



## Perspectivas Macro Santander

São Paulo, 29 de março de 2018

Departamento de Pesquisa Econômica

### Juros em Queda, Câmbio em Alta

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

#### Os Sinais do Copom

**O ciclo de corte de juros deve mesmo caminhar para o seu encerramento (ou pelo menos uma pausa) em maio, com um corte final da Selic para 6,25% a.a..** Se ainda havia alguma dúvida sobre as intenções do Copom (Comitê de Política Monetária), elas foram dirimidas com os detalhes fornecidos tanto pela ata da reunião como pelo Relatório Trimestral de Inflação. De um lado, a ata esclareceu que, mesmo diante de uma surpresa inflacionária favorável nestes próximos três meses, o Copom tende a preferir uma pausa a reduzir imediatamente ainda mais a Selic – isto porque há muita incerteza sobre o *timing* e a magnitude do efeito que os cortes já realizados vão produzir tanto sobre a atividade econômica como sobre a própria inflação. De outro lado, as projeções e hipóteses detalhadas pelo BCB no seu relatório trimestral de inflação sugerem espaço limitado para surpresas positivas: afinal, a projeção do BCB para a inflação no segundo trimestre já está abaixo da expectativa do mercado e parece, a nosso ver, até otimista. Assim, nos parece que seria necessária uma grande surpresa favorável da inflação para tornar provável que a Selic passe por nova redução na reunião de junho. Não é impossível, mas parece – à luz do que sabemos hoje – algo improvável.

#### Os Efeitos Defasados dos Juros Mais Baixos

**O efeito não é imediato, mas uma hora ele chega: uma Selic mais baixa tende, ao longo do tempo, a gerar uma taxa de câmbio mais alta e melhores condições de crédito.** O primeiro efeito parece já estar se manifestando: o real mostrou descolamento em relação a outras moedas emergentes, tendo perdido valor em termos relativos nas últimas semanas. Dois motivos parecem explicar este descolamento, ambos relacionados à queda de juros, que fez com que o diferencial de juros entre Brasil e EUA chegasse ao menor patamar da história recente. O primeiro é a forte redução do ingresso dos recursos que são tipicamente sensíveis à taxa de juros (empréstimos intercompanhias, investimento estrangeiro em renda fixa e fundos no país, capital de curto prazo): depois de terem alcançado mais de US\$ 93 bilhões em 2014, estes recursos representaram apenas US\$ 12 bilhões nos 12 meses terminados em fevereiro de 2018. O segundo fator é que um menor diferencial de juros também torna mais barato o acesso ao *hedge*, instrumento de proteção contra variação cambial, aumentando a demanda por estes instrumentos e a pressão sobre o câmbio. Olhando à frente, parece pouco provável que ocorra uma reversão no diferencial de juros, dado que a Selic deve seguir baixa pelos próximos 12 meses (ao menos) e que há riscos para cima nos juros americanos. Este raciocínio é um dos pilares da nossa expectativa de uma leve desvalorização do real até o final do ano, para o patamar de R\$ 3,50/US\$.

**Já o efeito da Selic mais baixa sobre o mercado de crédito tende a se manifestar com uma defasagem mais longa, e de uma maneira mais discreta.** Os dados mais recentes, divulgados pelo Banco Central, sugerem que o crédito ainda enfrenta dificuldades para se recuperar: a expansão de crédito está em curso, mas a uma velocidade mais baixa, quando considerado o total de crédito na economia. Porém, uma investigação mais aprofundada dos dados mostra que já há sinais de recuperação mais consistente do crédito à pessoa jurídica, após um longo processo de desalavancagem das empresas. O novo crédito está vindo principalmente dos bancos privados, que ao ritmo atual podem recuperar fatia de mercado, chegando a 50% ao final do ano. Um outro dado positivo que passa despercebido ao olhar mais apressado é a evolução favorável da inadimplência: o estoque de crédito considerado em atraso está caindo a um ritmo de 11% em relação ao mesmo período de 2017. A queda na inadimplência é um ingrediente importante para acentuar a queda (ainda que defasada) do juro cobrado ao tomador final e, portanto, retroalimentar a expansão de crédito.



Para mais detalhes, veja nossos relatórios “Mais Crédito à Recuperação da Economia” e “Falling Interest Rate Differentials Leading to BRL Weakness”, disponíveis no nosso site

## Agenda Política: Definições à Frente

**A próxima semana pode trazer importantes definições para o cenário eleitoral.** Na quarta, o STF julga o *habeas corpus* preventivo solicitado pela defesa do ex-Presidente Lula, o que pode ter implicações no papel que o ex-presidente desempenhará nesta campanha presidencial. **No final da semana, encerra-se o prazo para filiação partidária e desincompatibilização dos potenciais candidatos a funções no Executivo na eleição de outubro.** Muitas movimentações já foram feitas, mas ainda há expectativa sobre participação de eventuais *outsiders* na eleição. A filiação de nomes de fora da cena política tradicional não garante suas candidaturas, mas é uma condição *sine qua non* para que elas sejam viáveis. Enquanto isso, no Congresso, a expectativa é com a possível votação das mudanças no Cadastro Positivo – que, combinadas à redução do compulsório anunciada na última quarta-feira, poderia dar um impulso à redução dos *spread* bancários.

## Fique de Olho

A agenda doméstica da próxima semana está relativamente vazia, com destaque apenas para a publicação dos dados da **produção industrial em fevereiro. Esperamos crescimento de 0,6% em relação a janeiro (+3,8% ante fevereiro de 2017)**, em linha com o cenário de recuperação consistente do setor. Temos observado uma melhora cada vez mais disseminada na indústria brasileira (estimamos que cerca de 70% dos segmentos manufatureiros estão em trajetória de alta), refletindo a combinação entre maior demanda interna e solidez do comércio mundial. **Na agenda internacional, os dados sobre o mercado de trabalho dos Estados Unidos devem assumir protagonismo**, tendo em vista o amplo debate em torno do baixo patamar da taxa de desemprego americana (menor dos últimos 17 anos) e seu impacto sobre a inflação e, conseqüentemente, o ritmo de elevação da taxa básica de juros.

## Últimas Publicações

### Português

- Mais Crédito à Recuperação da Economia (mar/2018)
- TJLP: A Nova Regra (mar/2018)
- Quais Regiões Liderarão o Crescimento em 2018? (mar/2018)
- Quando o Extraordinário Não é Suficiente (fev/2018)

### English

- Falling Interest Rate Differentials Leading to BRL Weakness (Mar 2018)
- NPLs Improving More Than Meets the Eye (Mar 2018)
- TJLP: Less Discretion, More Volatility? (Mar 2018)
- Food (Inflation) For Thought (2): Forecasts (Mar 2018)

---

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