

Cenário Macroeconômico**Em Rota de Recuperação Gradual**Ana Paula Vescovi* e
Time Macroeconomia Brasilanavescovi@santander.com.br
+5511 3553 8567

- A epidemia do 2019-nCoV (coronavírus) é mais um choque para a economia global, que começava a dar sinais de recuperação. Após um ano de reversão dos principais fatores que levaram a economia a desacelerar de forma significativa, dentre eles uma política monetária restritiva em 2017 e 2018 e a incerteza gerada pela “guerra comercial” entre EUA e China, 2020 seria o ano de colher os frutos desta reversão. No entanto, o mundo terá que lidar com os impactos de uma crise de saúde global que, na melhor das hipóteses, terá um efeito temporário, ainda que severo, na economia Chinesa.
- O setor público registrou resultado primário significativamente melhor do que a meta estipulada para 2019. Além disso, a razão entre dívida bruta e PIB declinou frente ao patamar observado em 2018. Vale notar, entretanto, que fatores extraordinários responderam por grande parte desta melhora recente. De fato, as despesas obrigatórias seguem apresentando crescimento insustentável, e o cumprimento do teto de gastos constitucional depende de avanços adicionais na agenda de ajuste fiscal.
- Neste contexto, acreditamos que a agenda econômica reformista não será interrompida, mas poucas propostas devem ser aprovadas em 2020, tendo em vista a grande quantidade de PECs (Propostas de Emenda Constitucional) em tramitação no Congresso e o calendário parlamentar abreviado pelas eleições municipais. Isto posto, prevemos a aprovação de um “pacote emergencial” de contenção de gastos obrigatórios este ano, o que permitirá manter a despesa federal abaixo do teto constitucional.
- Recentemente, a deterioração do saldo em transações correntes se desacelerou, mas os participantes do mercado financeiro permanecem desconfortáveis com o tema – o que foi uma das razões para o recente enfraquecimento do real. Antecipamos um recuo menos intenso do superávit comercial frente a períodos anteriores, com o déficit em transações correntes subindo gradualmente: projetamos déficit de US\$ 56,9 bilhões em 2020. Desta forma, o desconforto com o assunto deverá diminuir.
- Considerando estes fatores e assumindo reversão parcial do impacto da epidemia do coronavírus durante o ano, a pressão sobre a taxa de câmbio deverá também ficar menos intensa. Além disso, avaliamos que haverá progresso adicional na agenda de reformas e melhora no ritmo de crescimento econômico – apesar das frustrações recentes. Assim, antevemos alguma reversão do enfraquecimento da moeda brasileira. Entretanto, a deterioração dos termos de troca e o estreito diferencial de taxa de juros reduzirão a extensão deste movimento. Conseqüentemente, alteramos nossa projeção da taxa de câmbio para R\$/US\$ 4,10 no final de 2020 (frente a R\$/US\$ 4,00 anteriormente).
- Os dados de atividade referentes ao 4º trimestre frustraram e o crescimento econômico em 2019 e 2020 deverá ser menor que o esperado em nosso último relatório mensal. Revisamos nossas projeções de expansão do PIB de 1,2% para 1,1% para 2019; de 2,3% para 2,0% para 2020; e de 3,0% para 2,5% para 2021. Apesar das revisões baixistas, entendemos que a composição do crescimento doméstico segue positiva, em particular com a maior participação da demanda do setor privado.
- Com fundamentos favoráveis para a inflação (ociosidade, expectativas) e ajudado pela acomodação do choque dos preços de proteínas e de pressões baixistas de preços administrados, projetamos uma inflação comportada e muito abaixo da meta do Banco Central este ano. Revisamos nossas estimativas para a variação do IPCA em 2020 (de 3,4% para 3,1%) e 2021 (de 3,8% para 3,7%).

IMPORTANT DISCLOSURES/CERTIFICATIONS ARE IN THE “IMPORTANT DISCLOSURES” SECTION OF THIS REPORT.

U.S. investors' inquiries should be directed to Santander Investment at (212) 350-0707.

*Employed by a non-US affiliate of Santander Investment Securities Inc. and is not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules.



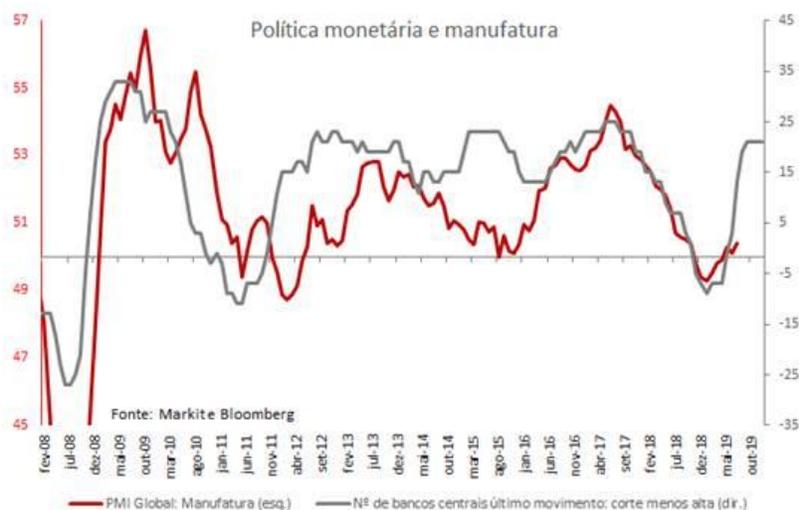
- O Copom reduziu a taxa de juros pela quinta reunião consecutiva (-0,25 p.p. para 4,25%, nova baixa histórica), ao mesmo tempo em que anunciou a “interrupção” do ciclo de flexibilização (totalizando cortes de 2,25 p.p. desde julho de 2019). A autoridade se refere a “múltiplas incertezas” quanto à transmissão do estímulo já implementado, e irá observar como a economia vai reagir. Projetamos taxa Selic estável ao longo de todo o ano de 2020. Nosso cenário espera alguma aceleração no processo de recuperação econômica, de forma que seguimos antecipando que o próximo movimento do BC no juro - quando ocorrer - será de alta, como parte de um ciclo de normalização se iniciando no 2T21. Neste momento, a atividade mais lenta nos leva a revisar nossa expectativa para taxa Selic no final de 2021, de 6,00% para 5,50%..

Cenário Internacional: Um Choque Após o Outro

Em relatório de revisão de cenário divulgado há dois meses, destacamos que o ambiente externo vinha mostrando sinais incipientes de melhora após dois anos de sucessivos choques negativos, a recordar: aperto monetário nos EUA, seguido por diversos outros países, contração de balanço dos mais importantes bancos centrais, desaceleração e restrição de crédito na China, incertezas sobre o Brexit e “guerra comercial”. Todos estes choques, exógenos e endógenos ao ciclo econômico, levaram o mundo à maior desaceleração desde a crise financeira de 2008-2009.

Até meados de janeiro, a evolução do cenário global seguiu positiva. A chamada Fase 1 do acordo comercial entre EUA e China foi formalmente assinado em cima de uma retórica positiva de ambos os lados para a sequência das negociações (Fase 2). O Brexit finalmente ocorreu de fato e de forma ordenada, ainda que as negociações acerca da relação entre o Reino Unido e a União Europeia (UE) estejam para ocorrer. Ademais, ao longo de 2019 os principais bancos centrais voltaram atrás e reintroduziram estímulos monetários, tanto via corte de juros quanto compra de ativos e, no caso da China, também via afrouxamento do impulso de crédito.

Com a redução das incertezas geopolíticas e a defasagem usual do afrouxamento monetário incorrido em 2019, que deverá ser mantido ao longo deste ano, o crescimento global estava pronto para colher os frutos neste ano. Primeiramente, já ao longo do segundo semestre de 2019, as condições financeiras globais, principal canal de transmissão entra as causas citadas acima e a atividade econômica real, mostraram melhoria significativa, tanto para os países emergentes quanto para os desenvolvidos. De fato, dados coincidentes qualitativos (*soft data*), em especial relacionados à manufatura, começaram a dar sinais positivos em dezembro e janeiro. A tese da recuperação cíclica global estava começando a se desenrolar conforme o esperado.



No entanto, um novo choque negativo atingiu a economia global. Na segunda metade de janeiro, os primeiros casos do 2019-nCoV (coronavírus) começaram a ganhar evidência na China e, com o rápido crescimento de casos e a incidência em diversos países, logo ganhou o *status* de epidemia global. O efeito imediato da incerteza acerca de uma epidemia internacional foi a piora nos mercados de risco, representando um aperto de condições financeiras, principalmente nos países emergentes. Em seguida, as autoridades chinesas impuseram duras restrições internas à mobilidade de pessoas, que ainda envolvem o fechamento de fábricas, comércio, portos, proibição de viagens, entre outras. Se por um lado estas restrições são positivas para aumentar a eficiência no controle da epidemia, por outro representam um duro golpe para a economia chinesa e, por conseguinte, para a economia global.



Com os fatos relativos à epidemia ainda se desenrolando, traçar o cenário para a economia global é um exercício bastante incerto. A boa notícia é que a taxa de crescimento dos casos confirmados da doença apresenta sinais de queda (a despeito de uma revisão altista recente nas estatísticas de contaminação). Além disto, a taxa de mortalidade é baixa se comparada a casos recentes (H1N1 e SARS). No mais, a epidemia está quase que integralmente circunscrita à província chinesa de Hubei, o epicentro do vírus. Caso a epidemia seja de fato controlada e a atividade na China comece a voltar ao normal nas próximas semanas, o cenário mais provável é de um impacto negativo apenas temporário, alterando apenas marginalmente o crescimento chinês ao fim do ano. Neste caso, o efeito no resto do mundo seria moderado, apenas postergando o cenário benigno de recuperação cíclica em curso antes do vírus, com aceleração nos EUA, na Zona do Euro e desaceleração apenas moderada na China. Porém, a hipótese de resolução rápida da epidemia é mais uma incerteza que, somada aos riscos envolvendo a eleição americana, a negociação comercial entre Reino Unido e EU junto com o ponto ainda deprimido da atividade global, pode pesar sobre a economia mundial, em especial para países emergentes como o Brasil.

Política Fiscal: Sem Espaço para Relaxamento

A dívida pública brasileira entrou em trajetória de queda, em grande parte devido a fatores extraordinários. Conforme divulgado pelo Banco Central (BC), a dívida pública bruta encerrou 2019 em 75,8% do PIB, patamar inferior ao observado no final de 2018 (76,5% do PIB) e muito abaixo das expectativas do mercado há alguns anos. Além da acentuada queda do custo de rolagem da dívida – refletindo uma menor percepção de risco fiscal e níveis historicamente baixos de taxa de juros – a devolução de recursos do BNDES ao Tesouro Nacional e as vendas de reservas internacionais no mercado de câmbio à vista realizadas pelo BC no 2º semestre do ano passado (implicando redução do estoque de compromissadas) são as principais razões por trás da trajetória mais favorável do endividamento público no período recente. Estimamos que, entre 2015 e 2019, os pagamentos do BNDES reduziram a razão entre dívida bruta e PIB em 7,1 p.p.; por sua vez, a venda de reservas exerceu influência baixista de 2,1 p.p..

O déficit primário realizado em 2019 ficou bastante aquém da meta orçamentária, mas o resultado recorrente segue indicando fragilidade das contas públicas. O setor público consolidado – inclui governo central, governos regionais e empresas estatais – registrou saldo primário negativo de R\$ 61,9 bilhões (-0,85% do PIB) no ano passado, muito abaixo da meta de -R\$ 132 bilhões (-1,8% do PIB). Contudo, fatores pontuais e temporários explicaram, em grande medida, esta diferença, particularmente as receitas extraordinárias oriundas de leilões de petróleo (R\$ 35,4 bilhões somente com o leilão da cessão onerosa) e da antecipação do pagamento de dividendos de bancos públicos para a União. De fato, o resultado primário recorrente, o qual expurga estas e outras receitas e despesas extraordinárias, continua bastante deficitário (-1,7% do PIB em 2019, segundo nossas estimativas). Ou seja, o quadro das finanças públicas brasileiras ainda exige grande esforço de ajuste. Para 2020, por exemplo, o volume bem menor de receitas atípicas deverá contribuir para um aumento do déficit primário do setor público em comparação ao último ano - projetamos -R\$ 98,5 bilhões (-1,3% do PIB), uma diferença na ordem de R\$ 20 bilhões ante a meta estabelecida no orçamento anual (-R\$ 118,9 bilhões ou -1,6% do PIB).

Avanços adicionais na agenda reformista são necessários para a contenção das despesas obrigatórias e o cumprimento das principais regras fiscais. A aprovação da reforma da previdência representou grande avanço, mas não concluiu a agenda de ajuste das contas públicas. As despesas obrigatórias permanecem em trajetória de crescimento insustentável, e o cumprimento de teto de gastos constitucional depende do sucesso de outras medidas e reformas.

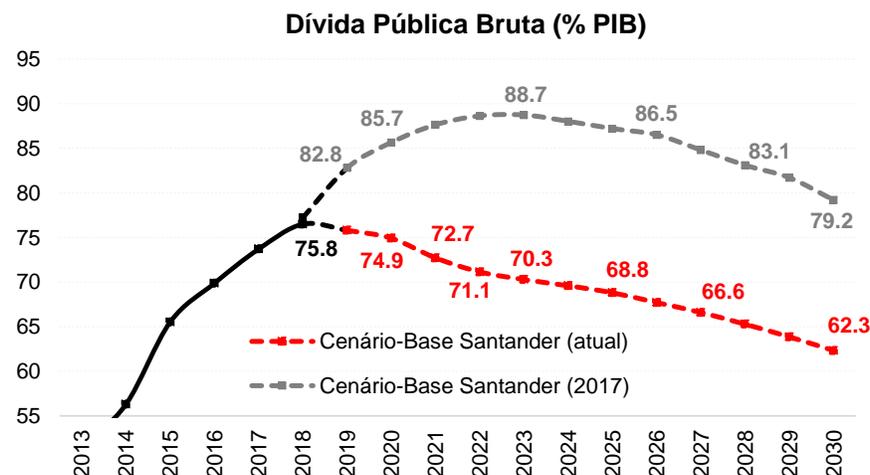
A ambiciosa agenda econômica proposta pelo governo federal não será interrompida, mas poucas propostas devem percorrer todo o trâmite processual no Congresso em 2020. Temas fiscais, regulatórios e de produtividade continuarão a transitar no Congresso ao longo deste ano, mas a grande quantidade de propostas (incluindo várias PECs – Propostas de Emenda Constitucional) e o calendário parlamentar abreviado pelas eleições municipais devem dificultar a conclusão de muitas matérias. No campo fiscal, esperamos a aprovação este ano de um “pacote emergencial” de contenção de gastos obrigatórios (as duas propostas que tramitam na Câmara dos Deputados e no Senado – PEC 186/19 e PEC 438/18 – devem ser apensadas), ainda que com alguma diluição dos textos propostos. A nosso ver, a possibilidade de abertura de espaço orçamentário para maiores investimentos públicos, especialmente em um contexto de ampliação das emendas positivas a partir de 2020, encoraja parlamentares a apoiar tal “pacote emergencial”.

Reformas mais abrangentes, tais como a tributária, administrativa e do pacto federativo, devem ser concluídas em 2021. Propostas de mudanças legislativas mais complexas demandam amadurecimento do debate junto à sociedade e intensa articulação política. Neste sentido, mantemos uma visão construtiva sobre a evolução de reformas que abordam (i) simplificação do sistema tributário, (ii) reestruturação das carreiras do setor público e (iii) desindexação e desvinculação orçamentárias, mas projetamos a conclusão destes temas no ano que vem.

Com base nas premissas e avaliações expostas acima, nosso cenário-base prevê o cumprimento da regra do teto de gastos (pelo menos) até 2024, o que, combinado com a recuperação cíclica da economia, permitirá resultados primários



gradativamente mais favoráveis (com o retorno de superávits a partir de 2023). Por fim, a dívida pública continuará exibindo tendência decrescente, atingindo patamares próximos a 70% do PIB no horizonte de três anos.



Fontes: Banco Central do Brasil e Santander.

Setor Externo: Preocupações com Prazo de Validade

Como mencionamos em relatórios anteriores – *Melhores Perspectivas*, em 16 de dezembro, e *Proposições Macro para 2020*, em 13 de janeiro – a deterioração do saldo em transações correntes acumulado em 12 meses perdeu intensidade nos últimos meses de 2019 e terminou o ano passado tendo registrado um déficit de US\$ 50,8 bilhões, frente ao desequilíbrio de US\$ 41,7 em dezembro de 2018. Desta forma, após o rápido avanço observado entre o final de 2017 e 2018 – quando o déficit em transações correntes (DTC) pulou de 1,1% do PIB para 2,2% do PIB – o DTC encerrou 2019 no nível de 2,8% do PIB. Apesar do ritmo mais lento, o fato de o DTC ter continuado a subir manteve os agentes do mercado financeiro preocupados com as perspectivas do balanço de pagamentos do Brasil.

Aliás, os agentes do mercado financeiro têm atribuído a esta preocupação parte da desvalorização da taxa de câmbio observada neste ano – curiosamente, o tema não impediu que a moeda brasileira se fortalecesse em dezembro passado. Em nossa opinião, grande parte do desconforto advém da contração que o saldo comercial tem registrado nos últimos anos, apesar da ausência de taxas robustas de crescimento. Contudo, é importante notar que o declínio tem tido mais relação com a redução das receitas de exportações do que com a expansão das despesas de importações. Como antecipamos que a economia brasileira permanecerá em rota de recuperação gradual, as despesas de importações não deverão aumentar rapidamente, e os dados divulgados para janeiro reforçaram esta avaliação. Conseqüentemente, os agentes do mercado financeiro deverão permanecer focados na avaliação das perspectivas para exportações, cujo índice de volume tem apontado alguma recuperação recentemente, compensando parcialmente o impacto negativo advindo dos preços. Em suma, ainda que fadado a recuar, continuamos avaliando que este encolhimento do superávit comercial em 2020 deverá ocorrer de maneira mais tênue que nos anos anteriores – o que deverá se traduzir também na extensão da tendência de deterioração mais gradual do DTC neste ano.

Na esteira destes desdobramentos – supondo que eles se materializem – deverá haver menos pressão de enfraquecimento da moeda brasileira à medida em que o ano avance. Combinando esta suposição com a expectativa de alívio nas agruras internacionais derivadas da epidemia de coronavírus e com as perspectivas de avanços adicionais na agenda de reformas estruturais e aceleração do crescimento econômico no Brasil, vemos um ambiente que provavelmente exercerá influência para algum fortalecimento da taxa de câmbio frente aos níveis atuais. Contudo, reconhecemos que parte do impacto negativo relacionado aos infortúnios chineses – inclusive sobre preços de commodities – não será totalmente revertido este ano, o que significa que a taxa de câmbio deverá encerrar 2020 em um patamar mais elevado do que o imaginado anteriormente.

Com base em nossos cálculos e nas hipóteses mencionadas anteriormente, avaliamos que a taxa de câmbio brasileira deverá recuar dos atuais patamares ao redor de R\$/US\$ 4,35 para R\$/US\$ 4,10 em dezembro de 2020 – previamente, nossa projeção indicava R\$/US\$ 4,00. Como esta alteração nominal não deverá se transformar em mudança substancial na taxa real de câmbio, mantemos inalteradas, por ora, nossas projeções para a balança comercial e para o DTC em US\$ 38,3 bilhões e US\$ 56,7 bilhões, respectivamente.



Contas (em US\$ bilhões)	2020 P	2019	2018	2017
Saldo em Transações correntes	-56.9	-50.8	-41.5	-15.0
Balança comercial (bens) - Balanço de Pagamentos	33.6	39.4	53.0	64.0
Exportações de bens - Balanço de Pagamentos	227.0	224.4	239.5	218.1
Importações de bens - balanço de Pagamentos	193.4	185.0	186.5	154.1
Serviços	-35.2	-35.1	-35.7	-37.9
Viagens	-12.5	-11.7	-12.3	-13.2
Aluguel de equipamentos	-13.4	-14.5	-15.8	-18.2
Demais	-9.3	-9.0	-7.6	-6.5
Renda primária	-56.7	-56.0	-58.8	-43.2
Lucros & Dividendos	-35.3	-31.1	-36.5	-15.8
Ingresso de lucros & dividendos	14.6	17.0	4.9	17.3
Remessa de lucros & dividendos	49.9	48.1	41.4	33.2
Juros	-21.6	-25.1	-22.5	-27.6
Receita de juros	9.2	8.6	8.0	5.5
Despesa c/ juros	30.9	33.7	30.5	33.1
Renda secundária	1.5	1.0	0.0	2.1

Fonte: Banco Central do Brasil e Santander.

Atividade Econômica: Devagar e Sempre

Após os dados positivos referentes a outubro, esperávamos a manutenção do ritmo de crescimento para novembro e dezembro, impulsionado pelo aumento temporário de renda advindo da liberação de recursos do FGTS. Entretanto, os últimos indicadores de atividade econômica do 4º trimestre de 2019 trouxeram grande e disseminada frustração em relação ao crescimento dos diversos setores da economia doméstica. Em nossa avaliação, tal frustração é parcialmente explicada pelo menor volume de recursos do FGTS sacados em relação ao nosso cenário. Além disso, acreditamos que parte da alta resultante deste impulso foi antecipada no 3º trimestre, principalmente no setor industrial, devido à expectativa de aumento de vendas no final do ano.

Desta forma, revisamos nossa projeção de crescimento real do PIB no último trimestre do ano passado, em relação ao trimestre anterior, de 0,8% para 0,4%, resultando em carregamento estatístico 0,3 p.p. menor para o PIB de 2020 (de 1,0% para 0,7%). A despeito desta frustração, ressaltamos que o desempenho da economia brasileira no 4º trimestre foi positivo, principalmente nos segmentos mais sensíveis à renda. A Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) registrou alta de 0,7% do varejo ampliado (inclui vendas de lojas de materiais de construção, veículos e autopeças) no último trimestre, enquanto que a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) apresentou aumento de 1,4% do setor de serviços.

Assim, reforçamos nossa proposição de que, findados os impactos do estímulo temporário de renda, observaremos um arrefecimento no ritmo de alta sequencial do PIB no primeiro trimestre de 2020. Contudo, uma vez que o crescimento do último trimestre foi aquém do esperado, entendemos que a “ressaca” da atividade econômica também pode ser menor. Ponderamos também que os impactos da desaceleração pontual do crescimento Chinês - por conta da paralisação de uma parcela da cadeia produtiva após o surto do coronavírus - terá efeitos negativos para a atividade econômica do Brasil. Segundo nossas estimativas, o impacto no PIB do Brasil seria de 0,1p.p. em 2020. A magnitude dos reflexos negativos depende do grau de disseminação e duração do surto, o que segue bastante incerto, sendo assim um importante fator de risco a ser monitorado.

Portanto, revisamos nossas projeções de aumento real do PIB em 2019, 2020 e 2021. Para 2019, a estimativa de crescimento passou de 1,2% para 1,1%; para 2020, de 2,3% para 2,0%; e, por fim, para 2021, de 3,0% para 2,5%. Reconhecemos que o balanço de riscos para este e o próximo ano é adverso, o que implica um viés baixista às projeções atuais. Contudo, avaliamos que o protagonismo do setor privado na composição do crescimento (já vem sendo observado) será fundamental para que o processo de recuperação econômica seja longo e sustentado. Neste contexto, entendemos que a perspectiva segue positiva, e a continuidade da agenda de reformas macro e microeconômicas é essencial para o aumento da produtividade e, conseqüentemente, maior desenvolvimento econômico.



PIB e Componentes - Variação Anual (%)				
Componentes	2018	2019P	2020P	2021P
PIB Total	1.3	1.1	2.0	2.5
Agropecuária	2.0	1.2	3.5	2.5
Indústria	0.5	0.4	2.4	3.0
Serviços	1.5	1.2	1.9	2.4
Consumo das Famílias	2.1	2.0	2.5	2.8
Consumo do Governo	0.4	-0.6	0.4	0.1
Investimentos	3.9	2.1	5.2	7.4
Exportações	4.2	-3.1	2.6	4.3
Importações (-)	8.3	1.6	5.3	6.1
Absorção Doméstica	1.9	1.5	2.5	2.8
Contribuição do Setor Externo	-0.6	-0.6	-0.3	-0.2

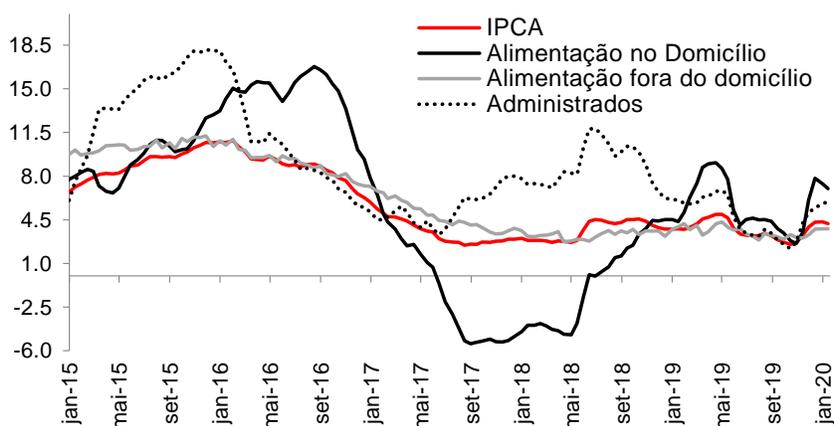
Fontes: IBGE e Santander.

Inflação: Mar de Tranquilidade

O final de 2019 foi marcado por pressões altistas nos índices de inflação ao consumidor, principalmente sob a influência do item “carnes”, refletindo o repique temporário de preços causado pela gripe suína africana, que reduziu significativamente o rebanho de suínos na China. Entre outubro e novembro, período de pico do choque altista, o preço da arroba do boi subiu aproximadamente 35%, de R\$ 170 para R\$ 230. Recentemente, os preços retornaram a patamares próximos a R\$ 190, com perspectivas de manutenção deste nível no resto do ano. Assim, não vemos a dinâmica dos preços da carne bovina como fonte de preocupação em 2020.

Além das proteínas, outros itens possuem potencial viés baixista para o IPCA de 2020: gasolina, ônibus urbano e energia elétrica são alguns exemplos. O primeiro, devido à queda recente de preços internacionais e a nossa hipótese de que o preço do barril de petróleo permanecerá ao redor de US\$ 60; o segundo, pela menor quantidade de reajustes em tarifas municipais de transportes anunciados este ano; e o terceiro decorrente da neutralidade de fatores climáticos (favorecendo um nível reduzido para a bandeira tarifária em dezembro de 2020) e de reajustes anuais moderados, implicando pressões baixistas para as contas de energia elétrica.

IPCA e Componentes (% em 12 meses)



Fonte: IBGE.

Ademais, destacamos que, a partir do IPCA de janeiro deste ano, o IBGE passou a utilizar a nova estrutura de ponderação de preços propiciada pela Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2017-2018, o que também gera um efeito baixista em relação à ponderação anterior, que estimamos em torno de 0,3 p.p..

Combinando os elementos apresentados acima, alteramos nossas projeções para a variação do IPCA de 2020, de 3,40% para 3,10%, abaixo da mediana das projeções apresentadas recentemente na pesquisa Focus (3,25%). Em termos desagregados, nossas estimativas apontam para elevação de 4,5% dos preços de itens de alimentação no domicílio, 3,2%



dos preços de serviços e 3,3% dos preços administrados. Para o núcleo de inflação (utilizando a medida IPCA-EX3), revisamos nossa estimativa para 2,9%, abaixo da meta central estabelecida para 2020 (4,00%).

Para 2021, projetamos alta do IPCA em 3,7%, ligeiramente abaixo da meta central de inflação de 3,75%. Esta projeção considera a seguinte composição: alta de 3,7% dos preços administrados; 4,9% de itens de alimentação no domicílio; 3,6% do grupo de serviços; e 3,2% para o núcleo IPCA-EX3. A postergação de importantes reajustes de tarifas que deveriam acontecer em 2020 – além da normalização do repasse de impostos por parte das distribuidoras de energia – exercerá grande contribuição para o aumento do IPCA no próximo ano, em nossa avaliação.

No geral, acreditamos que as perspectivas de inflação para o biênio 2020-2021 permanecem bastante favoráveis, dada a atividade abaixo do potencial e as expectativas de inflação bem ancoradas.

Política Monetária: Observar é Preciso

Em 05 de fevereiro, o Copom - Comitê de Política Monetária do Banco Central (BC) - reduziu a taxa de juros pela quinta vez consecutiva. Desta vez, o corte foi menos acentuado do que nas quatro ocasiões anteriores, com o movimento de 0,25 p.p. levando a taxa básica Selic a 4,25% a.a. – o menor patamar desde a implementação do regime de metas para a inflação (1999).

No comunicado divulgado após a reunião, o Copom (pré-) anunciou a “interrupção” do ciclo de flexibilização, que totalizou 2,25 p.p. desde julho de 2019. Na ata do Copom (publicada na semana seguinte), o Copom ressalta que “em vista das múltiplas incertezas no que tange ao atual grau de ociosidade, à velocidade de recuperação da economia e ao aumento da potência da política monetária, que atua com defasagens na economia, o Copom considera que é importante observar os efeitos do ciclo de estímulo monetário iniciado em 2019 (par. 18)”.

O BC também reconhece que “uma melhor compreensão desses efeitos é essencial para definir os próximos passos da política monetária”. Adicionalmente, a autoridade associa esta abordagem mais cautelosa às “incertezas sobre a defasagem e a magnitude dos efeitos do estímulo já concedido”. O comitê ainda avalia que “é fundamental observar a evolução da atividade econômica e das projeções e expectativas de inflação ao longo dos próximos meses, com peso crescente para o ano-calendário de 2021” (par. 19).

O gradual deslocamento do horizonte focal de política monetária de 2020 para 2021 é particularmente relevante para este *guidance*. De fato, as simulações para a inflação do IPCA apresentadas no comunicado e na ata apontam para estimativas em linha com a meta central do próximo ano (3,75%). Em um cenário de taxa Selic a 4,25% no final de 2020 e 6,00% no final de 2021, o Banco Central estima uma inflação de 3,5% para este ano (meta central: 4,00%) e de 3,7% para o ano que vem (meta central: 3,75%). Esses cenários assumem uma taxa de câmbio estável em R\$/US\$ 4,25 para todo o horizonte de simulação.

Embora alguns possam enfatizar que a comunicação do BC deixa em aberto o leque de opções de política monetária para o futuro, preferimos ver na atual sinalização do BC uma natural ausência de *guidance* (ou de qualquer “compromisso” com determinada trajetória de juros) a médio prazo, em meio a elevadas incertezas acerca da economia. Em nossa opinião, o principal fator que moldará as perspectivas para a taxa de juros será a consistência e força da recuperação da atividade econômica em curso.

Em um ambiente tal como previsto em nosso cenário-base, onde o país permanece na trilha das reformas econômicas e fiscais – contribuindo para a manutenção da ancoragem de expectativas inflacionárias (e econômicas, de forma geral) - e assumindo uma ausência de choques de maior intensidade ou persistência lá fora (ex: coronavírus), a velocidade da recuperação da demanda local desempenhará papel decisivo nas projeções de inflação para 2021. Sendo assim, em termos práticos, seguimos acreditando que o Copom encerrou o ciclo de flexibilização monetária (com a taxa Selic devendo se manter estável por todo o ano de 2020). Uma eventual revisão do plano de voo - e hipotética implementação de estímulos adicionais – precisaria, fundamentalmente, de uma considerável decepção com a atividade econômica, levando a uma expectativa de inflação significativamente abaixo da meta para 2021.

Esperamos que o crescimento do PIB nos próximos anos migre dos níveis em torno de 1% observados nos últimos três anos para algo em torno de 2% (ou um pouco acima) nos próximos. Assim, seguimos acreditando que o próximo movimento do BC nos juros será de alta, em meio a um ciclo de normalização que vemos se iniciando a partir do 2T21. No entanto, reconhecemos que os riscos baixistas estão se somando em relação às nossas projeções de crescimento do PIB, o que implica em maiores chances de o Copom adiar ainda mais o processo de normalização da postura monetária, inclusive reduzindo a sua velocidade e intensidade. Dito isto, estamos revendo nossa projeção para a taxa Selic no final do próximo



ano de 6,00% para 5,50%. Entendemos que o viés para eventuais revisões subseqüentes (na nossa estimativa para taxa Selic ao final de 2021) é para baixo, com a probabilidade de eventuais alterações sendo diretamente proporcional aos riscos baixistas em torno de nossa projeção de crescimento do PIB (hoje em 2,0%) para 2020.

Por fim, acreditamos que nossos números ilustram a adequação da atual estratégia do banco central. Ao evitar adicionar ainda mais estímulos - e correr o risco de gerar um sobreaquecimento da atividade - o BCB indica uma abordagem mais cautelosa. Uma pausa no momento pode gerar frutos não apenas no âmbito das expectativas de inflação, mas também na manutenção de um cenário de taxas de juros muito baixas no Brasil. Em outras palavras, menos cortes de juros agora significam juros menores por (ainda) mais tempo.

Projeções Macroeconômicas

	2015	2016	2017	2018	PROJEÇÕES SANTANDER		
					2019	2020	2021
PIB (%)							
Crescimento do PIB	-3.5	-3.3	1.3	1.3	1.1	2.0	2.5
Inflação (%)							
IPCA-IBGE	10.7	6.3	2.9	3.7	4.31	3.1	3.7
IGP-M	10.5	7.2	-0.5	7.5	7.30	3.4	4.0
Taxa de Câmbio							
R\$/US\$ - final de período	3.90	3.26	3.31	3.87	4.03	4.10	4.10
R\$/US\$ - média	3.33	3.49	3.19	3.65	3.94	4.20	4.10
Taxa de Juros (% a.a.)							
SELIC - final de período	14.25	13.75	7.00	6.50	4.50	4.25	5.50
Mercado de Trabalho							
Taxa Média de Desemprego (%)	8.5	11.5	12.8	12.3	11.9	11.0	9.4
Balança de Pagamentos							
Exportações (US\$ bi)	191.0	185.2	217.7	239.3	224.0	226.9	230.6
Importações (US\$ bi)	171.5	137.6	150.7	181.2	177.3	188.6	201.0
Saldo Comercial (US\$ bi)	19.5	47.6	67.0	58.0	46.7	38.3	29.6
Conta Corrente (US\$ bi)	-54.5	-24.2	-21.8	-41.5	-50.8	-56.7	-66.4
Conta Corrente (% PIB)	-3.0	-1.3	-1.1	-2.2	-2.8	-3.0	-3.4
Contas Fiscais							
Resultado Primário (% PIB)	-1.9	-2.5	-1.7	-1.6	-0.9	-1.3	-0.6
Dívida Pública Líquida (% PIB)	35.6	46.1	51.4	53.6	55.7	56.3	55.8
Dívida Pública Bruta (% PIB)	65.5	69.8	73.7	76.5	75.8	74.9	72.7