

Cenário Macroeconômico**Dias melhores virão**Ana Paula Vescovi* e
Time Macroeconomia Brasilanavescovi@santander.com.br
+5511 3553 8567

- A aprovação de uma potente reforma da previdência no Congresso Nacional representou importante avanço na agenda de ajuste fiscal. No entanto, o processo de consolidação das contas do governo ainda não está completo e precisa de novos esforços para viabilizar a sustentabilidade da dívida pública e a recuperação econômica em curso. Os próximos passos da agenda de reformas devem focar em profundos ajustes na estrutura de despesas obrigatórias.
- A antecipação dos desembolsos do FGTS para 2019 contribui para uma perspectiva positiva no curto prazo. Estimamos um efeito altista de 0,4 p.p. no PIB do quarto trimestre (via consumo das famílias). Espera-se ainda efeitos favoráveis sobre o endividamento do consumidor, consequentemente melhorando o acesso a linhas de crédito mais saudáveis. Se este cenário se concretiza, o crescimento da atividade econômica poderá ganhar maior tração em 2020, através do canal do crédito.
- Tendo em vista os avanços nas reformas, os juros mais baixos e as condições financeiras mais favoráveis, revisamos nossa projeção de crescimento do PIB de 1,6% para 2,0% em 2020, e de 2,2% para 2,7% em 2021. Apesar da revisão altista, seguimos acreditando que o mercado de trabalho terá recuperação mais robusta apenas a partir de 2021, com o nível de utilização de recursos na economia voltando à sua plenitude somente em 2022.
- Recentemente, o estreitamento do diferencial entre taxas de juros locais e internacionais contribuiu para maiores fluxos de saídas de recursos do país. No entanto, acreditamos que uma combinação de progressos na agenda de reformas estruturais, situação saudável no balanço de pagamentos, melhor crescimento doméstico vis-à-vis parceiros comerciais e ambiente externo turbulento, mas não “destrutivo”, deverá resultar em flutuação da taxa de câmbio ao redor de R\$4,00/US\$ entre 2019 e 2020.
- O cenário de inflação segue favorável, com núcleos do IPCA apontando para variações na margem abaixo do piso da banda de tolerância da meta inflacionária. No próximo ano, antevemos a manutenção de um quadro de elevada ociosidade, expectativas de inflação ancoradas, taxa cambial bem-comportada e baixo grau de repasse aos preços: nosso número é 3,4% para 2020 (meta: 4,0%), já considerando os efeitos baixistas da nova POF. Para 2021, dada a expectativa de uma gradual redução da ociosidade econômica, projetamos inflação próxima ao centro da meta (3,8%).
- No final de outubro, o Copom reduziu novamente a taxa básica Selic em 0,5 p.p., levando o juro a uma outra baixa histórica, de 5,00% a.a.. No comunicado, o Copom sinaliza novos estímulos à frente, mas de forma comedida. A autoridade indica que não planeja acelerar o passo, e que há espaço limitado para levar o juro básico bem abaixo de 4,50%. Nosso cenário projeta taxa terminal de 4,00% no ciclo (a se encerrar no 1T20), tendo em vista uma atividade lenta (ex-FGTS) até o 1T20 e uma inflação abaixo da meta em 2020.



Cenário global: ventos de proa para a atividade

A atividade econômica vem desacelerando no mundo de forma substancial desde a virada de 2017 para 2018, primeiro fora dos Estados Unidos e, mais recentemente, também na economia americana. A fraqueza não foi causada inteiramente pela guerra comercial iniciada em 2018, mas foi, sem dúvidas, o grande catalizador da desaceleração observada. No último mês, as notícias relacionadas à guerra comercial têm sido mais conciliadoras, gerando uma melhora nas condições financeiras globais que, em conjunto com o afrouxamento monetário ao redor do mundo ao longo do ano, vem gerando expectativas de melhora na atividade em 2020; mas ainda não há sinais de retomada na economia real, que segue fraca.

Nossa visão é que dificilmente chegaremos à uma resolução definitiva na disputa comercial e, portanto, não contemplamos uma retomada vigorosa da economia global. Trabalhamos com um cenário de estabilização dos níveis fracos de atividade nas principais economias. Dado o estágio do ciclo da economia americana (final de ciclo) e a expectativa de que a economia chinesa deve continuar desacelerando de forma gradual conforme desejado pelo governo chinês, o cenário global ainda segue desafiador, apesar da melhora recente nas expectativas de mercado e nas condições financeiras.

Em termos de política monetária, em que pese a possibilidade de continuidade de estímulos por parte de alguns bancos centrais (em particular, caso do BCE – Banco Central Europeu), nosso cenário-base não conta com reduções adicionais de juro por parte do Federal Reserve – banco central dos EUA. Este plano de voo (de manutenção da taxa de juro americana no patamar atual de 1,50-1,75%) foi sinalizado no comunicado da reunião do FOMC de 29-30 de outubro, onde a autoridade monetária dos EUA cortou a taxa dos Fed Funds pela terceira vez neste ano.

Embora o mercado apreça chances de mais de um corte na taxa básica americana ao longo de 2020, e apesar de que a estabilidade de juros prevista em nosso cenário possa decepcionar os investidores, a assimetria ainda levemente negativa no balanço de riscos do Fed e a improbabilidade de cenários com alta nos juros faz com que a curva de juros americana opere com prêmio negativo. Neste contexto, reconhecemos as chances de que, em caso de decepção com a atividade econômica, o banco central americano possa voltar a cortar o juro em 2020, levando a taxa dos Fed Funds de volta para perto de zero na eventualidade de uma recessão.

Balanço de pagamentos, taxa de câmbio: baixa vulnerabilidade externa e estabilidade do dólar

Diante da perspectiva no início do ano quanto a uma arrancada mais vigorosa da atividade econômica, tínhamos a percepção de que as importações cresceriam substancialmente tanto neste ano quanto no próximo. Ao mesmo tempo, com a economia mundial já demonstrando sinais de acomodação, a expectativa para as exportações era de crescimento bem mais modesto, o que resultaria em contração relevante do saldo da balança comercial e, conseqüentemente em elevação do déficit em transações correntes. Traduzindo estas considerações em números, no início de 2019, nossas projeções apontavam para recuo do saldo comercial de US\$59,9 bilhões em 2018, para US\$44,3 bilhões em 2019 e US\$22,8 bilhões para 2020, que combinadas às expectativas de déficits conjuntos das contas de serviços e rendas de US\$77,0 bilhões e 77,8 bilhões nos mesmos períodos produziram elevação dos saldos negativos em transações correntes para US\$32,7 bilhões em 2019 e US\$55,1 bilhões em 2020.

Alguns meses depois, ficou nítido para todos os agentes econômicos que os desempenhos das economias tanto doméstica quanto mundial acabariam desapontando as expectativas iniciais, o que nos levou a revisar substancialmente as projeções de crescimento do PIB. Desta maneira, a deterioração projetada para o saldo da balança comercial passou a ser menos intensa do que anteriormente imaginada e os déficits conjuntos projetados para as contas de serviços e rendas também passaram a ser menores que os considerados previamente – embora as revisões nestes últimos tenham sido mais tênues. Estas alterações traduziram-se em projeções de saldos em transações correntes menos negativos para 2019 e 2020. Em meados de agosto passado, nossas simulações apontavam para déficits de US\$20,5 bilhões em 2019 e de US\$26,2 bilhões para 2020. Estes números mostravam-se bastante alinhados com a trajetória apontada pelos dados disponíveis até então – na ocasião, o déficit em transações correntes somava US\$24,4 bilhões acumulados nos últimos 12 meses encerrados em julho.

Contudo, ao final de agosto o Banco Central do Brasil (BC) apresentou mudanças metodológicas que alteraram a série de dados históricos e provocaram um deslocamento do déficit em transações correntes para um patamar mais elevado – o resultado acumulado nos últimos doze meses encerrados em julho passou a ser deficitário em US\$31,6 bilhões. Segundo o BC, a disponibilidade de melhores fontes estatísticas possibilitou o aprimoramento na identificação de várias operações que afetaram, principalmente, as contas de serviços e rendas – o déficit conjunto acumulado nos últimos 12 meses encerrados em julho passou de US\$70,7 bilhões para US\$77,8 bilhões. A despeito da elevação de nível, a trajetória destas contas não parece ter sofrido alteração substancial frente ao que imaginávamos anteriormente e, portanto, agregados esta diferença aos números com que trabalhávamos anteriormente para este ano e o próximo.

Por outro lado, a trajetória da balança comercial tem se mostrado menos favorável do que supúnhamos, com as despesas de importações sinalizando que irão se manter praticamente estáveis em 2019 frente a 2018, enquanto as exportações deverão revelar contração. No caso das importações, a trajetória de recuperação – ainda que gradual – da economia brasileira têm dado sustentação às compras no exterior. Já no caso das exportações, para além do quadro econômico



mundial mais letárgico apontado na seção sobre ambiente internacional, vale lembrar que o país enfrentou alguns problemas específicos nas vendas de seus produtos. Por exemplo, o desastre de Brumadinho reduziu as exportações do setor de mineração, enquanto a crise argentina pesou sobre as vendas de produtos brasileiros industrializados no exterior. Ainda que tais obstáculos não devam se repetir no próximo ano, parece-nos improvável que seus efeitos sejam revertidos rapidamente – a retomada de produção do setor de extrativismo mineral será lenta e o cenário econômico argentino é ainda incerto – e também não antecipamos aceleração do crescimento econômico mundial. Logo, não antecipamos um desempenho tão robusto das exportações brasileiras também em 2020. No tocante às importações, dada a nossa expectativa de que a trajetória de recuperação deverá ganhar mais tração nos meses à frente, projetamos que estas registrem uma expansão mais expressiva que as exportações. Consequentemente, o saldo comercial deverá seguir trajetória cadente frente ao final de 2018 e registrar superávits de US\$43,3 bilhões e US\$37,0 bilhões em 2019 e 2020, respectivamente.

Combinados aos valores projetados para as contas de serviços e rendas, estes saldos comerciais deverão resultar em déficits nas transações correntes de US\$43,3 bilhões e US\$46,0 bilhões em 2019 e 2020 – aproximadamente 2,5% do PIB, frente a valores próximos de 1,3% projetados anteriormente. Apesar da substancial elevação nos déficits, seu financiamento continua parecendo ser bastante tranquilo, já que o fluxo líquido de investimentos diretos no país – que também passou por revisão metodológica pelo BC – tem se mantido ao redor do patamar de US\$70,0 bilhões e não há perspectiva de reversão desta trajetória – principalmente pela perspectiva de continuidade da retomada econômica. Em suma, em nossa avaliação o país continuará a apresentar baixa vulnerabilidade externa, o que confere capacidade relativamente forte de enfrentar intempéries nos mares internacionais sem passar por problemas importantes em seu balanço de pagamentos.

Pode-se dizer que, do ponto de vista de fundamentos externos, não vemos motivos para pressão sobre a taxa de câmbio. Entretanto, não há como negar que, além dos fundamentos do balanço de pagamentos, os fluxos doméstico e internacional de notícias também têm capacidade de influenciar os movimentos no mercado cambial. Neste sentido, os avanços que esperamos que ocorram na agenda de reformas estruturais nos próximos meses poderão exercer influência positiva sobre as expectativas dos agentes econômicos sobre as perspectivas econômicas brasileiras e, conseqüentemente, provocar potencial valorização da taxa de câmbio. Um exemplo é a aceleração (ainda que gradual) do crescimento econômico no Brasil, comparado a uma provável desaceleração nas principais economias do mundo e em parceiros comerciais importantes: este diferencial mais favorável de atividade implica em algum suporte adicional para a moeda nacional. Por outro lado, como descrito na seção sobre ambiente externo, o noticiário internacional contará – na melhor das hipóteses – com divulgações “neutras” para a percepção dos agentes econômicos quanto às perspectivas econômicas em nossa opinião. Em outras palavras, o ambiente internacional tenderá a exercer potencial desvalorização da taxa de câmbio, embora sem movimentos de ruptura.

Quanto ao diferencial de juros, embora o estreitamento possa seguir gerando alterações na composição do endividamento de empresas e no fluxo cambial, o fim iminente dos ajustes na taxa de juros por parte do BC e do Fed sugere uma possível ausência de maiores choques cambiais em função de mudanças bruscas nas perspectivas para os juros domésticos e externos. Conseqüentemente, ao somarmos fatores domésticos e internacionais, avaliamos que a taxa de câmbio estará sob ação de duas “forças” agindo em sentido contrários e que, logo, tenderão a se anular. Por esta razão, mantivemos nossa projeção de que a taxa de câmbio brasileira encerrará 2019 no patamar de R\$4,00/US\$ e que permanecerá neste nível até o encerramento de 2020. Logicamente, acontecerão flutuações ao redor deste patamar ao longo do tempo, mas acreditamos que estes movimentos terão caráter temporário e não que haja estabelecimento de uma trajetória perene seja de desvalorização ou de valorização do BRL.

Atividade econômica: recuperação ainda gradual, mas um pouco mais firme

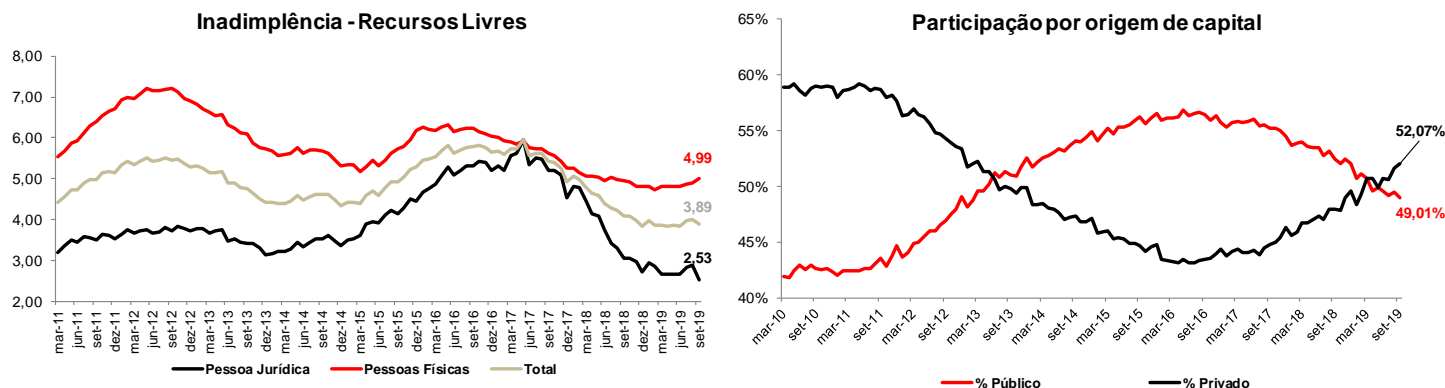
O baixo grau de abertura comercial na economia brasileira aponta para um efeito direto relativamente menos intenso da desaceleração da atividade econômica mundial, ao menos em comparação com outras economias emergentes abertas, onde há maior participação das exportações no PIB. O fato é que, nas últimas décadas, o país já deixou de gerar riquezas (e.g. via maior produtividade) em função de uma economia fechada, de forma que, na conjuntura atual, este arrefecimento do comércio mundial gera menor efeito marginal adverso. Ainda assim, não se pode escapar ao fato de que a perda de dinamismo econômico em importantes parceiros comerciais (e.g. EUA, China, Argentina) constitui um obstáculo cíclico adicional para este processo lento e gradual de retomada, após uma das recessões mais intensas da história recente.

A boa notícia é que há direcionadores domésticos que podem ajudar a economia. No curto prazo, há estímulos podem trazer alívio temporário, inclusive com efeitos indiretos um pouco mais duradouros, como é o caso do pagamento de saldos do FGTS no final deste ano. Ao adiantar o calendário de recebimento dos recursos dos trabalhadores para 2019, o governo projeta injeção de cerca de R\$40 bilhões e, segundo nossas projeções, esta ação poderá impactar o PIB do quarto trimestre em 0,4 p.p. (via expansão mais acentuada do consumo das famílias). Assim, atribuímos um viés de alta à nossa projeção de crescimento de 0,8% para o PIB em 2019 (revisaremos após a divulgação do PIB do terceiro trimestre, em 03/12).

Além do impacto sobre as vendas varejistas, o incremento transitório de renda poderá também se refletir na redução de endividamento, gerando perspectivas positivas para o mercado de crédito em 2020. Este último vem crescendo em 2019,



mas ainda acompanhado de aumento de inadimplência e maior comprometimento de renda das famílias. O endividamento total das famílias passou de 42,3% em agosto de 2018 para 44,6% no mesmo mês deste ano (alta de 5,3%). Partindo da hipótese de que veremos redução do comprometimento de renda das famílias com a liberação de parte dos saldos dos FGTS, o acesso ao crédito mais saudável no ano que vem é possível.



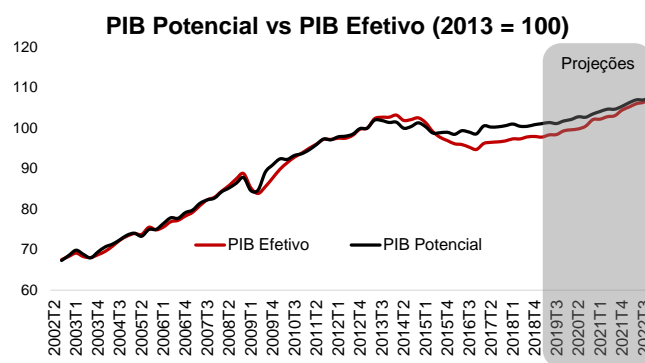
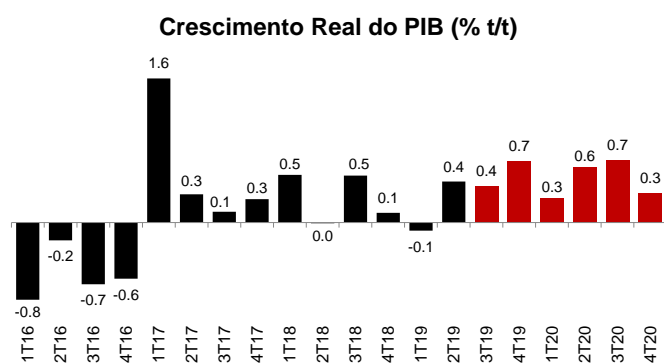
Fonte: Banco Central do Brasil

Em um cenário de inflação controlada e baixas taxas de juros (Selic) para os próximos dois anos, vemos o mercado de capitais e os bancos privados como principais protagonistas do acesso ao financiamento para diversos setores da economia, impulsionando a atividade econômica. Desta forma, avaliamos que o canal de crédito gerará estímulos importantes para a aceleração do crescimento econômico. Estimamos que o consumo de bens duráveis e os investimentos devem reagir às taxas de juros mais baixas, propiciando um cenário de crescimento mais forte. Neste particular, a melhora das condições financeiras, como reflexo do processo em curso (já há três anos) de aprovações de reformas e de resultante queda (cíclica e estrutural) dos juros.

No que tange ao consumo, outro fator fundamental será a velocidade de recuperação do mercado de trabalho. Projetamos que a taxa de desemprego seguirá caindo de forma gradual ao longo de 2020, acentuando a velocidade de queda a partir de 2021. Este movimento deverá ter como catalisador, dentre outros aspectos, uma retomada na construção – setor altamente intensivo em mão de obra. Isto deverá seguir investimentos nos segmentos imobiliário e de infraestrutura (neste último caso, após as rodadas de licitações, concessões e privatizações que devem ocorrer no próximo ano).

No ano de 2019, o rendimento real da população ocupada esteve tem sido praticamente nulo, por conta da elevada ociosidade do mercado de trabalho e de uma composição desfavorável ao emprego, dado um elevado grau de informalidade. Para 2020 em diante, temos uma perspectiva mais animadora, à medida que a ociosidade e informalidade diminuam, gerando aceleração gradual de salários. Neste contexto, acreditamos que o consumo seguirá sua trajetória de recuperação gradual, insuficiente para uma forte retomada da economia no curto prazo, mas suficiente para um crescimento mais duradouro e sustentável do PIB brasileiro no longo prazo.

Em relação ao investimento, este será, na nossa avaliação, o maior beneficiado da melhora nas condições financeiras. Taxa de juros mais baixas, setor externo equilibrado e a perspectiva de avanço de reformas (inclusive fiscais) e marcos regulatórios torna o ambiente bastante atrativo para os investimentos privados. Segundo nossas estimativas, o investimento deve crescer acima de 6% tanto em 2020 quanto em 2021, o que não ocorre deste 2011. Entretanto, vale ressaltar que os investimentos recuaram 28,5% durante a recessão. Desta forma, mesmo considerando nossa projeção robusta de crescimento, o nível da formação bruta de capital fixo ainda estará abaixo daquele observado em 2014.



Fonte: IBGE e Estimativas Santander



Tendo em vista o cenário de avanços em reformas e juros mais baixos, revisamos nossa projeção de crescimento do PIB de 1,6% para 2,0% em 2020, e de 2,2% para 2,7% em 2021. Pela ótica da oferta, esperamos crescimento disseminado entre os setores. Dentre os fatores cíclicos, secundários ou esporádicos, que dever ajudar no crescimento, temos que as projeções para a safra agrícola de 2020 são as maiores da histórica, a indústria extrativa se recupera após a tragédia de Brumadinho-MG, e o setor de serviços deve acelerar o ritmo de crescimento.

Em relação à ótica da demanda, a expectativa de forte alta dos investimentos tende a compensar a virtual estabilidade dos gastos públicos (continuidade do processo de ajuste fiscal). Além disso, segundo nossas estimativas, a contribuição do setor externo será negativa, refletindo o aumento das importações e o cenário internacional desafiador. Adicionalmente, a continuidade do processo de recuperação do consumo fará com que a absorção doméstica cresça 2,3% e 2,8% em 2020 e 2021 respectivamente.

Tabela 1. Projeções para atividade econômica

Componentes	Abertura do PIB (%)			
	2018	2019P	2020P	2021P
PIB Total	1.1	0.8	2.0	2.7
Agropecuária	0.6	0.6	1.9	2.0
Indústria	0.6	0.0	2.7	3.1
Serviços	1.3	1.2	1.8	2.8
Consumo das Famílias	1.9	1.5	2.1	2.5
Consumo do Governo	0.0	-0.2	0.2	0.3
Investimentos	4.1	2.5	6.2	7.1
Exportações	4.3	1.7	3.4	4.3
Importações (-)	8.5	2.3	5.3	7.3
Absorção Doméstica	1.9	1.3	2.3	2.8
Contribuição do Setor Externo	-0.6	-0.6	-0.2	-0.3

Apesar do crescimento mais forte que o esperado anteriormente, é importante ter em mente a elevada ociosidade dos fatores na economia brasileira: estimamos que o PIB se situou cerca de 3% abaixo de seu potencial no 2T19. E esta ociosidade não deverá ser revertida tão cedo. Conforme visto acima, o mercado de trabalho terá recuperação mais robusta apenas a partir de 2021, e o nível de utilização da capacidade instalada também deverá se estreitar apenas no início da década. Desta forma, o hiato do produto deverá fechar apenas em meados de 2022.

Inflação: convergência para a meta central apenas em 2021

O cenário de inflação segue bastante confortável, com dados (dessazonalizados) dos núcleos de inflação apontando para uma tendência anualizada abaixo do piso da banda de tolerância da meta inflacionária para o próximo ano (2,5%). As nossas estimativas de inflação para o próximo mês e para os próximos anos segue em níveis bastante reduzidos: projetamos IPCA de outubro de 0,06%, levando ao índice acumulado de 12 meses para 2,49%, abaixo do piso do Banco Central para 2019 (2,75%). Projetamos leve aceleração nos meses de novembro e dezembro devido ao reajuste anunciado de loterias e maior impacto nos preços de energia elétrica devido ao encerramento do ano com bandeira tarifária amarela. Assim, nossa projeção para 2019 é de 3,5%.

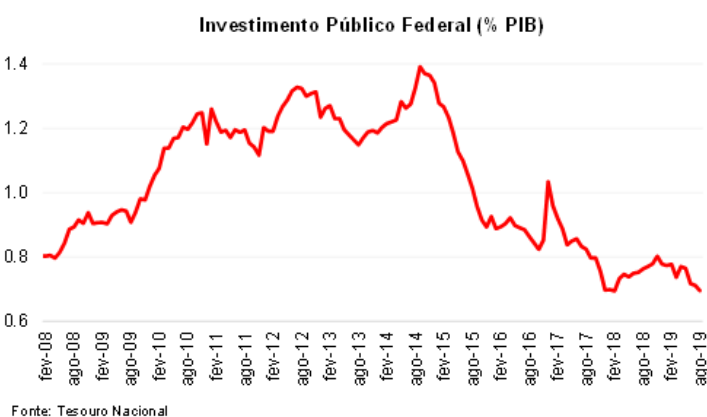
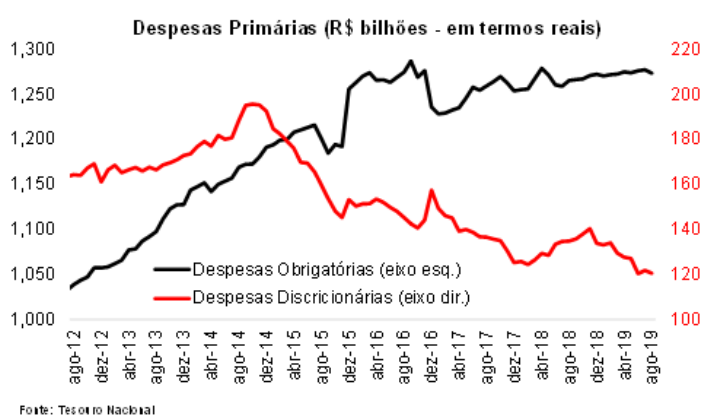
Para 2020, antevemos a manutenção de um quadro de elevada ociosidade, expectativas de inflação ancoradas, e taxa cambial bem-comportada, de forma que nosso número para o IPCA se situa em 3,4% para 2020. Nossa estimativa para o próximo ano ainda conta com os efeitos baixistas da implementação da nova POF (pesquisa de orçamento familiar) na cesta do IPCA, que estimamos em torno de 0,25 p.p.. Para 2021, com a retomada da atividade e redução da ociosidade, projetamos uma volta da inflação para o centro da meta, com nossa projeção de IPCA em 3,8% (meta: 3,75%).

Política fiscal: a agenda reformista deve continuar

Quando observamos os riscos adversos para nosso cenário de médio prazo, que contempla uma aceleração da atividade econômica e queda estrutural da taxa de juros, a agenda de reformas e de consolidação fiscal inclui os principais itens nesta lista. O compromisso crível do governo com a agenda de ajuste fiscal tem reduzido o custo de rolagem da dívida pública. Mudanças na política econômica desde 2016 – diretrizes de austeridade fiscal e reformas estruturais – têm papel central no quadro de menores juros incidentes sobre o endividamento. Destacamos a aprovação da regra do teto de gastos e a redução de subsídios, como consequência da instituição da TLP, do fim do Programa de Sustentação de Investimentos, reformulação do FIES e devoluções de recursos do BNDES ao Tesouro Nacional.

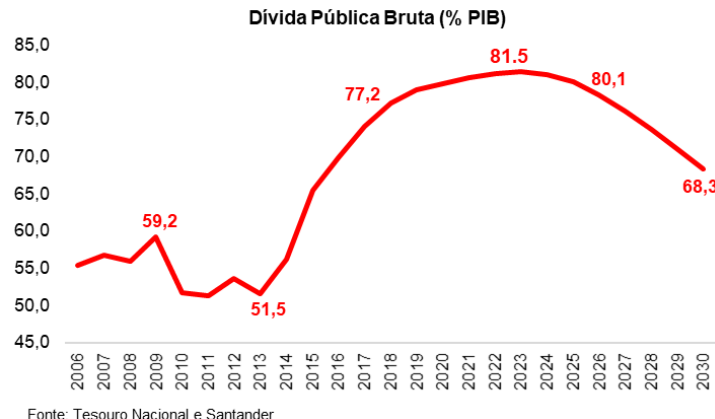
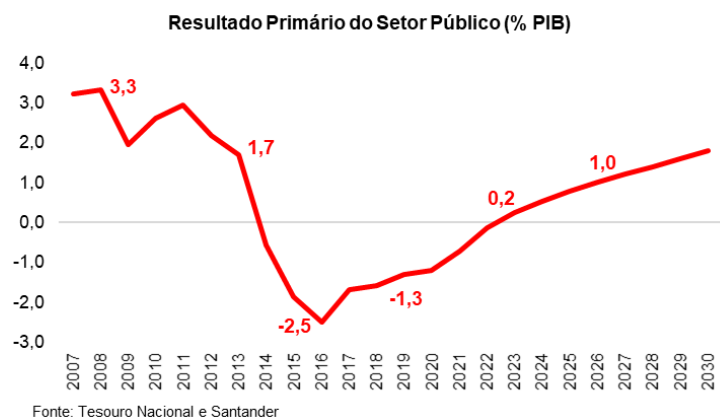


A recente aprovação da reforma da previdência deverá gerar cerca de R\$ 800 bilhões em ganhos fiscais para o governo federal ao longo dos próximos dez anos, o que afasta o cenário de colapso fiscal e contribui para a elevação da confiança dos agentes econômicos. No entanto, isso não garante uma trajetória de gasto compatível com a sustentabilidade da dívida pública. De fato, o ajuste fiscal não está completo e precisa ser reforçado para viabilizar a recuperação econômica em curso. Segundo nossas estimativas, o superávit primário anual requerido para a estabilização da dívida bruta no (elevado) patamar de 80% do PIB corresponde a 1,1% do PIB – o que se compara a um déficit primário do setor público consolidado de 1,4% do PIB.



A garantia de um caminho de sustentabilidade fiscal e maior crescimento econômico depende de profundo ajuste pelo lado das despesas obrigatórias. Por isso, após a aprovação da reforma previdenciária, a agenda econômica do governo parece ter como prioridade um novo conjunto de medidas visando ao equilíbrio das contas públicas. Tais medidas tendem a incluir, entre outros elementos: redução emergencial de gastos obrigatórios (para cumprimento das regras fiscais e abertura de espaço orçamentário para expansão dos investimentos), desindexação e desvinculação do orçamento público e racionalização das despesas com funcionalismo (reforma administrativa) para aumento da produtividade. A nosso ver, Poder Executivo e Congresso deverão avançar com essas reformas (com possíveis alterações durante sua tramitação), afetando positivamente o orçamento público nos próximos anos. Além disso, acreditamos que as novas regras para o sistema previdenciário federal serão estendidas aos servidores estaduais e municipais.

Dados todos os ajustes esperados para os próximos anos, prevemos que a razão entre dívida pública bruta e PIB atingirá o pico em 2023 (no patamar de 81,5%), diminuindo gradualmente a partir de então. Além do retorno de superávits primários a partir de 2023, nosso cenário-base considera: (i) taxa de juros real neutra de 3%; (ii) crescimento do PIB potencial de 2%; e (iii) cumprimento da regra do teto de gastos (assumindo o avanço das medidas fiscais adicionais destacadas acima).



Política monetária: BC adota postura cautelosa nos estímulos

Na reunião de 29-30 de outubro, o Copom - Comitê de Política Monetária do Banco Central (BC) - reduziu novamente a taxa básica Selic em 0,5 p.p., levando o juro a uma baixa histórica de 5,00% a.a.. Este resultado era amplamente esperado pelos analistas e pela curva de juros, embora esta última tinha no preço uma probabilidade de quase 20% de um corte mais profundo, de 0,75 p.p..

No comunicado, o Copom sinaliza novos estímulos à frente, mas com implementação comedida. De fato, o BC sinalizou espaço para novo corte de juros na próxima reunião (10-11 de dezembro), reiterando que “a consolidação do cenário



benigno para a inflação prospectiva deverá permitir um ajuste adicional, de igual magnitude”. Não há dúvidas de que esta frase aponta para outro movimento de 0,50 p.p. (para 4,50%) se as condições e perspectivas macroeconômicas não se alterarem de forma significativa. Esta comunicação também indica que a autoridade está - pelo menos por enquanto - descartando uma aceleração no ciclo de flexibilização. Em termos de profundidade do ajuste total, e tendo em vista os próximos passos da autoridade no ano que vem, o Copom também indica que “o atual estágio do ciclo econômico recomenda cautela em eventuais novos ajustes no grau de estímulo”. Desta forma, o BC também sinaliza espaço limitado para levar o juro básico muito abaixo de 4,50%.

No balanço de riscos, o BC introduz um outro elemento de cautela, sinalizando que “o atual grau de estímulo monetário, que atua com defasagens sobre a economia, aumenta a incerteza sobre os canais de transmissão e pode elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária”. Em outras palavras, o banco central acredita que a atual postura da política monetária (medida pela distância entre o juro observado e as estimativas para a taxa estrutural, não observada) é expansionista o suficiente para que uma pausa seja necessária no futuro próximo. E esta visão parece complementada pela indicação da autoridade de que os dados recentes da atividade “reforçam a continuidade do processo de recuperação da economia brasileira”, mesmo com o Copom ainda projetando um processo gradual de retomada.

Em que pesem as indicações mais cautelosas, o BC também procurou reter graus de liberdade para eventualmente estimular um pouco mais a economia se necessário. Em primeiro lugar, a autoridade continua avaliando que “diversas medidas de inflação subjacente se encontram em níveis confortáveis” e vê riscos de que a ociosidade econômica e a inércia inflacionária possam “continuar produzindo trajetória prospectiva abaixo do esperado”. Em segundo lugar, o BC estima inflação em 3,4% para 2019 (meta: 4,25%); 3,7% para 2020 (meta: 4,00%) e 3,6% para 2021 (meta: 3,75%), em simulação que assume dólar estável em 4,05 reais até o final de 2021, taxa Selic de 4,50% desde o final de 2019 até o final de 2020, subindo a 6,38% ao final de 2021. Estes números indicam algum espaço, embora limitado, para colocar a taxa de juros levemente abaixo de 4,50% no primeiro trimestre de 2020 (possivelmente em ritmo mais lento, de -0,25 p.p. por reunião).

Em suma, em meio a discussões que vinham se tornando cada vez mais acaloradas sobre até onde o BC poderia ir neste ciclo de flexibilização, acreditamos que a autoridade procurou adotar uma abordagem mais equilibrada, reduzindo expectativas de movimentos mais abruptos (tanto em termos de velocidade, bem como de profundidade do ajuste). O Copom ainda oferece uma contribuição ao debate econômico ao mencionar os custos de reagir de forma demasiada aos dados de curto prazo, em meio a um mar de incertezas (globais e locais) que podem afetar a transmissão do estímulo monetário.

O tom do comunicado do Copom parece bastante alinhado com nossa visão sobre este ciclo: nosso cenário (recentemente revisado) projeta taxa Selic em 4,50% no final de 2019 e 4,00% no final do primeiro trimestre de 2020 (anteriormente, estimávamos uma taxa terminal de 4,50%). Projetamos que o processo de normalização da taxa de juros, que promoverá um retorno ao nível estrutural (que estimamos em 3% em termos reais), somente se iniciará em 2021.



Tabela 2. Projeções do Santander para a economia brasileira

	2015	2016	2017	2018	PROJEÇÕES SANTANDER		
					2019	2020	2021
PIB (%)							
Crescimento do PIB	-3,5	-3,3	1,1	1,1	0,8	2,0	2,7
Inflação (%)							
IPCA-IBGE	10,7	6,3	2,9	3,7	3,4	3,5	3,8
IGP-M	10,5	7,2	-0,5	7,5	5,5	4,0	4,0
Taxa de Câmbio							
R\$/US\$ - final de período	3,90	3,26	3,31	3,87	4,00	4,00	4,10
R\$/US\$ - média	3,33	3,49	3,19	3,65	3,93	4,00	4,05
Taxa de Juros (% a.a.)							
SELIC - final de período	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	4,00	6,00
Mercado de Trabalho							
Taxa Média de Desemprego (%)	8,5	11,5	12,8	12,3	12,0	10,9	9,4
Balança de Pagamentos							
Exportações (US\$ bi)	191,1	185,3	217,8	241,1	224,1	226,6	240,0
Importações (US\$ bi)	171,5	137,6	150,7	181,2	180,8	189,6	205,0
Saldo Comercial (US\$ bi)	19,7	47,7	67,1	59,9	43,3	37,0	35,0
Conta Corrente (US\$ bi)	-58,9	-24,2	-21,6	-21,9	-43,3	-46,0	-49,0
Conta Corrente (% PIB)	-3,3	-1,3	-0,4	-0,8	-2,4	-2,4	-2,5
Contas Fiscais							
Resultado Primário (% PIB)	-1,9	-2,5	-1,7	-1,6	-1,3	-1,2	-0,7
Dívida Pública Líquida (% PIB)	35,6	46,2	51,6	53,8	55,2	56,4	57,7
Dívida Pública Bruta (% PIB)	65,5	70,0	74,1	77,2	78,9	79,8	80,7

© 2019 by Santander Investment Securities Inc. All Rights Reserved.

