

## Perspectivas Macro Santander

### Uma agenda ambiciosa e necessária

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

- A equipe econômica apresentou nesta semana uma agenda ambiciosa de medidas e reformas fiscais. O conteúdo das três PECs (Propostas de Emenda à Constituição) entregues ao Congresso endereçam temas como flexibilização do orçamento público, descentralização de recursos, acionamento de gatilhos para contenção de despesas obrigatórias nos próximos anos, e instituição de um novo arcabouço para garantir o cumprimento das regras fiscais e, com isso, a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo.
- O leilão do óleo excedente da cessão onerosa renderá receitas fiscais aquém do esperado, pois não houve oferta para dois dos quatro blocos petrolíferos do certame. Em termos líquidos, os cofres da União receberão cerca de R\$ 24 bilhões no final deste ano. Uma eventual nova calibragem dos parâmetros relativos aos dois blocos que não foram arrematados poderia aumentar o apetite dos participantes do mercado e gerar arrecadação em 2020.
- O Banco Central divulgou a ata da reunião do Copom da semana passada, quando a autoridade reduziu a taxa básica Selic para 5,00%, uma nova baixa histórica. O comitê aproveitou a oportunidade para reafirmar a mensagem de política monetária já transmitida no comunicado: embora haja espaço para mais estímulo (um provável corte no juro de 0,50 p.p. - para 4,50% - em dezembro de 2019), o comitê se mostra mais cauteloso para uma eventual flexibilização adicional em 2020.
- Em outubro, o IPCA registrou (uma vez mais) a menor variação da série histórica para o mês, com elevação de 0,10% m/m. No acumulado em doze meses, os preços ao consumidor apresentaram alta de 2,54% a/a, a menor desde agosto de 2017. O IPCA segue rodando não somente abaixo da meta central de inflação para 2019 (4,25%), mas também abaixo do piso da banda de tolerância (2,75%). Diversas medidas de inflação subjacente também seguem (muito) bem comportadas. De forma geral, os dados de inflação permanecem consistentes com uma redução de 0,5 p.p. da taxa básica Selic (para 4,50%) na última reunião do ano.
- Na próxima semana, serão divulgados indicadores de atividade econômica referentes a setembro. A divulgação mais importante, marcada para quinta-feira (14/11), será o IBC-Br - índice amplo de atividade econômica publicado pelo Banco Central e proxy de alta frequência para o PIB trimestral oficial (estimado pelo IBGE). Estimamos que o índice deve ter permanecido estável no mês em termos sequenciais (consistente com uma alta interanual de 1,4%). Este resultado reafirma uma tendência de recuperação gradual da economia brasileira.

#### 1) “Plano Mais Brasil”: agenda ambiciosa de medidas e reformas fiscais

O Ministério da Economia divulgou, na última terça-feira (05/11), uma agenda ambiciosa na direção de um novo regime fiscal brasileiro. Três PECs (Propostas de Emenda à Constituição) foram entregues ao Congresso, contendo medidas temporárias e permanentes: (i) PEC do Pacto Federativo; (ii) PEC Emergencial; e (iii) PEC dos Fundos Públicos.

Em relação à primeira (mais abrangente), destaque para a **criação de um Conselho Fiscal da República**, com participação dos Presidentes da República, Câmara dos Deputados, Senado Federal, Supremo Tribunal Federal e Tribunal de Contas da União, além de representantes dos Tribunais de Contas dos Estados, governadores e prefeitos. Este conselho deverá se reunir a cada três meses com o intuito de avaliar a sustentabilidade financeira dos entes da federação, garantir fundamentos sólidos para as contas públicas, e uniformizar a interpretação de conceitos orçamentário-financeiros para evitar divergências entre os tribunais de contas dos governos regionais. Além disso, **a PEC do Pacto Federativo traz medidas sob o lema “maior autonomia com responsabilidade”, focando na descentralização de recursos**. Chamam a atenção as maiores transferências de *royalties* e participações especiais da exploração de petróleo da União para estados



e municípios, **podendo atingir entre R\$ 400 bilhões e R\$ 500 bilhões nos próximos 15 anos**, segundo estimativas do governo. Em contrapartida à maior distribuição voluntária de recursos (em montantes que crescem gradativamente ao longo dos anos), o governo federal ficará proibido de socorrer os entes subnacionais em dificuldades financeiras a partir de 2026. No lado da abordagem da **Desobrigação, Desindexação e Desvinculação** (“agenda DDD”), a proposta contém dispositivos como: limitação da parcela de recursos transferidos do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador) ao BNDES em 14%; destinação direta dos recursos do salário-educação (atualmente ao redor de R\$ 9,8 bilhões) a estados e municípios, o que poderia abrir espaço nas despesas sujeitas à regra do teto de gastos; unificação dos limites mínimos constitucionais de gastos com saúde e educação, aumentando a margem de manobra dos gestores públicos (importante diante de mudanças no perfil etário da população); desvinculação de certas receitas públicas a órgãos, fundos ou despesas (com algumas exceções); e possibilidade de “contingenciamento solidário”, isto é, contingenciamento para todos os poderes estaduais e municipais, como já ocorre a nível federal. Por fim, e muito importante, **a PEC institui o chamado “Estado de Emergência Fiscal”, que permite o acionamento de mecanismos automáticos de correção para a União** (quando o Congresso autorizar o desenquadramento da Regra de Ouro) **e Estados** (quando a despesa corrente ultrapassar 95% da receita corrente – atualmente, 14 estados se enquadrariam nesta situação). As medidas automáticas previstas na PEC seriam válidas por um ano, renováveis até o equilíbrio das finanças públicas.

A PEC do Pacto Federativo apresenta uma abordagem de longo prazo para a política fiscal brasileira, visando ao aumento do controle das contas e instituição de mecanismos corretivos em caso de desequilíbrio. Porém, conforme temos enfatizado em nossas publicações, **o atual quadro fiscal é bastante desafiador, tendo em vista a trajetória insustentável de crescimento das despesas obrigatórias**. Apesar da grande contribuição, a reforma da previdência isoladamente não será suficiente para reverter este cenário. A contenção de despesas de pessoal e a revisão de subsídios tributários/financeiros são fundamentais para o cumprimento do teto de gastos e, com isso, a sustentabilidade da dívida pública. Neste âmbito, **a equipe econômica também encaminhou ao Congresso a chamada PEC Emergencial**, tendo como objetivos principais o cumprimento das regras fiscais e a abertura de espaço orçamentário para alguma ampliação do investimento público nos próximos anos. **Esta proposta, que deverá ser tratada como prioritária pelo governo e Congresso nos meses à frente, cria condições especiais, por dois anos, para União, estados e municípios recuperarem o equilíbrio financeiro-fiscal**. O acionamento dos gatilhos (medidas corretivas “automáticas”) ocorrerá quando as operações de crédito superarem as despesas de capital, tal como a situação atual, dado o descumprimento da Regra de Ouro em 2019 e 2020. Dentre as medidas, destaque para a vedação à promoção de funcionários públicos (para a maioria das ocupações), concessão de reajustes salariais, criação de cargos, reestruturação de carreiras e realização de concursos, bem como a **possibilidade de redução de até 25% da jornada de trabalho com adequação das remunerações dos servidores**. A suspensão da criação de despesas obrigatórias e benefícios tributários compreende outro elemento importante da PEC Emergencial, **cuja aprovação economizaria, segundo cálculos oficiais, R\$ 24,8 bilhões no primeiro ano de vigência**. Vale lembrar que já tramita na Câmara dos Deputados uma proposta de acionamento automático de gatilhos para contenção de gastos obrigatórios (PEC 438 – “PEC da Regra de Ouro”); aparentemente, o governo espera que, uma vez aprovada no Senado, sua proposta de PEC Emergencial seja apensada à PEC 438 na Câmara.

Por fim, a chamada **PEC dos Fundos Públicos** propõe a utilização dos recursos de fundos infraconstitucionais para pagamento da dívida pública e aplicação prioritária em programas de erradicação da pobreza e reconstrução nacional (infraestrutura). Há atualmente 281 destes fundos, totalizando um montante de cerca de R\$ 220 bilhões. **Segundo o texto, a maioria dos fundos serão extintos no final do segundo ano subsequente à aprovação da PEC**. Ressaltamos que o remanejamento dos recursos desses fundos tem impacto neutro sobre a dívida bruta do governo geral, devido a um subsequente aumento nas operações compromissadas; entretanto, **a desvinculação dos fundos tende a melhorar a gestão do endividamento, além de elevar a eficiência e transparência na administração da conta única do Tesouro Nacional, e apoiar o cumprimento da Regra de Ouro**.

Em nossa opinião, o objetivo de reverter a tendência de contínua elevação das despesas obrigatórias (especialmente via redução de gastos com pessoal e benefícios tributários/financeiros), a abrangência de todos os entes da federação (União, estados e municípios) e a definição de um arcabouço para cumprimento das regras fiscais a longo prazo são destaques positivos da nova agenda de reformas apresentada pelo governo. A descentralização de recursos também chama a atenção, e requer condução bastante cuidadosa, devido ao grande montante envolvido e ao risco de potencialização de despesas de entes subnacionais. **A prioridade do governo parece ser a aprovação da PEC Emergencial, idealmente ainda em 2019, o que abriria espaço orçamentário no próximo ano e possibilitaria alguma expansão dos investimentos públicos. Apesar disso, vemos como mais viável o fim de sua tramitação no Congresso apenas no primeiro semestre de 2020**. As demais propostas também deverão seguir tramitando no ano que vem, e demandarão grande capacidade de articulação política para aprovação.



## 2) Leilão da Cessão Onerosa: receitas fiscais abaixo do esperado

O megaleilão do óleo excedente da cessão onerosa renderá R\$ 69,96 bilhões de bônus de assinatura em 2019, abaixo do potencial de R\$ 106,6 bilhões, já que não houve interesse por dois dos quatro blocos ofertados (Sépia e Atapu). O pagamento será realizado integralmente no final de dezembro deste ano, pois os blocos de Búzios e Itapu foram arrematados sem ágio sobre as alíquotas mínimas das parcelas de óleo-lucro estabelecidas no certame. **De acordo com os critérios aprovados no Congresso, os recursos serão divididos da seguinte forma: pagamento de R\$ 34,6 bilhões à Petrobras** (pela revisão do contrato da cessão onerosa firmado em 2010); **R\$ 11,7 bilhões para governos regionais** (R\$ 5,3 bilhões para estados, R\$ 5,3 bilhões para municípios e adicional de R\$ 1,1 bilhão para o estado do Rio de Janeiro, onde estão localizadas as jazidas de óleo e gás); e **R\$ 23,7 bilhões para a União**.

**Considerando os efeitos orçamentários do leilão, projetamos que o governo central registrará déficits primários de R\$ 90,3 bilhões (1,3% do PIB) em 2019 e R\$ 108,4 bilhões em 2020 (1,4% do PIB)**, ante as metas de déficit de R\$ 139,0 bilhões e R\$ 124,1 bilhões, respectivamente. Nossas projeções consideram crescimento real do PIB de 2% no próximo ano, após elevação de 0,8% no ano corrente. Ademais, nossos números também levam em conta a entrada de R\$ 5,05 bilhões este ano oriundos da 6ª Rodada de Licitações de Partilha da Produção do Pré-Sal, realizado na última quinta-feira (07/11). Os cinco blocos petrolíferos ofertados neste leilão poderiam render até R\$ 7,8 bilhões aos cofres públicos, mas apenas o maior deles (Aram) foi arrematado.

**Portanto, nossa projeção atual para o resultado primário do governo central em 2020 tem folga relativamente pequena em relação à meta definida pelo PLOA (Projeto de Lei Orçamentária Anual)**. Ou seja, frustrações com receitas tributárias (como ocorreu em 2019) poderiam gerar preocupação quanto ao cumprimento de tal regra fiscal. **No entanto, salientamos a possibilidade de uma nova calibragem dos parâmetros relativos à oferta dos campos petrolíferos de Sépia e Atapu no próximo ano. Isto é, uma possível re-licitação dos blocos** (com valores diferentes de bônus de assinatura e/ou alíquotas mínimas de óleo-lucro) **poderia aumentar o apetite do mercado e gerar arrecadação em 2020**.

Por fim, a despeito das receitas fiscais aquém do esperado, **avaliamos como positivo este desfecho do longo processo envolvendo a cessão onerosa**, que remete a um modelo de contratação direta (isto é, sem licitação) complexo, devido à existência de múltiplos parâmetros, que na origem distorceu pontualmente a leitura das contas públicas brasileiras.

## 3) Ata do Copom: reafirmando uma abordagem cautelosa

**O Banco Central do Brasil (BC) divulgou a ata da reunião do Copom (Comitê de Política Monetária) da semana passada, quando a autoridade decidiu pela redução da taxa básica Selic para 5,00%, uma nova baixa histórica**. O comitê aproveitou a oportunidade (no parágrafo 22) para reafirmar a mensagem de política monetária já transmitida no comunicado: embora haja espaço para mais estímulo (um provável corte adicional no juro de 0,50 p.p. - para 4,50% - em dezembro de 2019), o comitê se mostra mais cauteloso para uma eventual flexibilização adicional em 2020.

Na ata, o Copom justifica a orientação mais cautelosa para o futuro, com alguns membros indicando que mudanças em curso no ambiente de crédito (a saber, a menor participação do Estado incentivando o crescimento dos empréstimos livres e do mercado de capitais) afetam a transmissão da política monetária para a economia. O comitê também destaca que, com o atual nível de estímulo monetário, inédito na história econômica brasileira, aumenta a incerteza sobre como a economia reagirá – dada a defasagem temporal da transmissão da política monetária (parágrafo 15).

A ata traz detalhes sobre a avaliação de cenário do BC, apresentada resumidamente no comunicado da semana passada. **No lado da atividade econômica, o BC reafirma a visão de que a economia continua se recuperando gradualmente e que deverá permanecer nessa trajetória adiante** (parágrafo 1). O Copom projeta crescimento sequencial positivo do PIB no terceiro trimestre e alguma aceleração subsequente, com auxílio da liberação de recursos do FGTS. Os efeitos deste estímulo deverão ser concentrados no quarto trimestre, de acordo com a autoridade. Mas o Copom segue projetando um ritmo gradual de retomada no crescimento econômico excluindo os efeitos de estímulos temporários (parágrafo 11). As condições financeiras são vistas como favoráveis, abrindo caminho para uma expansão mais rápida dos empréstimos bancários no segmento livre e das transações no mercado de capitais (parágrafo 12). O BC “celebra” a aprovação da reforma previdenciária, enfatizando o papel das reformas e ajustes econômicos no crescimento. De fato, **as reformas macroeconômicas são vistas pelo BC como fundamentais para reduzir a incerteza**, aumentar o investimento do setor privado, compensar o impacto contracionista de cortes orçamentários e mitigar episódios de elevação no prêmio de risco. As reformas microeconômicas também são necessárias, de acordo com o Copom, para estimular uma melhor produtividade e ambiente de negócios.



Sobre a inflação, o Copom aponta para níveis confortáveis nas medidas de preços subjacentes. No curto prazo, a autoridade enfatiza que o IPCA acumulado em doze meses provavelmente alcançará em outubro o menor patamar desde a implementação do regime de metas de inflação (final dos anos 90). Para o final de 2019, o BC projeta uma leve aceleração no índice cheio, em decorrência de esperados aumentos em preços administrados (parágrafo 17). Este último fator compensou as surpresas baixistas de inflação observadas em setembro e outubro – o que manteve relativamente estáveis as projeções oficiais para o IPCA este ano (3,4%). O Copom reafirma os números (já apresentados no comunicado) das simulações de inflação do IPCA para o horizonte relevante de política monetária (principalmente 2020, mas caminhando gradualmente para 2021). Em geral, **o BC projeta IPCA abaixo da meta central (4,00% em 2020 e 3,75% em 2021), o que alimenta expectativas de estímulos adicionais (ainda que de forma cautelosa) em 2020**. As estimativas de IPCA do BC são de 3,6% para 2020 e 3,5% para 2021 em cenários simulando a taxa de câmbio de R\$/US\$ 4,00 até o final de 2020 e R\$/US\$ 3,95 para o final de 2021. Os números da autoridade são de 3,7% para 2020 e 3,6% para 2021 em simulações usando a taxa de câmbio estável em R\$/US\$ 4,05 para todo o horizonte (parágrafos 6-7). Todas as simulações de inflação usam o consenso de analistas para a taxa de juros Selic (4,50% para o final de 2019 e 2020 e 6,38% para o final de 2021). Em comparação com as projeções apresentadas em comunicações anteriores, o BC justifica que, para o horizonte relevante, o efeito altista sobre a inflação em função de um novo corte de juros é compensado pelo efeito baixista da queda nas expectativas de inflação e de uma antecipação (para 2019) de aumentos esperados nos preços administrados (parágrafo 18).

Por fim, quanto ao ambiente internacional, o Copom segue observando condições relativamente favoráveis para as economias emergentes, dados os estímulos de alguns dos principais bancos centrais. Ainda assim, o BC destaca os riscos de uma desaceleração econômica global e a incerteza gerada por questões geopolíticas.

Em suma, o tom da comunicação do BC permanece alinhado com nossas projeções para os próximos passos do Copom: **nosso cenário projeta a taxa Selic em 4,50% para o final de 2019 e em 4,00% para o final do primeiro trimestre de 2020. Projetamos o início de uma normalização da taxa de juros, voltando ao nível estrutural (que estimamos em 3%, em termos reais), apenas em 2021**. Nosso cenário não contempla maior aceleração da atividade econômica subjacente (ex-FGTS) até o início de 2020, de forma que projetamos crescimento sequencial do PIB em torno de 0,2-0,4% até o 1T20; também antevemos inflação de 3,4% no próximo ano e de 3,8% em 2021. Ainda assim, reconhecemos que as chances de que o ciclo termine em 4,25% ou 4,50% se elevaram. E essa probabilidade aumenta ainda mais caso a atividade econômica surpreenda positivamente.

#### 4) Inflação: índices bem-comportados, abaixo da meta

**Em outubro, o IPCA registrou (uma vez mais) a menor variação da série histórica para o mês**, com alta de 0,10% m/m. Ainda assim, o resultado ficou levemente acima da estimativa do consenso de mercado (+0,07% m/m) e da nossa projeção (+0,06% m/m). Em relação à prévia de outubro (IPCA-15: +0,09% m/m), o índice ficou praticamente estável; em relação ao IPCA de setembro (-0,04% m/m), houve moderada aceleração. Por um lado, a manutenção do patamar positivo da inflação em outubro deriva principalmente da alta de preços de combustíveis (gasolina, etanol e diesel), com contribuição de +8pb, e de preços de carnes (bovinas, frango, dentre outras), com contribuição de +5pb. Por outro lado, a manutenção do baixo patamar da inflação corrente reflete ainda a deflação de energia elétrica, com contribuição de -13pb, em decorrência da mudança de bandeira tarifária (de vermelha 1 em setembro) para amarela em outubro. **No acumulado em doze meses, os preços ao consumidor apresentaram alta de 2,54% a/a, a menor desde agosto de 2017**. Desta forma, o IPCA segue rodando não somente abaixo da meta central de inflação para 2019 (4,25%), mas também abaixo do piso da banda de tolerância (2,75%).

**Diversas medidas de inflação subjacente também seguem (muito) bem comportadas**. O índice de difusão dessazonalizado apresentou elevação para 55,2% (contra 49,3% no IPCA-15 de outubro), impulsionado pelos grupos de alimentação no domicílio (54,8%, antes: 44,4%) e bens industrializados (54,6%, antes: 49,6%). Ainda assim, estes números seguem em níveis bem abaixo da média histórica. O núcleo de preços subjacente (IPCA-EX3) apresentou alta de 0,33% m/m, acima do registrado no IPCA-15 de outubro (+0,26% m/m) e da nossa projeção (+0,19% m/m), resultando em uma surpresa de +6pb para o IPCA do mês. Contudo, no acumulado em doze meses, esta medida mostra alta de 2,73%, bem abaixo da meta central de inflação.

**Para novembro, revisamos nossa projeção de inflação para +0,47% m/m (ante +0,45% m/m)**, em função de aumentos nos preços de carnes. Porém, a aceleração inflacionária no penúltimo mês do ano deriva principalmente de uma esperada alta nos preços administrados - com impacto total estimado de +0,3pp no índice cheio.

**De forma geral, os dados de inflação seguem consistentes com uma redução de 0,5 p.p. (para 4,50% a.a.) na taxa básica Selic na última reunião do Copom (Comitê de Política Monetária) deste ano**.



## 5) Atividade Econômica: recuperação ainda gradual em setembro

Na próxima semana, serão divulgados indicadores de atividade econômica referentes a setembro. A semana de 07 de setembro deste ano ficou marcada como a primeira vez da chamada “Semana Brasil”, data criada pelo governo federal para estimular as vendas do comércio de maneira similar à já tradicional ação promocional *Black Friday*, que ocorre em novembro. Desta forma, há grande expectativa sobre qual será o impacto deste evento nas vendas do mês. Os indicadores coincidentes sugerem um mês bastante positivo, especialmente nas categorias de vestuários, móveis e eletrodomésticos – grupos mais sensíveis a datas promocionais. **Portanto, acreditamos que na próxima terça-feira (12/11) a Pesquisa Mensal do Comércio apresentará dados positivos para o comércio varejista**, com crescimento de 0,7% do varejo restrito em relação a agosto (2,1% em relação a setembro de 2018); quanto ao conceito ampliado, que contempla também vendas de veículos e materiais de construção, estimamos crescimento ainda mais forte, de 1,2% contra agosto (e 4,6% contra setembro do ano passado), impulsionado pelas vendas de automóveis. Se nossas projeções para setembro estiverem corretas, tanto o varejo restrito quanto o ampliado exibirão crescimento de 1,5% no 3º trimestre, em relação ao trimestre imediatamente anterior. **Com relação ao setor de serviços, na quarta-feira (13/11) a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) também deve mostrar expansão considerável**, com crescimento de 0,6% em relação a agosto (0,3% em relação a setembro de 2018).

Finalmente, fechando a semana, o IBC-Br - índice amplo de atividade econômica publicado pelo Banco Central, e *proxy* de alta frequência para o PIB trimestral oficial (estimado pelo IBGE) – será divulgado na quinta-feira (14/11). De acordo com nossa projeção, o índice provavelmente permanecerá estável no mês em termos sequenciais (equivalente a uma alta interanual de 1,4%). **Este número consolidará uma tendência de recuperação gradual da atividade em curso.**

### 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.