T21, evidenciando uma desaceleração da atividade. Esses números nos levaram a reduzir nossa projeção para o PIB do 3T21 para +0,3% (de +0,7%), bem como nossa projeção para 2021, para +4,9% (de +5,1%).

Para 2022, estamos reduzindo nossa estimativa de PIB para 1,5%. Esperamos boas contribuições para o crescimento advindas da recuperação mecânica do setor de serviços, principalmente daqueles segmentos que ainda apresentam ociosidade em relação ao patamar pré-pandemia. Também esperamos uma contribuição positiva de setores menos cíclicos relacionados a *commodities*, como agropecuária e mineração. Além disso, a expectativa de expansão da massa salarial real<sup>1</sup> (subproduto da recuperação do mercado de trabalho) também deve contribuir para sustentar a atividade em 2022. Espera-se que esses fatores sejam ofuscados pelos efeitos defasados de uma política monetária mais restritiva e piores condições financeiras (devido às incertezas).

Figura 8.A. – Atividade econômica (jan/19=100, a.s.)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 8.B. – Composição do PIB (%)

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

Fontes: IBGE, Santander.

<sup>1</sup> Santander Brazil – “Real Wage Bill – Outlook, Simulations” – (18/out/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-special-101821>



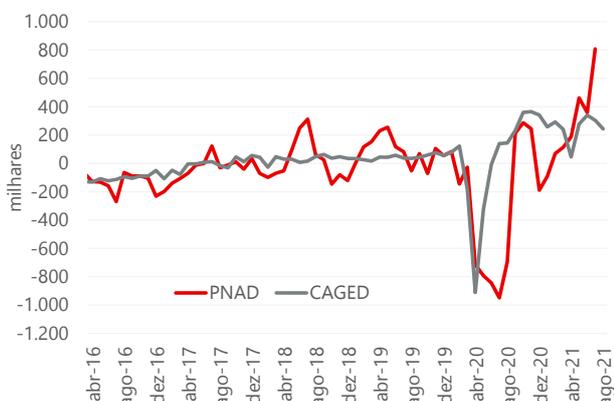
## ATIVIDADE ECONÔMICA - EMPREGO: Mantendo a trajetória de recuperação gradual

Estamos revendo nossa projeção para a trajetória de desemprego no curto prazo, mas mantendo a visão de uma recuperação gradual no médio e longo prazo. As mudanças metodológicas na PNAD (IBGE) para reduzir a subestimação do emprego formal anteciparam parte da recuperação esperada para a população ocupada, levando a uma redução em nossa estimativa para a taxa de desemprego em 2021. Mas esse efeito deve se dissipar no 4T21, de forma que mantivemos nossas estimativas para 2022. Estimamos desocupação média de 13,8% em 2021 (antes: 14,1%) e 13,7% em 2022 (inalterada).

Os dados mais recentes do mercado de trabalho indicaram melhora adicional nas condições de emprego<sup>2</sup>. Com base na PNAD do IBGE, calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal atingiu 13,4% em julho, uma queda em relação a junho (13,8%), com ganhos de 1,4% m/m-sa e 1,0% m/m-sa na população ocupada e na força de trabalho, respectivamente. A taxa de participação subiu para ~59%, recuperando mais da metade do vale visto na pandemia. A taxa de participação no mercado de trabalho permanece abaixo da média histórica (~62%), mas a queda do desemprego com maior participação significa uma boa qualidade na recuperação do emprego. Os dados de julho indicaram outra melhora considerável no setor informal (+1.3% m/m-sa), que deve liderar a recuperação do emprego à medida que a economia reabre, principalmente no setor de serviços. Adicionalmente, o setor formal teve resultado ainda mais positivo em julho (+1.6% m/m-sa), provavelmente refletindo as mudanças feitas pelo IBGE para reduzir a subestimação para essa classe de trabalhadores. Com base no CAGED de agosto, estimamos que a criação líquida de empregos com ajuste sazonal desacelerou para +243,3 mil, de +304,0 mil em julho, mas permaneceu em nível elevado, refletindo a elevada mobilidade urbana. Desde abril, uma nova rodada do Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda (BEm) limitou as demissões e ajudou a impulsionar a criação líquida de empregos. No entanto, avaliamos que o fim do programa em 26 de agosto já resultou em menos acordos de redução salarial, elevando as demissões.

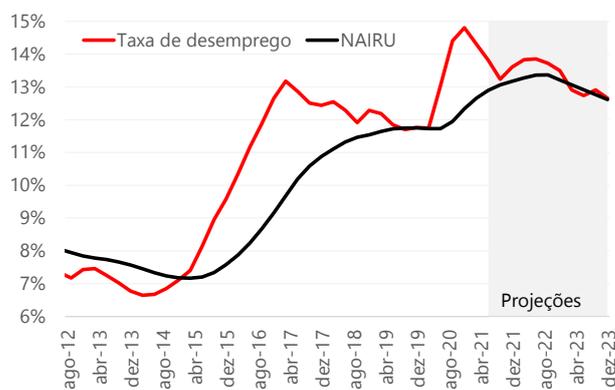
Revisamos nossa trajetória da taxa de desemprego para 2021, uma vez que as mudanças na PNAD implicaram uma correção do nível de emprego formal, levando a uma queda mais acentuada da taxa de desocupação ao longo do 3T21. Estimamos taxa média de desemprego em 13,8% em 2021 (antes: 14,1%). Acreditamos que este efeito será apenas uma antecipação da nossa expectativa de recuperação do emprego, de forma que prevemos um retorno da taxa de desemprego à trajetória projetada anteriormente após este ajuste. Assim, mantemos a projeção para a taxa média de desemprego em 13,7% em 2022. Seguimos avaliando que a população ocupada alcançará os níveis pré-pandemia em meados de 2022, e que a normalização do emprego e da força de trabalho devem permanecer vinculadas à mobilidade urbana. Além disso, avaliamos que as atuais condições do mercado de trabalho permanecem frágeis e com considerável ociosidade, especialmente considerando o impacto da pandemia sobre os trabalhadores informais. Continuamos a projetar que a taxa de desemprego recuará ao nível da NAIRU (i.e., seu nível estrutural) apenas no fim de 2022.

Figura 9.A. – Criação líquida de empregos formais (sa)



Fontes: IBGE, Ministério do Trabalho, Santander.

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



Fontes: IBGE, Santander.

<sup>2</sup> Santander Brazil Labor Market - "Keeping the Recovery Pace" – (30/set/2021) – Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-labor-093021>



## ATIVIDADE ECONÔMICA – CRÉDITO: Endividamento PF vai desacelerar o crédito

**Devido ao forte crescimento no endividamento das famílias, maior inflação e taxas de juros, revisamos as nossas projeções para o crescimento nominal do saldo total da carteira de crédito de 13,6% para 9,7% em 2021 e de 9,3 para 6,3% em 2022.**

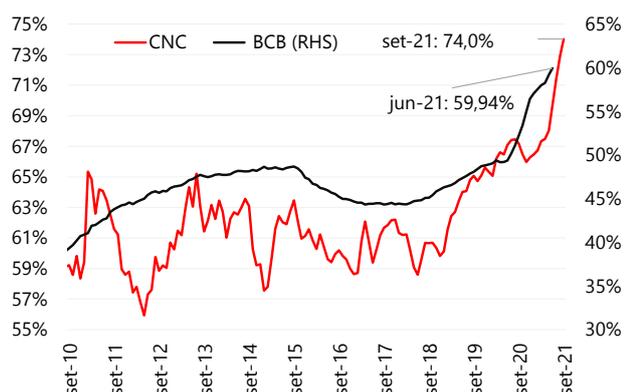
Os números do mercado de crédito no Brasil refletem dois anos seguidos de políticas anticíclicas por ocasião do combate aos efeitos da pandemia. Em agosto, o saldo do crédito total do Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresentou crescimento real de 5,6% a/a para R\$ 4,3 trilhões (alta de 8,3% a/a para as famílias e de 2,3% a/a para empresas). As novas concessões reais dessazonalizadas (de acordo com a metodologia do BC) tiveram uma queda 3,0% m/m (-0,3% para PF e -4,4% para PJ). Dificilmente os empréstimos bancários manterão um ritmo acelerado adiante, e o principal motivo é o elevado endividamento das famílias.

No conceito do Banco Central (saldo de dívidas de pessoas físicas em relação à massa salarial ampliada disponível dos últimos 12 meses), o endividamento familiar total chegou a 59,9% em junho. Esta estatística é de 37,1%, se excluirmos o financiamento imobiliário. Ambos os números são recordes históricos das séries iniciadas em 2005, e também fruto de uma certa estagnação da massa salarial, concomitante com um sólido crescimento dos saldos nos últimos 2 anos.

Considerando-se o indicador de endividamento das famílias calculado pela Confederação Nacional do Comércio (CNC) – por meio de pesquisa realizadas em todas as capitais brasileiras, com aproximadamente 18 mil consumidores – os resultados vão na mesma direção. Os números de setembro mostram que 74% das famílias relataram ter dívidas. O indicador sobe para 75% para famílias com renda de até dez salários mínimos. Esses números geralmente antecipam tendências mostradas pelas séries do BCB (dados oficiais).

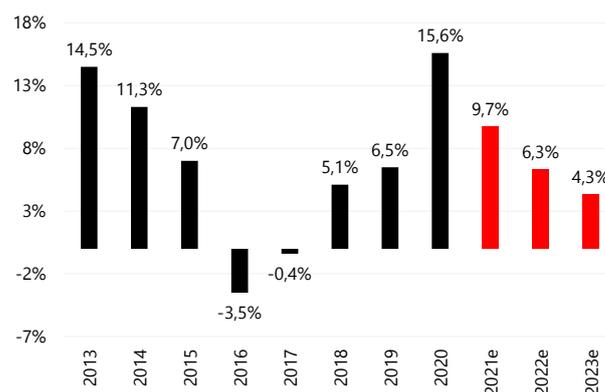
Entretanto, os dados do BCB e da CNC referentes a atraso e/ou dificuldades para honrar as dívidas seguem em níveis significativamente baixos. Mesmo tendo em mente uma usual defasagem temporal na transmissão de choques em variáveis econômicas sobre o crédito (taxas de juros mais altas, em particular), não projetamos um surto de inadimplência. Ao nosso ver, o ajuste no balanço das famílias será feito tanto por meio de uma recuperação da renda, assim como de um ritmo mais lento de concessões em 2022.

**Figura 10.A. – Dívida total das famílias**



Fontes: Banco Central, CNC, Santander.

**Figura 10.B. – Crescimento anual do saldo creditício**



Fontes: Banco Central, Santander.



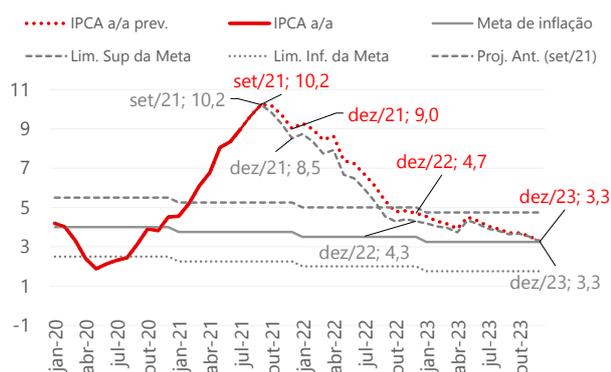
## INFLAÇÃO: No pico, com composição desfavorável e queda lenta

Revisamos novamente nossas projeções de inflação. O IPCA 2021 foi alterado para 9,0% (antes 8,5%) e o IPCA 2022 para 4,7% (antes 4,3%). O nível e a composição da inflação estão crescentemente desfavoráveis até 2022 e projetamos convergência para o centro da meta apenas em 2023 (3,25%). Mas identificamos riscos enviesados para cima também para este horizonte.

Desde nossa última revisão de cenário, ocorreu uma nova rodada de choques altistas na inflação: desta vez uma redução da oferta global de energia (impactando os preços de *commodities* como gás natural, carvão e petróleo e também de alguns metais como cobre e zinco). Além disso, choques prévios persistem—como os problemas na cadeia de suprimentos—e continuam a se espalhar para os preços gerais. Neste contexto, estamos revisando o IPCA 2021 de 8,5% para 9,0% (núcleos: de 6,3% para 6,6%) e o IPCA 2022 de 4,3% para 4,7% (núcleos: de 4,3% para 5,0%). Para o curto prazo (i.e., até o fim de 2021), todos os grupos foram revisados para cima. Nos preços administrados, o destaque foi em combustíveis, com a redução da oferta global de energia impactando este item. Outros preços voláteis, como alimentos, tiveram uma leve revisão para cima, ainda refletindo choques persistentes. Mais importante, grupos mais ligados às medidas de núcleos também tiveram revisão para cima. Bens industriais subiram para 9,9% (antes 9,2%), por conta de surpresas de curto prazo e da persistência de problemas na cadeia de suprimentos global. Serviços foram revisados para 4,6% (de 4,2%), por conta de um espalhamento mais intenso dos choques primários.

Olhando mais adiante (2022), continuamos acreditando que os diversos choques que atingiram a economia são temporários. Porém, o tamanho e a persistência destes choques seguem surpreendendo. Como resultado, o transbordamento para os preços gerais está se intensificando e a inércia parece ganhar força neste momento, particularmente com o setor de serviços começando refletir o efeito do processo de reabertura da economia. Estimamos que a inflação tenha chegado ao pico em termos anuais em setembro (10,25%), mas a composição da desaceleração à frente deve ser desfavorável (alimentos, preços administrados e bens industriais desacelerando, mas serviços acelerando, indicando resiliência da inflação subjacente em níveis elevados). Além disso, incertezas relacionadas a pandemia continuam a sinalizar riscos altistas para nossa projeção (isto é, a inflação pode ser mais persistente do que estimamos). Nossa projeção para o IPCA 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, especialmente com a reabertura da economia facilitando esse repasse. Por outro lado, um dos poucos riscos baixistas que começamos a monitorar, e que pode reduzir a assimetria altista para o IPCA 2022, é a inflação de alimentos: as melhores previsões climáticas para o setor agrícola têm se confirmado, o que pode ajudar a safra de grãos e reduzir a pressão sobre preços de alimentação no domicílio. Apesar do alto patamar e composição desfavorável da inflação, não antevemos um cenário de ruptura, acreditando que o ciclo de alta da Selic deverá trazer a inflação para o centro da meta (3,25%) em 2023. Porém, reconhecemos riscos altistas para 2023.

Figura 11.A. – Projeção do IPCA (%)



Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

Figura 11.B – Detalhes da projeção (%)

	2021			2022		
	antigo	novo	Δ p.b.	antigo	novo	Δ p.b.
IPCA	8,5	9,0	49	4,3	4,7	46
Livres	6,7	7,2	39	4,5	4,8	26
Alimentação Dom.	8,4	9,0	9	3,5	3,5	0
Bens industriais	9,2	9,9	16	4,7	5,1	9
Serviços	4,2	4,6	13	4,8	5,3	17
Administrados	13,7	14,0	9	3,7	4,5	20
Núcleos	6,3	6,6	30	4,3	5,0	70

Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

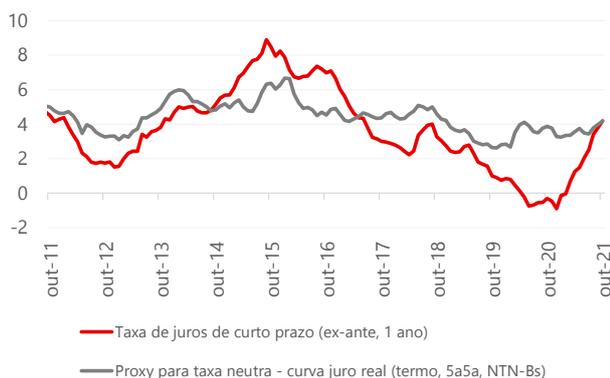


## POLÍTICA MONETÁRIA: Buscando uma postura “significativamente contracionista”

Em resposta à sucessiva deterioração das perspectivas para a inflação e aos crescentes riscos inflacionários, o Banco Central segue retirando estímulos monetários com certa tempestividade. Calculamos que a taxa de juros real *ex-ante* de curto prazo<sup>3</sup> se encontra em torno de 4,2% em outubro (até o dia 15), o maior nível desde meados de 2017. A série atingiu o mesmo nível de nossa *proxy* para a taxa de juros estrutural baseada na estrutura a termo do juro real<sup>4</sup>, evidenciando uma postura neutra da política monetária. Dadas as comunicações do BCB, a taxa de juros de curto prazo deverá seguir subindo em território contracionista. Este foi o sinal que o BCB emitiu no último comunicado do Copom<sup>5</sup>, na ata<sup>6</sup> e no relatório de inflação<sup>7</sup>. Na reunião do Copom de 21 e 22 de setembro, o BCB seguiu elevando a Selic em 100 p.b. (para 6,25%), sinalizando o mesmo ritmo para a reunião seguinte. A autoridade entende que “no atual estágio do ciclo de elevação de juros, esse ritmo de ajuste é o mais adequado para garantir a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante e, simultaneamente, permitir que o Comitê obtenha mais informações sobre o estado da economia e o grau de persistência dos choques”. Embora em discursos recentes (em meados de outubro), a diretoria do BCB tenha esclarecido que não há compromisso com esse ritmo, a mensagem continua indicando novos aumentos de 100 p.b. no plano de voo.

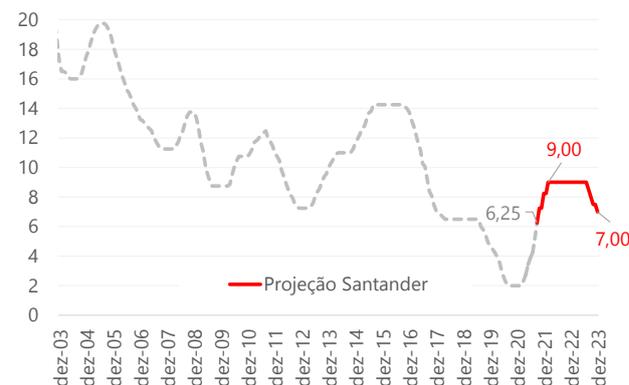
Embora naturalmente o BCB não aponte um nível determinado de juro para o fim do ciclo, entendemos que o plano de voo atual do Copom considera uma taxa Selic terminal ainda mais alta (que na reunião anterior). De acordo com os modelos de inflação do BCB, com o câmbio partindo de 5,25 (e seguindo com a PPC), uma trajetória de alta da Selic a 8,25% ao final de 2021 e 8,50% ao final de 2022 produziria uma desinflação importante, desde um patamar de 8,5% em 2021 (teto da meta: 5,25%) para 3,7% no principal horizonte atual de política monetária (2022). Para 2023, o BCB vê a inflação no centro da meta nesta simulação. Dadas as simulações de inflação e o balanço de riscos inclinado para cima, acreditamos que o atual plano de voo do BCB inclui uma taxa Selic terminal não abaixo de 9,00%. Estamos revisando nossa projeção de Selic terminal no ciclo para 9,00% (antes 8,5%), esperando um aumento final de 75 p.b. em fevereiro de 2022. Vemos riscos viesados para cima, com qualquer número entre 9,00% e 9,50% parecendo razoável nas condições atuais. Não podemos descartar juros ainda mais altos, no entanto, o que dependerá principalmente das expectativas de inflação para 2023, que será o principal horizonte a partir do 1T22. Sinais de desancoragem de expectativas para aquele ano podem levar a uma resposta proporcionalmente mais contundente por parte do BCB, na medida em que a autoridade busca evitar que a inflação se consolide acima da trajetória da meta central. Vislumbramos o início de uma trajetória em direção a um juro neutro de 7,00% no 2S23.

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.

<sup>3</sup> Esta série é a taxa de juros do swap nominal de 1 ano deflacionada pelos economistas, mediana das projeções do IPCA para 12 meses à frente.

<sup>4</sup> Essa proxy é baseada nas taxas a termo de 5 anos com início em 5 anos (5y5y) na curva das NTN-Bs, deduzida de um prêmio de risco histórico constante de 100 p.b..

<sup>5</sup> Santander Brazil Monetary Policy - “Scanning the Scene as It Moves at Cruise Speed” – (23/set/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-sep21>

<sup>6</sup> Santander Brazil Monetary Policy - “Going Farther, Not Necessarily Faster” – (28/set/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Copom-min-set21>

<sup>7</sup> Santander Brazil Monetary Policy - “Hindsight and Outlook” – (30/set/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-InflaReport-3Q21>



## PROJEÇÕES: Santander & Consenso

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

	2021E				
	Consenso		Santander		
	10-set-21	15-out-21	16-set-21	21-out-21	
Inflação - IPCA (%)	8,0	↑ 8,7	8,5	↑ 9,0	
Crescimento do PIB (%)	5,0	↓ 5,0	5,1	↓ 4,9	
Taxa Selic (% fim do ano)	8,00	↑ 8,25	8,25	→ 8,25	
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,20	↑ 5,25	5,25	↑ 5,35	
Conta corrente (US\$ bilhões)	-1,6	↓ -4,9	-0,3	↓ -0,5	
Resultado primário (% PIB)	-1,5	↑ -1,4	-1,3	↑ -0,5	
Dívida Líquida (% PIB)	82,1	↓ 82,0	58,5	↓ 58,0	

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		
	10-set-21	15-out-21	16-set-21	21-out-21	
Inflação - IPCA (%)	4,0	↑ 4,2	4,3	↑ 4,7	
Crescimento do PIB (%)	1,7	↓ 1,5	1,7	↓ 1,5	
Taxa Selic (% fim do ano)	8,00	↑ 8,75	8,50	↑ 9,00	
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,20	↑ 5,25	5,55	→ 5,55	
Conta corrente (US\$ bilhões)	-18,1	↓ -20,8	-8,0	↑ -0,4	
Resultado primário (% PIB)	-1,1	↑ -1,0	-1,0	↓ -1,3	
Dívida Líquida (% PIB)	83,5	↓ 83,1	59,8	↑ 60,5	

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		
	10-set-21	15-out-21	16-set-21	16-set-21	21-out-21	21-out-21
Inflação - IPCA (%)	3,3	→	3,3	3,3	→	3,3
Crescimento do PIB (%)	2,3	↓	2,1	1,0	↓	0,8
Taxa Selic (% fim do ano)	6,50	→	6,50	7,00	→	7,00
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,07	↑	5,10	5,20	→	5,20
Conta corrente (US\$ bilhões)	-25,4	↓	-29,8	-30,4	↑	-28,5
Resultado primário (% PIB)	-0,7	↑	-0,5	-0,8	↓	-1,1
Dívida Líquida (% PIB)	85,0	↓	84,3	62,7	↑	64,1

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
<b>Internacional</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Riscos de alta (atividade): efeitos mais prolongados na economia mundial de programas fiscais já introduzidos e estímulos adicionais - especialmente nos EUA.</li> <li>Riscos de baixa (atividade): pressões inflacionárias mais intensas e duradouras que levem o Fed a retirar o estímulo monetário antes do esperado, prejudicando a retomada. Possível surto de cepas de coronavírus mais contagiosas ou resistentes às vacinas disponíveis, causando retrocessos no processo de reabertura em regiões-chave, o que poderia constituir um novo choque inflacionário.</li> </ul>
<b>Commodities</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Riscos positivos (para preços): estímulos econômicos adicionais (especialmente na China e EUA) podem influenciar a demanda e elevar pressões no curto prazo. Crise energética global persiste, um risco para a inflação global.</li> <li>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. Condições climáticas favoráveis permitem produção recorde nos países produtores.</li> </ul>
<b>Covid-19</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Riscos favoráveis: autoridades podem reduzir o intervalo de dosagem das vacinas da AstraZeneca e Pfizer, antecipando o calendário de vacinação.</li> <li>Riscos adversos: vacinas atuais podem se mostrar menos eficientes contra novas variantes do coronavírus.</li> </ul>
<b>Política Fiscal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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. Menor tensão no ambiente institucional.</li> <li>Riscos negativos: maiores estímulos fiscais aproveitando uma 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 arcabouço fiscal sem endereçar problemas estruturais. Mudanças de política econômica que prejudiquem a credibilidade do teto de gastos.</li> </ul>
<b>Setor Externo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risco altista: manutenção de preços das <i>commodities</i> em 2022, possibilitando superávits comerciais mais altos e, conseqüentemente, melhores resultados em transações correntes.</li> <li>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 em 2022, reduzindo o apetite global por ativos de risco.</li> </ul>
<b>Atividade Econômica</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>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 mais forte tornando a postura de política monetária do BCB ainda mais contracionista.</li> </ul>
<b>Inflação</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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) redução da oferta global de energia pode puxar preços do petróleo mais para cima.</li> <li>Riscos baixistas: 1) o câmbio pode apreciar mais do que esperamos, inclusive em função de uma postura monetária mais contracionista do BCB, 2) preços de <i>commodities</i> podem observar acomodação mais rápida do que estimamos, 3) choque de custo/oferta pode se normalizar de forma mais rápida, 4) o repasse cambial pode ser mais limitado do que imaginamos, 5) inflação de alimentos pode ser mais baixa, caso o clima seja favorável.</li> </ul>
<b>Política Monetária</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risco de alta (juros): novos choques de custos ou restrições de oferta mais prolongadas podem elevar o temor de efeitos secundários (expectativas, inércia). Estímulos fiscais com hiato de produto menos aberto podem pressionar ainda mais a inflação. Lentas reformas macro podem prejudicar as projeções de sustentabilidade da dívida, o poder de ancoragem da política monetária, elevando ainda mais o juro neutro.</li> <li>Risco de baixa (juros): sinais críveis de reformas fiscais focadas no controle de gastos obrigatórios no médio prazo poderiam melhorar as expectativas econômicas e condições de mercado (taxa cambial). Uma retração de custos em reais poderia reduzir pressões no atacado, gerando alívio para bens industriais e expectativas. Melhores margens de lucros das firmas também poderiam ajudar a reduzir repasses 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 as preocupações do BCB.</li> </ul>

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 – Commodities	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Fabiana Moreira*	Economist – Credit	fabiana.de.oliveira@santander.com.br	5511-3553-4164
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327

### Global Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro, Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@santander.pl	48-22-534-1888
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.