

**Perspectivas Macro Santander****Montanha russa de emoções**

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

- Nos últimos dias, houve revisões importantes em estatísticas sobre o setor externo, que tiveram um impacto negativo substancial sobre os preços dos ativos financeiros brasileiros e que trouxeram dúvidas, até mesmo, sobre as perspectivas para a política monetária.
- Na esteira da forte elevação da taxa de câmbio derivada de perspectivas mais negativas sobre a dinâmica do balanço de pagamentos brasileiro, nesta semana as cotações do mercado de juros futuros chegaram a embutir probabilidade de 50% para uma redução de 0,5 ponto percentual na taxa Selic na próxima reunião do Copom. Há uma semana, estas cotações indicavam haver 65% de chances para tal ação.
- Contudo, ao mesmo tempo em que interveio no mercado cambial – para evitar que anomalias no seu funcionamento produzissem efeitos deletérios sobre a economia – a autoridade monetária brasileira afirmou que as condições atuais são ainda compatíveis com a redução sinalizada desde a reunião anterior.
- Na próxima semana, a publicação de dados de atividade econômica e inflação poderá reforçar esta perspectiva – teremos o PIB do 3T19, a produção industrial de outubro, além do IPCA de novembro –, já que deverão apontar manutenção de um quadro de recuperação econômica gradual aliado a um cenário inflacionário cuja tendência central permanece bastante favorável.
- Dados fiscais divulgados nesta semana se mostraram em linha com as nossas projeções, nos levando a reafirmar perspectiva de déficit primário em -1,2% do PIB para 2019. Com as discussões voltando-se para o Orçamento de 2020, o Ministério enviou uma série de alterações ao Congresso no Projeto de Lei Orçamentária para 2020, aumentando os riscos de aumento de despesas – aumento de gastos com o Abono Salarial - e diminuição de receitas – dúvidas sobre a privatização da Eletrobrás para 2020. O tema fiscal continuará em grande destaque, sendo primordial para um crescimento econômico sustentado no longo prazo.

**1) Revisão do balanço de pagamentos e a taxa de câmbio**

Anteriormente à realização do leilão dos volumes excedentes da cessão onerosa, havia a expectativa entre os agentes econômicos de que a taxa de câmbio brasileira poderia terminar o ano abaixo do patamar de R\$4,00/US\$ mediante a potencial entrada de fluxos de capitais estrangeiros que a operação supostamente geraria. Entretanto, como amplamente sabido, houve frustração desta expectativa, e conseqüente disparo de um processo de correção cambial, o que levou o BRL imediatamente de volta para o nível de R\$4,10/US\$ – patamar compatível com as circunstâncias das variáveis internacionais que influenciam nossa moeda. Desde então, temos testemunhado um noticiário político menos favorável, tanto no ambiente doméstico quanto no internacional, que acabou levando a um enfraquecimento adicional do BRL e culminou em um novo platô de negociação da moeda americana (R\$4,20/US\$).

Não bastassem estes ventos de proa, adicionalmente o Banco Central do Brasil (BCB) publicou dados revisados sobre o balanço de pagamentos, que indicou um déficit em transações correntes mais elevado que o previamente imaginado. Foi a segunda revisão promovida pelo BCB neste ano e, em ambas as ocasiões, houve alterações substanciais nos números. Por exemplo, o déficit de US\$24 bilhões acumulados nos últimos 12 meses encerrados em julho de 2019 transformou-se em desequilíbrio de US\$32 bilhões após a primeira revisão e, então, chegou a déficit de US\$46 bilhões após a segunda alteração. O volume de investimento direto no país também passou pelo mesmo processo de revisão, embora na direção oposta, movendo-se para um nível inferior ao imaginado anteriormente. Desta forma, embora ainda suficiente para financiar o déficit em transações correntes, o volume de recursos em excesso ao desequilíbrio tem recuado. Além disso, a velocidade na qual o déficit em transações correntes tem se deteriorado ultimamente deixou os agentes econômicos bastante preocupados e o BRL rompeu o nível de R\$4,20/US\$ e estabeleceu rapidamente (3 dias) um novo pico histórico (R\$4,27/US\$). A repentina deterioração foi entendida pelo BCB como uma disfuncionalidade do mercado cambial, levando-o a intervir para evitar que o processo saísse de controle. O que esperar de agora em diante?



Avaliamos que fatores estruturais permanecerão exercendo pressão altista sobre a taxa de câmbio por enquanto, tais como o fraco desempenho econômico mundial – que deverá continuar atrapalhando as exportações brasileiras – e o menor apetite dos investidores estrangeiros em aplicar seus recursos no país – em virtude de um ambiente menos favorável de rentabilidade ajustada pelo risco inerente. Assim, avaliamos que apenas mudanças estruturais poderão conter esta pressão, sugerindo que esforços para fazer a agenda de reformas avançar serão cruciais, especialmente aqueles que possam melhorar o panorama fiscal. Caso contrário, uma combinação de moeda mais desvalorizada e taxa de juros mais elevada deverá ser nossa realidade. Daí a reação dos agentes econômicos em reduzir as apostas na continuidade do ciclo de redução da taxa básica de juros. Porém, como não descartamos que haverá algum progresso na agenda de reformas a curto e médio prazos, mantemos nossa projeção de R\$4,00/US\$ para dezembro de 2020. Entretanto, reconhecemos que o caminho para este patamar será provavelmente acidentado.

## 2) Concessão de crédito e Atividade econômica

O saldo total das operações de crédito financeiro na economia brasileira tem aumentado de forma gradual, porém consistente, ao longo de 2019. Nessa semana, os dados referentes a outubro divulgados pelo BCB ratificam esse argumento: crescimento de 0,3% na comparação com setembro e 6,3% com o mesmo mês de 2018. Além da melhora no volume de crédito livre e para pessoas físicas observados ao longo de 2019 (13,4% para o primeiro e 11,3% para o segundo), destacamos a concessão de crédito para aquisição de Veículos e Imobiliário.

Seguindo os dados de atividade – que apontaram melhora nesses dois setores em setembro – a concessão de crédito para aquisição de Veículos cresceu 26,7% nos últimos 12 meses encerrados em outubro, com taxas de juros médias de 20% para Pessoa Física e de 12,4% para Pessoa Jurídica – menor patamar desde o início da apuração em 2011. No caso do crédito Imobiliário, houve crescimento de 3,8% nos últimos 12 meses encerrados em outubro e a taxa de juros média foi de 7,4% e 10,1% para pessoas e empresas, respectivamente.

Apesar do endividamento das famílias estar em patamar preocupante (44,8% em setembro), bem como o comprometimento de renda das famílias (18,40%); avaliamos ser importante frisar que a maior parte disto se refere a dívidas relacionadas à aquisição de bens e não à empréstimos imobiliários. Assim, julgamos que a redução da taxa Selic aos níveis mínimos históricos, combinada à retomada da economia em 2020 e aos desembolsos do FGTS em 2019 e 2020 (com a adição do saque-aniversário) poderão trazer algum alívio ao quadro de endividamento das famílias – abrindo espaço para operações com taxas mais baixas, principalmente, no setor habitacional.

De maneira semelhante à expansão contínua do crédito financeiro, a atividade econômica também vai mostrando trajetória ascendente ao longo do ano. Por este motivo, em linha com os dados positivos registrados no trimestre, esperamos um bom desempenho da economia brasileira entre julho e setembro de 2019. Nossa projeção para o PIB do 3T19 é de alta de 0,4% em comparação ao 2º trimestre de 2019 – já descontados os fatores sazonais – e 0,9% comparado ao 3º trimestre de 2018. Os dados serão divulgados pelo IBGE na semana que vem, dia 03/12.

Se tomarmos a projeção pela ótica da oferta, o setor Agropecuário ainda deverá ser o protagonista (1,8% no 3T19 versus 2T19, descontados os fatores sazonais). Porém, é importante destacar a boa recuperação da indústria extrativa, que veio sofrendo bastante desde o acidente de Brumadinho em janeiro e que deverá ter registrado crescimento trimestral dessazonalizado de 4,7% no período. Pela ótica da demanda, acreditamos que o Consumo das Famílias demonstrará alta trimestral dessazonalizada de 0,5% frente ao 2T19 advinda, principalmente, dos efeitos da Semana Brasil em setembro (período de descontos similares ao *Black Friday*) e pelo início do pagamento dos saldos do FGTS em 25/09. Estas estimativas são compatíveis com a nossa projeção de 0,8% para o crescimento do PIB em 2019 frente a 2018 e, portanto, reforçarão a percepção de uma retomada gradual à frente.

## 3) Inflação

Na sexta-feira (06/12) será divulgada a inflação oficial de novembro, medida pelo IPCA. Esperamos aceleração mensal para 0,47% (comparado com resultado de 0,14% na prévia, o IPCA-15 novembro) e para 3,23% no montante acumulado nos últimos 12 meses. Esta aceleração reflete, principalmente, a alta de preços administrados (energia elétrica, loterias, combustíveis) e carnes (bovinas, frango, dentre outras) com impactos totais estimado em +0,27p.p e +0,20p.p, respectivamente. Vale destacar que, extraindo-se o efeito da alta de preços administrados e das carnes, o IPCA ficaria próximo de zero, sinalizando que o repique de inflação será fruto de choques pontuais e não de alguma mudança estrutural na dinâmica de preços. Desta forma, o núcleo de inflação subjacente (IPCA-EX3) deverá desacelerar frente ao resultado observado no IPCA-15 de novembro. Enquanto na divulgação deste último o IPCA-EX3 apresentou variação mensal de 0,22%, avaliamos que na divulgação do IPCA a medida de núcleo apresentará alta mensal de 0,08%.



Para o IPCA de dezembro, revisamos a nossa projeção para 0,65% m/m, patamar 0,18 p.p. superior à nossa projeção anterior – fruto da alta recente dos preços de carnes bovinas. Assim, a inflação anual de 2019 deverá ser de 3,75%, patamar mais alto que a nossa estimativa anterior de 3,53% – porém, ainda abaixo da meta central de inflação para 2019 (4,25%). Dentre os contribuintes para inflação do ano, destacamos o grupo de Carnes, que terá contribuído com 0,80 p.p. do total. Este grupo sofreu a influência de quatro fatores que justificam seu comportamento: i) o choque de oferta de carnes mundial causada pela epidemia de Peste Suína Africana (PSA) com foco no rebanho chinês com contribuição de +0,55p.p. no IPCA; ii) o aumento da demanda chinesa por proteína animal nas vésperas do ano novo chinês (entre 17 e 25 de janeiro de 2020); iii) a restrição da oferta doméstica ocasionada pelo estresse hídrico em algumas regiões de pasto e por uma possível retenção; iv) aumento da demanda impulsionada pelos saques do (FGTS). Portanto, se extrairmos o choque de carnes de PSA, o IPCA de 2019 seria de 3,20%. Ainda assim, esperamos que o núcleo de inflação subjacente (IPCA-EX3) se mantenha em patamar baixo (alta de 2,77% no ano), sendo ainda consistente com uma redução de 0,5 p.p. (para 4,50%) na taxa básica Selic na última reunião do Copom deste ano.

#### **4) Resultado fiscal e revisão da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)**

O resultado primário do governo central registrou superávit de R\$ 8,7 bilhões em outubro, em linha com a nossa expectativa (+R\$ 8,5 bilhões), porém mais baixa que o consenso de mercado (+R\$ 9,6 bilhões). Pelo lado da arrecadação, as receitas administradas exibiram crescimento mais forte em outubro, refletindo o ganho de tração da atividade econômica doméstica no período recente. Pelo lado das despesas, destacamos o alívio decorrente dos desbloqueios de recursos nos últimos meses, propiciados pela maior entrada de receitas extraordinárias (ex: antecipação de lucros e dividendos de bancos públicos; bônus de assinatura de leilões do setor de óleo & gás).

Apesar do dado em linha com nossa projeção para outubro, continuamos cautelosos em relação ao cumprimento da meta de déficit primário para 2020. O Ministério da Economia enviou ao Congresso nesta semana alterações no Projeto de Lei Orçamentária para 2020: i) aumento das despesas com Abono Salarial em vista da alteração na Reforma da Previdência – retornou o pagamento de abono aos trabalhadores que recebem até 2 salários mínimos (aumento de R\$ 3,3 bilhões nas despesas); ii) redução da receita e despesa com a medida provisória extinguindo a multa de 10% do FGTS (R\$ 5,6 bilhões em mesma magnitude para receitas e despesas); iii) redução de gastos com a diminuição do salário mínimo em R\$ 8 em relação à previsão anterior (-R\$ 1,4 bilhão); e iv) redução de despesas com pessoal advindas da correção da estimativa anterior (-R\$ 8,4 bilhões).

Do lado das despesas, além do aumento mapeado de cerca de R\$ 3,3 bilhões no Abono Salarial, temos um possível aumento de gastos advindo da negociação entre Estados e a União – liderados pelo Superior Tribunal Eleitoral - para resolver os conflitos advindos da Lei Kandir, o que poderá gerar despesas de, no mínimo, R\$ 4 bilhões. Ainda há riscos de aumento de rigidez sobre despesas fixadas como “despesas obrigatórias com controle de fluxo” para a área militar, assim definidas na tramitação da LDO no Congresso.

Do lado das receitas, há riscos de frustração para 2020, especialmente em função da modulação do STF sobre o PIS/COFINS (Pauta para 05/12), o que foi mencionado no Anexo de Riscos Fiscais da LDO. A frustração também pode vir da não privatização da Eletrobrás em 2020, o que levaria a uma queda de cerca de R\$ 16 bilhões. Em contrapartida, se o governo conseguir negociar os blocos remanescentes da cessão onerosa durante o ano, poderá ocorrer receita de R\$ 36 bilhões.

Assim, o cenário que se constrói é de bastante incerteza. As despesas discricionárias do governo estarão próximas ao patamar mínimo para o funcionamento da máquina pública: R\$ 87 bilhões. Por isso, chamamos a atenção para medidas que impliquem a transformação de despesas antes discricionárias em despesas “obrigatórias com controle de fluxo”. As discricionárias, sem controle de fluxo, em caso de frustração de receitas, poderiam ter seus desembolsos suspensos pelo poder Executivo. As obrigatórias “com controle de fluxo” tornam o sistema mais rígido, não podem ser “contingenciadas” e, conseqüentemente, exercem pressão sobre o Teto de Gastos.

Por isso, a aprovação da agenda de reformas no Congresso é tema central para a manutenção da austeridade fiscal brasileira. Entre as PECs enviadas ao Congresso recentemente, a PEC Emergencial, é absolutamente prioritária, pois pode ajudar bastante na tarefa de redução das despesas obrigatórias, o que viabiliza o cumprimento do Teto de Gastos nos próximos anos.

O cumprimento do Teto de Gastos a partir de 2021 representa um grande desafio.



## Últimas Publicações

### Português

- 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)
- Fugindo do Abismo (*jun/2019*)
- O Caminho do Investimento (*jun/2019*)

### Inglês

- 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*)
- Highway to Heaven? (*June19*)
- Is It Time to Upgrade Core Inflation Measures? (*May19*)

---

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.