

Perspectivas Macro Santander

Deixando a porta aberta.

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

- O calendário macro da próxima semana terá como destaque a reunião do Copom (Comitê de Política Monetária do Banco Central), que anunciará a taxa básica de juros na quarta-feira (11/12). Em linha com o consenso, esperamos mais um corte de 0,5 p.p. na taxa básica Selic para 4,50% a.a., um novo recorde baixista. No comunicado, acreditamos que o Copom deverá sinalizar que (eventuais) movimentos de queda subsequentes – possivelmente de menor magnitude – dependerão da evolução dos dados relevantes para o cenário prospectivo de inflação.
- O crescimento de 0,6% t/t PIB do 3º trimestre, divulgado na terça-feira (03/12) pelo IBGE, foi melhor que nossa estimativa de 0,4% t/t. Ademais, a composição do crescimento também é auspiciosa, a absorção doméstica cresceu 0,8% t/t, indicando que a política monetária estimulativa tem acelerado o crescimento.
- Além disso, o IBGE no 3º trimestre de cada ano revisa o crescimento do ano anterior, consequentemente do primeiro semestre do ano corrente. Desta forma, o PIB de 2018 foi revisado de 1,1% para 1,3%, dentre as principais revisões destacamos a agropecuária, cujo o crescimento foi revisado de 0,5% para 2,0%.
- A inflação do IPCA (índice oficial de preços ao consumidor) apresentou, em novembro, uma forte aceleração para 0,51% m/m, impulsionada pelo choque de preços de carnes e componentes administrados. Nos últimos doze meses encerrados em novembro, os preços ao consumidor apresentaram alta de 3,27%, rodando ainda abaixo da meta central de inflação para 2019 (4,25%).
- Já para a inflação do mês de dezembro, esperamos aceleração significativa da inflação mensal para 0,86% e com inflação fechada de 2019 projetada em 4,0%, refletindo os efeitos do choque de carnes. Ainda assim, o núcleo de inflação subjacente (IPCA-EX3) deverá se manter em patamar baixo, fator ainda consistente com um quadro de ausência de pressões inflacionárias sistemáticas pelo lado da demanda.

1) Política Monetária

O calendário macroeconômico destaca a reunião do Copom (Comitê de Política Monetária do Banco Central), que anunciará a taxa de juros na quarta-feira (11/12). Em linha com o consenso, esperamos mais um corte de 0,5 p.p. na taxa básica Selic para 4,50% a.a., um novo recorde baixista. Julgando pelos preços vistos na curva de juros local, o mercado também vê este resultado (ou seja, corte de meio ponto percentual) como o mais provável.

Em que pese uma melhora mais nítida nas tendências da atividade econômica - por exemplo, após a divulgação do PIB do 3T19, inclusive com revisões altistas no crescimento sequencial em trimestres anteriores; e dados favoráveis no início do 4T19 - permanece gradual o ritmo (subjacente, ou ex-estímulos) de recuperação da economia. Esta última ainda opera cerca de 3% abaixo de seu potencial de longo prazo, de acordo com nossas estimativas. Além disto, as expectativas de inflação permanecem muito bem ancoradas, situando-se em níveis abaixo ou em linha com a meta central inflacionária para o horizonte relevante. E isto ocorre mesmo após choques cambiais recentes, que entendemos não constituir (ao menos por ora) ameaça relevante ao quadro inflacionário prospectivo, o qual segue benigno.

No comunicado, acreditamos que o Copom deverá sinalizar que os próximos (eventuais) movimentos de queda do juro deverão ser de menor magnitude, a depender da evolução dos dados relevantes para o cenário prospectivo de inflação. Acreditamos que o Copom irá manter grau de liberdade no *forward guidance* (isto é, a indicação dos próximos passos) – mantendo permanecendo com a opção de eventualmente reduzir o juro nas reuniões seguintes, caso o comitê entenda que o cenário prospectivo permita ou requeira estímulo adicional. O Copom deverá mencionar a defasagem temporal do estímulo monetário (tal como fez em comunicações recentes) e apontar para um balanço de riscos mais equilibrado (ou seja, menos baixista para a inflação futura, em função da melhora na atividade).

Quanto às perspectivas de médio prazo para a taxa de juros no Brasil, nosso cenário básico ainda conta com flexibilização monetária adicional nas próximas primeiras duas reuniões do Copom em 2020, levando a taxa Selic a 4,00% (o que embute



dois cortes de 0,25 p.p. em fevereiro e março) no final do primeiro trimestre do próximo ano. Porém, Mas reconhecemos que a recuperação menos lenta da economia – que reforça a probabilidade de uma convergência inflacionária para a trajetória da meta em 2020 ou 2021 – altera o balanço de riscos para a inflação e contribui para elevar as chances de que o ciclo possa se encerrar antes de nossa previsão.

2) Atividade econômica

Projetar o crescimento econômico não é uma tarefa trivial e o 3º trimestre de cada ano adiciona uma dificuldade, pois é o momento em que é revisado o crescimento do ano anterior e, conseqüentemente, a variação do primeiro semestre do ano corrente. Assim, o PIB de 2018 foi revisado de 1,1% para 1,3% e, dentre as principais revisões, destacamos a realizada no setor agropecuário, cujo o crescimento foi a maior responsável, não apenas pela alta do ano passado, mas também pelas revisões altistas do primeiro semestre de 2019.

O crescimento trimestral de 0,6% do PIB no 3º trimestre – já descontados os fatores sazonais - divulgado na terça-feira (03/12) pelo IBGE foi melhor que nossa estimativa de 0,4%. Ademais, a composição do crescimento também foi auspiciosa, com a absorção doméstica tendo crescido 0,8% no trimestre, indicando que o afrouxamento da política monetária tem acelerado o crescimento. Além disso, a construção civil e o comércio – cresceram além do esperado – estes setores são chaves para a aceleração do crescimento na nossa avaliação. Incorporando as revisões, nossa estimativa para o PIB de 2019 foi alterada de 0,8% para 1,2%.

Dentre os componentes do PIB pela ótica da oferta, a agropecuária cresceu 1,3% no 3T19 – em linha com nossa estimativa – impulsionada pelas excelentes safras de algodão, laranja e milho – culturas relevantes para o setor no período conforme o perfil de colheita do IBGE. Além disso, a pecuária completou o cenário positivo – beneficiada pelo aumento das exportações de carne, devido ao choque de oferta de proteínas advinda da gripe suína africana.

O desempenho do setor industrial também nos surpreendeu mais uma vez. O crescimento apresentado foi de 0,8% no trimestre – já descontados os fatores sazonais – enquanto estimávamos expansão de apenas 0,2% no período. A indústria extrativa foi destaque, com a produção recorde de petróleo impulsionando o crescimento do setor. Além disso, a construção civil segue seu processo de recuperação – na nossa avaliação, este segmento será o ponto chave para o crescimento em 2020 já que, durante a crise, ele foi responsável pela destruição de mais de um milhão de postos de trabalho formal. A recuperação deste segmento – extremamente sensível a taxa de juros – deve gerar contratações e impulsionar o consumo. Por este motivo, este dado é especialmente importante para a aceleração e sustentação do crescimento. Entretanto, a indústria de transformação – principal componente da categoria – e o PIB de eletricidade, gás, água, esgoto e limpeza urbana (SIUP) recuaram no trimestre, em linha com nossa estimativa.

Finalmente, o setor de serviços, que representa mais de 60% do PIB brasileiro, continua sendo o principal vetor de crescimento da economia doméstica, com alta de 0,4% t/t no 3º trimestre em linha com nossa projeção. O comércio - assim como observamos nos dados da Pesquisa Mensal de Comércio – foi impulsionado pela venda de bens duráveis e apresentou um dos maiores crescimentos dentre as categorias, juntamente com serviços de informação e intermediação financeira. Contudo, os serviços prestados pela administração pública - em linha com a restrição fiscal vivida pelo país – e o setor de transportes seguiram contraindo na margem. Por fim, ressaltamos que a categoria “outros serviços” – que engloba a maior parte dos serviços prestados as famílias – cresceram de forma bastante tímida. Não devemos, portanto, esquecer a fragilidade ainda vigente e que o processo de retomada deverá ser gradual enquanto o mercado de trabalho continuar desaquecido.

Em relação à ótica da demanda, a absorção doméstica cresceu 0,8% no trimestre – já descontados os fatores sazonais – tendo sido a grande indutora de expansão. Ela foi impulsionada, principalmente, pela alta nos investimentos (2,0% t/t) e pelo consumo das famílias (0,8% t/t). Em contraponto, os gastos do governo caíram 0,4% t/t, reforçando o esforço fiscal praticado. À frente, esperamos que a absorção doméstica continue contribuindo para o crescimento do país, já que os estímulos da liberação de recursos do FGTS deverão impulsionar a expansão da economia no 4º trimestre. Por conta disto, na nossa avaliação, a absorção doméstica do 1º trimestre de 2020 será crucial para avaliarmos se os resultados positivos do final de 2019 serão temporários ou estruturais. Em relação ao setor externo, as exportações líquidas contribuíram negativamente (0,8% t/t) e a perspectiva para o ano que vem não é nada animadora. Dentre os fatores que geram apreensão para o setor externo estão a desaceleração do crescimento global, a guerra comercial entre China e EUA e as incertezas políticas no mundo, especialmente na América do Sul.

Ainda no que tange a atividade econômica, a produção industrial apresentou bom crescimento em outubro. A Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, divulgada na quarta-feira (04/12) apresentou alta de 1,0% do volume produzido pelas fábricas em relação ao mesmo mês de 2018. Na comparação com setembro (após ajuste sazonal), a produção registrou crescimento de 0,8%, em linha com o consenso de mercado. A expansão da indústria de transformação - representa quase



90% da PIM - foi a principal responsável pelo crescimento do setor secundário no mês. Dentre as categorias manufatureiras, bens de consumo duráveis seguiram exibindo forte aumento na comparação mensal. Por outro lado, mais uma vez a categoria de bens intermediários mostrou elevação tímida e bens capital registraram contração de 0,5% na comparação mensal. Apesar do resultado negativo no mês para a produção de bens de capital, os investimentos seguem acelerando. No trimestre findado em outubro, a expansão dos investimentos foi de 2,6% em relação ao trimestre anterior. Em setembro, a alta era de 2,4%. No que diz respeito à indústria extrativa, o setor perdeu ímpeto na trajetória de recuperação. Apesar, da produção de petróleo continuar nos mais altos níveis da história, a indústria extrativa contraiu 1,1% em relação a setembro. À luz dos dados da PIM, nosso tracking para o PIB do 4º trimestre aponta expansão de 2,0% a/a e 0,8% t/t.

Em relação à próxima semana, também serão divulgados dados importantes sobre a atividade econômica de outubro. As vendas do varejo devem apresentar leve contração na margem – 0,1% no conceito restrito e 0,4% no índice ampliado, que engloba também as vendas de veículos e matérias de construção. Entretanto, acreditamos que a expansão do comércio no último trimestre do ano deverá ser concentrada em novembro e dezembro por conta do fenômeno da Black-Friday e das festas de fim de ano. Assim, seguimos otimistas em relação às vendas do varejo no 4º trimestre. Além disso, também será divulgada a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) que, assim como o varejo, deverá apresentar contração de 0,2% segundo nossas estimativas.

Por fim, fechando a semana, o IBC-BR - índice amplo de atividade econômica publicado pelo Banco Central, e “proxy” de alta frequência para o PIB trimestral oficial (estimado pelo IBGE) – será divulgado na sexta-feira (13/12). Projetamos queda sutil de 0,2% no mês (ou alta interanual de 1,5% a/a), que representa alta de 1,1% t/t no trimestre findado em outubro. Este número consolidará uma série de relatórios de atividade econômica em outubro – período para o qual esperamos resultados tímidos, especialmente em relação aos dados de comércio e serviços. Contudo, avaliamos que há estímulos domésticos de curto prazo que devem ajudar a economia – em especial a liberação de recursos do FGTS neste final de ano, que injetará cerca de R\$40 bilhões na economia segundo as estimativas do governo. Portanto, projetamos crescimento de 0,8% t/t do PIB no último trimestre do ano, sendo que metade disto deverão ocorrer em virtude do aumento temporário da renda.

3) Inflação

A inflação de novembro, o IPCA, apresentou alta de 0,51% m/m. O resultado ficou acima da estimativa do consenso de mercado (+0,47% m/m) e da nossa projeção (+0,50% m/m). Em relação à prévia da inflação de novembro (IPCA-15: +0,14% m/m), o índice apresentou forte aceleração, a qual deriva principalmente da alta dos preços de carnes (bovinas, frango, dentre outras) de 5,2% m/m, com contribuição de +23pb, da alta de energia elétrica de 2,1% m/m, com contribuição de +10pb e preços de jogos de azar (loteria) com elevação de 24,3% m/m e participação de +10pb. Vale notar que, excluindo estes três componentes (carnes, energia elétrica e loteria), a variação do IPCA de novembro teria sido de 0,09% m/m, patamar ainda bem baixo.

Nos últimos doze meses encerrados em novembro, os preços ao consumidor apresentaram alta de 3,27% a/a. Mesmo com o choque de preços de carnes e de alguns itens administrados, o IPCA segue rodando abaixo da meta central de inflação para 2019 (4,25%). O índice de dispersão dessazonalizado (parcela do índice que apresentou variação de preços positiva, ajustados para pressões sazonais) caiu para 58,5% (contra 59,1% na prévia do IPCA de novembro). O núcleo de inflação subjacente (IPCA-EX3) seguiu bastante comportado, com alta de +0,20% m/m – abaixo da leitura registrada pelo IPCA-15 de novembro (+0,22% m/m) – que implicou na marca de 2,96% na variação acumulada em 12 meses frente à meta central de inflação de 4,25%.

Vale destacar que três fatores ajudam a explicar o choque de preços de carnes que deve se intensificar ainda mais em dezembro: i) o choque de oferta de carnes mundial causada pela epidemia de Peste Suína Africana (PSA) com foco no rebanho chinês com contribuição; ii) o aumento da demanda chinesa por proteína animal nas vésperas do ano novo chinês (entre 17 e 25 de janeiro de 2020); iii) a restrição da oferta doméstica ocasionada pelo estresse hídrico em algumas regiões de pasto e por uma possível retenção.

Assim, para a inflação do mês de dezembro, esperamos aceleração ainda mais significativa da inflação mensal para 0,86% e inflação fechada de 2019 em 4,0%. Na composição do índice, os maiores precursores dessa aceleração deverão ser preços de carnes (bovinas, frango, dentre outras) com alta de 11,6% m/m e impacto total estimado em +0,55p.p. Se nossas projeções se confirmarem, apesar do choque pontual de preços de carnes, o núcleo de inflação subjacente (IPCA-EX3) deverá desacelerar ao apresentar alta de 0,16% m/m e acumulado em 12 meses de 2,67%.



Últimas Publicações

Português

- Dias Melhores Virão (nov/2019)
- Expondo a Raiz do Problema (out/2019)
- O Segredo está nos Detalhes (set/2019)
- Em Busca do Crescimento (ago/2019)
- Fugindo do Abismo (*jun/2019*)
- O Caminho do Investimento (*jun/2019*)

Inglês

- Better Days Ahead (Nov19)
- FX Compass – BRL: One down. Many others to go (*Oct19*)
- In Search of Growth (Aug19)
- Climbing The Cliffs In Bad Weather. (*Jun19*)
- Highway to Heaven? (*June19*)
- Is It Time to Upgrade Core Inflation Measures? (*May19*)

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.