

## Perspectivas Macro Santander

### Segurando o Ímpeto

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

- O Copom reduziu novamente a taxa básica Selic em 0,5 p.p., levando o juro a uma baixa histórica de 5,00% a.a.. No comunicado, o Copom sinaliza novos estímulos à frente, mas de forma comedida. A autoridade sinaliza que não planeja acelerar o passo e indica haver espaço limitado para levar o juro básico muito abaixo de 4,50%. Nosso cenário projeta taxa terminal de 4,00% no ciclo (com fim previsto no 1T20), dada uma atividade lenta (ao menos) até o 1T20 e uma inflação abaixo da meta em 2020.
- A divulgação da ata do Copom na próxima semana (terça-feira, 05/11) poderá trazer detalhes adicionais sobre a avaliação do Banco Central e seu plano de voo no atual ciclo da política monetária.
- Na quinta-feira (07/11) será divulgada a inflação oficial de outubro, medida pelo IPCA. Esperamos desaceleração da inflação mensal para 0,06% (comparado com resultado de 0,09% na prévia, o IPCA-15 outubro). Se nossa estimativa se concretizar, a alta acumulada doze meses recuará para 2,49%, menor patamar inflacionário desde agosto de 2017. Este também é um dos mais baixos da série histórica.
- As estatísticas fiscais divulgadas nesta semana surpreenderam positivamente as expectativas, sobretudo devido a maiores receitas extraordinárias. A contribuição deste tipo de receita deve continuar expressiva nos próximos meses, com destaque para os recursos oriundos do leilão de óleo excedente da cessão onerosa (importante evento programado para a quarta-feira, 06/11).
- Ainda no campo fiscal, destaque para a dinâmica mais suave da dívida pública no período recente, refletindo a significativa queda dos gastos com juros. Porém, o ajuste fiscal não está completo e precisa ser reforçado para viabilizar a sustentabilidade da dívida e, com isso, colaborar com a recuperação econômica em curso. Os próximos passos da agenda econômica devem focar em profundo ajuste na estrutura de despesas obrigatórias, e o governo deve divulgar mais detalhes nos próximos dias.
- Os indicadores de atividade divulgados nesta semana reforçaram o quadro de crescimento moderado da economia brasileira. Apesar do bom desempenho registrado em setembro, a produção industrial teve contração no terceiro trimestre deste ano. Por sua vez, a taxa de desemprego exibiu alta na última leitura mensal do mercado de trabalho doméstico, que também indicou menor elevação da massa salarial.

### 1) Política Monetária: BC adota postura cautelosa nos estímulos

O Copom - Comitê de Política Monetária do Banco Central (BC) - reduziu novamente a taxa básica Selic em 0,5 p.p., levando o juro a uma baixa histórica de 5,00% a.a.. Este resultado era amplamente esperado pelos analistas e pela curva de juros, embora esta última apreçasse probabilidade de quase 20% de um corte mais profundo, de 0,75 p.p..

No comunicado, o Copom sinalizou novos estímulos à frente, mas com implementação comedida. De fato, o BC sinalizou espaço para novo corte de juros na próxima reunião (10-11 de dezembro), reiterando que “a consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva deverá permitir um ajuste adicional, de igual magnitude”. Não há dúvidas de que esta frase aponta para outro movimento de 0,50 p.p. (para 4,50%) se as condições e perspectivas macroeconômicas não se alterarem de forma significativa. **Esta comunicação também indica que a autoridade está - pelo menos por enquanto - descartando uma aceleração no ciclo de flexibilização.** Em termos de profundidade do ajuste total, e tendo em vista os próximos passos da autoridade no ano que vem, o Copom também indica que “o atual estágio do ciclo econômico recomenda cautela em eventuais novos ajustes no grau de estímulo”. Desta forma, o BC também sinaliza espaço limitado para levar o juro básico muito abaixo de 4,50%.

No balanço de riscos, o BC introduz outro elemento de cautela, sinalizando que “o atual grau de estímulo monetário, que atua com defasagens sobre a economia, aumenta a incerteza sobre os canais de transmissão e pode elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária”. **Em outras palavras, o BC acredita que a atual postura da**



**política monetária (medida pela distância entre o juro observado e as estimativas para a taxa estrutural, não observada) é expansionista o suficiente para que uma pausa seja necessária no futuro próximo.** E esta visão é complementada pela indicação da autoridade de que os dados recentes da atividade “reforçam a continuidade do processo de recuperação da economia brasileira”, mesmo com o Copom ainda projetando um processo gradual de retomada.

Em que pesem as indicações mais cautelosas, o BC também procurou reter graus de liberdade para eventualmente estimular um pouco mais a economia se necessário. Em primeiro lugar, a autoridade continua avaliando que “diversas medidas de inflação subjacente se encontram em níveis confortáveis” e vê riscos de que a ociosidade econômica e a inércia inflacionária possam “continuar produzindo trajetória prospectiva abaixo do esperado”. Em segundo lugar, o BC estima inflação em 3,4% para 2019 (meta: 4,25%); 3,7% para 2020 (meta: 4,00%) e 3,6% para 2021 (meta: 3,75%), em simulação que assume dólar estável em 4,05 reais até o final de 2021, taxa Selic de 4,50% desde o final de 2019 até o final de 2020 e subindo a 6,38% ao final de 2021. **Estes números indicam algum espaço, embora limitado, para colocar a taxa de juros levemente abaixo de 4,50% no primeiro trimestre de 2020 (possivelmente em ritmo mais lento, de -0,25 p.p. por reunião).**

Em suma, em meio a discussões que vinham se tornando cada vez mais acaloradas sobre até onde o BC poderia ir neste ciclo de flexibilização, acreditamos que a autoridade procurou adotar uma abordagem mais equilibrada, e reduzir expectativas de movimentos mais abruptos (tanto em termos de velocidade quanto de profundidade do ajuste). O Copom oferece sua contribuição ao debate econômico ao mencionar os custos de reagir de forma demasiada aos dados de curto prazo, em meio a diversas incertezas (globais e locais) que podem afetar a transmissão do estímulo monetário.

**Por um lado, o tom do comunicado do Copom parece bastante alinhado com nossa visão sobre este ciclo: nosso cenário (recentemente revisado) projeta taxa Selic em 4,50% no final de 2019 e 4,00% no final do primeiro trimestre de 2020** (anteriormente, estimávamos uma taxa terminal de 4,50%). **Projetamos que o processo de normalização da taxa de juros, que promoverá retorno ao nível estrutural (que estimamos em 3% em termos reais), somente se iniciará em 2021.** Nosso cenário considera a ausência de sinais claros de uma aceleração importante na atividade econômica subjacente até o início de 2020 (com crescimento sequencial do PIB trimestral em torno de 0,2-0,4% até 1T20), excluindo-se os efeitos temporários da liberação de recursos do FGTS no 4T19. Também antevemos inflação de 3,4% no próximo ano e de 3,8% em 2021. **Por outro lado, reconhecemos que o tom do Copom alimenta as chances de que a taxa terminal do ciclo seja de 4,50%**, como pensávamos anteriormente. Possivelmente, a ata do Copom – que será divulgada na próxima terça-feira (05/11) – trará detalhes sobre a avaliação do BCB e seu plano de voo neste ciclo.

## **2) Inflação: IPCA anual abaixo do piso da meta em outubro**

Na quinta-feira (07/11) será divulgada a inflação oficial de outubro, medida pelo IPCA. Esperamos desaceleração da inflação mensal para 0,06% (comparado com resultado de 0,09% na prévia, o IPCA-15 outubro). Esta pequena queda reflete principalmente o impacto total da mudança de bandeira tarifária (de vermelha 1 em setembro) para amarela em outubro: esperamos deflação de 3,4% m/m na parte de energia elétrica. Por outro lado, preços de combustíveis deverão manter o índice em patamar positivo: esperamos alta de 1,2 %m/m, refletindo os reajustes anunciados em setembro.

Se nossa estimativa se concretizar, a alta acumulada doze meses recuará para 2,49%. Não somente este número está abaixo do piso da banda da meta de inflação deste ano (meta central: 4,25% limite inferior: 2,75%), mas também se trata do menor patamar inflacionário desde agosto de 2017 – além de um dos mais baixos da série histórica.

Para a inflação de novembro esperamos aceleração do índice para 0,45% m/m e 3,18% a/a impulsionado por reajuste de preços administrados - com impacto total estimado em +0,3p.p. no índice cheio. Para energia elétrica, estimamos alta de 4,4% m/m (+ 18bps no IPCA de novembro), dada a alteração da bandeira tarifária de energia elétrica de novembro para vermelha 1 (de amarela em outubro), confirmada no dia 25 de outubro. Para loterias, os reajustes foram confirmados no dia 31 de outubro e estimamos alta de 22,0% m/m (+0,1p.p. no IPCA de novembro). Gás de botijão, por sua vez, teve alta média de 5% no dia 22 de outubro e estimamos alta de 1,8% m/m (+ 0,02 p.p. no IPCA de novembro).

## **3) Política Fiscal: ainda muito a ser feito**

Conforme divulgado pelo Tesouro Nacional, **o governo central apresentou déficit primário de R\$ 20,4 bilhões em setembro**, surpreendendo positivamente nossa expectativa (-R\$ 24,8 bilhões) e o consenso de mercado (-R\$ 23,7 bilhões). O crescimento mais forte das receitas não administradas no mês (destaque para a antecipação de dividendos de bancos públicos) representou grande parte da diferença entre a nossa projeção e o resultado observado. No acumulado em 12 meses, o saldo primário atingiu R\$ 111,8 bilhões (-1,6% do PIB). **Para o fechamento de 2019, acreditamos que o governo central registrará déficit de R\$ 89,5 bilhões (-1,3% do PIB), resultado bastante impactado pelo ingresso de recursos oriundos do (mega)leilão de óleo excedente da cessão onerosa (programado para a próxima semana quarta-feira, 06/11 – veja detalhes abaixo).**



Por sua vez, **o setor público consolidado registrou déficit primário de R\$ 20,5 bilhões em setembro**, resultado um pouco melhor que a nossa expectativa (-R\$ 21,8 bilhões) e o consenso de mercado (-R\$ 22,3 bilhões). O resultado dos governos regionais ficou acima da nossa projeção (observado: -R\$ 0,2 bilhão; Santander: -R\$ 1,0 bilhão), explicando o desvio do nosso número para o saldo primário do setor público divulgado pelo Banco Central. Para 2019, mantemos a expectativa de déficit primário de R\$ 84,2 bilhões (-1,2% do PIB).

**O pagamento de juros segue em trajetória de acentuada queda. Temos enfatizado que a adoção de medidas de ajuste fiscal e parafiscal (desde 2016) tem elevado a confiança dos agentes econômicos acerca do compromisso do governo com a consolidação fiscal do país**, culminando em menor percepção de risco. Com isso, as expectativas inflacionárias mostram ancoragem e há espaço para distensão da política monetária, sustentando a expressiva queda dos juros no período recente. Por exemplo, o resultado nominal do setor público declinou de 9,3% do PIB em set/16 para 6,4% do PIB em set/19 (acumulado em 12 meses). Neste período, o pagamento de juros nominais recuou de 6,3% do PIB para 5,1% do PIB.

Ainda de acordo com os dados publicados nesta semana pelo Banco Central, a dívida pública bruta do governo geral (DBGG) atingiu 79,0% do PIB em setembro, patamar muito próximo à nossa projeção para o final deste ano (78,9% do PIB). **Pre vemos que a razão entre DBGG e PIB atingirá o pico em 2023 (no patamar de 81,5%), diminuindo gradualmente a partir de então.** Além do retorno de superávits primários a partir de 2023, nosso cenário-base de longo prazo considera: (i) taxa de juros real neutra de 3%; (ii) crescimento do PIB potencial de 2%; e (iii) cumprimento da regra do teto de gastos no horizonte de projeção. **Para a materialização da última premissa, reiteramos a necessidade de forte ajuste na estrutura de gastos obrigatórios. O ajuste fiscal não está completo (longe disso) e precisa ser reforçado para viabilizar a sustentabilidade da dívida e, dessa forma, sustentar a recuperação econômica em curso.**

**Nesse sentido, após a aprovação da reforma previdenciária, a agenda econômica do governo deve ter como prioridade um novo conjunto de medidas visando ao equilíbrio das contas públicas.** Tais medidas tendem a incluir, entre outros elementos: redução emergencial de gastos obrigatórios (para cumprimento das regras fiscais e abertura de espaço orçamentário para elevação dos investimentos públicos), desindexação e desvinculação do orçamento público e racionalização das despesas com funcionalismo (reforma administrativa). **Na próxima semana, o governo deverá divulgar informações detalhadas desta importante agenda. Em nosso cenário-base, o Congresso aprovará essas medidas em 2020 (embora em versões diluídas), afetando assim o orçamento público a partir de 2021.**

**Em relação às etapas do (mega)leilão de óleo excedente da cessão onerosa (mercado para quarta-feira, 06/11) que envolvem impactos fiscais, temos as seguintes premissas: (i) pagamento parcelado do bônus de assinatura de R\$ 106,6 bilhões (cerca de dois terços em dez/19 e um terço em jun/20); (ii) divisão dos recursos com estados e municípios também de forma parcelada (R\$ 5,9 bilhões em 2019 e R\$ 18,2 bilhões em 2020); e (iii) pagamento integral à Petrobras ainda este ano (R\$ 34,6 bilhões devido à revisão do acordo estabelecido entre a companhia e a União em 2010).**

As projeções para o resultado primário do governo central têm apresentado dispersão relativamente alta, devido principalmente às dúvidas sobre o apetite dos participantes durante o leilão, o que definirá o ingresso de recursos aos cofres públicos à vista ou em duas parcelas, e o momento exato de realização das operações de pagamento à Petrobras e repartição com os entes subnacionais. Além do leilão do excedente da cessão onerosa, a 6ª rodada de licitações de partilha da produção do pré-sal, cujo bônus totaliza R\$ 7,8 bilhões, também será realizada na semana que vem (quinta-feira, 07/11).

#### **4) Atividade Econômica: em ritmo cadenciado**

**A produção industrial apresentou tímido crescimento em setembro.** A Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE apresentou alta de 1,1% do volume produzido pela indústria em setembro deste ano, em relação ao mesmo mês de 2018. Na comparação com agosto (após ajuste sazonal), a produção registrou crescimento de apenas 0,3% - abaixo consenso do mercado que esperava 0,7%. A expansão da indústria de transformação - representa quase 90% da PIM - foi a principal responsável pelo bom resultado do setor secundário no mês. Dentre as categorias manufatureiras, bens de consumo duráveis (destaque para a fabricação de automóveis) exibiu forte aumento na comparação mensal. Por outro lado, a categoria de bens intermediários mostrou elevação apenas modesta. Apesar do resultado positivo em setembro, a indústria de transformação contraiu 0,6% no 3º trimestre, em relação ao trimestre imediatamente anterior; ou seja, recuperação do setor industrial segue bastante gradual, possivelmente refletindo os efeitos da contração manufatureira vista mundo afora.

Quanto à indústria extrativa, a extração de minério de ferro seguiu em rota de recuperação em setembro. Ademais, a produção de petróleo apresentou outro resultado favorável em tal mês (após o recorde histórico registrado em agosto). Desta forma, a indústria extrativa cresceu 14,8% no 3º trimestre, em comparação com o 2º trimestre (após ajuste sazonal), confirmando a tendência de retomada do setor após o trágico acidente na barragem de Brumadinho-MG no início do ano.



Na contramão dos dados animadores do CAGED (geração de empregos formais) divulgados na semana passada, a **Pesquisa Nacional por Amostra a Domicílio (PNAD) registrou estabilidade da taxa de desemprego no terceiro trimestre**, no patamar de 11,8%. Em termos dessazonalizados, a taxa de desocupação subiu de 11,8% para 12,0%, acima das nossas estimativas e consenso de mercado.

Além do fato da economia brasileira ter atualmente cerca de 12,5 milhões de desempregados, continuamos a observar participação crescente do emprego informal, além de uma estagnação do rendimento real médio e perda de dinamismo da massa salarial real. **Apesar dos dados recentemente divulgados serem pouco animadores para a perspectiva de aceleração do crescimento econômico, esperamos sinais de melhoria mais consistente nos próximos meses.**

## 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 will Come (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.