

Cenário Macroeconômico**Melhores Perspectivas**Ana Paula Vescovi* e
Time Macroeconomia Brasilanavescovi@santander.com.br
+5511 3553 8567

- Em que pese uma certa melhora do ambiente econômico-financeiro global nas últimas semanas, os riscos para a economia mundial ainda são muitos e a incerteza segue elevada, especialmente em função dos possíveis desdobramentos do conflito comercial entre EUA e China. **Antevemos um crescimento global levemente melhor em 2020, sustentando um apetite por risco um pouco mais favorável em nível mundial.**
- Embora reconheçamos que a trajetória da taxa de câmbio brasileira manterá sua natureza volátil nos próximos meses, avaliamos que o avanço na agenda de reformas estruturais ao longo do próximo ano poderá compensar pressões altistas advindas da menor arbitragem de juros, da reestruturação de dívidas em dólares e da tendência de piora gradual no saldo em transações correntes. **Projetamos que, após encerrar 2019 no patamar de US\$53,3 bilhões, o desequilíbrio em transações correntes deverá avançar para US\$58,0 bilhões em 2020. E projetamos que, após encerrar 2019 no patamar de R\$4,10/US\$, a taxa de câmbio convirja para R\$4,00/US\$ ao final de 2020.**
- As projeções para os principais indicadores de política fiscal melhoraram recentemente. Receitas extraordinárias levarão o déficit primário do governo a fechar 2019 consideravelmente abaixo da meta estabelecida no orçamento (-R\$ 87,5 bilhões versus -R\$ 139,0 bilhões), enquanto que a dívida pública bruta deverá atingir o pico em dois anos, no patamar de 77,8% do PIB. No entanto, o ajuste das contas públicas brasileiras ainda não está completo. **A consolidação fiscal do País depende da contenção das despesas obrigatórias, sobretudo com pessoal. Nesse sentido, a aprovação de um “pacote emergencial” em 2020 assume papel protagonista, sendo hipótese importante do nosso cenário-base, que prevê cumprimento da regra do teto de gastos nos próximos anos e geração de superávits primários a partir de 2023.** Mas para que isso ocorra, dadas as eleições municipais em outubro de 2020, é fundamental que o Congresso promova avanços relevantes na tramitação das medidas fiscais no primeiro semestre do próximo ano.
- A divulgação de dados das Contas Nacionais foi animadora, sinalizando um ritmo de crescimento em curso acima do esperado. Em particular, o resultado do PIB do 3º trimestre surpreendeu positivamente não apenas pelos números em si, mas também por sua composição. Revisamos para cima nossas projeções de crescimento. **Para 2019, a expectativa para alta do PIB passou de 0,8% para 1,2%; para 2020, de 2,0% para 2,3%; e, por fim, para 2021, de 2,7% para 3,0%**, em parte impulsionado pela política monetária expansionista e por ocupação da capacidade ociosa. Apesar das revisões altistas, o cenário ainda é de recuperação gradual.
- As concessões de crédito têm avançado em 2019 – esperamos crescimento de 6,5% em 2019 e 8,1% em 2020 -, possibilitando uma antecipação de consumo por parte das famílias, e contribuindo para um cenário de recuperação gradual da economia. Ainda assim, destacamos um aumento do endividamento e da inadimplência de pessoas físicas, em um movimento que merece monitoramento. **Apesar de entendermos que há espaço para expansão no estoque de crédito bancário, este crescimento deverá ser assentado de uma melhora no mercado de trabalho**, de forma a gerar maior tração para a atividade.
- Em que pese uma forte revisão altista em nossa projeção de inflação para 2019, em decorrência de um choque de oferta, seguimos observando um quadro inflacionário ainda bastante benigno, com atividade rodando abaixo do potencial e expectativas muito bem ancoradas. **O IPCA-EX3 (que inclui bens e serviços mais sensíveis ao ciclo econômico), deve fechar o ano em 2,7%. Projetamos IPCA de 3,4% em 2020 (abaixo da meta central de 4,00%) e de 3,8% em 2021 (meta central: 3,75%).**
- Em 11/12 o Copom reduziu mais uma vez a taxa básica Selic em 0,5 p.p. para 4,50% a.a. - nova baixa histórica. No comunicado, o BC deixa porta aberta para a possibilidade de encerrar o ciclo ou seguir cortando os juros, dependendo da evolução dos dados. **Embora a atividade mais forte reduza a chance de novos estímulos, uma expectativa de arrefecimento no 1T20 apoia nossa estimativa de dois cortes adicionais de 0,25 p.p. neste ciclo (i.e. taxa terminal de 4,00%). Antevemos normalização do juro em 2021.**

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.

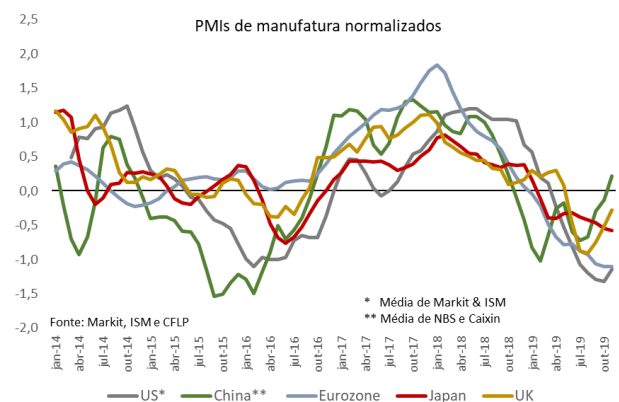
*Employed by a non-US affiliate of Santander Investment Securities Inc. and is not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules.



Cenário global: Menos tenso

O ambiente externo melhorou nos últimos dois meses por dois motivos que provavelmente são correlatos. Primeiramente, as manchetes e rumores acerca da negociação comercial entre EUA e China evoluíram de forma mais favorável que o esperado, com a Fase 1 do acordo sendo aparentemente bem encaminhada. Dentre os pontos em negociação, a possibilidade de cancelamento das novas tarifas agendadas para entrar em vigor no próximo dia 15/12, além de uma eventual remoção de tarifas já implementadas de ambos os lados. Esta aparente redução nas tensões comerciais gerou um afrouxamento das condições financeiras globais, especialmente nos EUA.

Em segundo lugar, e talvez já refletindo os efeitos destas boas notícias, o crescimento global deus sinais tentativos de melhora, com estabilização e/ou recuperação, ainda que modesta, em dados prospectivos de atividade (e.g. as sondagens empresariais e de confiança econômica) das principais economias do mundo. Por fim, há a crescente percepção que alguns dados qualitativos (conhecidos como “soft data”) talvez tenham exagerado a fraqueza da atividade econômica em meses recentes. Este é, particularmente, o caso dos EUA: apesar da desaceleração ao longo de 2019, a maior economia do mundo tem conseguido manter um ritmo de crescimento ao redor de 2%, muito próximo à média dos últimos 10 anos e ligeiramente acima do potencial atual.



Em termos monetários, o temor de uma recessão global, que pairou durante todo o ano de 2019, levou os principais bancos centrais a afrouxar de forma relevante suas políticas monetárias. Este movimento foi seguido, em maior ou menor grau, tanto por outros países desenvolvidos como por países emergentes ao redor do mundo. Apesar deste movimento estar chegando ao fim, com o Federal Reserve indicando que a taxa de juros de referência americana deve ficar inalterada ao longo de 2020, após 75 pontos base de corte neste ano, e o Banco Central Europeu tendo feito o seu grande movimento de afrouxamento em setembro (corte de juros e nova compra de ativos), a economia global deverá colher os frutos deste impulso monetário em 2020. De fato, o primeiro passo no canal de transmissão, a melhora das condições financeiras, já evidente nas principais economias globais.

Em particular, acreditamos que a economia americana deverá ter seu pior momento no terceiro ou quarto trimestre, depois deverá mostrar uma aceleração no início de 2020, em função das condições financeiras bastante favoráveis na segunda metade de 2019. A zona do euro deve voltar a desacelerar no fim 2019 com risco moderado de mostrar estagnação, principalmente na Alemanha. No entanto, esperamos que em 2020 haja uma melhora moderada no ritmo de crescimento devido a condições monetárias mais favoráveis. Por fim, a China deverá continuar sua trajetória de desaceleração gradual iniciada em 2010, mostrando crescimento abaixo de 6%. De forma geral, no próximo ano, esperamos um cenário global melhor que em 2019, mas ainda modesto se comparado ao observado em 2016/2017.

Os riscos para o cenário global são muitos e a incerteza segue mais alta que o normal, dada a dependência de eventos na esfera geopolítica, não necessariamente determinados pelo ciclo econômico: em particular, destacamos o crucial papel dos rumos da guerra comercial sino-americana. Na nossa avaliação, a resolução definitiva deste conflito é um evento de probabilidade muito baixa. Além dos riscos envolvendo o comércio mundial, outros riscos negativos também desafiam a materialização de um ambiente relativamente mais benigno para 2020, em especial a eleição americana e o estágio avançado do ciclo econômico das maiores economias mundiais (com potenciais implicações para inflação). Outro risco advém de eventuais repercussões e implicações no mercado financeiro de uma excessiva tomada de risco após uma década de juros extremamente baixos. Do lado positivo, uma resolução definitiva da guerra comercial e/ou um impulso mais significativo do enorme afrouxamento monetário global ocorrido neste ano poderiam fazer a economia global acelerar além do esperado, gerando uma melhora no apetite global por ativos de risco, semelhante ao movimento observado em 2017.



Balanço de pagamentos, taxa de câmbio: Um tênue equilíbrio

Na esteira da frustração que o resultado do leilão de cessão onerosa acabou provocando sobre as expectativas de entrada de recursos estrangeiros neste final de ano e da surpresa com os números recém revisados do balanço de pagamentos, a moeda brasileira passou por um momento de turbulência que demandou, inclusive, intervenção do Banco Central do Brasil (BCB) no mercado cambial. Em nossa opinião, a ação do BCB não teve como objetivo estabelecer um patamar para a taxa cambial, mas sim evitar que um comportamento disfuncional momentâneo pudesse se alastrar para o restante da economia. Juntamente com a melhora observada em outros fatores de influência sobre a moeda, a atuação acabou logrando efeito e a taxa de câmbio registrou valorização nos últimos dias. O que esperar para os próximos meses?

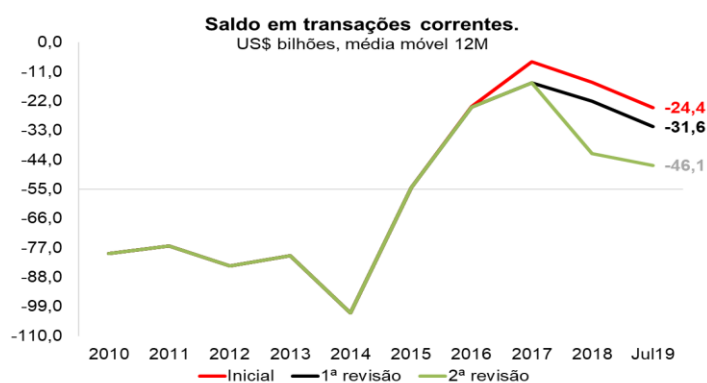
Do ponto de vista internacional, as perspectivas parecem apontar para algum alívio para a moeda brasileira na esteira da ausência de agravamento das tensões comerciais entre China e EUA – ainda que as negociações deverão continuar avançando com bastante desconfiança de ambos os lados – além de sinais referentes ao estancamento na contração da atividade econômica mundial. Em suma, ainda que o grau de incertezas permaneça elevado – como descrito na seção sobre ambiente externo – o cenário mundial não deverá exercer pressão altista sobre a taxa de câmbio.

Já no fronte doméstico, três elementos que têm causado influência de desvalorização da moeda deverão permanecer em exercício: i) empresas baseadas no país optando por trocar dívidas em moeda estrangeira por compromissos em moeda local; ii) menor entrada de recursos estrangeiros por conta do menor diferencial entre as taxas de juros local e externas e; iii) a elevação no déficit em transações correntes na esteira da aceleração de crescimento econômico no país combinada à acomodação na expansão econômica nos principais parceiros comerciais. Contudo, avaliamos que a intensidade com que estes fatores exercerão esta pressão altista deverá ser menor do que a observada durante 2019.

Com relação ao movimento de troca de dívida externa por compromissos em moeda local, é interessante notar que o cronograma de pagamentos de amortização de principal e pagamento de juros da dívida externa divulgado pelo BCB ao final de 2018 estimava um fluxo total de US\$94,5 bilhões ao longo de 2019. Já na primeira revisão de dados divulgada neste ano – setembro de 2019 – esse montante foi alterado para US\$153,3 bilhões. Na última mudança publicada em novembro passado, esta estimativa chegou a US\$178,5 bilhões.

Ou seja, de acordo com os números disponibilizados pelo BCB, a antecipação de pagamentos tem sido bastante intensa. Consequentemente, como as empresas têm buscado instrumentos em moeda local como fonte de financiamento, estes pagamentos externos deverão apresentar queda à frente, reduzindo a pressão sobre o real no médio prazo. Ainda de acordo com os números do BCB, o montante programado para pagamentos de juros e principal em 2020 deverá ser reduzido quase à metade do programado no próximo ano (US\$90,1 bilhões). No que diz respeito às saídas relacionadas às operações de portfólio em virtude do menor diferencial de taxa de juros, com o término do ciclo de distensão monetária se aproximando no Brasil, avaliamos que tal efeito também deverá perder fôlego, reduzindo a pressão sobre a moeda frente ao que se observou neste ano.

Por fim, com relação à deterioração do saldo em transações correntes. Inicialmente, julgamos ser importante esclarecer alguns pontos quanto às alterações trazidas pelas revisões recentes nos números do balanço de pagamentos. Tomando por base a série de dados que estava em vigor antes da primeira revisão, o déficit em transações correntes era estimado em US\$24,4 bilhões nos últimos 12 meses encerrados em julho de 2019. Após a primeira alteração, este número subiu para US\$31,6 bilhões e, em seguida à última revisão, foi elevado para US\$46,1 bilhões. Desta forma, houve uma alta de US\$21,7 bilhões no que se imaginava ser o déficit em transações correntes, o que acabou gerando tensão entre os agentes econômicos.



Fonte: Banco Central do Brasil

A conta de serviços foi responsável por pouco desta alteração entre o momento inicial e o final – aproximadamente US\$3,0 bilhões – ficando a cargo da conta de renda primária (que trata basicamente de pagamentos de juros e da remessa de lucros e dividendos) a maior parte da revisão no período – US\$17,0 bilhões de alteração. O BCB justificou que a disponibilidade de informações mais detalhadas acerca dos fluxos de capitais possibilitou a identificação de distorções que estavam levando à subestimação dos dados. Porém, infelizmente, não conseguiu implementar até o momento tal revisão nos dados anteriores à 2017, tornando mais árdua a tarefa de avaliar a evolução do saldo em transações correntes em períodos mais remotos. De qualquer maneira, parece-nos improvável que os próximos números mostrem distorções de mesma magnitude, já que a metodologia de apuração a ser utilizada daqui por diante será mantida – ainda que revisões periódicas estejam programadas para acontecer nos meses de julho e novembro dos anos vindouros.



A despeito das substanciais alterações observadas nas contas de renda e serviços destacadas anteriormente, o incômodo quanto à trajetória do déficit em transações correntes parece estar mais atrelado ao fato de a revisão ter ocorrido em meio à dinâmica de forte encolhimento do superávit comercial neste ano – de US\$58,0 bilhões em 2018 para US\$44,2 bilhões em 2019 –, ainda que as despesas de importações não tenham apresentado alta importante. Ou seja, se o déficit em transações correntes já estaria apresentando alta preocupante na ausência de expansão das importações, o que dever-se-ia esperar na hipótese de o país voltar a crescer e demandar mais produtos do exterior para satisfazer o mercado doméstico?

Ainda que esperemos alguma aceleração no ritmo de crescimento econômico brasileiro, parece-nos que esta intensificação ainda continuará sendo gradual e, portanto, a alta das importações não terá uma trajetória explosiva. Além disso, é importante notar que se tem observado melhora na composição das importações, com crescimento no volume de compras de bens de capital e de produtos intermediários – o que indica a possibilidade de melhor competitividade na produção local à frente. Já no caso das exportações, ainda que a economia mundial não esteja na iminência de uma aceleração intensa no curto e médio prazo, parece-nos difícil que ocorra uma repetição do revés causado pela crise argentina – ao menos não na mesma intensidade. Em outras palavras, um recuo tão intenso quanto ao observado em 2019 não parece ser o cenário base. Dadas estas premissas, avaliamos que a contração a ser observada no saldo comercial em 2020 deverá ser menos intensa do que o observado entre a passagem de 2018 para 2019. Projetamos saldo comercial de US\$37,0 bilhões no próximo ano, valor US\$7,2 bilhões abaixo dos US\$44,2 bilhões citados anteriormente.

Em suma, à luz das hipóteses apresentadas acima – conta de serviços sem grandes alterações, conta de renda primária sem registrar novos saltos como os vistos neste ano e recuo menos intenso do saldo comercial – antecipamos uma trajetória menos preocupante para a trajetória do déficit em transações correntes do que sugerido pelas últimas revisões de dados. **Projetamos que, após encerrar 2019 no patamar de US\$53,3 bilhões, o desequilíbrio em transações correntes deverá avançar para US\$58,0 bilhões em 2020.** Ou seja, após a revisão para um nível próximo a 3% do PIB, avaliamos que o déficit não seguirá em franca expansão rumo aos 4% do PIB que costumam suscitar preocupações entre os agentes econômicos.

Portanto, após o susto inicial derivado da revisão promovida pelo BCB, o saldo das transações correntes não deverá trazer tanto ceticismo quanto à manutenção de uma situação favorável do balanço de pagamentos. Ainda mais diante da constatação de que o fluxo de investimentos diretos no país continua superando em boa margem o déficit em transações correntes. Aliás, diante da perspectiva de um avanço mais acelerado do programa de privatizações e concessões, pode ser que esta fonte de financiamento se torne ainda mais farta futuramente.

Na esteira destas considerações sobre cenário internacional e estrutura do balanço de pagamentos, e da possibilidade de avanços das reformas estruturais – vide seção sobre agenda legislativa e contas públicas – entendemos que a percepção dos agentes econômicos quanto à saúde da economia brasileira tende a apresentar melhora – tal como evidenciado pela recente alteração promovida pela agência de avaliação de riscos *Standard&Poors* na perspectiva da nota de crédito do país. Esta melhora dos fundamentos domésticos deverá se coadunar com a pressão altista menos intensa de fatores citados anteriormente, levando a taxa de câmbio a convergir do atual de R\$4,10/US\$ no final deste ano para o nível de R\$4,00/US\$ ao final de 2020.



Atividade econômica: reação à vista.

No início do mês, o IBGE divulgou dados sobre as Contas Nacionais – incluindo tanto as estimativas preliminares para o 3T19, quanto uma revisão nos números de 2018. Embora insuficiente para alterar de forma impactante a nossa expectativa de retomada gradual do crescimento econômico, a surpresa positiva com o resultado do PIB do 3º trimestre (i.e. crescimento sequencial de 0,6% t/t) e as revisões altistas da série histórica (crescimento de 2018 revisado de 1,1% para 1,3%, por exemplo) mostraram que o atual ritmo de crescimento está acima do esperado anteriormente. A revisão altista de 2018 teve o setor agropecuário como principal responsável, já que sua taxa de expansão no ano passado foi revisada de 0,5% para 2,0%. Tal revisão era, em alguma medida, esperada por nós, uma vez que a nova Pesquisa Agrícola Municipal - divulgada em setembro/19 - aumentou o peso da soja na agropecuária brasileira, cultura que registrou em 2018 a maior safra da história.

Além disso, os dados do PIB do 3º trimestre surpreenderam não somente pelos números em si, mas também por sua composição. Temos apontado há algum tempo que a construção civil, assim como o comércio, serão setores cruciais para impulsionar o crescimento da economia brasileira em 2020 e 2021. E tais setores apresentaram alta expressiva no 3º trimestre deste ano. Em nossa avaliação, estas atividades, mais sensíveis à política monetária, apresentam reação sustentada e devem contribuir com a geração de empregos e, conseqüentemente, com aumento da renda e do consumo no próximo ano.

Tabela 1. Projeções para atividade econômica

Componentes	Abertura do PIB (%)			
	2018	2019P	2020P	2021P
PIB Total	1.3	1.2	2.3	3.0
Agropecuária	2.0	1.2	1.9	2.5
Indústria	0.5	0.6	2.9	3.4
Serviços	1.5	1.4	2.1	2.9
Consumo das Famílias	2.1	1.8	2.5	3.3
Consumo do Governo	0.4	-0.8	0.3	0.3
Investimentos	3.9	3.2	6.2	7.4
Exportações	4.2	-2.2	2.6	4.3
Importações (-)	8.3	1.5	5.3	7.3

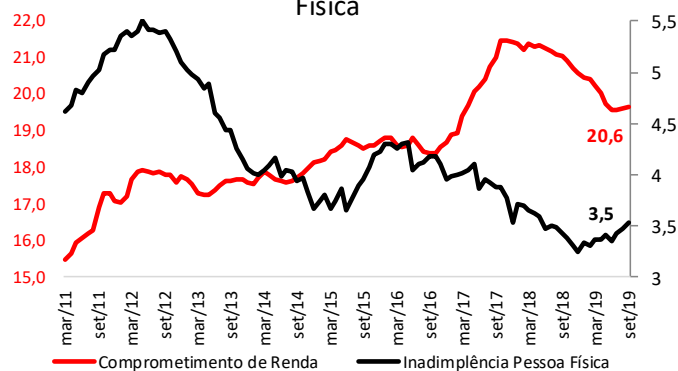
Fonte: IBGE. Sistema de Contas Nacionais Trimestrais.

Ademais, o crescimento econômico observado no último trimestre foi conduzido pelo setor privado, posto que o consumo do governo caiu 0,8% na comparação com o trimestre anterior. A absorção doméstica cresceu 0,8% no mesmo período, alta decorrente do aumento do consumo e dos investimentos. Por outro lado, o setor externo segue contribuindo negativamente, com aumento das importações e queda das exportações. Estes últimos refletem, entre outros fatores, a “guerra comercial” entre Estados Unidos e China e dificuldades políticas e econômicas instalada em parceiros comerciais sul-americanos.

Revisamos nossas projeções de crescimento real do PIB para 2019, 2020 e 2021. Para 2019, a expectativa para alta do PIB passou de 0,8% para 1,2%; para 2020, de 2,0% para 2,3%; e, por fim, para 2021, de 2,7% para 3,0%. Em que pesem as revisões altistas, nossos números seguem apontando para uma recuperação gradual. Reconhecemos que a composição do crescimento, a dinâmica dos setores supracitados, os dados favoráveis de crédito, e recentes aprovações de importantes reformas econômica no Congresso renovam os ânimos dos agentes econômicos. Ainda assim, este quadro deve ser visto dentro de um contexto de importantes mudanças estruturais na economia, o que parece nos sugerir que o crescimento virá, mas de forma gradual.

O estoque de crédito total do Sistema Financeiro Nacional vem demonstrando bom desempenho em 2019, atingindo crescimento de 6,3% nos 12 meses encerrados em outubro. O principal responsável por esta expansão ainda é o segmento de crédito para pessoa física – que se elevou em cerca de 14%. Mas vale destacar que este crescimento veio acompanhado de um maior patamar de endividamento e comprometimento de renda, o que gera alguma cautela. O endividamento das famílias (em proporção à massa salarial) atingiu a marca de 44,8% em outubro, nível bem próximo do observado no período pré-crise. Nossa preocupação aqui é um possível impacto (ainda que defasado temporalmente) na inadimplência das famílias. Esta última atingiu a faixa 3,53% em outubro, nível ligeiramente maior do que o observado em outubro do ano passado e no fechamento de 2018 (3,38% e 3,25%, respectivamente).

Comprometimento vs Inadimplência - Pessoa Física



Fonte: Banco Central do Brasil.

Outro dado que corrobora uma visão mais cautelosa é o comprometimento da renda das famílias com pagamento de principal e juros da dívida: o índice calculado pelo BC subiu para 20,6%, ante 19,9% observado em dezembro de 2018. Ainda assim, devemos salientar que os desembolsos do FGTS em 2019 podem ser destinados ao pagamento de dívidas, sustentando uma perspectiva de possível melhor na situação financeira das famílias para 2020. Neste sentido, o movimento de redução da taxa de juros básica da



economia (Selic) pode auxiliar na tomada de crédito mais barato do que o observado nos últimos anos, favorecendo um endividamento mais salutar.

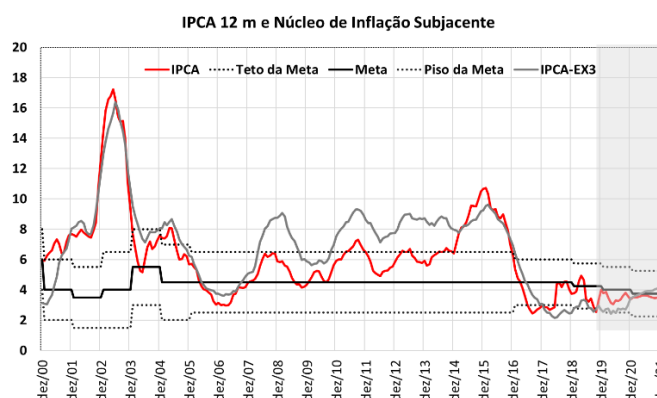
Setorialmente, vemos as novas concessões de crédito imobiliário mostrando sinais positivos: até outubro o setor cresceu 3,8%, favorecido por um cenário de reduzidas taxas de juros – (média de 7,4% a.a. para pessoas físicas). Esse acesso ao crédito faz com que as famílias consigam antecipar consumo e melhorar o bem-estar, evidência que já observamos nos dados de vendas no varejo ampliado e na recuperação do componente de construção civil dentro do PIB.

No geral, as perspectivas são boas para o mercado de crédito no próximo ano, caso também se observe uma recuperação da confiança e do mercado de trabalho. Com esses elementos dados, será possível observar maior demanda por crédito sem tencionar o (ainda elevado) endividamento das famílias e, conseqüentemente, sem impactar de forma material os níveis de inadimplência.

Inflação: Cenário tranquilo, apesar do choque

Desde o final de outubro, revisamos nossas projeções de inflação de 2019 de 3,4% para 4,0%. Essa forte revisão foi impulsionada pelo choque altista nos preços de carnes bovinas. Nesse período o preço da arroba do boi subiu aproximadamente 35%, de R\$170 em outubro para R\$230 em novembro. Em novembro o IPCA registrou alta de 0,51% m/m, influenciada por uma alta de 8,5% m/m do preço de carne bovina; para dezembro projetamos um índice (cheio) de 0,86% m/m, contando com uma alta de 18% m/m no preço de carnes bovinas.

Dentro da composição da inflação do ano, temos a contribuição total de +1,1p.p. proveniente de carnes (bovina, suína e frango), sendo que quatro possíveis fatores estão por trás dessa forte alta de preços: i) o choque de oferta de carnes mundial causada pela epidemia de Peste Suína Africana (PSA) no rebanho chinês; ii) o aumento da demanda chinesa por proteína animal nas vésperas do ano novo chinês (entre 17 e 25 de janeiro de 2020); iii) restrição da oferta doméstica ocasionada pelo estresse hídrico em algumas regiões de pasto; iv) aumento da propensão a consumir com os saques do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Importante ter em mente que, se extrairmos do índice do ano o choque de carnes, cuja contribuição esperada é de 0,80 p.p., o IPCA de 2019 teria sido de 3,20% (já contando com a participação de 0,30 p.p. de carnes projetada antes do choque).



Fonte: IBGE.

Nossas projeções para o IPCA de 2019 estão em linha com as projeções do Banco Central do Brasil (BCB) divulgadas no último comunicado do COPOM e acima da mediana das projeções de mercado medidas pelo FOCUS (3,8%). Apesar do choque pontual do preço de carnes, o IPCA de 2019 deverá ficar abaixo da meta de inflação de 4,25%. Dentro da cesta do índice de preços, as projeções por grupos permaneceram praticamente inalteradas desde o mês passado, com exceção para o subgrupo alimentação no domicílio. Esperamos alta anual de 5,2% para os preços de administrados (outubro: 5,3%; FOCUS: 5,1%) e de 3,6% para os preços livres (outubro: 2,7%), impulsionado, principalmente, por preços de alimentação no domicílio, que deverão apresentar alta anual de 5,8%. Ainda dentro dos preços livres, as nossas projeções para preços de bens industriais excluindo alimentação no domicílio permaneceram com uma alta de 1,5%, e serviços em 3,2%. A nossa projeção para o núcleo de inflação IPCA-EX3 (que inclui bens e serviços mais sensíveis ao ciclo econômico, representando um pouco menos de 40% da cesta do IPCA), permaneceu em 2,7%, patamar ligeiramente acima do registrado em 2018 (2,5%), talvez refletindo a gradual recuperação da economia.

Para 2020, ainda esperamos alta do IPCA de 3,4%, abaixo da mediana de projeções apresentadas na pesquisa FOCUS (3,6%). Vale destacar que nossas projeções já contemplam o impacto estimado da implementação da nova cesta de bens e serviços consumidos pelos brasileiros medida pela Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) de 2017 e 2018. Nossa estimativa conta com uma alta de 5,6% em alimentação no domicílio, com bens industriais excluindo alimentação em leve alta de 0,9%, serviços em 3,4%, e administrados em 3,4%. Quanto à parte de preços regulados, nosso número se encontra abaixo da mediana da pesquisa FOCUS (4,0%) e de nossas projeções anteriores (4,1%). Para o núcleo IPCA-EX3, com a recuperação da atividade econômica mais rápida do que o anteriormente esperado, revisamos nossa estimativa para 3,4%, acima da projeção que tínhamos em outubro (2,8%), mas ainda assim bem abaixo da meta central do ano (4,00%).

Para o IPCA de 2021 ainda esperamos alta de 3,8%, patamar próximo da meta de inflação de 3,75% e da mediana das expectativas no relatório FOCUS. A composição das nossas projeções conta com uma alta de 4,4% de administrados (FOCUS: 4,0%), 4,2% de alimentação no domicílio, 1,7% de bens industriais excluindo alimentação no domicílio, 4,0% para os serviços e 4,1% para o núcleo IPCA-EX3.



	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Índice geral	6,3	2,9	3,7	4,0	3,4	3,8
Alimentação e bebidas	8,6	-1,9	4,0	5,8	5,9	5,1
Alimentação no domicílio	9,4	-4,9	4,5	7,3	5,6	4,2
Carnes	3,0	-2,5	2,2	31,4	5,6	5,6
Administrados	5,5	8,0	6,2	5,2	3,4	4,4
Livres	6,5	1,3	2,9	3,6	3,4	3,6
Livres ex Alimentação no domicílio	5,8	3,1	2,5	2,6	2,9	3,5
Industriais Ex Alimentação	4,8	1,0	1,1	1,5	0,9	1,7
Serviços	6,5	4,5	3,3	3,2	3,4	4,0
IPCA-EX3	6,9	3,1	2,5	2,7	3,4	4,1

Fonte: IBGE e Estimativas Santander.

Política fiscal: Ainda há tarefas a cumprir

O Congresso entra em recesso em 22 de dezembro, retomando as atividades em 2 de fevereiro. Quando retornar, a prioridade da pauta econômica, na nossa opinião, deve ser a apreciação de duas propostas de emenda constitucional - a PEC 438/18, na Câmara dos Deputados, e a PEC 186/19, no Senado. O objetivo em comum destas emendas é permitir, por meio de uma redução no crescimento de despesas obrigatórias nos próximos anos, o cumprimento do teto de gastos constitucional sem cortes draconianos em despesas discricionárias que comprometam o funcionamento do Estado. Em um ano parlamentar abreviado pela campanha para as eleições municipais, é fundamental, na nossa opinião, que haja avanços significativos no primeiro semestre, com a Câmara dos Deputados e o Senado possivelmente trabalhando conjuntamente sintetizando (em um texto único) as duas propostas mencionadas.

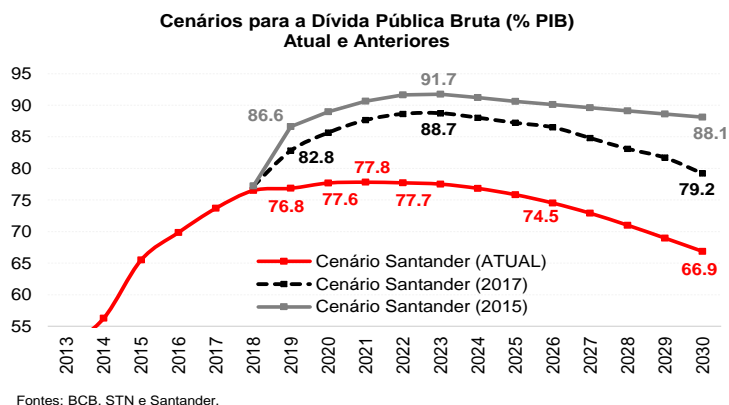
A não-violação do teto de gastos é uma premissa fundamental no nosso cenário de estabilização da trajetória do endividamento público. Ainda temos há pouca visibilidade sobre o conteúdo do “pacote emergencial” a ser aprovado, o que determinará o tempo que o Congresso comprará até que sejam necessárias outras medidas de redução de gastos obrigatórios. Porém, acreditamos que, ao final de 2020, o cumprimento do teto de gastos esteja assegurado até o final do atual mandato presidencial (i.e. final de 2022).

Os números projetados para os principais indicadores de política fiscal melhoraram no período recente. No que diz respeito ao resultado primário do governo central, esperamos déficit de R\$ 87,5 bilhões (-1,2% do PIB) em 2019, consideravelmente abaixo da meta estabelecida para este ano (R\$ 139 bilhões ou -1,9% do PIB). Receitas extraordinárias, especialmente decorrentes dos leilões de petróleo realizados em outubro e novembro (no caso da cessão onerosa, gerando entrada líquida de R\$ 23,7 bilhões para a União), contribuirão bastante para esta diferença. Além disso, pelo lado das despesas, estimamos “empoçamento” (diferença entre limites de pagamento autorizados e pagamentos realizados) na ordem de R\$ 13 bilhões no ano corrente. Para 2020, projetamos déficit primário de R\$ 114 bilhões para o governo central (-1,5% do PIB), cumprindo com folga relativamente pequena a meta estipulada para o ano (-R\$ 124 bilhões ou -1,6% do PIB).

Alguns fatores que não foram incorporados à nossa projeção para 2020 merecem atenção: por um lado, destacamos as receitas possivelmente oriundas da privatização da Eletrobrás (R\$ 16,2 bilhões, como consta da LDO 2020) e da re-licitação dos blocos de petróleo que não receberam ofertas (Sépia e Atapu) no certame da cessão onerosa. Neste particular, os bônus de assinatura dos campos não arrematados totalizavam R\$ 36,6 bilhões – valor que não necessariamente seria mantido em caso de novo leilão. Por outro lado, algumas mudanças recentes trazem riscos de elevação do grau de rigidez do orçamento, tais como a obrigatoriedade do pagamento de emendas parlamentares antes consideradas discricionárias e algumas propostas de expansão de gastos sociais (potencial de aumento de despesas obrigatórias próximo a R\$ 20 bilhões), o que demanda monitoramento. Para o setor público consolidado, prevemos déficits primários de R\$ 68,5 bilhões (-1,0% do PIB) em 2019 e R\$ 109,5 bilhões (-1,4% do PIB) em 2020, cumprindo as metas respectivas de -R\$ 132 bilhões (-1,8% do PIB) e -R\$ 118,9 bilhões (-1,6% do PIB).



Em relação à dívida pública, as projeções também apontam para níveis e dinâmica mais favoráveis. A queda expressiva do custo médio de rolagem da dívida (na esteira da aprovação de medidas de ajuste fiscal/parafiscal nos últimos anos e declínio acentuado das taxas de juros), pagamentos do BNDES ao Tesouro Nacional (por exemplo, R\$ 123 bilhões em 2019) e resultado líquido das vendas de câmbio no mercado à vista e operações de leilões de linha pelo Banco Central (gerando R\$ 95 bilhões de redução do estoque de operações compromissadas este ano) explicam, em grande medida, a redução no nível do endividamento público.



Olhando para a frente, o ritmo mais forte de crescimento da economia doméstica (vide seção sobre Atividade Econômica) e a manutenção de juros em patamares historicamente baixos por período prolongado devem fazer com que, de acordo com nossos cálculos, a razão entre a dívida bruta do governo geral e o PIB atinja o pico em 2021. Nossas projeções para tal indicador nos próximos anos são: 76,8% em 2019; 77,6% em 2020; 77,8% em 2021; 77,7% em 2022. Desta forma, em nosso cenário, o endividamento público não deverá ultrapassar a marca de 80% do PIB.

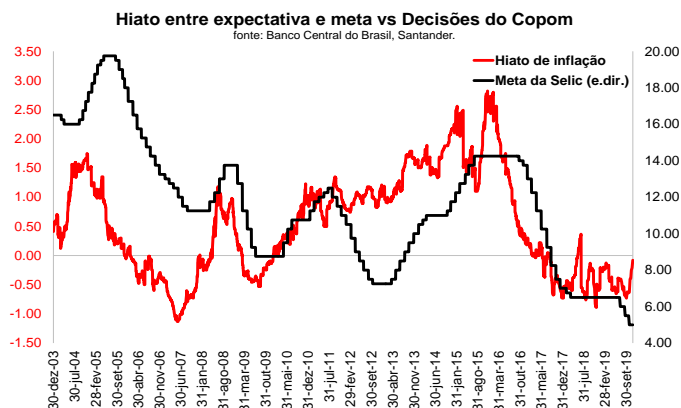
Conforme temos enfatizado, o ajuste fiscal ainda está incompleto. Apesar da aprovação de mudanças nas regras previdenciárias e da desalavancagem da dívida, as contas públicas brasileiras seguem com graves problemas de fluxo, em particular, uma grande rigidez orçamentária gerada pela elevada concentração orçamentária em linhas obrigatórias e/ou pouca margem de manobra. Desta forma, o processo de consolidação fiscal depende da contenção de despesas obrigatórias, sobretudo com pessoal. Desse modo, a aprovação do chamado “pacote emergencial” no próximo ano assume papel protagonista para a continuidade do processo de ajuste. Nosso cenário-base contempla esta continuidade no avanço da agenda de reformas fiscais, com cumprimento do teto de gastos e geração de superávits primários (gradativamente crescentes) a partir de 2023.

Política monetária: Preparando-se para o fim, mas garantindo flexibilidade

Na reunião de 10 e 11/12, o Copom – Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (BCB) – reduziu mais uma vez a taxa básica Selic em 0,5 p.p. para 4,50% a.a., uma nova baixa histórica. Esse resultado era amplamente esperado pelos participantes do mercado.

No comunicado, o Copom indica que a atividade econômica está ganhando tração (em relação ao 1T19), mas ainda no contexto de uma “recuperação gradual”. Em que pese o choque de oferta que vem pressionando os preços de proteína animal, a autoridade julga que as medidas de inflação subjacente seguem “em níveis confortáveis”. O BC também avalia que políticas monetárias expansionistas favorecem um “ambiente relativamente favorável para economias emergentes”.

Em meio às incertezas econômicas remanescentes e a uma perspectiva de inflação ainda favorável, a sinalização de política monetária foi aparentemente calibrada a garantir máxima flexibilidade para os próximos passos. Ao contrário de reuniões anteriores, o Copom não explicitou a decisão mais provável à frente, apenas indicando que os próximos movimentos “continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação”.



Fonte: Banco Central do Brasil.

Entendemos que a flexibilidade comprada pelo Copom para os próximos passos decorre do fato de que, se por um lado a autoridade julga que “o atual estágio do ciclo econômico recomenda cautela na condução da política monetária”, por outro, as simulações de inflação do BC indicam que o índice projetado para 2020 e 2021 – principais horizontes de política – permanece abaixo da meta central. Esse foi particularmente o caso de simulações com taxa Selic a 4,25% no início de 2020 e 4,50% no final de 2020, e em 6,25% ao final de 2021 (mais precisamente 3,7% para ambos os anos com câmbio estável a 4,20 e ao redor de 3,4-3,5% para o mesmo período com taxa cambial apreciando de 4,15 ao final de 2019 para 4,10 ao final de 2020 e 4,00 no fim de 2021).



Os números parecem sugerir que as portas ainda podem estar abertas para um pequeno estímulo adicional, condicionada à evolução das condições macroeconômicas e ao equilíbrio de riscos. A meta central é de 4,00% em 2020 e 3,75% em 2021.

Na parte do balanço de riscos, o BC fez alguns pequenos ajustes na declaração. Em primeiro lugar, o Copom abandonou a menção ao risco de forças inerciais baixistas na trajetória de inflação, provavelmente refletindo o impacto altista do choque dos preços de carnes (que puxou o IPCA anual de ao redor de 3% em meses recentes para 4% em dezembro). Em segundo lugar, o Copom refere-se a "transformações na intermediação financeira" como outra fonte de incerteza na transmissão da política monetária. Sobre esta última, a autoridade segue 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". Claramente, o Copom segue indicando que uma postura de "esperar para ver" será necessária em um futuro próximo.

Em suma, a comunicação do BC parece confirmar a nossa expectativa de que a autoridade deixaria os próximos passos do Copom mais dependentes da evolução dos dados (embora sem indicar redução de ritmo em eventual flexibilização futura). Reconhecemos que a probabilidade de novos cortes de juros se reduziu, especialmente tendo em vista os melhores sinais no lado da atividade econômica – que acreditamos ser (conjuntamente) o principal motor potencial da inflação para o horizonte com o qual trabalha o BC. Ainda assim, dado que associamos parte da recente dinâmica de crescimento com estímulos temporários recentes (notadamente, a liberação de recursos do FGTS), nosso cenário de base projeta uma economia menos pujante no 1T20 (com os efeitos do FGTS sobre os gastos do consumidor se dissipando). Assim, ainda acreditamos que sinais preliminares de uma economia em desaceleração no início de 2020 irão contribuir para o BC estender um pouco mais o ciclo de flexibilização, mesmo que em ritmo mais moderado. Desta forma, ainda projetamos dois cortes de 0,25 p.p. no 1T20 (nas reuniões de fevereiro e março), levando a uma taxa Selic terminal no ciclo de 4,00%. Para 2021, antevemos taxa de juros de volta a 6,00%, mais alinhada com a nossa estimativa de taxa neutra de 3,00% em termos reais (i.e. postura mais neutra), e consistente com um fechamento do hiato de produto (ou eliminação da ociosidade).

Projeções Macroeconômicas

	2017	2018	PROJEÇÕES SANTANDER		
			2019	2020	2021
PIB (%)					
Crescimento do PIB	1,3	1,3	1,2	2,3	3,0
Inflação (%)					
IPCA-IBGE	2,9	3,7	4,0	3,4	3,8
IGP-M	-0,5	7,5	6,9	4,1	4,0
Taxa de Câmbio					
R\$/US\$ - final de período	3,31	3,87	4,10	4,00	4,10
R\$/US\$ - média	3,19	3,65	3,95	4,05	4,05
Taxa de Juros (% a.a.)					
SELIC - final de período	7,00	6,50	4,50	4,00	6,00
Mercado de Trabalho					
Taxa Média de Desemprego (%)	12,8	12,3	12,0	10,9	9,4
Balança de Pagamentos					
Exportações (US\$ bi)	217,7	239,3	223,7	226,6	230,6
Importações (US\$ bi)	150,7	181,2	179,5	189,6	205,0
Saldo Comercial (US\$ bi)	67,0	58,0	44,2	37,0	25,6
Conta Corrente (US\$ bi)	-21,8	-41,5	-53,3	-58,0	-70,4
Conta Corrente (% PIB)	-0,4	-0,8	-2,9	-3,1	-3,5
Contas Fiscais					
Resultado Primário Consolidado (% PIB)	-1,7	-1,6	-1,0	-1,4	-0,7
Dívida Pública Líquida (% PIB)	51,6	53,8	55,6	57,7	59,2
Dívida Pública Bruta (% PIB)	73,7	76,5	76,8	77,6	77,8