



## Perspectivas Macro Santander

São Paulo, 2 de agosto de 2018  
Departamento de Pesquisa Econômica

### Alívio Imediato

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

#### Copom: Vamos Saudar as Boas Novas

Foi de um certo otimismo o tom do comunicado que justificou a decisão do Copom pela manutenção da taxa de juros básica (Selic) em 6,5% a.a.. No comunicado, o Copom aponta a relativa acomodação do cenário internacional – depois de fortes turbulências associadas à expectativa para os juros americanos e à ameaça de uma guerra comercial, entre outros riscos –, o que colaborou para alguma estabilidade na taxa de câmbio nas últimas semanas. Aponta também a trajetória das expectativas de inflação que, depois de subirem em disparada após a greve dos caminhoneiros, chegaram inclusive a recuar nos últimos dias.

De todas estas, a variável mais crítica para um Banco Central que tem metas de inflação é justamente as expectativas de inflação; portanto, o fato de que, a despeito da alta recente, elas permanecem “ancoradas” (ou, em bom português, na meta ou abaixo dela) para este e os dois próximos anos dá ao Copom um “alívio imediato”.

Olhando à frente, é no comportamento das expectativas (principalmente para 2019 e, em alguma medida, para 2020) que reside o principal “gatilho” para uma eventual mudança na política monetária. É a isso – mais do que à volatilidade do mercado, que deve persistir pelos próximos meses – que o BC tende a reagir. Um novo round de elevação das expectativas poderia ocorrer em caso de alta exacerbada do câmbio e/ou de perda de confiança dos analistas na capacidade ou disposição do BC em perseguir a meta de inflação nos anos à frente. Se, contudo, elas seguirem ancoradas, não há motivo para o Copom elevar os juros antes de meados do ano que vem – no nosso cenário, projetamos a Selic em 6,5% por mais um ano, sendo gradualmente elevada para 7,5% em 2019 e 8,5% em 2020, patamar no qual se estabilizaria.

#### Falando em Expectativas de Inflação...

Atualizamos nossa projeção para o IPCA neste ano: passamos a esperar 3,9%, abaixo do consenso (atualmente em 4,1%) e ainda razoavelmente distante da meta de 4,5% estabelecida para este ano. A diferença de 0,4 pp em relação à nossa projeção anterior (3,5%) vem praticamente toda do efeito líquido da greve dos caminhoneiros, a despeito da normalização já em curso dos preços de alimentos e combustíveis (que, aliás, deve trazer a inflação para 0,2% m/m em julho e para território negativo em agosto). Vale destacar que está sendo muito limitado o contágio para outros preços da economia tanto dos efeitos da greve como da alta do câmbio (o que em economês chamamos de “efeitos secundários”, e aos quais a política de juros tende a reagir). Isto, na nossa avaliação, se deve à combinação entre a elevada ociosidade da economia e os ganhos de credibilidade da política econômica.

#### O Que Passou

Após o tombo da produção em maio (-11% m/m), decorrente da paralisação do transporte de cargas, o setor manufatureiro exibiu forte retomada em junho (+13% m/m). No entanto, esta recuperação de curto prazo em “formato de V” não evitou a contração de 2,5% do volume produzido pela indústria no 2º trimestre deste ano, o que interrompeu uma sequência de cinco elevações trimestrais consecutivas. Acreditamos que o setor voltará a apresentar taxas de variação positiva nos próximos trimestres, mas a um ritmo mais lento do que o esperado há alguns meses, em linha com a fraqueza da confiança de empresários e consumidores no período recente. Nesse sentido, estimamos que o PIB tenha aumentado apenas 0,3% t/t (1,4% a/a) no último trimestre (os dados do PIB serão divulgados em 31/ago), e atribuímos um pequeno viés baixista à nossa projeção de crescimento de 2% em 2018.



Reforçando esse cenário de recuperação “morna”, **os dados do mercado de trabalho mostraram um recuo apenas sutil da taxa de desemprego na passagem de maio para junho, de 12,2% para 12,1%** (série com ajuste pela sazonalidade). A elevada ociosidade deste mercado também se reflete na modesta variação dos salários reais: crescimento médio de 0,7% no 1º semestre de 2018, na comparação com o mesmo período de 2017. É por essas e outras que esperamos inflação e juros baixos por bastante tempo na economia brasileira...

**O setor público registrou déficit primário de R\$ 13,5 bilhões em junho, levando o acumulado nos últimos 12 meses a R\$ 89,8 bilhões.** Além disso, vale a pena lembrar que o déficit do governo central chegou a R\$ 92,3 bilhões (1,3% do PIB) em 12 meses, bastante abaixo da meta para o ano (déficit de R\$ 159 bilhões, ou 2,3% do PIB). No entanto, acreditamos que esta folga entre o resultado efetivo e a meta deve ser rapidamente reduzida a partir de setembro, devido à pressão sazonal dos gastos com folha de pagamento e previdência.

## Fique de Olho

**O IPCA de julho será divulgado na semana que vem, e deve mostrar um recuo significativo da inflação em relação a junho:** de 1,26% m/m para 0,22% m/m. Esta queda da inflação será devida à deflação dos preços de alimentos *in-natura* e de combustíveis – itens mais afetados durante a paralisação no setor de transportes. Com isso, a inflação acumulada em 12 meses será 4,37%, ligeiramente abaixo dos 4,39% registrados em junho e, também, abaixo da meta de 4,5% estipulada para este ano.

Pelo lado da atividade, a próxima semana também revelará os **resultados das vendas varejistas em junho.** Prevemos expansão de 2% m/m para o varejo ampliado (inclui veículos e materiais de construção) no período, compensando parcialmente a queda de 4,9% m/m vista em maio. Já no que diz respeito ao varejo restrito, calculamos ligeiro recuo de 0,3% m/m, refletindo principalmente as menores vendas de supermercados. **Apesar do dados mais fracos no 2º trimestre, ainda vemos o consumo das famílias como principal propulsor da demanda interna.**

## Últimas Publicações

### Português

- Relatório de Crédito: Não é Por Falta de Crédito – Parte II: Inadimplência (jul/2018)
- Relatório de Crédito: Não é Por Falta de Crédito – Parte II: Pessoa Jurídica (jul/2018)
- Relatório de Crédito: Não é Por Falta de Crédito – Parte I: Pessoa Física (jul/2018)
- Crédito: Cadastro Positivo vem aí! (jul/2018)

### Inglês

- Inflation: The Power of Trade-Off (August 2018)
- It's Not for a Lack of Credit – Part III: Delinquency, Way Better than It Seems (July 2018)
- It's Not for a Lack of Credit – Part II: Companies (July 2018)
- It's Not for a Lack of Credit – Part I: Individuals (July 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.