

## Perspectivas Macro Santander

### Fim de Papo

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

- Tanto no Brasil como no exterior, a semana de 03 a 07 de fevereiro foi marcada por um contínuo fortalecimento do dólar, além de novos sinais desinflacionários e de atividade fraca.
- Após nova redução da taxa Selic (renovando a mínima histórica), avaliamos que a comunicação do Banco Central foi bastante clara ao indicar o fim do ciclo de corte de juros. O foco agora passa a ser o *timing* e velocidade de uma esperada normalização da política monetária.
- As últimas divulgações dos indicadores de atividade econômica têm revelado dados mais fracos do que o inicialmente projetado. Portanto, apesar de mantermos o cenário de crescimento (gradualmente) mais forte da economia doméstica, atribuímos um viés de baixa às nossas estimativas para o desempenho do PIB em 2019 e 2020.
- O IPCA de janeiro apresentou elevação muito aquém da expectativa de mercado, bem como uma composição bastante benigna, com destaque para o expressivo recuo das medidas de núcleo.
- Apesar da surpresa negativa com o déficit comercial em janeiro – causado por fatores extemporâneos – a dinâmica do fluxo de comércio internacional parece compatível com um recuo marginal do saldo comercial em 2020.
- O mundo continua acompanhando os desdobramentos do coronavírus, que passaram a mostrar os primeiros sinais de estabilização da epidemia. Na próxima semana, o mundo voltará os olhos para a segunda primária democrata nos EUA (New Hampshire) e para o discurso do Presidente do Federal Reserve no Congresso americano. Vendas no varejo e inflação dos EUA, produção industrial na Zona do Euro e dados de crédito na China também compõem a agenda da semana que vem.

No cenário global, os mercados seguem atentos aos efeitos adversos sobre a atividade econômica e preços de matérias primas advindos do surto de coronavírus na China. A repercussão deste choque na segunda maior economia mundial (e maior parceiro comercial do Brasil) contribuiu para um enfraquecimento recente das moedas atreladas às commodities, caso do real brasileiro. Este último recuou quase 1% nesta semana, levando a taxa cambial para o maior patamar nominal da série (acima de 4,31 por dólar). O fortalecimento global do dólar americano e o juro baixo no Brasil também contribuem para a depreciação do câmbio, elevando os riscos para nossa atual projeção de fim de ano (R\$/US\$ 4,00).

No Brasil, após anunciar um novo corte na taxa Selic (para 4,25%, uma baixa histórica), julgamos que o Copom decretou o fim do atual ciclo de afrouxamento. Além disto, o resultado do IPCA de janeiro surpreendeu para baixo e mostrou uma composição subjacente bastante benigna. É possível que estes fatores (i.e. fim dos estímulos e ausência de inflação de demanda) tenham contribuído para uma nova queda das taxas de juros de mercado nos segmentos mais longos da curva, tornando-a ainda mais achatada. De fato, com números de atividade apontando para uma recuperação (ainda) mais lenta que o previsto, os riscos baixistas se acumulam para nossa projeção de Selic para o fim de 2021 (hoje em 6,00%). Em função disto, entendemos que há certo viés para uma curva ainda mais achatada adiante.

### 1) Decisão de Política Monetária

Pela quinta reunião consecutiva, o Copom – Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (BC) – decidiu por reduzir a taxa básica de juros. Desta vez, a queda foi menos intensa do que nas quatro ocasiões anteriores, com o corte de 0,25 p.p. anunciado hoje levando a taxa Selic para 4,25% a.a., novo recorde histórico de baixa. Este resultado era amplamente esperado pelos analistas de mercado e apreçado pela curva de juros.



No comunicado, a única leve surpresa foi o fato de o Copom ter (pré-) anunciado a interrupção do ciclo, que totalizou 2,25 p.p. em cortes desde julho de 2019. Como justificativa para este anúncio, a autoridade cita principalmente os efeitos defasados dos estímulos já implementados. O Copom também reafirma que “seus próximos passos continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação”, mas destacam o “peso crescente para o ano-calendário de 2021”, enquanto horizonte de política monetária.

Este último fator tem particular relevância na decisão, dado que as simulações para a inflação do IPCA apresentadas no comunicado apontam para resultados exatamente em linha com a meta central inflacionária (de 3,75%) no ano que vem. Com efeito, em um cenário que assume taxa Selic estável a 4,50%, a simulação do BC aponta para IPCA de 3,5% este ano e 3,8% no ano que vem. Para um cenário com juros de 4,25% no final deste ano e 6,00% no final de 2021, o BC estima uma inflação de 3,5% em 2020 (meta central: 4,00%) e 3,7% em 2021. Todos estes cenários assumem uma taxa cambial estável em R\$/US\$ 4,25 para todo o horizonte de projeção.

Uma outra motivação possivelmente embasando a decisão do BC de anunciar previamente o fim do ciclo tem a ver com as chances de uma reação ainda mais intensa que o esperado da atividade econômica aos estímulos já implementados. No parágrafo do comunicado em que o Copom discute o balanço de riscos, o comitê destaca os riscos inflacionários (altistas) decorrentes de um aumento da potência da política monetária, em função de “transformações na intermediação financeira e no mercado de crédito e capitais”. A ideia aqui é que, dadas as mudanças estruturais em curso na política econômica, em particular na participação estatal na atividade ampla e no mercado creditício, os mecanismos de transmissão do juro menor para atividade possa atuar de forma mais intensa e gerar uma resposta acima do esperado, possivelmente afetando as perspectivas para a inflação.

Quanto à avaliação de cenário pelo Copom, poucas mudanças significativas. O BC reafirmou a visão e expectativa de uma continuidade do “processo de recuperação gradual da economia”. No cenário internacional – por ora, sem menções explícitas aos riscos desinflacionários (mas de duração e magnitude incertas) gerados pelo coronavírus – a postura monetária expansionista nas principais economias ainda é vista como fator preponderante para um “ambiente relativamente favorável para economias emergentes”. No âmbito da inflação, em que pesem dados (a nosso ver temporariamente) “menos desinflacionários” de inflação subjacente na última prévia do IPCA para janeiro, o BC vê os núcleos de inflação ainda “compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária”. Subscrevemos amplamente a esta visão.

Em suma, a comunicação do BC foi bastante clara ao indicar o fim do ciclo de corte de juros. O foco agora passa a ser o *timing* e a velocidade de uma esperada normalização da postura (hoje consideravelmente expansionista) da política monetária. Em um ambiente tal como descrito em nosso cenário básico, em que o país segue na trilha das reformas econômicas e fiscais – contribuindo para a manutenção de uma ampla ancoragem de expectativas – e assumindo uma ausência de maiores choques externos, a velocidade de recuperação da economia será o principal condicionante para uma inflação em linha com a meta central estabelecida pelo CMN para 2021. Logo, nestas condições, será o ritmo da economia o principal guia para o *timing* e velocidade de retirada do estímulo monetário.

Tendo em vista os riscos baixistas que antevemos para o crescimento este ano (nossa projeção de 2,3% para o PIB de 2020 está sob revisão), dentro de um contexto de uma retomada gradual, entendemos que há claras chances de um ritmo mais comedido de normalização da política monetária no próximo ano. Atualmente, nosso cenário conta com aumento de juros se iniciando no 2T21, levando a taxa Selic ao patamar de 6,00% no final do ano que vem. Este nível estaria mais próximo ao patamar do juro estrutural, que estimamos em torno de 3% em termos reais, o que seria consistente com uma erosão da ociosidade econômica em 2022. Mas o risco aqui vai na direção de uma normalização possivelmente mais lenta (nosso cenário para o juro em 2021 também está sob revisão).

## 2) Atividade Econômica

A produção industrial brasileira contraiu 1,2% a/a em dezembro de 2019, resultado próximo à nossa estimativa (-0,9%) e ao consenso de mercado (-0,8%). Em comparação com novembro, o setor registrou queda de 0,7%, após ajuste sazonal. Com isso, a produção industrial cresceu apenas 0,2% t/t no último trimestre (com ajuste), não evitando uma retração (-1,1%) em 2019. Apesar deste desempenho negativo ter sido majoritariamente explicado pela queda anual de 9,7% da indústria extrativa - devido ao rompimento da barragem de Brumadinho-MG - o crescimento tímido de apenas 0,1% da indústria de transformação no último ano explicita o baixo dinamismo do setor.

Os dados desagregados reforçam a fragilidade da indústria no final do ano passado. Por exemplo, o índice de difusão (percentual dos subsetores industriais com crescimento mensal em dezembro) atingiu 49,4%. Dentre as categorias,



destacamos as quedas da produção de bens de capital (-8,8% m/m) e bens de consumo duráveis (-2,7% m/m) em dezembro, refletindo os fracos resultados da produção de caminhões e de veículos leves, respectivamente.

Ainda em relação à atividade econômica, os dados de dezembro para vendas no varejo, (parte) do setor de serviços e IBC-Br (índice de atividade do BC, que serve como *proxy* mensal do PIB) serão divulgados na próxima semana. Primeiro, esperamos que os dados do varejo restrito apresentem crescimento mensal de apenas 0,2%. Para o conceito ampliado, que inclui vendas de materiais de construção, automóveis e autopeças, projetamos contração de 0,7% m/m, principalmente devido à expectativa de queda mensal acentuada nas vendas de veículos. Embora esses números não pareçam promissores, em nossa opinião, o varejo teve um crescimento satisfatório no último trimestre de 2019, devido ao aumento temporário de renda proveniente da liberação de recursos do FGTS. Nossas estimativas para o crescimento das vendas do varejo restrito e ampliado no último trimestre de 2019 são de 1,4% t/t e 0,7% t/t, respectivamente, resultando em crescimento anual de 1,9% e 3,9%.

No que diz respeito ao setor de serviços, projetamos declínio de 0,9% m/m em dezembro, pois esperamos que os segmentos ligados à produção manufatureira registrem desempenho fraco. No entanto, reiteramos que o estímulo temporário da liberação do FGTS deve ter propiciado um quadro relativamente favorável no último trimestre de 2019. Prevemos crescimento de 1,2% t/t, em linha com um crescimento anual de 0,9% em 2019. Por conseguinte, acreditamos que o IBC-Br de dezembro tenha recuado 1,0% m/m, o corresponde a virtual estabilidade no trimestre passado e crescimento de 0,9% em 2019.

Embora reconheçamos que - mesmo descontando o efeito do FGTS - o crescimento econômico esteja gradualmente ganhando força, o desempenho dos principais indicadores de atividade no quarto trimestre do ano passado deve frustrar as expectativas originais. Portanto, atribuímos um viés de baixa às nossas atuais projeções para o crescimento do PIB em 2019 (1,2%) e 2020 (2,3%).

### 3) Inflação

O IPCA registrou elevação de 0,21% em janeiro, surpreendendo de forma baixista nossa expectativa (0,33%) e o consenso de mercado (0,35%). Com isso, a inflação em 12 meses declinou de 4,31% em dezembro para 4,19% no mês passado. Os recuos nos preços de carnes (impactando bastante o grupo “alimentação no domicílio”) e produtos de “saúde e cuidados pessoais” explicaram grande parte desta surpresa.

A descompressão dos preços de alimentos e os núcleos de inflação bem comportados foram os destaques da divulgação do IPCA de janeiro, em nossa avaliação, ao reforçarem que os choques vistos no final do ano passado foram temporários. Por exemplo, a média móvel de três meses (dessazonalizada e anualizada) da medida de núcleo IPCA-EX3 desacelerou de 4,45% para 2,95% na comparação entre o IPCA-15 e o IPCA de janeiro, enquanto que o índice de difusão – percentual de itens com variação positiva no mês – cedeu de 57,1% para 51,9% no mesmo período. No mesmo sentido, o índice de serviços subjacentes - que havia despertado preocupações após a leitura do IPCA-15 - exibiu desaceleração de 4,90% para 3,86%.

Por fim, ressaltamos que (ao contrário do IPCA-15) os dados do IPCA de janeiro consideraram a nova estrutura de ponderação dos itens decorrente da POF - Pesquisa de Orçamentos Familiares – publicada no ano passado.

### 4) Balança comercial

O déficit comercial de US\$ 1,8 bilhão registrado em janeiro surpreendeu negativamente tanto a estimativa mediana de mercado (US\$ 3,0 bilhões) quanto nossos cálculos (equilíbrio entre importações e exportações). Não fosse pela compra de duas plataformas de petróleo que na 5ª semana de janeiro somaram US\$ 2,0 bilhões – de acordo com a Secretaria de Comércio Exterior (SECEX) – e tanto nossa estimativa quanto a mediana do mercado teriam sido relativamente acertadas. As importações de plataformas de petróleo estão relacionadas a mudanças no regime tributário do setor, cujos impactos deverão se encerrar neste ano. Consequentemente, excluindo-se as plataformas, nossa projeção de superávit comercial de US\$ 38,3 bilhões em 2020 continua parecendo factível.

Enquanto as exportações para a Argentina – o terceiro maior parceiro comercial do Brasil no mês passado – cresceram aproximadamente 1,0% em termos interanuais, as vendas de produtos brasileiros para a China e os EUA – os dois principais parceiros comerciais em janeiro, respectivamente – recuaram 8,8% e 28,9%, na mesma comparação. Maior volume de exportações de produtos manufaturados foi responsável pela expansão das vendas à Argentina, reforçando nossa percepção de que o declínio observado nas exportações para aquele país no último ano não deverá se repetir. Contudo, o recuo disseminado nas vendas para China e EUA nos faz recordar que a perspectiva para a balança comercial



brasileira continua apontando para um encolhimento do superávit neste ano. Projetamos que o excedente comercial encerre 2020 em US\$ 38,3 bilhões frente aos US\$ 46,7 bilhões vistos em 2019.

## 5) Ambiente Internacional

No ambiente global, os mercados mostraram menor preocupação com o coronavírus. A taxa de crescimento dos casos da doença fora da província de Hubei - epicentro da epidemia - parece estável e, mesmo dentro da província, há sinais incipientes de estabilização. Além disso, a taxa de mortalidade permanece baixa na China e próxima de zero fora de Hubei. Porém, ainda é cedo para dizer que a epidemia está controlada, e o impacto econômico das medidas de contenção será severo na China, com prováveis efeitos negativos no resto da economia global.

Na agenda econômica usual da semana, os indicadores coincidentes globais (ISM nos EUA e PMI na Zona do Euro e China) vieram melhores que o esperado, mostrando que o mundo antes do vírus já estava dando sinais de recuperação. Ademais, os dados de mercado de trabalho americano mostraram que a economia segue sólida, com criação de emprego acima das expectativas.

Na campanha eleitoral americana que se iniciou formalmente na última segunda-feira - e depois de muitos problemas técnicos - a primária de Iowa nos EUA foi um duro golpe na campanha do moderado Joe Biden, mostrando o candidato consideravelmente atrás de Bernie Sanders, que é visto como radical de esquerda. Outro grande vencedor do pleito, empatado com Sanders, foi o também moderado Pete Buttigieg que, no entanto, é percebido pelas pesquisas atuais como não tendo fôlego para repetir o bom resultado nas primárias dos principais estados. Desta forma, depois de Iowa, a probabilidade de Sanders levar a nomeação subiu substancialmente nos modelos estatísticos de projeção eleitoral e no mercado de apostas. No entanto, esta alta não tem exercido efeito negativo nos mercados americanos, em parte porque Iowa representa apenas o começo do processo de nomeação do candidato democrata e também porque, com o aumento das chances de Sanders ser o nomeado, faz subir também, na concepção do mercado, a chance de Donald Trump sair vencedor da eleição nacional em novembro.

Na próxima semana a agenda econômica global será menos intensa. Além da segunda primária democrata em New Hampshire, onde Sanders é favorito nas pesquisas, serão divulgados nos EUA os dados de vendas no varejo e inflação para janeiro. Ainda nos EUA, o presidente do banco central americano (FED) Jerome Powell fará sua apresentação semianual diante do Congresso. Embora este evento já tenha sido usado no passado para relevantes mudanças no rumo da política monetária, não esperamos que seja o caso desta vez. O FED parece confortável com a sinalização de que o patamar de juro atual seguirá apropriado para o resto do ano. No resto do mundo, os destaques serão os dados de crédito na China e a produção industrial na Zona do Euro.



## Últimas Publicações

### Português

- Projeções Macro para 2020 (jan/2020)
- Melhores Perspectivas (dez/2019)
- Dias Melhores Virão (nov/2019)
- Expondo a Raiz do Problema (out/2019)
- O Segredo está nos Detalhes (set/2019)

### Inglês

- FX Compass – BRL: We hope they'd got it (Jan20)
- Brazil Macro Propositions for 2020 (Jan20)
- A Better Outlook (Dec19)
- FX Compass – BRL: Buckle up (Nov19)
- Better Days Ahead (Nov19)

---

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.