

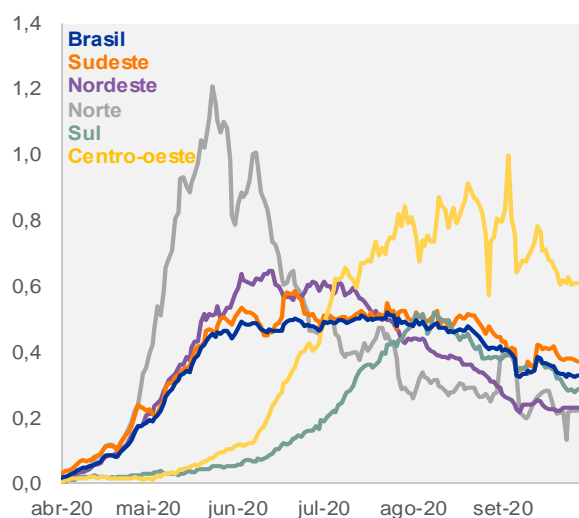
Economia se recuperando, mas falta definição fiscal

- ▶ Há sinais de melhora na propagação do vírus e os riscos de uma segunda onda parecem contidos. O número de novos óbitos continuou recuando, mesmo com a flexibilização do isolamento social. Isso, somado ao avanço nos testes para uma vacina, deve seguir ajudando na recuperação da economia.
- ▶ As incertezas fiscais, no entanto, permanecem elevadas. Esperamos déficits primários de 11,7% do PIB em 2020 e de 2,5% do PIB em 2021. O déficit do ano que vem contempla elevação de gastos sociais do Bolsa Família de R\$ 33 bilhões para R\$ 66 bilhões, o que acarretará gastos acima do teto em R\$ 20 bilhões em 2021. Para manter o equilíbrio fiscal, é fundamental transparência nesses gastos e aprovação de ajustes na legislação para o acionamento automático dos chamados gatilhos do teto de gastos.
- ▶ A atividade econômica segue em recuperação. Mantivemos a nossa projeção de contração de 4,5% do PIB para este ano. Para 2021, projetamos crescimento de 3,5%.
- ▶ Projetamos taxa de câmbio em R\$ 5,25 por dólar ao final de 2020 e em R\$ 4,50 por dólar ao final de 2021. A apreciação mais intensa da moeda no ano que vem requer redução da incerteza fiscal.
- ▶ Mantivemos nossa projeção para o IPCA de 2020 em 2,5%. Esperamos que os efeitos do hiato do produto serão mais persistentes que a pressão recente no preço de alimentos, em ambiente de expectativas inflacionárias ancoradas. Assim, mantivemos nossa projeção para o IPCA de 2021 em 2,8%.
- ▶ Condicional às perspectivas fiscais, continuamos esperando manutenção da taxa Selic em 2,0% a.a. até meados do ano que vem, com alta para 3,0% a.a. ao final de 2021.

Coronavírus: sinais de melhora continuam

O número de novos óbitos diários continuou recuando em setembro. A melhora foi generalizada entre as regiões e deve prosseguir nos próximos meses, passado o pico do vírus.

Ritmo de óbitos por coronavírus (novos óbitos por 100 mil habitantes, média de 7 dias)



Fonte: Ministério da Saúde, Itaú

Como a ocupação hospitalar segue controlada, é possível continuar a reabertura gradual da economia com relativa segurança. Em particular, serão importantes os avanços em testes para uma vacinação em território nacional, que poderão levar a uma normalização mais rápida da atividade econômica em 2021.

Incertezas fiscais, por sua vez, permanecem elevadas

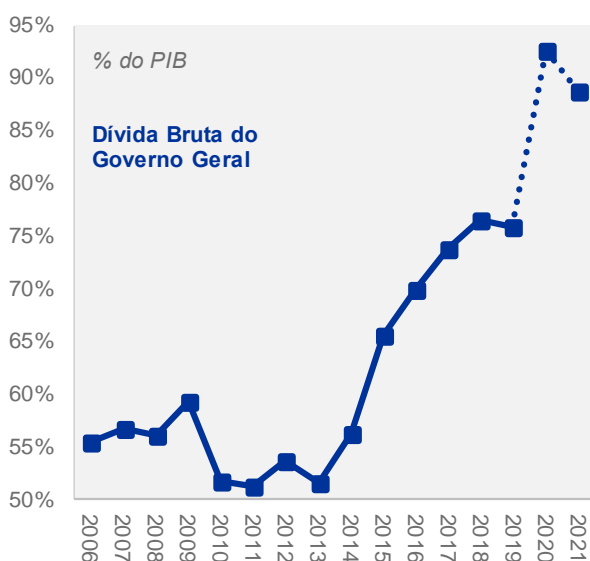
Mantivemos nossas estimativas de déficit primário de 11,7% do PIB (R\$ 850 bilhões) em 2020 e de 2,5% do PIB (R\$ 200 bilhões) em 2021. O impacto fiscal das medidas de combate aos efeitos do coronavírus neste ano deve ser de 8,6% do PIB (R\$ 625 bilhões).

Para 2021, esperamos um aumento de gastos sociais da ordem de 0,45% do PIB (R\$ 33 bilhões). Anteriormente, esperávamos um aumento maior de tal gasto (0,9% do PIB ou R\$ 67 bilhões). O novo montante projetado deve permitir uma ampliação do Bolsa Família para cerca de 22 milhões de famílias a um benefício médio de R\$ 250, frente ao desenho atual de 14 milhões de famílias a um benefício médio de R\$ 200.

No nosso cenário, como contrapartida ao aumento de gastos sociais, contemplamos ajustes na legislação para facilitar o acionamento automático dos gatilhos do teto com correção dos gastos obrigatórios. Entre eles, são especialmente importantes a contenção de reajustes reais do salário mínimo e nominais dos salários de servidores públicos. Além disso, há uma série de medidas de redução de gastos que facilitaríamos a acomodação do aumento de gastos sociais no limite do teto de gastos (ver [Macrovisão: Como manter o teto de gastos?](#)). Sem essas medidas, pode haver um impasse entre a demanda por expansão de gastos sociais e a manutenção do teto de gastos no seu formato atual, que pode acarretar um novo ano de créditos extraordinários não sujeitos ao teto.

A dívida bruta deve alcançar 93% do PIB em 2020 e 89% do PIB em 2021, ante 76% do PIB em 2019 (ver gráfico). No caso de piora fiscal adicional, a retomada da economia ficaria ainda mais prejudicada, e a manutenção da taxa de juros próxima às mínimas históricas poderia ser inviabilizada. Por outro lado, a reforma tributária, que recentemente voltou à pauta do Congresso, pode aumentar o crescimento potencial do país e, indiretamente, e a médio prazo, reduzir o esforço fiscal para estabilizar a dívida pública como proporção do produto no longo prazo (ver [Macrovisão: 10 perguntas frequentes sobre a reforma tributária](#) e [Macrovisão: Como a reforma tributária pode aumentar o crescimento econômico do Brasil?](#))

Forte alta na dívida pública e maiores riscos fiscais

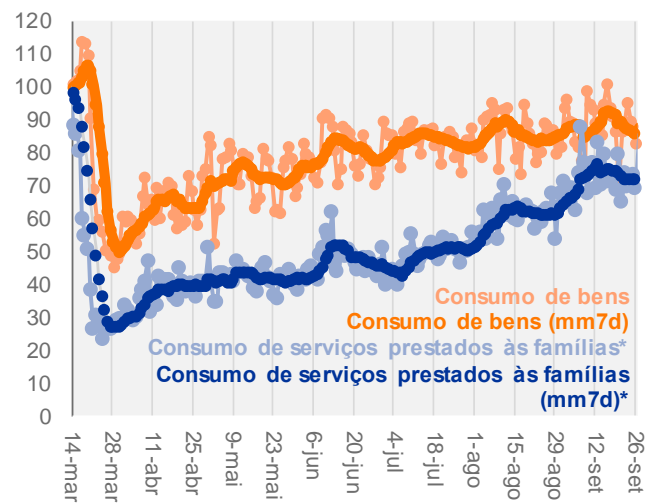


Fonte: Banco Central, Itaú

Atividade em recuperação

Os indicadores de atividade continuam apontando para uma recuperação significativa do PIB no 3T20. A produção industrial e as vendas no varejo se recuperaram rapidamente das quedas ocorridas no pior momento da crise (março e abril). Alguns setores de serviços, por outro lado, têm recuperação mais lenta porque são atividades que envolvem aglomerações – serviços prestados a famílias, como bares, restaurantes, salões de beleza, clubes, etc. No entanto, mesmo esse setor vem acelerando ao longo de agosto e setembro, de acordo com nossos indicadores diários (ver gráfico). Continuamos projetando crescimento de 8,3% no 3T20 com ajuste sazonal ante o trimestre anterior. Os últimos indicadores apontam para viés de alta em torno dessa estimativa. Apenas o carregamento estatístico de julho para o 3T20 está em 7,0%, de acordo com nosso PIB mensal. Uma retomada forte no 3T20 é fundamental para nossa projeção de queda de 4,5% para o PIB de 2020.

Serviços prestados às famílias aceleraram em agosto e setembro



*Serviços prestados às famílias: bares, restaurantes, serviços de beleza, shows, clubes, escolas, parques, hotéis, resorts, serviços de limpeza e reparação.

Fonte: Itaú

Acreditamos que a queda da taxa de poupança das famílias e a recuperação do mercado de trabalho mais do que compensarão a redução dos auxílios emergenciais à frente. A taxa de poupança das famílias está em nível historicamente elevado, de acordo com nossas estimativas, e deve diminuir adiante à medida que o isolamento social diminui. Esse fator, aliado à recuperação do mercado de trabalho, deve mais do que compensar a retirada dos auxílios emergenciais, e o consumo das famílias deve se expandir ao longo do ano que vem.

O nível baixo da taxa de juros e a recuperação global (com maiores preços e quantidades de exportações de commodities) são fatores adicionais que contribuem para a retomada. O crescimento expressivo de setores sensíveis a crédito – principalmente o imobiliário e, em segunda medida, o de vendas de automóveis – evidencia o papel dos juros baixos, enquanto a expansão das exportações mostra o papel da recuperação global. Esses fatores apontam para risco de alta em nossa projeção de crescimento do PIB em 2021, atualmente em 3,5%. Por outro lado, incertezas fiscais e quanto à evolução da pandemia apontam para riscos de baixa.

Fundamentos de câmbio mais apreciado, mas ainda existem riscos baixistas para o real

Mantivemos a nossa previsão para a taxa de câmbio em R\$ 5,25 por dólar ao final de 2020 e em R\$ 4,50 por dólar ao final de 2021. Reduzida a incerteza fiscal, o cenário global mais benigno (com recuperação das principais economias no segundo semestre deste ano), somado a um balanço de pagamentos já ajustado (déficit em conta corrente perto de zero), deve contribuir para a apreciação da moeda em relação aos patamares atuais. Para o ano que vem, à medida que a economia brasileira retome o crescimento, há espaço para apreciação adicional da moeda.

Há riscos para o nosso cenário de apreciação cambial. Caso haja uma deterioração fiscal significativa, que resulte numa saída mais forte de capitais (com eventual fuga de capitais de brasileiros), o real deve se depreciar mais do que no nosso cenário, a despeito do quadro internacional mais ameno. Além disso, as mudanças que a MP 930/2020 promoveu sobre a tributação de investimentos no exterior podem gerar uma compra líquida de dólares entre US\$ 15 e US\$ 20 bilhões até o final do ano.

Os dados mais recentes confirmam que o câmbio nos patamares atuais, aliado à contração da atividade econômica, já promove um ajuste intenso, rápido e disseminado do déficit em conta corrente. Houve recuo expressivo nos déficits de serviços (viagens internacionais e transportes) e de lucros e dividendos, bem como uma melhora na balança comercial, com queda nas importações e exportações se mantendo em patamar elevado. Tanto a taxa de câmbio mais depreciada quanto a contração da atividade econômica contribuem para isso. Esperamos déficit em conta corrente zerado em 2020

(ante projeção anterior de US\$ 2 bilhões) e superávit de US\$ 3 bilhões em 2021.

Inflação: pressão em alimentos em 2020, mas efeitos do hiato do produto serão mais persistentes à frente

Projetamos 2,5% para o IPCA em 2020. Esperamos alta de 13,0% nos preços de alimentação no domicílio este ano. A inflação de curto prazo seguirá pressionada também por combustíveis de veículos, acompanhando a alta do preço internacional, e volta de alguns serviços, como o setor de turismo, com pressão nos preços de passagens aéreas. Salientamos que há risco de alta na projeção de 2020, caso haja escalada adicional de preços de proteína no quarto trimestre, na esteira de exportações de carnes, que seguem fortes, e sazonalidade no final de ano, que também tende a pressionar o preço do produto.

Mantemos a nossa projeção para 2021 em 2,8%. Esperamos que os efeitos do hiato do produto serão mais persistentes que as oscilações da inflação de alimentos em um ambiente de expectativas inflacionárias ancoradas. A ociosidade na economia deve seguir elevada ao longo deste ano e do próximo. Tendo em vista a magnitude do hiato e o tempo necessário para seu fechamento, não vemos, neste momento, risco significativo de inflação de demanda ao longo do próximo ano. O choque atual, focado em alimentos, tem repasse limitado para o próximo ano. Inércia favorável, expectativas ancoradas e elevada capacidade ociosa da economia seguem exercendo pressões baixistas em 2021, em especial nas medidas de núcleos de inflação. O principal risco para as projeções de inflação é de desancoragem fiscal e perda de credibilidade das políticas fiscal e monetária, com efeitos potenciais sobre as expectativas inflacionárias. O cenário para a inflação claramente depende da manutenção da ancoragem das expectativas, o que, por sua vez, é condicional, entre outros fatores, à manutenção do regime fiscal.

Política monetária: Selic baixa por tempo prolongado, a depender do regime fiscal

Em sua reunião de setembro, o Copom manteve a taxa Selic em 2,0% a.a., como esperado, e reforçou a sinalização de que não pretende subir juros por um longo período. Na ata da reunião, o comitê afirmou que, com projeções e expectativas de inflação significativamente abaixo da meta e, mantido o regime fiscal, segue válida a sua prescrição futura (*forward*

guidance), que é vista pelas autoridades como um instrumento adicional de política monetária e se resume ao compromisso de manter a Selic baixa por tempo prolongado. Daqui para frente, entendemos que a avaliação sobre a adequação dessa prescrição deverá ser o elemento-chave da comunicação do Banco Central.

Também publicado recentemente, o Relatório de Inflação de setembro trouxe projeções de inflação que, a nosso ver, são consistentes com a mensagem de juros estáveis por um tempo prolongado. Em todos os cenários, as projeções de inflação se situam bem abaixo das respectivas metas para este ano e o próximo. Como de costume, o BCB também divulgou no relatório revisões de cenário, com destaque para melhora na projeção de crescimento do PIB em 2020, de -6,4% para -5,0% (ainda um pouco abaixo da nossa estimativa de -4,5%).

Mantemos nossa expectativa de que a Selic continuará em 2,0% a.a. até meados do ano que vem, com alta para 3,0% a.a. ao final de 2021 – cenário que é condicional às perspectivas fiscais. Por um lado, acreditamos que a elevada capacidade ociosa da economia e os demais fatores que contribuem para uma dinâmica benigna para a inflação produzem um viés de baixa para nossa projeção de juros. Por outro, no entanto, as altas de preços no atacado e o ambiente de retomada econômica podem gerar pressões altistas. Em ambos os casos, as perspectivas para a política monetária estão sensivelmente condicionadas à trajetória fiscal, que condiciona a ancoragem das expectativas de inflação.

Projeções: Brasil

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Atividade Econômica								
Crescimento real do PIB - %	0,5	-3,5	-3,3	1,3	1,3	1,1	-4,5	3,5
PIB nominal - BRL bi	5.779	5.996	6.269	6583,3	6.889	7.257	7.324	8.050
PIB nominal - USD bi	2.455	1.800	1.798	2062,6	1.884	1.839	1.427	1.662
População (milhões de hab.)	201,7	203,5	205,2	206,8	208,5	210,1	211,8	213,3
PIB per capita - USD	12.169	8.847	8.764	9974	9.038	8.751	6.739	7.791
Taxa Nacional de Desemprego - média anual (*)	6,8	8,5	11,5	12,7	12,3	11,9	14,1	16,4
Taxa Nacional de Desemprego - fim do ano (*)	7,1	9,6	12,7	12,5	12,2	11,6	16,6	16,2
Inflação								
IPCA - %	6,4	10,7	6,3	2,9	3,7	4,3	2,5	2,8
IGP-M - %	3,7	10,5	7,2	-0,5	7,5	7,3	17,0	4,0
Taxa de Juros								
Selic - final do ano - %	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	3,00
Balanco de Pagamentos								
BRL / USD - final de período	2,66	3,96	3,26	3,31	3,88	4,03	5,25	4,50
Balança comercial - USD bi	-4	20	48	67	58	47	65	75
Conta corrente - % PIB	-4,1	-3,0	-1,3	-0,7	-2,2	-2,8	0,0	0,2
Investimento direto no país - % PIB	3,6	3,6	4,1	3,3	4,1	4,0	3,9	3,9
Reservas internacionais - USD bi	374	369	372	382	387	367	357	357
Finanças Públicas								
Resultado primário - % do PIB	-0,6	-1,9	-2,5	-1,7	-1,6	-0,9	-11,7	-2,5
Resultado nominal - % do PIB	-6,0	-10,2	-9,0	-7,8	-7,1	-5,9	-16,3	-5,8
Dívida bruta - % PIB	56,3	65,5	69,9	73,7	76,5	75,8	92,5	88,9
Dívida pública líquida - % do PIB	33,1	36,0	46,2	51,4	53,6	55,7	66,6	68,9

Fonte: IBGE, FGV, BCB e Itaú

(*) Taxa de desemprego medida pela Pnad Contínua

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<http://www.itaubba.com.br/analises-economicas/publicacoes>



Informações Relevantes

1. Este relatório foi desenvolvido e publicado pelo Departamento de Pesquisa Macroeconômica do Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este relatório não é um produto do Departamento de Análise de Ações do Itaú Unibanco ou da Itaú Corretora de Valores S.A. e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 598, de 3 de maio de 2018.
2. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que o relatório foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Entretanto, o Itaú Unibanco não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. O Itaú Unibanco não possui qualquer obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e informar o respectivo leitor.
3. As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.
4. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Itaú Unibanco. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos neste relatório encontram-se disponíveis mediante solicitação. O Itaú Unibanco e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza e tampouco se responsabilizará por quaisquer decisões, de investimento ou e outra, que forem tomadas com base nos dados aqui divulgados.

Observação Adicional: Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer cliente em particular. Os clientes precisam obter aconselhamento financeiro, legal, contábil, econômico, de crédito e de mercado individualmente, com base em seus objetivos e características pessoais antes de tomar qualquer decisão fundamentada na informação aqui contida. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste relatório e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

SAC Itaú: Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, fale com o SAC Itaú: 0800 728 0728. Ou entre em contato através do nosso portal <https://www.itaubba.com.br/atendimento-itaubba-para-voce/>. Caso não fique satisfeito com a solução apresentada, de posse do protocolo, contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos os dias, 24h, 0800 722 1722.