

Perspectivas Macro Santander**O diabo mora nos detalhes**

Nossos relatórios e análises estão disponíveis em
www.santander.com.br/economia

- Nesta semana, as condições globais de mercado para países emergentes e ativos de risco foram impactadas de alguma forma pelo surto de coronavírus na China. Ainda assim, os ativos brasileiros em geral apresentaram certa estabilidade, e um desempenho em linha (na média) em relação aos pares.
- O IPCA-15 – prévia do índice IPCA – veio em linha com as expectativas em Janeiro 2020. As medidas de núcleo mostraram alguma aceleração, mas que pareceu-nos ser causada por pressões temporárias. Assim, continuamos projetando que o IPCA encerrará 2020 bem abaixo da meta estipulada para este ano (3,4% versus 4,00%, respectivamente).
- Os dados do mercado de trabalho reforçam a percepção de que a economia brasileira está em rota de recuperação, que provavelmente ganhará tração ao longo deste ano.
- Dados das contas externas deverão trazer alívio para a preocupação dos agentes econômicos com relação à dinâmica do balanço de pagamentos.
- O resultado primário do setor público em 2019 deve ter sido bem melhor do que a meta estipulada para o ano, principalmente devido ao grande volume de receitas extraordinárias (ex: recursos oriundos de leilões de petróleo) e à redução acentuada das despesas discricionárias. Porém, as contas públicas de 2020 deverão mostrar déficits primários mais elevados, deixando claro que o ajuste fiscal não está completo.
- Apesar de avanços importantes na agenda de reformas ao longo dos últimos anos, outras medidas fiscais precisam ser aprovadas, sobretudo no que diz respeito ao controle dos gastos obrigatórios. Acreditamos que a melhora recente da percepção da população sobre as condições econômicas pode reforçar o compromisso do governo federal com esta agenda.

Nesta semana, as condições globais de mercado para países emergentes e ativos de risco foram impactadas de alguma forma pelo surto de coronavírus na China. Ainda assim, os ativos brasileiros em geral apresentaram certa estabilidade, e um desempenho em linha (na média) em relação aos pares. Um destaque foi a curva de juros local, que registrou pressões altistas após a divulgação de detalhes menos desinflacionários na divulgação da prévia da inflação para janeiro. Porém, os juros de mercado mudaram de direção após uma entrevista com o presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, sinalizar que a autoridade monetária segue enxergando uma tendência favorável para a inflação, inclusive destacando um arrefecimento de recentes choques que afetaram os preços de alimentos. Seguimos projetando um corte de juros de 0,25 p.p. (para 4,25% a.a.) para a reunião do Copom no início de fevereiro.

1) Inflação: apesar de choques, comportamento segue benigno

O IPCA-15 de janeiro registrou variação de 0,71%, ligeiramente abaixo da nossa previsão (+0,72%) e acima do consenso de mercado (+0,69%). Apesar de significativa, esta desaceleração não foi suficiente para trazer a variação anual (4,34%) abaixo da meta de inflação estabelecida para 2020 (4,00%).

Os principais destaques da menor inflação de janeiro foram os grupos “Alimentação no Domicílio” e “Transportes”. Como exposto no último relatório semanal, estávamos enfrentando um pico temporário derivado do choque observado nos preços das proteínas animais, que vem se dissipando ao longo do mês e, nesse sentido, gerando um impulso baixista para a inflação fechada de janeiro. Outros itens vieram em linha com as expectativas, com exceção do grupo “Habitação”, com alta não esperada dos itens relacionados a aluguéis e taxas.

No entanto, vale notar que o IPCA-EX3 (indicador mais sensível dos núcleos de inflação aos ciclos monetários) subiu 0,61% em janeiro, acima da variação de 0,34% registrada no IPCA-15 de dezembro. O resultado com ajuste sazonal (IPCA-EX3) ficou em 0,45% em janeiro, ante 0,31% em dezembro. Esperamos para o 1º trimestre deste ano um impacto menor do choque nos preços das proteínas animais (leituras mensais de 0,8%-0,9% no trimestre), reforçando nossa avaliação de



um caminho bem comportado para a inflação, devido à ainda elevada ociosidade na atividade econômica doméstica e expectativas ancoradas.

2) Atividade Econômica: melhora do mercado de trabalho

Conforme divulgado pelo Caged (Cadastro Geral de Empregados e Desempregados) nesta sexta-feira (24/01), houve geração líquida de 58 mil empregos formais em novembro (após ajuste sazonal), um pouco acima da nossa expectativa e o consenso de mercado. No acumulado de 2019, 644 mil novos postos com carteira assinada foram criados na série com ajuste, o que representa aumento considerável em comparação à criação líquida de 528 mil vagas em 2018. Ademais, a média móvel trimestral de criação líquida de vagas ficou estável em aproximadamente 75 mil ao mês, sinalizando um início de ano positivo para o mercado de trabalho. Esperamos a criação líquida de 1 milhão de postos de trabalho em 2020.

Ainda em relação ao mercado de trabalho, na próxima semana haverá a divulgação da taxa de desemprego de dezembro (Pnad Contínua). Em linha com a melhora da criação líquida de empregos formais, esperamos que a taxa de desocupação nacional caia de 11,8% para 11,7%, após ajuste sazonal (declínio de 11,2% para 11,0%, considerando a série original). Embora os dados mais recentes sejam encorajadores, acreditamos que a taxa de desemprego seguirá em trajetória de queda gradual ao longo deste ano, ganhando tração especialmente no segundo semestre.

3) Contas Externas: acalmando os ânimos

Após ter causado certo ruído por conta das revisões que revelaram um desequilíbrio em transações correntes bem superior ao que os agentes econômicos imaginavam anteriormente, os dados referentes às contas externas brasileiras em dezembro de 2019 – que serão publicados na manhã da próxima segunda-feira (27/01) – deverão dar suporte à nossa visão de que o ritmo de deterioração do balanço de pagamentos brasileiro está longe de uma velocidade preocupante. Estimamos que o saldo em transações correntes tenha sido deficitário em US\$ 4,3 bilhões no mês passado, o que traduzir-se-á em um desequilíbrio de US\$ 49,3 bilhões no ano passado – caso nossa estimativa se mostre correta. Embora mais do que três vezes superior ao déficit de US\$ 15,0 bilhões observado em 2017 – o primeiro ano contemplado pela revisão de dados promovida pelo Banco Central –, é importante lembrar que aquele ano marcou o pico do ajuste ocorrido no déficit em transações correntes, na esteira do período recessivo que a economia brasileira vivenciou durante 2015 e 2016. Na medida em que a economia voltou a crescer – embora modestamente – nos anos seguintes, nada mais natural do que observar déficits mais elevados em transações correntes. Contudo, é válido ter em mente que a maior parte da deterioração de US\$ 34,3 bilhões observada no período foi concentrada em 2018 (US\$ 26,5 bilhões), já que o alargamento do déficit perdeu intensidade em 2019 (US\$ 7,9 bilhões). Além do menor ritmo de deterioração no saldo em transações correntes, também chamamos à atenção dos leitores para o fato de o país ter continuado a contar com maciço fluxo de investimentos diretos (IDP), que tem ultrapassado com folga o desequilíbrio mencionado anteriormente. Estimamos que o volume de IDP tenha atingido US\$ 11,5 bilhões em dezembro, o que traduzir-se-á em um fluxo de entrada de IDP acumulado em 2019, de US\$ 80,6 bilhões. Portanto, além de sinalizar uma trajetória não explosiva para o déficit brasileiro em transações correntes, avaliamos que os dados indicarão que o país conta com uma fonte sólida para financiá-lo, dado o avanço na agenda de reformas e melhora gradual do ritmo de crescimento econômico.

4) Política Fiscal: novas batalhas a serem vencidas

Importantes indicadores de política fiscal serão divulgados na próxima semana. Na quinta-feira (30/01), a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) publicará o resultado primário do governo central em dezembro/19. Estimamos superávit mensal de R\$ 3,8 bilhões, número fortemente influenciado pelo ingresso de receitas extraordinárias oriundas dos leilões de petróleo realizados no final do ano passado (destaque para a entrada líquida de R\$ 23,7 bilhões aos cofres do governo federal relativos ao leilão da cessão onerosa). Com isso, esperamos que governo central registre déficit primário de R\$ 76,5 bilhões em 2019 (-1,1% do PIB), saldo consideravelmente melhor do que a meta de -R\$ 139,0 bilhões (-1,9% do PIB) estipulada para o ano. Em suma, a diferença significativa entre o resultado primário efetivo e a meta em 2019 se explica pelo volume elevado de receitas não recorrentes (além dos leilões de petróleo, vale mencionar o pagamento de dividendos de bancos públicos à União) e redução acentuada das despesas discricionárias, inclusive investimentos.

O resultado primário do setor público consolidado (governo federal, governos regionais e empresas estatais), por sua vez, será publicado pelo Banco Central na sexta-feira (31/01). Prevemos saldo negativo de R\$ 3,1 bilhões em dezembro, o que implicaria déficit total de R\$ 51,5 bilhões em 2019 (-0,7% do PIB), muito abaixo da meta de -R\$ 132,0 bilhões (-1,8% do PIB) definida no orçamento do ano passado. Além disso, estimamos que o pagamento de juros nominais encerrou 2019 no patamar de 5,1% do PIB, frente a 5,6% do PIB em 2018, também contribuindo para o recuo do déficit nominal no período (de 7,1% do PIB para 5,9% do PIB). Por fim, os dados fiscais do setor público devem mostrar a razão entre dívida pública



bruta e PIB em 76,3% no fechamento de 2019, segundo nossas estimativas, praticamente o mesmo nível registrado no final do ano anterior.

Conforme temos salientado em nossos relatórios (por exemplo, ver *Melhores Perspectivas*, 16 de dezembro de 2019), as projeções para o endividamento público melhoraram bastante no período recente. Fatores como (i) queda expressiva do custo de refinanciamento da dívida (na esteira das taxas de juros em níveis historicamente baixos), (ii) recuperação cíclica do PIB, (iii) devoluções antecipadas do BNDES ao Tesouro Nacional e (iv) vendas líquidas de câmbio no mercado à vista efetuadas pelo Banco Central no 2º semestre de 2019 explicam, em grande parte, essas expectativas mais favoráveis. Porém, a desalavancagem da dívida pública não tem sido acompanhada pela redução estrutural do gasto obrigatório: por exemplo, entre o final de 2016 (aprovação da regra do teto de gastos) e o final de 2019, a relação entre despesas obrigatórias e PIB decresceu apenas 0,7pp. Avanços importantes na condução da agenda de ajuste fiscal ocorreram nos últimos anos, dentre eles a aprovação de uma reforma previdenciária com boa potência, mas medidas adicionais precisam ser aprovadas, sobretudo no que concerne ao controle dos gastos com pessoal.

O resultado primário dos entes públicos em 2020 deverá reforçar esta necessidade. Esperamos déficits de R\$ 107,5 bilhões (-1,4% do PIB) e R\$ 102,3 bilhões (-1,3% do PIB) para o governo central e setor público consolidado, respectivamente - a lei orçamentária para o ano corrente fixou as metas de -R\$ 124,1 bilhões (-1,6% do PIB) e -R\$ 118,9 bilhões (-1,6% do PIB). Ou seja, a folga entre resultado efetivo e meta deverá ser muito inferior ao observado em 2019, especialmente devido aos menores montantes de receitas não recorrentes. Nesse sentido, cabe destacar que as premissas do nosso cenário-base não incorporam a privatização da Eletrobrás (prevista no orçamento de 2020) e eventual re-licitação dos dois blocos de petróleo (Sépia e Atapu) que não receberam ofertas no leilão da cessão onerosa - notícias veiculadas na imprensa nesta semana indicaram que tais áreas exploratórias tendem a ser leiloadas (talvez sob novo modelo e métricas diferentes) apenas em 2021. Em linhas gerais, o déficit primário permanecerá em patamar elevado, deixando claro que o ajuste fiscal não está completo.

Isto posto, acreditamos na continuidade da agenda reformista neste e nos próximos anos. Para 2020, particularmente, prevemos a aprovação de um pacote emergencial de redução das despesas obrigatórias, ainda que com eventuais alterações após tramitação no Congresso. Com base em tal premissa, nossos cálculos indicam que a regra do teto de gastos seria cumprida (pelo menos) até 2023 e o resultado primário do setor público voltaria a ser superavitário no mesmo ano.

5) Avaliação do Governo: impacto positivo das condições econômicas

A pesquisa CNT/MDA, divulgada na última quarta-feira (22/01), mostrou melhora na avaliação do governo federal. Com base em coleta de dados realizada nos dias 15 a 18 de janeiro, 34,5% dos respondentes consideraram o atual governo como ótimo ou bom, proporção superior à registrada no último levantamento, conduzido em agosto do ano passado (29,4%). Por sua vez, a avaliação do governo como ruim ou péssimo declinou de 39,5% para 31,0%, no mesmo período. Combate à corrupção, segurança pública e economia foram as áreas em que o governo apresentou melhor desempenho, com destaque à dinâmica recente da última. Por exemplo, 58,6% dos entrevistados esperam condições econômicas mais favoráveis em 2020, em comparação ao ano passado, enquanto que apenas 10,4% acreditam em piora do cenário. Particularmente sobre o mercado de trabalho, 43,2% dos respondentes projetam uma situação mais benigna nos próximos seis meses, ao passo que 18,9% esperam um quadro pior (34,3% preveem condições estáveis). A nosso ver, fatores como o ritmo mais forte de geração líquida de empregos formais ao longo do segundo semestre de 2019, juros baixos, liberação de saques de recursos do FGTS e 13ª parcela do Bolsa Família podem ter contribuído para os melhores números no que diz respeito à avaliação sobre a economia (e, consequentemente, em relação ao governo).

Os resultados da pesquisa apontam para uma melhor avaliação do governo entre dois períodos específicos, não garantindo uma tendência positiva ao longo dos próximos meses. De qualquer forma, o grande peso das condições econômicas para este avanço pode reforçar o comprometimento e perseverança do governo com a agenda de medidas e reformas, inclusive as de caráter fiscal. Em linha com o exposto acima, a consolidação fiscal do país é condição necessária para uma trajetória sustentável de maior crescimento econômico no longo prazo.

6) Ambiente internacional: impacto positivo das condições econômicas

Foi uma semana de poucos eventos econômicos de impacto global no resto do mundo. A reunião do Banco Central Europeu (BCE) apenas reforçou a expectativa de que a política de juros negativos e compra de ativos deve permanecer inalterada ao longo de 2020 já que o comitê entende que um grau elevado de acomodação ainda se faz necessário. Fora do ramo econômico, os mercados globais ficaram sensíveis às notícias vindo da Ásia, em especial da China, acerca do coronavírus e sua capacidade de contaminação, letalidade e possível impacto econômico.



Na próxima semana, os principais eventos serão as primeiras divulgações de PIB do 4º trimestre de Europa e EUA. Em ambos os casos, a expectativa é de continuidade do ritmo recente de crescimento: lento (ao redor de 1%) no caso da Europa e moderado (ao redor de 2%) nos EUA. Além dos dados de atividade, realizar-se-á a reunião de política monetária do banco central americano (FED) onde é esperado que o comitê reafirme que o nível atual de juros deve seguir sendo apropriado no horizonte relevante. Tanto a reunião do BCE nesta semana quanto a do FED na próxima deverão ir em linha com a nossa expectativa de que as taxas de juros dos principais blocos econômicos mundiais deverão ficar inalteradas ao longo deste ano.

Últimas Publicações

Português

- Proposições Macro para 2020 (jan/2020)
- Melhores Perspectivas (dez/2019)
- Dias Melhores Virão (nov/2019)
- Expondo a Raiz do Problema (out/2019)
- O Segredo está nos Detalhes (set/2019)

Inglês

- FX Compass – BRL: We hope they'd got it (Jan20)
- Brazil Macro Propositions for 2020 (Jan20)
- A Better Outlook (Dec19)
- FX Compass – BRL: Buckle up (Nov19)
- Better Days Ahead (Nov19)

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.