



## Perspectivas Macro Santander

São Paulo, 22 de março de 2019

Departamento de Pesquisa Econômica

### Um Jogo Truncado

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

#### Entre Benefícios e Sacrifícios

Cumprindo o prazo estabelecido há um mês, o governo entregou nesta semana (20/03) ao Congresso Nacional a chamada reestruturação do Sistema de Proteção Social das Forças Armadas, popularmente conhecida como proposta de reforma da previdência dos militares. Dentre as mudanças apresentadas no projeto de lei, destaque para o aumento do tempo mínimo de serviço (dos atuais 30 para 35 anos, com regra de transição) e a elevação da alíquota de contribuição de ativos e inativos do sistema (dos atuais 7,5% para 10,5% sobre o valor integral do rendimento bruto a partir de 2022, respeitado um escalonamento de taxas nos anos de transição). **De acordo com as estimativas do governo, a economia de recursos com a medida será de R\$ 97,3 bilhões ao longo de 10 anos**, algo um pouco superior ao que havia sido sinalizado na divulgação da “PEC da Nova Previdência” em meados de fevereiro (R\$ 92,3 bilhões). A princípio, isso tenderia a animar os mercados, com a percepção de avanço adicional na agenda de ajuste fiscal; no entanto, a recepção não foi positiva. E a explicação para isso parece ter residido nos **gastos estimados em R\$ 86,85 bilhões (também ao longo de uma década) com a reestruturação das carreiras militares**, contemplando, por exemplo, aumento de gratificações e auxílios financeiros. Ou seja, **a economia líquida trazida pelo texto enviado ao Congresso corresponde a R\$ 10,45 bilhões em 10 anos**, montante que frustrou expectativas de analistas e demais participantes do mercado.

Além de reduzir o potencial de impacto fiscal, há receio de que o anúncio desta semana possa ter consequências negativas sobre o ambiente político para votação da reforma da previdência de servidores públicos civis e mesmo trabalhadores do setor privado. Enfim, pairam muitas incertezas sobre o volume de recursos que o governo conseguirá economizar com a reforma (qual será a “taxa de desidratação?”), bem como sobre o cronograma de tramitação da proposta no Congresso. **O jogo está apenas começando, e muitas emoções devem vir nos próximos meses. Dito isso, acreditamos que o governo aprovará a reforma da previdência, ainda que com ajustes à PEC submetida aos congressistas (por ora, estimamos corte em torno de 35% na economia de 1,2 trilhão prevista no texto original). No que diz respeito ao timing, achamos que o processo se estenderá ao 2º semestre deste ano.**

Por fim, é sempre válido reforçar que **(i)** a reforma da previdência é condição necessária para o equilíbrio das contas públicas e recuperação da economia brasileira e **(ii)** outras medidas no campo fiscal precisarão ser tomadas neste e nos próximos anos. Essa agenda é factível, mas longe de ser simples. E isso demanda boa articulação política, bom relacionamento entre os Três Poderes (Executivo, Legislativo e Judiciário) e respaldo da opinião pública. Aguardemos a marcha dos acontecimentos.

#### Selic Estável por um Bom Tempo

No início da semana, o Banco Central divulgou o IBC-Br (*proxy* mensal do PIB) de janeiro, que registrou queda de 0,4% ante dezembro, após ajuste sazonal. O resultado ficou abaixo das expectativas (mais uma vez!) e evidencia a lenta retomada da atividade econômica, que **pode frustrar as estimativas de crescimento** para 2019.

Em meio aos dados mais fracos de atividade, o Banco Central se reuniu **sob o comando do seu novo presidente, Roberto Campos Neto, pela primeira vez**. O Comitê de Política Monetária (Copom) manteve a taxa básica de juros (Selic) em 6,50% a.a., conforme esperado, mas realizou mudanças importantes no comunicado da decisão:

- O comitê reconheceu que a atividade econômica está recuperando em ritmo abaixo do esperado;
- Os riscos inflacionários passaram a ser simétricos;



- **O comitê considera que a economia brasileira passou por diversos choques em 2018 e que precisa de tempo para avaliar o cenário com menor incerteza, uma tarefa que não será concluída no curto prazo.**

Entendemos que o Banco Central preparou o mercado para possíveis cortes na Selic, mas sempre dependente das condições do mercado e da inflação de 2020, que não devem sofrer alterações significativas até a reunião de maio. Após este período, acreditamos que as incertezas relacionadas à reforma da Previdência levarão o BC à manter “cautela, serenidade e perseverança” na política monetária, **reforçando nossa perspectiva de que a taxa Selic ficará estável em 6,5% até meados de 2020.**

**Além disso, na próxima semana, o Banco Central ainda divulgará a ata da última reunião do Copom (terça-feira) e o Relatório Trimestral de Inflação-RTI (sexta-feira).** A expectativa é de que ambos os documentos apenas reforcem as alterações do comunicado pós-decisão de juros.

Nas projeções de inflação de curto prazo, o Banco Central esperava que o IPCA acumulado do trimestre encerrado em fevereiro de 2019 ficasse em 0,94%, apenas 0,04 pp distante do resultado observado. Para os cenários de médio prazo, por sua vez, teremos algumas mudanças, conforme as projeções já divulgadas após a última reunião do Copom.

Considerando o cenário com Selic e taxa de câmbio constantes (6,5% a.a. e 3,85 BRL/USD), **as projeções oficiais do Banco Central no RTI de dezembro eram de 4,0%, 4,0% e 4,1% para 2019, 2020 e 2021, respectivamente.** Como a surpresa inflacionária de curto prazo foi baixa e as variáveis exógenas (Selic e taxa de câmbio) não se alteraram, as novas projeções **ficarão praticamente estáveis: 4,1%, 4,0% e 4,0%, na mesma ordem. Ou seja, apenas a inflação de 2021 está acima da meta estabelecida (de 3,75%).**

**Por fim, na terça-feira também será divulgado o IPCA-15 de março. Esperamos aumento mensal de 0,54%, acelerando em relação a fevereiro.** O principal vetor desta aceleração deverá ser a inflação dos alimentos no domicílio, passando de 0,68% para 1,65%, com elevação dos preços dos alimentos “in natura”, resultado das fortes chuvas ao longo do mês. Por outro lado, o grupo de serviços deve registrar alta de 0,32%, desacelerando após o fim do impacto dos reajustes das mensalidades escolares e menor inflação de alimentação fora do domicílio. Com isso, a inflação acumulada nos últimos 12 meses deve subir para 4,18%, ainda em linha com a meta (de 4,25% em 2019). **Destaque ainda para o núcleo da inflação, que continuará em patamar confortável apesar da aceleração para 3,0% na variação mensal anualizada com ajuste sazonal.**