

## Perspectivas Macro Santander

### Quando As Coisas Mudam, A Gente Muda.

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

- **Em linha com nossa expectativa, embora ligeiramente superior, o desempenho do PIB no 2º trimestre reforçou nossa avaliação de que a recuperação econômica no Brasil permanecerá gradual, o que nos levou a revisar a projeção para 2020.**
- **Realizamos também revisões nas projeções para a taxa de câmbio em 2019 e 2020, a fim de refletir eventos recentes nos cenários doméstico e internacional.**
- **Contrastando com essas mudanças, a dinâmica dos gastos públicos segue mostrando crescimento persistente das despesas obrigatórias e compressão das despesas discricionárias, impondo riscos à oferta de serviços públicos no curto prazo.**
- **Após dias bastante agitados, o calendário de eventos econômicos tende a ser mais calmo na próxima semana. Dados da produção industrial de julho e do IPCA de agosto não devem abalar os participantes do mercado.**

#### 1) Recuperação gradual da atividade econômica

O PIB Brasileiro cresceu 0,4% no 2º trimestre deste ano, em relação ao trimestre anterior, resultado ligeiramente acima da nossa projeção (0,3%) e a mediana das expectativas do mercado (0,2%). A surpresa positiva veio principalmente da construção civil, que mostrou a maior taxa de variação trimestral desde o início de 2014. Apesar disso, **reforçamos a avaliação de que a retomada econômica permanecerá gradual.** Em relatório publicado nesta semana (*Em Busca do Crescimento*), mantivemos a projeção de alta de 0,8% para o PIB em 2019, mas revisamos para baixo a expectativa para 2020, de 2% para 1,6%. Dentre os fatores explicativos, ressaltamos o enfraquecimento da demanda externa (na esteira da desaceleração econômica mundial), a fragilidade do mercado de trabalho e o comportamento ainda volátil da confiança de consumidores, empresários e investidores. Além destes, enfatizamos que o **atual potencial de crescimento doméstico se encontra em patamares deprimidos**, devido, em grande medida, à profunda perda de produtividade nos últimos anos. Calculamos que, para o crescimento potencial voltar a superar 2% (atualmente está abaixo de 1%, de acordo com as nossas estimativas), a taxa de investimento da economia brasileira precisará atingir, no mínimo, 19% do PIB, ao passo que o ganho anual de produtividade total dos fatores terá que alcançar ao menos sua (baixa) média histórica de 0,4% a.a..

**Apesar de não ser simples, consideramos esta evolução factível. A nosso ver, o Brasil reúne as condições necessárias para avançar na agenda de crescimento**, tais como um diagnóstico mais preciso sobre as causas e consequências do quadro atual, diretrizes e atuação mais reformistas da equipe econômica do governo e do Congresso, assim como apoio crescente da população no que diz respeito à necessidade de ajustes e reformas. Reconhecemos, por outro lado, que **uma agenda extensa de medidas precisa seguir adiante para a materialização de um ritmo de crescimento mais forte e sustentado no longo prazo**: avanços em marcos regulatórios, estímulos à concorrência, abertura e integração comercial, maior transparência e segurança jurídica, iniciativas voltadas a impulsionar investimentos em infraestrutura (majoritariamente privados, com capital doméstico e estrangeiro) e comprometimento do governo com a consolidação fiscal são exemplos muito importantes.

Conforme já mencionado, **o mercado de trabalho segue frágil, limitando a recuperação do consumo das famílias.** A divulgação da **PNAD Contínua de julho** corroborou este quadro: já descontados os efeitos da sazonalidade, **a taxa de desemprego recuou de 11,9% em junho para 11,8%**. Já na comparação com julho de 2018, o indicador apresentou queda de 0,5pp (de 12,3% para 11,8%). Ainda na métrica interanual, ressaltamos a contração de 0,4% do rendimento médio real, explicada tanto pela ociosidade ampla do mercado de trabalho quanto pelos ganhos de participação relativa dos empregos informais (em média, com rendimentos inferiores aos formais). **Este baixo dinamismo dos salários reais sustenta, por um lado, a expectativa de recuperação moderada do consumo, e, por outro, o comportamento benigno da inflação (não vemos pressão pelo canal da demanda pelo menos nos próximos dois anos).**



## 2) Revisão do cenário para a taxa de câmbio

Há cerca de um mês, o cenário econômico doméstico e internacional parecia bastante calmo e, neste contexto, prevíamos algum fortalecimento da taxa de câmbio brasileira. **Apesar das circunstâncias do quadro local continuarem sugerindo avanços na agenda de reformas estruturais, os últimos eventos no front externo se afastaram bastante da trajetória anteriormente projetada:** (i) as tensões da “guerra comercial” se agravaram; (ii) um número crescente de economias desenvolvidas começou a considerar medidas adicionais de estímulos para evitar uma desaceleração mais aguda da atividade; e (iii) o resultado das eleições primárias na Argentina tornou muito provável a vitória da candidatura de oposição na corrida presidencial (a ser realizada em 27/10). Ou seja, apenas um mês depois da “calmaria perfeita”, vemos agora um cenário internacional tumultuado e incerto.

**Refletindo essa mudança abrupta no ambiente internacional, a moeda brasileira apresentou significativa desaceleração no período recente** – a taxa de câmbio subiu de R\$/US\$ 3,81 no final de julho para R\$/US\$ 4,15 atualmente (quase 10% de desvalorização). Como reação a tal movimento, o Banco Central do Brasil (BCB) decidiu intervir no mercado cambial, com o intuito de corrigir elementos de disfuncionalidade. Contudo, a opção por intervir de forma mais ativa no mercado à vista – embora atrelada à emissão de swaps reversos (equivalentes à recompra de dólares no mercado futuro) – tem levantado algumas questões. De acordo com o BCB, a mudança em sua forma de atuação - anteriormente, o *modus operandi* era oferecer derivativos cambiais ao invés de dólares à vista - foi uma resposta a alterações na demanda dos participantes do mercado. Isso porque, com as taxas de juros domésticas nas mínimas históricas e o desenvolvimento do mercado de capitais local, empresas brasileiras começaram a optar pela não rolagem de títulos emitidos no exterior. Dado que não prevemos aumento da taxa básica de juros em breve, acreditamos que esta maior demanda por dólares para pagamento de títulos externos deve continuar e, portanto, o BCB seguirá fornecendo as divisas, reduzindo assim sua exposição a derivativos cambiais.

No entanto, o movimento mais recente do BCB (em 27/08), de vender dólares no mercado à vista sem emitir swaps reversos, suscitou novo debate: a autoridade monetária tentou indicar um limite máximo para a taxa de câmbio? Não acreditamos nisso, especialmente porque as turbulências no quadro internacional não devem se dissipar tão cedo. Logo, uma tentativa de estabelecer limite para esta variável não seria uma estratégia exitosa, em nossa opinião. Portanto, cremos que as intervenções do BCB têm como objetivo garantir o funcionamento normal do regime de câmbio flutuante.

Por fim, apesar de estarmos confiantes no progresso da agenda de reformas, o ambiente internacional tende a permanecer bastante complexo, o que nos levou a revisar as projeções para a taxa de câmbio – **esperamos agora R\$/US\$ 4,00 para o final de 2019 e 2020, acima das previsões anteriores de R\$/US\$ 3,70 e R\$/US\$ 3,80, respectivamente.**

## 3) Contas fiscais seguem bastante pressionadas

**O resultado primário do governo central registrou déficit de R\$ 6,0 bilhões em julho**, resultado ligeiramente pior do que a nossa projeção (-R\$ 4,5 bilhões). Com isso, o déficit acumulado em 12 meses atingiu R\$ 116,4 bilhões (equivalente a -1,7% do PIB). Conforme temos enfatizado em nossas publicações, **o crescimento persistente das despesas obrigatórias (sobretudo com previdência) vem pressionando fortemente as despesas discricionárias**, as quais devem encerrar 2019 em níveis próximos a R\$ 100 bilhões, o que significaria o menor valor da série histórica de dados iniciada em 2009. Desse modo, os riscos de paralisação de parte da máquina pública no curto prazo têm ficado cada vez claros. Vale destacar o nível bastante deprimido do investimento federal, que atingiu apenas R\$ 21,6 bilhões no acumulado entre janeiro e julho deste ano, em termos reais, praticamente um terço do montante registrado no mesmo período de 2014 (o maior valor da série de dados).

Além disso, chamamos a atenção para a redução do chamado “empenhamento” de recursos (diferença entre limites de pagamentos autorizados e pagamentos realizados), de R\$ 15 bilhões em junho para R\$ 12,1 bilhões em julho. Este fenômeno reflete a **grande rigidez orçamentária do país**, pois, por um lado, faltam recursos para alguns serviços públicos e, por outro, recursos atrelados a determinadas finalidades não podem ser remanejados. **Em resumo, prevemos cumprimento da meta de resultado primário (-R\$ 139 bilhões) estabelecida para o ano, mas reiteramos nossa preocupação acerca da paralisação (shutdown) de algumas atividades do setor público nos próximos meses.**

**Por sua vez, o resultado primário do setor público consolidado apresentou déficit de R\$ 2,8 bilhões em julho.** O governo central registrou saldo negativo de R\$ 1,4 bilhão - existem diferenças metodológicas entre as divulgações do Tesouro Nacional e do Banco Central -, os governos regionais tiveram déficit de R\$ 1,9 bilhão e as empresas estatais mostraram superávit de 560 milhões. No acumulado em 12 meses, o déficit primário atingiu R\$ 98,9 bilhões (-1,4% do PIB).



#### 4) Agenda da próxima semana

Teoricamente, os próximos dias deverão ser mais tranquilos no *front* doméstico, já que o **calendário de divulgação conta apenas com dois indicadores importantes: a produção industrial de julho e o IPCA de agosto**. Com relação aos dados de atividade, **calculamos que a produção do setor manufatureiro tenha aumentado 0,8% em relação a junho – já descontados os fatores sazonais –, o que sinalizaria um *carry-over* estatístico de +0,4% t/t no 3T19, caso nossas simulações se confirmem**. É bom lembrar que, nos últimos três trimestres, a produção industrial apresentou contração. Portanto, o resultado deverá ajudar a consolidar a visão de que há uma trajetória de recuperação em curso, ainda que gradual, já que o *carry-over* estatístico para o resultado anual ainda apontará para uma contração de 1,4% em 2019 frente a 2018. Assim sendo, embora positiva, a leitura não deverá significar uma mudança substancial na dinâmica da atividade econômica.

Aliás, esta deverá ser a mesma conclusão que provavelmente obteremos ao avaliar os números do **IPCA de agosto – para o qual estimamos variação mensal de 0,13% ou 3,5% em termos interanuais**. Como tanto o número cheio (índice agregado) quanto as medidas de núcleo permanecem bem abaixo da meta estipulada para 2020 (4,0%), avaliamos que a dinâmica de preços não deverá ser um empecilho para que o BCB reduza a taxa Selic na próxima reunião do Copom – Comitê de Política Monetária (em 17 e 18 de setembro).

### Últimas Publicações

#### Português

- Em Busca do Crescimento (*Ago/19*)
- Fugindo do Abismo (*Jun/19*)
- O Caminho do Investimento (*Jun/19*)
- Soja e Milho: Mais uma Excelente Safra (*Abr/19*)
- Reforma da Previdência: Fortes Emoções Desde o Começo (*Abr/19*)

#### Inglês

- In Search of Growth (*Aug19*)
- Climbing The Cliffs In Bad Weather. (*Jun19*)
- Highway to Heaven? (*June19*)
- FX Compass – BRL: Talk Is (Not) Cheap (*May19*)
- Year of the Pig: Good Fortune? (*Apr19*)

---

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.