



## Perspectivas Macro Santander

São Paulo, 1 de fevereiro de 2019

Departamento de Pesquisa Econômica

### Copo(m) Meio Cheio ou Meio Vazio?

Nossos relatórios e análises estão disponíveis em [www.santander.com.br/economia](http://www.santander.com.br/economia)

#### É hora para “inventar moda”?

O destaque da próxima semana será a reunião do Copom – provavelmente, a última a ser capitaneada por Ilan Goldfajn –, principalmente por causa das recentes discussões sobre as chances de novas quedas da taxa Selic no curto prazo. De acordo com as cotações da estrutura a termo da taxa de juros, há quem aposte em corte na reunião do Copom em mai/19, quando o Banco Central provavelmente já estará sob a batuta de Roberto Campos Neto, executivo indicado pelo ministro Paulo Guedes para ocupar o posto de Ilan Goldfajn. **Sem delongas, não compartilhamos tal visão e reiteramos nossa expectativa de manutenção da taxa básica de juros em 6,50% a.a. ao longo de 2019.**

Aparentemente, as pessoas que advogam redução do atual nível da meta da Selic apoiam-se na (i) possibilidade de surpresas inflacionárias baixistas no curto prazo, com impactos positivos para a trajetória de médio prazo do IPCA; (ii) na continuidade de um ritmo lento de atividade econômica ao longo do 1T19; e (iii) no avanço substancial da Reforma da Previdência ainda no 1S19, que reforçaria a percepção de um patamar mais baixo para a taxa neutra de juros do que anteriormente percebido. Ainda que consideremos ser alta a chance de que o item (i) se materialize – as revisões baixistas nas projeções mensais do 1T19 poderão provocar alterações no número anual –, não há qualquer evidência disponível para vaticinar a ocorrência do item (ii) – não se tem informações sobre dados importantes referentes a dez/18, que dirá de jan-mar/19 –, e muito menos sobre o item (iii) – nem mesmo a proposta de reforma é conhecida!

Além disso, do ponto de vista prático – projeções de inflação a serem geradas pelos modelos econométricos do Banco Central – a autoridade monetária deverá se deparar com um quadro bastante semelhante ao observado na reunião do Copom de dez/18. À época, no cenário com taxas constantes de juros e câmbio em 6,50% a.a. e BRL/USD 3,85, respectivamente, as projeções de IPCA para 2019 e 2020 eram de 4,0% para ambos os anos. Desde então, a grande alteração nos parâmetros de cálculo diz respeito à taxa de câmbio, atualmente girando na faixa de BRL/USD 3,70 (ou 5% inferior ao patamar anterior). Tal mudança deverá provocar uma revisão baixista de aproximadamente 15bps nas projeções de inflação, o que significa dizer 3,85% para o IPCA neste e no próximo ano.

Embora abaixo das metas de 4,25% e 4,00% estipuladas para 2019 e 2020, a distância para estas não parece ser tão substancial. Principalmente quando recordamos que o próprio Banco Central considerava que o balanço de riscos associado às suas projeções pendia mais para o lado desfavorável (inflação efetiva acima do projetado) em parte por conta das incertezas no ambiente internacional. Na comparação com a reunião anterior do Copom, a situação externa não parece ter ficado menos nebulosa, mas sim o oposto. Portanto, como apontado em nosso relatório *10 Macro Propositions for 2019*, há chance de que o ambiente internacional possa impactar negativamente a taxa de câmbio da moeda brasileira e, assim, reverter a provável revisão das projeções de inflação desta reunião. Logo, esta não parece ser uma razão inabalável para alterar a taxa Selic neste momento.

Por fim, mas não menos importante, houve reconquista da credibilidade da autoridade monetária quanto a sua capacidade de conduzir a convergência da inflação para as metas estabelecidas. Não nos parece provável que o atual presidente do Banco Central queira correr o risco de alterar tal percepção justamente em sua saída. Por outro lado, também parece improvável que um novo comandante inicie seu trabalho optando por abordagens mais ousadas logo de início. Afinal, ainda que conte com tempo para corrigir um eventual equívoco, a primeira impressão é a que fica.



## O Que Passou: Atividade Econômica Decepcionante

2018 acabou sem presentes para a atividade econômica. **Os dados de dezembro, tanto para a taxa de desemprego quanto para a produção industrial, foram bastante frustrantes.** A principal decepção veio do mercado de trabalho: após melhora (ainda que suave) em boa parte do ano passado, a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) apontou elevação da taxa de desemprego entre novembro e dezembro (de 12,1% para 12,4%, após ajuste sazonal). Em relação à produção industrial, apesar do resultado de dezembro ter ficado um pouco acima das expectativas (realizado: +0,2%; Santander: -0,2%; consenso: -0,1%), **o crescimento registrado em 2018 foi de apenas 1,1%, muito aquém das expectativas formadas no início do ano.** Em nossa opinião, houve três razões principais para o comportamento frustrante do setor manufatureiro: **(i)** greve dos caminhoneiros; **(ii)** níveis deprimidos de confiança dos empresários em grande parte do 2º semestre, em linha com as grandes incertezas relativas ao processo eleitoral e **(iii)** piora das condições financeiras no cenário internacional. **Em 2019, entretanto, acreditamos que a produção industrial exibirá uma recuperação mais contundente – prevemos alta de 3,5%.**

**As principais contas fiscais de dezembro também foram divulgadas nesta semana. O resultado primário do governo central apresentou déficit de R\$ 31,8 bilhões no mês, culminando em um saldo negativo de R\$ 120,3 bilhões (-1,7% do PIB) em 2018,** número melhor que a meta prevista no orçamento (-R\$ 159 bilhões). A forte elevação de receitas extraordinárias (especialmente *royalties* de petróleo) e a menor execução de despesas (“empçoamento” de recursos) explicam boa parte desta diferença. Por sua vez, **o setor público consolidado - inclui também governos regionais e empresas estatais - apresentou déficit de R\$ 41,1 bilhões em dezembro e R\$ 108,3 bilhões em 2018 (ante meta de R\$ 161,3 bilhões).** Apesar de relativa folga no cumprimento das metas, não vemos muito motivo para celebração: a dívida pública em trajetória de alta (dívida bruta: 76,7% do PIB; dívida líquida: 53,8% do PIB em 2018) e a rigidez orçamentária (cerca de 90% das despesas primárias do governo são obrigatórias) compõem um quadro fiscal muito preocupante. É por isso que as reformas estruturais, com destaque para a reforma da previdência, são condição necessária para a retomada do crescimento econômico de forma sustentável. **De acordo com nossas estimativas, que têm como premissa êxito do governo na agenda reformista, o resultado primário do governo voltará a ser positivo em 2021, enquanto que a dívida pública (como proporção do PIB) começará a ceder a partir de 2023.**

## Fique de Olho: “E a Inflação, Ó!”

**O IPCA de janeiro será divulgado na próxima 6ª-feira (08/01) e esperamos alta de 0,37% ante dezembro; em 12 meses, a inflação deverá atingir 3,83%, ainda abaixo da meta estabelecida para o Banco Central em 2019 (4,25%).** O grande destaque do mês será a aceleração do grupo de alimentos no domicílio (+0,96% m/m), em linha com o padrão sazonal desses preços. **Além disso, as principais medidas de núcleo devem permanecer em patamares confortáveis,** devido à fraqueza do mercado de trabalho, ao hiato negativo do produto (elevada ociosidade na economia) e à lenta recuperação da atividade doméstica. Assim, **esperamos que o IPCA encerre 2019 com alta de 3,7%, contribuindo para que a taxa de juros Selic fique estável em 6,5% a.a. ao longo de todo o ano.**

## Últimas Publicações

### Português

- Grandes Desafios e Riscos Elevados no Cenário Global: E o Brasil Com Isso? (*jan/2019*)
- Entre Riscos Sistêmicos e Idiossincráticos (*set/2018*)
- Compasso de Espera (*set/2018*)
- Piora das Condições Financeiras Aumenta Chance de Selic Baixa Por Mais Tempo (*ago/2018*)
- Atividade Fraca, Inflação Baixa: Teoria Econômica em Prática (*ago/2018*)

### Inglês



- Risk Premium: Brazilian Asset Prices: How Much “Over” Has the Performance Been? (Jan19)
- Substantial Challenges and Risks in the Global Outlook: How Do They Affect Brazil? (Jan19)
- 10 Macro Propositions for 2019 (Jan19)
- 2019 Latin America Macro Outlook (Dec18)
- Economic and Political Calendar: What to Watch in Brazil in 2019 (Dec18)

---

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A.. ©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.