



Perspectivas Macro Santander

São Paulo, 24 de maio de 2019

Departamento de Pesquisa Econômica

Sandálias da Humildade

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

Dobrando a Aposta

No relatório *10 Macro Propositions for 2019* divulgado no início do ano, duas considerações apresentadas causaram estranheza em nossos leitores: 1) expectativa de manutenção da taxa básica de juros por bastante tempo e 2) projeção de depreciação da moeda brasileira para BRL4,00/USD frente ao patamar médio de BRL3,70/USD que vigorava na semana de divulgação. Afinal, com a esperada (à época) recuperação econômica seria difícil não antecipar uma normalização da taxa básica de juros e, diante da expectativa de aprovação célere da Reforma da Previdência, não se poderia imaginar depreciação da moeda. Cinco meses depois, a estranheza continua. De um lado, a frustração com o progresso da agenda de reformas, aliado às turbulências no ambiente internacional, levou a um enfraquecimento da moeda que exigiu intervenção mais forte do Banco Central. Além disso, o ritmo de recuperação também se mostrou aquém das expectativas e há quem acredite que a taxa básica de juros poderia ser reduzida para patamar inferior aos 6,50% a.a. atualmente vigente.

No relatório *FX Compass* divulgado nesta semana, reiteramos nossa expectativa de que a taxa de câmbio encerrará o ano por volta de BRL4,00/USD, haja vista que a mencionada intervenção seguiu o mesmo racional adotado pela diretoria anterior do Banco Central: atuação para coibir movimentações não compatíveis com os fundamentos econômicos e que poderiam gerar distorções nocivas à economia brasileira. Ou seja, não houve tentativa de frear artificialmente a flutuação do câmbio, mas sim uma ação para garantir o bom funcionamento do mercado cambial. Logo, pode-se descartar intervenções mais pesadas para trazer a taxa de câmbio para patamares inferiores. Por outro lado, ainda que aos trancos e barrancos, temos observado avanço da pauta de reformas – vide seção abaixo para maiores detalhes –, quadro que serve de obstáculo a novas rodadas de enfraquecimento da moeda. Com estas forças antagônicas em atuação, avaliamos que o resultado final deva ser encerramento do ano com a taxa de câmbio em patamar semelhante ao que ora vige, com oscilações temporárias ao redor deste nível ao longo dos próximos meses.

Já no relatório *Is It Time to Upgrade Core Inflation Measures?* – também publicado nesta semana –, apresentamos uma sugestão de aprimoramento do sistema de metas de inflação com a utilização de medidas subjacentes de inflação ao invés do índice cheio. Em nossa avaliação, esta abordagem traria ganhos sobre o procedimento atual, já que reduziria o ruído causado por flutuações temporárias da inflação. Por exemplo, a variação interanual apontada pelo IPCA de abr/19 foi de 4,94%, bem acima da meta de 4,25% estabelecida para dez/19, enquanto o núcleo calculado com a exclusão de inflação de alimentos e preços administrados (a medida mais simples de inflação subjacente) registrou variação interanual de 3,05%. Por questões temporárias – o impacto da febre suína no rebanho de porcos chineses, por exemplo –, esta discrepância permanecerá nos meses à frente. Porém, o Banco Central já indicou que não pretende alterar a taxa básica de juros tão cedo. Ou seja, já está implicitamente utilizando o comportamento da inflação subjacente em suas decisões. Por que não explicitar tal decisão? Avaliamos que tal indicação deixará mais claro que será necessária uma inflação basal – ou subjacente, caso prefira – abaixo do patamar corrente para que a autoridade monetária considere a possibilidade de redução da taxa básica de juros. Como não antecipamos alteração substancial deste indicador nos próximos meses, mantemos nossa projeção para a taxa Selic em 6,50% a.a. por um período prolongado.

O Que Passou: Reavaliação Orçamentária, Votações e IPCA-15 de Maio

No campo fiscal, destaque para o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias do 2º bimestre, publicado pelo Ministério da Economia na última 4ª-feira (22/05). Dentre as principais mudanças na comparação com o texto do 1º bimestre, o governo revisou para baixo a projeção de crescimento do PIB Brasileiro em 2019,



de 2,2% para 1,6% - vale citar que, em nossa opinião (e também do mercado), o desempenho da atividade econômica este ano será ainda mais fraco. Além disso, houve revisão nas expectativas para a inflação: no caso do IPCA, elevação de 3,8% para 4,1%; já em relação ao IGP-DI, aumento de 4,3% para 6,1%. No que diz respeito ao comportamento dos indicadores fiscais propriamente ditos, a mudança na previsão de déficit primário em 2019 sofreu alteração apenas sutil (redução em aproximadamente R\$ 2 bilhões, de R\$ 139,0 para R\$ 140,9 bilhões). Isso porque, de acordo com as estimativas do governo, a frustração com as receitas administradas (tributárias) no último bimestre - em linha com a fraqueza da atividade - foi compensada pelos números mais favoráveis para as receitas não administradas, especialmente com dividendos e *royalties* de petróleo. Por fim, o governo também anunciou que a necessidade de bloqueio de despesas para o cumprimento da meta fiscal seria de R\$ 2,2 bilhões; no entanto, na prática, o contingenciamento adicional não ocorrerá, pois tal volume de recursos será absorvido por uma reserva orçamentária.

Algumas votações no Congresso também chamaram a atenção nesta semana. Em primeiro lugar, a CCJ (Comissão de Constituição e Justiça) da Câmara dos Deputados aprovou a admissibilidade da proposta de reforma tributária (PEC 45/2019). Dentre outros fatores, a medida visa acabar com três tributos federais (IPI, PIS e Cofins), um estadual (ICMS) e outro municipal (ISS), e, no lugar deles, criar o chamado Imposto sobre Operações com Bens e Serviços (IBS), de competência da União, estados e municípios. Esse objetivo de simplificação tributária segue o modelo de Imposto sobre Valor Adicionado, o qual é adotado em diversos países. Agora, a PEC da reforma tributária seguirá para análise em Comissão Especial. Outro evento importante da semana foi a aprovação do texto-base da Medida Provisória da reforma administrativa (MP 870) na Câmara, que trata da redução do número de ministérios no governo (de 29 para 22). O próximo estágio de tramitação da MP 870 será a apreciação do texto no Senado - vale lembrar que 03/06 é o prazo de validade (caducidade) da medida. Ademais, o mercado vem monitorando o andamento de outras medidas provisórias, tais como a MP 868 (marco legal do saneamento básico) e MP 871 (combate a fraudes em benefícios previdenciários), que também caducam na primeira semana de junho.

Com relação à inflação, a variação mensal do IPCA-15 de mai/19 ficou em 0,35%, valor abaixo da nossa projeção (0,44%) e da mediana do mercado (0,42%). Com este resultado, a inflação acumulada em 12 meses passou de 4,71% para 4,93%. A desaceleração da inflação entre abril e maio ocorreu principalmente em função da deflação dos preços dos alimentos no domicílio, que estão se normalizando com a entrada do período seco. Acreditamos que este movimento irá se intensificar até o final do mês, conforme os preços dos produtos "in natura" no atacado já demonstram.

O preços dos bens administrados aceleraram em linha com o esperado, com o subitem gasolina ainda em patamar elevado após os reajustes realizados nos preços das refinarias ainda no final de abril. A inflação de serviços segue bem comportada, com destaque para a desaceleração dos itens relacionados à renda, refletindo a lenta recuperação da atividade econômica. O mesmo raciocínio vale para os bens industriais, que ficaram abaixo do esperado para o padrão sazonal do mês.

Fique de Olho: Ou Seria Melhor Não Olhar?

O primeiro trimestre de 2019 não trará boas lembranças para a maioria dos brasileiros. Diversas tragédias humanitárias marcaram o começo do ano e, se não fosse o bastante, o PIB (será divulgado no próximo dia 30) deve registrar contração de 0,3% em relação ao último trimestre do ano passado (% t/t), segundo nossas estimativas.

Embora parte do resultado negativo possa ser atribuído ao rompimento da barragem em Brumadinho (MG), que paralisou parcela significativa da indústria extrativa, avaliamos que este impacto não foi o único, tampouco o principal responsável pela queda estimada de 0,8% t/t da indústria brasileira no período; outra "vilã" da indústria foi a recessão econômica na Argentina, o principal destino das exportações de automóveis brasileiros. Entretanto, avaliamos que a letargia do crescimento econômico doméstico não está restrita a fatores pontuais, já que enfrentamos uma crise de confiança que explica resultados decepcionantes em quase todos os setores da economia. Estimamos que o setor de serviços, que representa mais de 60% do PIB brasileiro, deve ter crescido



apenas 0,1% t/t no 1º trimestre; por outro lado, a exceção parece ter sido a agropecuária, para a qual prevemos crescimento de 2,2% na mesma base de comparação.

Pela ótica da demanda, o consumo das famílias segue como o carro-chefe da (fraca) economia, com alta estimada de 0,4% t/t no último trimestre. Já os outros componentes devem registrar contração: os investimentos sofrem bastante com a crise de confiança (projeção de -2,9% t/t) e a tumultuada conjuntura internacional não tem ajudado o setor externo, cuja contribuição líquida (exportações – importações) deve ter sido negativa em 0,4pp.

Somos obrigados a reconhecer que nós, e o mercado, temos sistematicamente revisado para baixo nossas projeções de crescimento, e que o resultado deveras frustrante que esperamos para o primeiro trimestre coloca um **viés de baixa para nossa projeção de crescimento de 1,3% para o PIB em 2019**. Avaliamos que, enquanto perdurar a crise de confiança em que se encontra o Brasil, dificilmente a atividade econômica ganhará tração. Porém, acreditamos que **a aprovação de reformas, tais como a previdenciária e tributária, podem ser o gatilho para estimular a elevação da confiança e, conseqüentemente, um crescimento acelerado**.

Últimas Publicações

Português

- Soja e Milho: Mais uma Excelente Safra (*abr/2019*)
- Reforma da Previdência: Fortes Emoções Desde o Começo (*abr/2019*)
- O Crédito Será Suficiente para Reviver o Consumo? (*abr/2019*)
- Juros baixos por (Muito) mais tempo (*abr/2019*)
- Por que o consumo desacelerou em 2018 e o que esperar para 2019? (*mar/2018*)

Inglês

- Is It Time to Upgrade Core Inflation Measures? (*May19*)
- FX Compass – BRL: Talk Is (Not) Cheap (*May19*)
- Year of the Pig: Good Fortune? (*Apr19*)
- Will Credit Be Enough to Revive Consumption? (*Apr19*)
- Low for (Much) Longer (*Mar19*)

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.