

Perspectivas Macro Santander

Quebrando o Piso

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

- **O calendário macroeconômico desta semana destaca a reunião do Copom (Comitê de Política Monetária do Banco Central), que anuncia a taxa de juros na quarta-feira (30/10). Juntamente com um amplo consenso de analistas, esperamos outro corte de 0,5 p.p. na taxa básica Selic (para 5,00% a.a.), um novo recorde histórico de baixa. Quanto ao comunicado, acreditamos que o Copom deverá manter (praticamente) inalterada a avaliação do cenário. Acreditamos que o Comitê seguirá sinalizando que a consolidação de cenário inflacionário benigno deverá permitir novos estímulos adiante.**
- **Os primeiros dados do IBGE sobre a atividade econômica referentes a setembro serão divulgados na próxima semana. Os números devem confirmar o ritmo relativamente forte de crescimento apontado pelos indicadores coincidentes. Apesar da provável melhora no último mês, o crescimento do PIB no terceiro trimestre não deve destoar das leituras anteriores.**
- **O IPCA-15, prévia do índice de inflação oficial, registrou a menor variação mensal da série histórica em outubro: 0,09% m/m. A variação em doze meses apresentou alta de 2,72%, ficando pela primeira vez abaixo do piso do intervalo da meta de inflação (2,75%).**
- **A aprovação da reforma da previdência no Congresso Nacional afasta cenários (alternativos) de colapso fiscal, mas ainda não garante uma trajetória de despesa compatível com o teto constitucional e a sustentabilidade da dívida pública. Outras medidas de redução de despesas obrigatórias são fundamentais e devem ter prioridade na agenda econômica do governo ao longo dos próximos meses (novas informações sobre tais medidas deverão emergir nos próximos dias). Além disso, a extensão das mudanças nas regras previdenciárias a governos estaduais e municipais é imprescindível.**
- **A despeito do resultado mensal acima das expectativas, a divulgação do déficit em transações correntes de setembro (US\$ 3,5 bilhões) acendeu luzes amarelas para o resultado do ano.**

1) Política Monetária

O calendário macroeconômico desta semana destaca a reunião do Copom (Comitê de Política Monetária do Banco Central), que anuncia a taxa de juros na quarta-feira (30/10). Juntamente com um amplo consenso de analistas, esperamos outro corte na taxa básica Selic de 0,5 p.p. (para 5,00% a.a.), que levaria a taxa a um novo nível histórico de baixa. A curva de juros local apreça uma chance em torno de 20% de um corte mais agressivo, de 0,75 p.p..

Quanto ao comunicado, acreditamos que o Copom deverá manter (praticamente) inalterada a avaliação do cenário prospectivo para inflação. A autoridade provavelmente seguirá apontando para uma recuperação gradual da atividade econômica em curso, níveis confortáveis de inflação subjacente e um quadro global onde estímulos monetários em países avançados beneficiam emergentes, atenuando os efeitos da desaceleração global e de incertezas geopolíticas e comerciais. Desta forma, acreditamos que o Copom seguirá indicando que a conjuntura atual prescreve política monetária expansionista (ou seja, juros abaixo do nível neutro), e continuará sinalizando que a consolidação de cenário inflacionário benigno deverá permitir novos estímulos adiante.

Quanto ao balanço de riscos para as perspectivas inflacionárias, também antevemos poucas alterações, com o Banco Central mencionando, por um lado, as chances de inflação abaixo do esperado em função da elevada ociosidade e, por outro lado, ressaltando o impacto inflacionário de uma hipotética frustração com o processo de reformas macro, especialmente em eventual contexto de deterioração externa.

Quanto às perspectivas de médio prazo para a taxa de juros no Brasil, reafirmamos nossa visão de que o BC seguirá em processo de flexibilização monetária nos próximos meses. **Nosso cenário conta com mais um corte na Selic de 0,5 p.p.**



até o final do ano. Entendemos ainda que vem se elevando a chance de alguma redução adicional de taxa de juros no primeiro trimestre de 2020, ainda que em ritmo mais comedido. Este cenário alternativo ganha força em função de nossa expectativa de manutenção de um ritmo (ainda relativamente) lento de recuperação da atividade (excluindo-se efeitos temporários da liberação de recursos do FGTS no quarto trimestre de 2020) pelo menos até o primeiro trimestre do próximo ano, em um contexto de considerável ociosidade econômica, expectativas de inflação plenamente ancoradas e tendências de núcleos inflacionários rodando recentemente em patamares próximos (ou abaixo) do piso da banda da meta inflacionária.

2) Atividade Econômica

Na próxima semana serão divulgados importantes dados de atividade econômica. A Pesquisa Nacional por Amostra a Domicílio (PNAD) será publicada na quinta-feira (31/10), trazendo dados sobre o mercado de trabalho brasileiro em agosto. **Projetamos manutenção da taxa de desemprego em patamar ainda elevado: 11,8% em termos dessazonalizados** (11,6% sem ajuste sazonal), mesmo nível observado em agosto. A nosso ver, o mercado de trabalho deve seguir se recuperando em baixa velocidade e nossa expectativa é que a taxa de desemprego média de 2019 seja de 11,9% (2018: 12,3%).

Além dos dados de emprego, o IBGE divulgará na sexta-feira (01/11) a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) de setembro: prevemos alta de 2,4% na comparação com o mesmo mês de 2018, o que implica em expansão de 1,3% na comparação com agosto, já descontadas as influências da sazonalidade. O aumento da produção industrial em setembro foi puxado principalmente pela indústria de transformação, segundo nossos cálculos. Entretanto, isso não deve evitar contração (estimamos 0,2%) da atividade manufatureira no terceiro trimestre. Por sua vez, calculamos que a indústria extrativa – representa cerca de 10% da produção industrial total – teve crescimento de 16,6% no mesmo período. **Em suma, apesar da forte alta em setembro, a indústria brasileira deverá registrar alta de apenas 0,7% em 2019.**

3) Crédito

Nesta semana, houve divulgação do novo calendário de pagamentos do saque imediato do FGTS, que iniciará o desembolso a todos os trabalhadores ainda em 2019. Com isso, vemos melhores perspectivas para uma diminuição do endividamento e do comprometimento de renda das famílias para 2020, apesar dos últimos dados menos alentadores para o setor.

Mesmo com as concessões e saldo de crédito dando sinais positivos em setembro, a demanda doméstica cresce em ritmo bem moderado e o endividamento das famílias sobe em ritmo preocupante. Segundo os dados divulgados para agosto, o endividamento total das famílias encontra-se em níveis comparáveis ao auge da crise de 2014 e 2015, com grande parte desse endividamento dizendo respeito a empréstimos não relacionados à categoria imobiliária.

Assim, boa parte do saque imediato distribuído em 2019 poderá ser utilizado não somente para o consumo, mas também para pagamento de dívidas. Este último ajudaria a melhorar a situação de alavancagem das famílias e o acesso ao crédito saudável em 2020, embora atenuando os efeitos desta liberação sobre o consumo e o PIB no curto prazo.

4) Inflação

O IPCA-15, prévia do índice de inflação oficial, registrou a menor variação mensal da série histórica em outubro: 0,09% m/m. Ainda assim, o resultado ficou acima da estimativa do consenso e da nossa projeção (ambas em +0,04%). A leve aceleração do IPCA-15 em outubro, após deflação de 0,04% m/m em setembro, deriva da menor queda de preços de alimentação no domicílio e da alta nos preços de gasolina, produtos de higiene pessoal e produtos farmacêuticos. Por outro lado, a manutenção do patamar ainda baixo da inflação também reflete a redução de tarifas de energia elétrica, dada a mudança de bandeira tarifária (de vermelha 1 em setembro) para amarela em outubro. **A variação do IPCA-15 em doze meses é de 2,72%, não apenas o menor patamar desde maio de 2018, mas também muito abaixo do centro da meta do BC de 4,25% em 2019.** Este cenário é consistente com a manutenção do ritmo de corte da taxa de juros Selic (em 0,5 p.p. por reunião) nos próximos encontros do Copom este ano.

5) Reforma da Previdência: Aprovada!

Após oito meses de tramitação, o Congresso brasileiro aprovou a reforma da previdência (PEC 006/19). Com o placar de 60 votos a favor e 19 contra, o Senado finalizou na última quarta-feira (23/10) a votação da matéria em 2º turno.



O texto deverá ser promulgado até 19/11, em sessão conjunta do Congresso (com deputados e senadores). As mudanças nas regras de aposentadorias e pensões devem compreender ganhos fiscais na ordem de R\$ 800 bilhões ao longo dos próximos dez anos, acima das estimativas formadas no início do ano. Além disso, medidas de combate a fraudes e irregularidades na concessão de benefícios previdenciários (impactos sobre aposentadorias rurais, pensões por morte, auxílios-reclusão, entre outros) podem gerar economia de até R\$ 200 bilhões no mesmo período de dez anos. Em linhas gerais, a reforma previdenciária afasta um hipotético cenário de colapso fiscal, representando avanço importante na agenda de ajuste fiscal. **Porém, conforme temos enfatizado em nossas publicações, a aprovação do tema não garante uma trajetória de gasto compatível com o teto constitucional, e com a sustentabilidade da dívida pública.**

Daqui para a frente, ainda no que diz respeito ao sistema previdenciário, as atenções estarão voltadas para a chamada “PEC paralela” (133/2019). **Esta proposta, cujo principal objetivo consiste em estender as alterações de regras aos servidores públicos de estados e municípios**, tem papel fundamental para o equilíbrio das finanças dos entes subnacionais. Após o relator da matéria ler seu parecer no Senado nesta semana, houve pedidos de vistas e, com isso, o tema deverá voltar à discussão na CCJ (Comissão de Constituição e Justiça) em 06/11.

Encerrada a tramitação da reforma da previdência, **a equipe econômica do governo deverá focar em outras importantes medidas de ajuste fiscal e aumento de produtividade**. Dentre elas, **destacamos a pauta de redução das despesas obrigatórias**, visando ao cumprimento da regra do teto de gastos e abertura de espaço orçamentário para aumento de despesas discricionárias (sobretudo as relacionadas a investimentos). Ressaltamos que o ajuste fiscal não está completo, e a garantia de um caminho de sustentabilidade das contas públicas e maior crescimento econômico depende de profundo ajuste pelo lado das despesas. Ademais, as reformas administrativa (racionalização dos gastos com funcionalismo e elevação da produtividade do setor público) e tributária também devem ter grande relevância nos próximos meses. Na próxima semana o governo deverá divulgar detalhes desta importante agenda.

Ainda no campo fiscal, os números do governo central e setor público consolidado de setembro serão publicados na próxima semana. Em relação ao primeiro, esperamos déficit primário de R\$ 24,8 bilhões, levando o déficit acumulado em 12 meses a R\$ 115,4 bilhões (-1,6% do PIB). No entanto, considerando a entrada (ainda que parcial) de recursos do leilão de óleo excedente da cessão onerosa em dezembro, estimamos que o déficit primário do governo central encerrará 2019 por volta de R\$ 90 bilhões (-1,3% do PIB), muito abaixo da meta estabelecida para o ano (-R\$ 139 bilhões). Por sua vez, o setor público consolidado deverá registrar déficit primário de R\$ 26,7 bilhões em setembro (acumulado em 12 meses de -R\$ 106,2 bilhões, -1,5% do PIB), tendo em vista a expectativa de déficit dos governos regionais no mês.

6) Balanço de Pagamentos

O Banco Central divulgou os dados de balanço de pagamentos para o mês de setembro. Embora o saldo comercial e o déficit na conta de serviços tenham vindo em linha com nossas expectativas, o desempenho mais favorável da conta de renda - na esteira de entradas vultosas na rubrica de lucros reinvestidos (aproximadamente US\$ 1,5 bilhão) - acabou fazendo com que o déficit em transações correntes no mês registrasse resultado mais favorável que o esperado. Enquanto projetávamos um déficit de US\$ 4,3 bilhões, o resultado efetivo foi de US\$ 3,5 bilhões, levando a um déficit de US\$ 34,3 bilhões no acumulado do ano até setembro, o que se compara a um déficit anual de US\$ 21,9 bilhões no fechamento de 2018. A principal causa desta deterioração de US\$ 12,1 bilhões no déficit em transações correntes durante este ano foi o recuo de US\$ 24,5 bilhões do saldo comercial frente a 2018. Na outra direção, as contas de serviços e rendas apresentaram melhora no período. Dada nossa expectativa de que a economia mundial continuará em desaceleração, com a economia brasileira ganhando tração nos próximos anos, a tendência é que o déficit em transações correntes siga em trajetória crescente à frente. **Nossa expectativa é de déficit de US\$ 43,3 bilhões no fechamento deste ano – aproximadamente 2,5% do PIB –, praticamente o dobro do valor observado em 2019.**

Apesar de acender uma luz amarela, há um ingresso robusto de investimentos diretos no país – no mês passado houve entrada líquida de US\$ 6,3 bilhões –, em volume mais do que suficiente para financiar este déficit nas transações correntes. Nos últimos 12 meses encerrados, esta rubrica acumulou US\$ 70,3 bilhões e permaneceu flutuando próximo ao nível de US\$ 70,0 bilhões desde o início de 2018. **Desta forma, há um relativo conforto quanto às condições do balanço de pagamentos brasileiro, mesmo diante de possíveis intempéries no campo externo.**



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

- 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.