

Perspectivas Macro Santander

Cadê a Inflação?

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

- **Eventos recentes nos levaram a revisar para baixo as projeções de inflação para 2019 e 2020. A leitura do IPCA de setembro surpreendeu, e de forma relativamente disseminada entre os principais grupos de preços. Além disso, estimamos que a nova POF (Pesquisa de Orçamentos Familiares), divulgada nesta semana, terá impacto redutor na inflação do próximo ano.**
- **Os dados dos setores de varejo e serviços relativos a agosto reforçaram nosso cenário de recuperação gradual da atividade econômica. O PIB Brasileiro deverá mostrar crescimento no 3º trimestre, ainda que sem aceleração na comparação com o trimestre anterior.**
- **A adoção de medidas de ajuste fiscal e parafiscal nos últimos anos tem permitido menor percepção de risco a respeito do equilíbrio das contas do governo, reduzindo o custo de rolagem da dívida pública. Acreditamos que a razão entre dívida bruta e PIB atingirá o pico em 2023, em patamar bastante inferior às expectativas dos agentes econômicos há alguns anos.**
- **Porém, o ajuste fiscal não está completo (longe disso) e precisa ser reforçado para viabilizar a recuperação econômica em curso. A promulgação da reforma da previdência (esperada para o final deste mês) afasta o cenário de colapso fiscal, mas sozinha não garante uma trajetória de despesas compatível com a sustentabilidade da dívida.**
- **A consolidação fiscal do Brasil requer persistência em reformas que visem a contenção das despesas obrigatórias. Esses temas são abordados, com detalhes, em relatório sobre política fiscal que publicamos nesta semana.**

1) Inflação

Esta semana tivemos eventos importantes no campo da inflação, que resultaram revisões baixistas de projeções para 2019 e 2020.

Um destaque foi a surpresa para baixo com o IPCA de setembro, que apresentou deflação de 0,04% em relação a agosto (projeção Santander: +0,03% m/m) e alta de 2,89% no acumulado doze meses. A maior surpresa no mês veio dos itens com maior sensibilidade ao ciclo econômico - o núcleo de serviços subjacentes. De fato, a inflação de setembro registrou a menor taxa para o mês desde 1999, impulsionada ainda por uma deflação mensal de 0,7% no subgrupo de alimentação no domicílio. **Em função destes resultados, revisamos nossa projeção de IPCA de 2019 de 3,5% para 3,4%, significativamente abaixo da meta de inflação deste ano (4,25%).**

O IBGE também divulgou os novos pesos do IPCA a partir do ano que vem, usando a Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) realizada entre 2017 e 2018. Os dados são referentes à cesta de consumo dos brasileiros de janeiro de 2018 e serão utilizados no índice a partir de janeiro de 2020. Ao analisarmos os pesos do IPCA em janeiro de 2018 gerados pela POF de 2008-2009, em comparação com a POF 2017-2018, notamos um aumento do peso do grupo Transportes, que passou a representar 21% da cesta na POF 2017-2018 (contra 18% na POF 2008-2009). Este grupo constitui, a partir da nova pesquisa, o principal gasto na cesta do brasileiro, ultrapassando o grupo Alimentação e Bebidas, com 19% na nova pesquisa (contra 25% anteriormente).

Estimamos que a nova composição do IPCA terá impacto redutor de cerca de 0,2 p.p. nas nossas projeções para o índice em 2020, passando de 3,5% para 3,3%. Este patamar também é significativamente abaixo da meta de inflação estabelecida para o ano que vem (4,0%). Vale lembrar que 2020 é atualmente o principal horizonte para a política monetária do Banco Central. Neste particular, projetamos dois cortes adicionais (de 0,5 p.p.) na taxa Selic para as reuniões de outubro e dezembro, levando o juro básico da economia brasileira ao patamar (recorde histórico de baixa) de 4,50% a.a. ao final de 2019. Nosso cenário conta com manutenção deste nível de juros até o início de 2021.



2) Atividade Econômica

Alguns importantes indicadores de atividade foram divulgados nesta semana. **Primeiramente, as vendas varejistas (PMC – Pesquisa Mensal do Comércio) tiveram crescimento tímido em agosto.** O varejo restrito apresentou alta de 1,3% na comparação entre agosto deste ano e agosto de 2018; na comparação com julho, após ajuste sazonal, houve ligeira elevação de 0,1%. O desempenho positivo do segmento de supermercados (0,6% ago/jul) - representa um pouco mais de 45% das vendas do varejo restrito - foi o principal responsável pelo crescimento agregado no mês. Por sua vez, os segmentos de bens duráveis e semiduráveis cresceram aquém do esperado, confirmando que o ritmo de recuperação do consumo segue modesto.

Quanto ao varejo ampliado, que contempla também vendas de automóveis e materiais de construção, houve surpresa fortemente negativa. As vendas de veículos, motos e partes/peças automotivas contraíram 1,7% entre agosto e julho, após ajuste sazonal (+2,9% ago19/ago18), ao passo que as vendas de materiais de construção declinaram 0,8% na margem (-1,6% ago19/ago18). Com isso, as vendas do varejo ampliado ficaram estáveis na comparação entre agosto e julho (+1,4% ago19/ago18), muito abaixo da nossa estimativa de crescimento na ordem de 1%.

No mesmo sentido, **o faturamento real do setor de serviços (PMS – Pesquisa Mensal de Serviços) teve queda de 0,2% em agosto, na comparação com julho, já descontadas as influências sazonais.** Três das cinco principais categorias de serviços registraram recuo com base nesta métrica, com destaque para os serviços prestados às famílias (-1,7%). Em relação a agosto de 2018, esta amostra (representando cerca de um terço) do setor terciário exibiu contração de 1,4%.

Com base nessas divulgações, **revisamos nossa projeção para o IBC-Br (proxy mensal do PIB calculada pelo Banco Central) de agosto,** que será conhecido na próxima 2ª-feira (14/10) – **projetamos ligeira elevação de 0,2% na comparação com julho,** e queda de 0,6% ante o mesmo mês de 2018. Consequentemente, nossa expectativa para o PIB do 3º trimestre deste ano indica crescimento real de 0,3% ante o 2º trimestre (correspondente a uma expansão de 0,8% em relação ao 3º trimestre de 2018). **Para 2019 como um todo, prevemos expansão de 0,8%.**

3) Panorama Fiscal

Em relatório publicado nesta semana (*Expondo a Raiz do Problema, 11/10*), **endereçoamos a temática da política fiscal brasileira.** Em primeiro lugar, exibimos nossas projeções para a trajetória da dívida pública, cujo pico deverá ser atingido (como proporção do PIB) em 2023, no patamar de 81,5%. **Destacamos que o compromisso crível com o ajuste fiscal, ainda que gradual, consiste no principal fator para redução do risco e, com isso, do custo de rolagem da dívida.** De fato, os juros nominais implícitos na rolagem da dívida vêm mostrando tendência de queda desde o 2º semestre de 2016, em linha com mudanças na política econômica a partir daquele período, sobretudo com a adoção de medidas de ajuste fiscal e parafiscal (ex: regra do teto de gastos e redução de subsídios – instituição da TLP, reformulação do FIES, devoluções de recursos do BNDES ao Tesouro Nacional). Nesse contexto de maior confiança dos agentes econômicos acerca do compromisso do governo com a consolidação fiscal do país (menor percepção de risco), as expectativas inflacionárias mostram ancoragem e há espaço para política monetária expansionista, levando a declínio expressivo dos juros reais no período recente.

No entanto, reforçamos no estudo que o ajuste fiscal não está completo (longe disso) e precisa ser reforçado para viabilizar a recuperação econômica em curso. Isso depende de profundo ajuste pelo lado das despesas obrigatórias, que vêm crescendo de forma contínua e acelerada, explicando o longo período de resultados fiscais negativos na economia brasileira (déficit primário desde 2014). Segundo nossos cálculos, **o esforço fiscal primário anual necessário para retornar a dívida bruta ao patamar de 50% do PIB (próximo à média dos países emergentes e à média brasileira entre 2006 e 2014) seria da ordem de 3% do PIB no horizonte de 15 anos.** Ou seja, um cenário bastante desafiador, que requer persistência em reformas visando a contenção dos gastos obrigatórios. Nesse sentido, **avaliamos como fundamentais para o processo de equilíbrio das finanças públicas no Brasil:** (i) medidas de desindexação e desvinculação do orçamento, ainda que pontuais e temporárias em um primeiro estágio; (ii) revisão de subsídios e benefícios concedidos pelo governo; e (iii) racionalização dos gastos com funcionalismo (aprovação de reforma administrativa) com aumento da produtividade no setor público.

Especificamente para 2019, esperamos déficit primário de R\$ 89,5 bilhões para o governo central (-1,3% do PIB). A folga considerável em relação à meta estipulada para este ano (-R\$ 139 bilhões) se explica, majoritariamente, pela entrada de recursos do megaleilão de óleo excedente da cessão onerosa (agendado para 06/11). Nosso cenário-base considera recebimento pela União do bônus de assinatura com parcelamento (R\$ 70,8 bilhões em dez/19 e R\$ 35,8 bilhões em jun/20), transferências de recursos aos estados e municípios também de forma parcelada (R\$ 12,3 bilhões e R\$ 11,8 bilhões, nos mesmos meses) e ressarcimento integral à Petrobrás no final deste ano (R\$ 33,6 bilhões). Após algumas semanas de impasse, Câmara dos Deputados e Senado entraram em acordo no que diz respeito à divisão dos recursos do certame - no caso dos estados, dois terços dos recursos serão repartidos via Fundo de Participação dos Estados (FPE),



que beneficia especialmente estados das regiões Norte e Nordeste, e um terço pelos critérios da Lei Kandir, que beneficia mais os estados das regiões Sul e Sudeste. **A solução do imbróglgio abre espaço para aprovação da reforma da previdência no Senado (e promulgação do texto) até o final deste mês.**

Últimas Publicações

Português

- 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

- 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)
- FX Compass – BRL: Talk Is (Not) Cheap (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.