



Perspectivas Macro Santander

São Paulo, 18 de maio de 2018

Departamento de Pesquisa Econômica

Cautela e Canja de Galinha

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

USD 1 trilhão a menos

O problema não é a Argentina. O problema não são as eleições. O problema é o processo de normalização da política monetária nas economias desenvolvidas, a começar pelos Estados Unidos. Veja: o mundo nunca experimentou um período tão longo e tão intenso de expansão de liquidez. Entre 2011 e 2018, os bancos centrais das principais economias do mundo injetaram cerca de USD 12 trilhões nos mercados, o que equivale a mais ou menos USD 1,7 trilhão por ano. Para dar uma dimensão, o ritmo de expansão considerado “normal” entre 2000 e 2007 esteve em cerca de 250 milhões anuais. Pois é. **Contando somente o FED (Estados Unidos), o BOJ (Japão) e o ECB (zona do euro), o volume de recursos injetados deve cair de USD 1,5 trilhão em 2017 para cerca de USD 500 bilhões em 2018. E até menos que isso em 2019. Até entrar no terreno negativo em algum ponto da próxima década.**

A imagem espelhada dessa história é a taxa de juros. A taxa de referência para a política monetária nos Estados Unidos, equivalente à nossa Selic, esteve muito perto de zero entre 2008 e 2014. Isso levou o rendimento dos títulos do governo a patamares que chegaram a oscilar entre 1,5% e 2% na maior parte dos últimos 5 anos. Mas nos últimos dias o rendimento chegou a atingir 3,1% a.a.. **A turbulência atual reflete a incerteza em relação à velocidade e magnitude desse processo, assim como o impacto esperado sobre ativos de maior risco.** E risco é sinônimo de países emergentes para os investidores internacionais.

A boa notícia é que as autoridades monetárias estão conscientes dos riscos associados às suas decisões, e buscarão calibrar o ajuste de forma a conter a volatilidade. Por esse motivo, **suspeitamos que o mercado tende a se acalmar nas próximas semanas, principalmente na medida em que se aproxima a data da próxima reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central dos Estados Unidos (13 de junho).** Nos parece razoável esperar por manifestações favoráveis a um processo de normalização sem grandes atropelos. Mas, ainda que seja possível realizar o ajuste de forma mais suave, é importante ter em mente que o processo implica em mudanças de caráter mais permanente na precificação do risco e nos preços dos ativos.

O Que Passou: Copom se Mostra Sensível à Mudança no Balanço de Riscos

Ao decidir por **manter a Selic em 6,5% a.a.**, ao invés de reduzi-la em 25 bps, como havia sinalizado na ata da última reunião, o **Copom demonstra seu viés cauteloso frente ao aumento da volatilidade dos ativos financeiros e à depreciação da taxa de câmbio.** Ainda que a trajetória de inflação esperada pela autoridade monetária e o consenso das projeções do mercado estejam confortavelmente abaixo das metas, aumentaram as chances de que as turbulências recentes se aprofundem de forma a gerar frustrações no futuro. Por isso, o Copom preferiu calibrar a política monetária menos em função da sinalização anterior e da trajetória esperada para a inflação, e mais a partir dos movimentos recentes de ativos financeiros, os quais aumentam as chances de uma futura frustração das metas.

Acreditamos que o câmbio brasileiro voltará a oscilar dentro de um intervalo bem mais limitado, provavelmente perto de R\$ 3,50 / USD, que tem sido nossa projeção para o final de 2018 desde meados de 2017. **E a folga inflacionária atual, somada ao ainda elevado hiato do produto, permitirá que a taxa básica de juro persista em 6,5% a.a. até o segundo semestre de 2019.**

Nesse sentido, vale destacar que os dados de atividade econômica do início de 2018 frustraram as expectativas. Como reflexo principalmente do fraco desempenho dos setores industrial e de serviços, **o IBC-Br (proxy mensal do PIB calculada pelo Banco Central) recuou 0,7% m/m em março e 0,1% t/t no 1º trimestre.** A nosso ver, **isso**



não significa uma interrupção no processo de retomada da economia brasileira, mas sim uma moderação no ritmo de melhora. Acreditamos que o dado oficial do PIB Brasileiro no 1º trimestre (a ser divulgado pelo IBGE em 30/05) mostrará alta ao redor de 0,5% t/t, inferior às estimativas próximas a 1% há alguns meses. É importante lembrar que IBC-Br e PIB apresentam dinâmicas trimestrais parecidas, e não idênticas; por exemplo, o IBC-Br registrou alta de 0,9% t/t no 4º trimestre de 2017, enquanto o PIB variou apenas 0,1% t/t.

Ou seja, ainda vemos a economia brasileira se recuperando de forma consistente ao longo do ano, mas reconhecemos que a velocidade de recuperação poderá ser um pouco mais baixa do que estava no radar. **E isso apenas reforça a avaliação de que o hiato do produto continuará negativo (isto é, ociosidade na economia) por bastante tempo.**

Fique de Olho

A leitura de abril dos dados de **balanço de pagamentos** deve salientar a baixa vulnerabilidade do Brasil à piora nas condições de financiamento externo, em contraste com algumas economias emergentes. Com o **superávit de USD 1,6 bilhão esperado para abril, o déficit acumulado em 12 meses deve se manter próximo a USD 8 bilhões, muito inferior à entrada de investimento estrangeiro líquido no período (US\$ 3 bi em abril, USD 61 bi em 12 meses)**. Não falta financiamento externo, não há dependência em relação a capitais mais voláteis (como capital de curto prazo e investimento em carteira) e, mesmo na eventualidade de piora adicional nas condições externas, o Brasil ainda conta com reservas internacionais bastante elevadas e espaço suficiente para prover *hedge* ao mercado através dos *swaps* cambiais oferecidos pelo BCB.

Outro dado a ser divulgado semana que vem é o **IPCA-15 de maio**. Esperamos que se mantenha em patamar baixo, com alta de **0,20% m/m e 2,76% em 12 meses** (mesmo patamar observado no IPCA de abril). Destacamos a alta da energia elétrica com bandeira tarifária amarela e o patamar ainda baixo dos alimentos consumidos no domicílio.

Últimas Publicações

Português

- Açúcar: O que explica a recente queda de preços? (mai/2018)
- Aproveitar o Momento e Reduzir a Meta (mai/2018)
- Milho: pressão altista sobre o preço doméstico? (mai/2018)
- Soja: Janela de oportunidade para o Brasil? (mai/2018)
- Guerra (Comercial) Infinita: Quais os riscos para o Brasil? (mai/2018)

English

- Copom Capitulates to Changing Balance of Risks (May 2018)
- The Good Convergence (May 2018)
- Infinite (Trade) War: Does It Matter for Brazil? (May 2018)
- Stickernomics - What Do the Prices of Soccer Stickers Around the World Tell Us About Exchange Rates? (Apr 2018)
- Lower for Longer: We Expect 2019 Year-End Selic at 7.5% (Apr 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