



Perspectivas Macro Santander

São Paulo, 8 de março de 2019

Departamento de Pesquisa Econômica

Banho de Água Fria

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

Hora de jogar mais álcool no carvão?

Em aproximadamente duas semanas, teremos a primeira reunião do COPOM sob nova direção. Com os dados de atividade econômica sinalizando fraco desempenho e expectativas inflacionárias ancoradas, ressurgiu a pergunta: Será que a meta da taxa Selic está, de fato, em patamar estimulativo à economia? Ou seja, retomasse a discussão se ocorreram alterações estruturais na economia que sinalizariam que o nível corrente da taxa básica de juros brasileira está acima da chamada taxa neutra de juros do país. **Em texto divulgado na última quinta-feira – intitulado “Is monetary policy stimulative for consumption?” – discutimos esta questão do ponto de vista do comportamento do consumo das famílias – para maiores detalhes, favor acessar nosso site.**

Embora reconheçamos que tenha havido frustração quanto ao desempenho do consumo, esta pode ser atribuída a fatores exógenos que não indicam alteração estrutural no seu comportamento. Em nossa opinião, a piora nas condições financeiras e os choques de confiança explicam a letargia do consumo no período recente, já que afetaram os principais canais de transmissão da política monetária para o consumo: crédito e expectativas. Ou seja, ao observarmos o comportamento destas duas variáveis e suas relações com o consumo das famílias, as simulações econométricas apresentam boa correlação entre a trajetória real e a estimada. Aliás, houve momentos em que o consumo superou o que estas duas variáveis indicavam como provável – talvez em virtude dos impactos da liberação eventual de recursos do FGTS e do PIS/PASEP. **Em outras palavras, não parece haver “entupimento” nestes canais de transmissão.**

Logo, se não parece ter havido mudança estrutural relevante contrária à eficácia da política monetária, não nos parece adequado aumentar o grau de estímulo neste instante. Principalmente quando se nota que houve reversão parcial dos choques negativos que afetaram os indicadores de confiança e as condições financeiras. **Desta maneira, exceto pela ocorrência de novos episódios nestas variáveis, não nos parece que o consumo deixará de apresentar expansão, levando à aceleração do crescimento econômico.** Mantemos, assim, nossa expectativa de manutenção da taxa básica de juros no Brasil em 6,50% a.a. ao longo de 2019.

O Que Passou: Sinais cada vez mais fracos no cenário internacional

Se a agenda doméstica de indicadores e eventos econômicos esteve vazia nesta semana, o mesmo não pode ser dito sobre a agenda internacional. Nos Estados Unidos, a divulgação do famoso *Livro Beige* (relatório sobre as atuais condições econômicas em cada um dos 12 distritos do *Federal Reserve*, banco central americano) **apontou para alguma piora da atividade local, especialmente nas vendas varejistas.** Além disso, chamou a atenção o aperto das margens de rentabilidade na indústria americana, já que o ritmo de elevação dos preços das matérias-primas vem sendo mais forte do que o observado nos preços de venda de bens finais, provavelmente como reflexo da tensão comercial entre Estados Unidos e China (elevação de tarifas de importação). Nesse sentido, vale destacar ainda o **déficit comercial de US\$ 621 bilhões da economia americana em 2018, o maior nível em 10 anos**, o que contrasta com a agenda presidencial de melhora do saldo de comércio ancorada em medidas protecionistas.

Em relação à zona do euro, a reunião do BCE (Banco Central Europeu) também agitou os mercados nesta semana. A autoridade monetária revisou para baixo as projeções de crescimento do PIB do conglomerado em 2019 (de 1,7% para 1,1%) e 2020 (de 1,7% para 1,6%), salientando as incertezas com fatores geopolíticos, problemas em importantes economias emergentes e desaceleração da economia global. Sob este cenário, o BCE anunciou medidas adicionais de estímulo à economia, tais como a estabilidade das taxas de juros até o fim do ano (ante “plano de voo” original de aumento a partir do 3º trimestre) e o retorno dos leilões de recursos para empréstimos de bancos às empresas locais (ou seja, crédito mais barato para as instituições). **Na China, por sua vez, destaque para a**



acentuada queda das exportações (-20,7%) e importações (-5,2%) em fevereiro, na comparação com o mesmo mês do ano passado; ainda que o feriado do “Ano Novo Lunar” deva ter causado alguma distorção nos resultados, a divulgação aumentou o mau humor dos investidores e o temor quanto aos efeitos do protecionismo.

Enfim, o cenário econômico internacional vem se mostrando cada vez mais desfavorável. Em nossa opinião, os receios relacionados a uma perda de fôlego mais intensa lá fora fazem sentido e a aversão ao risco deve permanecer elevada. A propósito, outra publicação relevante desta semana: a OCDE (Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico) reduziu a expectativa de crescimento do PIB mundial em 2019, de 3,5% para 3,3%. **Na esteira da piora da cena global, observamos deterioração em muitos ativos brasileiros nos últimos dias; por exemplo, a taxa de câmbio se aproximou de BRL/USD 3,90, o maior patamar desde o final de dezembro.** Nossa projeção (fora do consenso, diga-se de passagem) para o câmbio no final de 2019 segue em BRL/USD 4,00.

Fique de Olho: Inflação e Atividade, Não Vai Subir Ninguém

Na próxima semana, será divulgado o IPCA de fevereiro. Esperamos aumento mensal de 0,31%, praticamente a mesma variação observada em janeiro. A inflação de serviços deve registrar alta de 0,49%, puxada especialmente pela inflação de serviços de educação que, devido à metodologia do IBGE, concentra neste mês os reajustes das mensalidades escolares. Além disso, a inflação de alimentação no domicílio (+0,69% m/m) seguirá elevada, mas desacelerando em relação ao mês anterior e em linha com o padrão sazonal, enquanto a inflação dos bens industrializados tende a exibir menor ímpeto. Com esse resultado, a inflação acumulada nos últimos 12 meses deve ficar estável em 3,77%, ainda abaixo da meta do Banco Central (estabelecida em 4,25%). **Destaque também para o núcleo da inflação, que deve permanecer contido, oscilando em torno de 2,5% na variação mensal com ajuste sazonal.**

Também serão conhecidos os indicadores de atividade referentes a janeiro. Nossa avaliação é que **o ritmo de crescimento econômico começou o ano da mesma forma que o final do ano passado, muito lento.** Na quarta-feira será divulgada a **Pesquisa Industrial Mensal; Estimamos uma queda de 0,3% da produção industrial em relação a dezembro** (-1,6% quando comparado a janeiro de 2018). Na quinta é a vez dos dados do comércio: no **varejo restrito esperamos uma queda de 0,4% na comparação mensal** (-0,1% a/a), **quanto ao varejo ampliado, que contempla também venda de veículos e materiais de construção, esperamos uma alta de 0,8%** (3,5% a/a), impulsionado principalmente pelo aumento robusto nas vendas de veículos em janeiro. **Por fim, na sexta serão divulgados os dados de serviços**, setor que deve mostrar um desempenho melhor que os demais setores no mês: **projetamos um crescimento de 0,7% na margem** (2,7% a/a).

Últimas Publicações

Português

- Grandes Desafios e Riscos Elevados no Cenário Global: E o Brasil Com Isso? (*jan/2019*)
- Entre Riscos Sistêmicos e Idiossincráticos (*set/2018*)
- Compasso de Espera (*set/2018*)
- Piora das Condições Financeiras Aumenta Chance de Selic Baixa Por Mais Tempo (*ago/2018*)
- Atividade Fraca, Inflação Baixa: Teoria Econômica em Prática (*ago/2018*)

Inglês

- Is Monetary Policy Stimulative for Consumption (*Feb19*)
- Lower Inflation Forecast for 2019 (*Feb19*)
- Economic Activity: Is The Glass Half Empty or Half Full? (*Feb19*)
- It's Show Time! The Battle for Social Security Reform (*Feb19*)
- Economic Derby – Rivals or Teammates? (*Feb19*)



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.