

**Perspectivas Macro Santander****Sinais de um ano mais próspero**

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

- Os dados de atividade econômica do último trimestre de 2019 seguem animadores. A queda da taxa de desemprego em novembro foi uma surpresa favorável, inclusive em função de uma composição benigna, com sinais de melhora no emprego formal. Após um bom crescimento em meses anteriores, a produção industrial de novembro (com divulgação marcada para a próxima quinta-feira, 09/01) deverá mostrar ligeira queda, sendo ainda consistente com uma expansão do setor no quarto trimestre.
- Com forte influência de choques de oferta, impactando preços de alimentação e combustíveis, o IPCA de dezembro deverá exibir alta de 1,13% em relação a novembro. Este resultado é consistente com uma inflação de 4,29% em 2019, patamar ligeiramente acima da meta central estabelecida para o ano (4,25%). Seguimos observando um quadro inflacionário benigno, em função da ociosidade econômica e ancoragem de expectativas.
- Para dezembro, dados recentes confirmam um fluxo cambial (cíclica e sazonalmente) negativo, mas também uma balança comercial mais forte que o esperado. Antevemos um cenário benigno para o financiamento externo em 2020, possivelmente compensando um provável aumento nas importações (dada a atividade mais forte). As perspectivas para o balanço de pagamentos não implicam maiores riscos para a taxa cambial em 2020. E com um cenário externo menos tensionado, seguimos projetando câmbio a 4,00 no fim do ano.
- Os resultados fiscais de novembro surpreenderam positivamente. Ademais, a leitura de dezembro registrará a entrada de elevado volume de receitas extraordinárias (relativas aos leilões de petróleo realizados no último trimestre do ano). Com isso, o déficit primário do setor público deverá encerrar 2019 significativamente abaixo da meta estabelecida para o ano. Ainda assim, reiteramos que o ajuste fiscal brasileiro não está completo e novas medidas e reformas são necessárias para conter o gasto obrigatório.

**1) Atividade econômica: indicadores continuam corroborando o cenário de recuperação**

Segundo dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD Contínua) publicados pelo IBGE na última semana (27/12), a taxa de desemprego caiu de 11,6% em outubro para 11,2% em novembro (trimestres móveis encerrados em tais meses). Em termos dessazonalizados, observamos queda marginal da desocupação, de 11,9% para 11,8%. Com base nos dados desagregados, destacamos o aumento do emprego formal, refletindo os cinco meses consecutivos de bom desempenho da criação líquida de postos com carteira assinada registrados pelo Caged (Cadastro Geral de Empregados e Desempregados). Além disso, no que diz respeito à abertura setorial, chamamos a atenção para a construção civil que, ao lado das atividades de serviços, vêm mostrando as maiores taxas de comparação interanual.

O rendimento médio real da população ocupada exibiu alta de 1,2% no trimestre móvel findo em novembro de 2019, em comparação com o mesmo período de 2018, apesar do aumento da inflação. Tanto o rendimento médio quanto a massa salarial (ambos em termos reais) reverteram a tendência de desaceleração na leitura dos últimos 12 meses. Nosso cenário continua apontando para queda gradual da taxa de desemprego nos próximos meses. No entanto, reconhecemos que os dados mais recentes têm sido encorajadores, podendo levar a uma melhoria mais rápida do que o esperado ao longo de 2020.

Ainda no que tange à atividade econômica, o IBGE divulgará na próxima quinta-feira (09/01) a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) de novembro: prevemos queda de 0,6% na comparação com o mesmo mês de 2018, o equivalente a uma redução de 0,5% em relação a outubro, já descontadas as influências da sazonalidade. Segundo nossas estimativas, a queda da produção industrial em novembro foi puxada pela indústria de transformação, uma vez que a indústria extrativa deve ter registrado forte crescimento no mês (destaque para o aumento acentuado da produção de petróleo). Contudo, o fraco desempenho em novembro não deverá evitar uma expansão do setor industrial no quarto trimestre de 2019: prevemos crescimento de 1,2% em relação ao terceiro trimestre, após ajuste sazonal.



## 2) Inflação: forte impacto de choques temporários (altistas) no final do ano

O IBGE divulgará na próxima sexta-feira (10/01) a inflação oficial de dezembro, medida pelo IPCA. Esperamos aumento da inflação mensal em relação à prévia (IPCA-15), de 1,05% para 1,13%, culminando em uma inflação de 4,29% em 2019, patamar ligeiramente acima da meta estabelecida para o ano (4,25%). De acordo com nossas estimativas, o expressivo aumento do IPCA em dezembro continuou refletindo a pressão sobre os preços de carnes (bovinas, frango, dentre outras), com impacto total de 0,62 p.p., assim como a elevação dos preços de combustíveis veiculares, com impacto total de 0,19 p.p.. Vale destacar que, excluindo a contribuição altista dos preços de carnes e combustíveis veiculares, calculamos que a variação mensal do IPCA seria de 0,32% em dezembro, sinalizando assim que a recente aceleração do índice de preços vem sendo impulsionada por choques pontuais no lado da oferta.

Por sua vez, o núcleo de inflação subjacente (IPCA-EX3) do fechamento de dezembro deverá subir em relação à leitura prévia (de 0,28% para 0,43%), devido principalmente ao aumento dos preços de alimentação no domicílio. Se excluíssemos este subgrupo, o IPCA-EX3 apresentaria desaceleração no último mês de 2019, o que interpretamos como evidência de um cenário ainda benigno para a inflação, dado o nível de atividade ainda abaixo do potencial e expectativas de inflação bem ancoradas.

## 3) Setor externo: alívio de tensão

Enquanto os dados semanais de fluxo cambial continuaram apontando saída de divisas da economia brasileira – US\$ 2,4 bilhões entre 24 e 27 de dezembro, de acordo com o Banco Central do Brasil (BCB), que consolidaram um quadro que mostra o maior fluxo de saída já visto no país (US\$ 43,3 bilhões, embora ainda haja os números de 30 de dezembro para serem computados) –, a divulgação dos números da balança comercial no mês passado surpreenderam favoravelmente, já que as exportações superaram as importações em US\$ 5,6 bilhões (estimávamos um resultado positivo de US\$ 3,2 bilhões e o consenso apontava para US\$ 4,3 bilhões), o que levou o comércio exterior brasileiro a registrar superávit de US\$ 46,7 bilhões em 2019 frente a US\$ 58,0 bilhões em 2018.

Com relação à deterioração observada no fluxo de saída em 2019 (US\$ 43,3 bilhões frente ao êxodo de US\$ 1,0 bilhão em 2018), é importante notar que tanto o segmento comercial quanto o financeiro contribuíram para esta piora. Contudo, em relação aos respectivos resultados em 2018, é fácil ver que o segmento comercial foi o principal responsável pelo revés. Após ter registrado entrada líquida de US\$ 47,7 bilhões em 2018, o fluxo comercial caiu para US\$ 17,9 bilhões em 2019 – ou seja, aproximadamente US\$ 30 bilhões de piora. Na mesma comparação, o fluxo financeiro registrou saída de US\$ 61,2 bilhões em 2019, frente a US\$ 48,7 bilhões em 2018. Além da contração nas transações comerciais derivadas tanto da crise econômica na Argentina quanto da desaceleração econômica global, é válido lembrar que parte das divisas obtidas com as exportações podem ter sido utilizadas para pagamentos de compromissos externos dos exportadores, já que não é mais necessário internalizar os recursos obtidos com as vendas externas desde 2008. Da mesma forma, no segmento financeiro a antecipação de pagamentos parece ter sido a razão primordial para a elevação do fluxo de saída. Assim, embora reconheçamos que o pagamento antecipado de dívida externa corporativa pesou sobre o fluxo de divisas no ano passado, este fator deverá perder força nos próximos meses e a questão importante para avaliar as perspectivas do fluxo cambial durante este ano diz respeito ao comportamento do comércio exterior.

Por conta disto, a surpresa positiva apresentada pela balança comercial em dezembro deu suporte à nossa expectativa de um período menos conturbado que o observado em 2019 – como descrito no relatório *Melhores Perspectivas* (16 de dezembro de 2019). Após terem sido atingidas por uma forte contração na venda de produtos industriais em virtude da crise econômica na Argentina, parece-nos difícil que as receitas de exportações sofram outra queda equivalente nos próximos meses. Contudo, temos em mente que se trata de um fator de risco a ser monitorado certamente. Além disso, como antecipamos uma recuperação gradual da economia brasileira – a despeito de algum robustecimento derivado de incentivos de curto prazo –, acreditamos que as importações expandir-se-ão de forma semelhante e não de maneira acelerada. Assim, avaliamos que a redução do saldo comercial desacelerar-se-á e, conseqüentemente, exercerá menos pressão sobre o fluxo cambial.

Por fim, o resultado comercial melhor que o esperado registrado em dezembro deverá se transformar em estimativas menores para o déficit em transações correntes naquele mês. Antes da divulgação dos dados da balança, projetávamos que o déficit teria atingido US\$ 6,8 bilhões em dezembro, mas agora estimamos que o desequilíbrio tenha sido de US\$ 4,4 bilhões. Se estivermos corretos, o déficit em transações correntes terá sido de US\$ 49,4 bilhões em 2019 – algo como 2,7% do PIB –, o que deverá aliviar as preocupações de curto prazo quanto à robustez do balanço de pagamentos brasileiro.



#### 4) Política Fiscal: surpresa positiva com os dados de novembro

Conforme publicado pelo Banco Central na última segunda-feira (30/12), o setor público consolidado - inclui governo federal, governos regionais e empresas estatais - registrou déficit primário de R\$ 15,3 bilhões em novembro, surpreendendo positivamente nossa expectativa (-R\$ 17,6 bilhões) e o consenso de mercado (-R\$ 17,4 bilhões). A principal surpresa veio do resultado de governos regionais (superávit mensal de R\$ 2,9 bilhões, ante previsão de ligeiro déficit); o governo federal e as empresas estatais apresentaram saldos negativos de R\$ 18,2 bilhões e R\$ 39 milhões, respectivamente. Considerando o resultado acumulado em doze meses até novembro, o setor público exibiu déficit primário de R\$ 89,5 bilhões (-1,24% do PIB). Para 2019 como um todo, entretanto, prevemos um saldo consideravelmente menor (-R\$ 68,5 bilhões ou -1,0% do PIB, frente à meta orçamentária anual de -R\$ 132,0 bilhões ou -1,8% do PIB), sobretudo devido às receitas esperadas em dezembro derivadas dos leilões de petróleo realizados no último trimestre de 2019 (ex: leilão da cessão onerosa).

Além desta diferença, temos enfatizado em nossas publicações (por exemplo, ver o relatório *Melhores Perspectivas*, 16 de dezembro) as projeções mais favoráveis para o nível e a dinâmica do endividamento público no período recente. O declínio acentuado do custo de rolagem, como reflexo da aprovação de medidas de ajuste fiscal/parafiscal nos últimos anos, explica grande parte da redução dos níveis projetados de dívida. Olhando para a frente, acreditamos que a manutenção das taxas de juros em patamares historicamente baixos por período prolongado e o ritmo mais forte de crescimento econômico levarão a dívida bruta a atingir o pico em 2021 (não ultrapassando 80% do PIB).

Contudo, reforçamos que o ajuste fiscal está incompleto, pois as despesas obrigatórias seguem em trajetória insustentável, o que requer avanços adicionais na agenda de reforma das contas públicas – destaque para a necessidade de aprovação de um pacote emergencial (e constitucional) de medidas de contenção do gasto em 2020. Nosso cenário-base contempla a continuidade desta agenda, permitindo, assim, o cumprimento da regra do teto de gastos nos próximos anos e superávits primários (gradualmente crescentes) a partir de 2023.

### Últimas Publicações

#### Português

- Melhores Perspectivas (dez/2019)
- Dias Melhores Virão (nov/2019)
- Expondo a Raiz do Problema (out/2019)
- O Segredo está nos Detalhes (set/2019)
- Em Busca do Crescimento (ago/2019)

#### Inglês

- A Better Outlook (Dec19)
- Better Days Ahead (Nov19)
- FX Compass – BRL: One down. Many others to go (Oct19)
- In Search of Growth (Aug19)
- Climbing The Cliffs In Bad Weather. (Jun19)

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.