



## Perspectivas Macro Santander

São Paulo, 11 de outubro de 2018  
Departamento de Pesquisa Econômica

### Canelada?

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

#### Precificando o Risco

Recentemente revisamos nossa projeção para a taxa câmbio no final de 2018, de R\$/US\$ 3,50 para R\$/US\$ 3,80, por avaliarmos que o risco sistêmico, advindo majoritariamente de fatores externos, aumentou e, conseqüentemente, o “preço justo” de nossa moeda se desvalorizou (ver “Entre Riscos Sistêmicos e Idiossincráticos”, publicado em 01/10/2018). No começo do ano, quando o real estava valorizado, nossa projeção parecia estar carregada de pessimismo; no último mês, aparentava um excesso de otimismo. Visto com os olhos de hoje, aquela projeção de R\$/US\$ 3,50 parece ser bastante factível. Teria esta revisão sido uma “canelada” de nossa equipe? Entendemos que não. **Projetar a taxa de câmbio envolve analisar os fundamentos macroeconômicos: em que pese a volatilidade dos mercados devido à percepção dos riscos idiossincráticos ao longo do caminho, no médio/longo prazo o câmbio converge para os fundamentos.**

Os dados de mercado da semana apontam para a precificação de resultados favoráveis para a eleição, ou seja, os agentes econômicos estariam considerando alta a probabilidade de continuidade dos planos de reforma previdenciária e de compromisso fiscal.

Para verificar essa avaliação (ver “Apples and Oranges”, publicado em 10/10/2018), decomparamos o risco-país entre fatores externos e idiossincráticos – aqueles intrínsecos ao país, como a percepção da evolução dos fundamentos macroeconômicos. Por que é necessário realizar tal decomposição? O Brasil encontra-se em um contexto de alta aversão ao risco em relação aos países emergentes, o que acaba por contaminar a percepção de risco individual do país. Além disso, acreditamos que as medidas de normalização da política monetária em países desenvolvidos também colaboraram para o aumento geral dos prêmios de risco. Desse modo, ao “eliminarmos” o efeito dessa tendência global, obtemos uma visão mais “limpa” do que está acontecendo com a percepção do risco intrínseco ao Brasil.

**De acordo com nossas estimativas, observa-se um viés otimista em relação ao risco brasileiro, à medida que se atribui maior probabilidade para realização dos tão necessários ajustes fiscais.** Nesse contexto, acreditamos na possibilidade de recuo do risco-país para patamares entre 150 e 170 pontos, e fortalecimento do câmbio para taxas inferiores a R\$ 3,50 / US\$ ao final de 2018. Em contrapartida, um cenário mais incerto (menor perspectiva de ajuste fiscal) aponta para risco-país acima de 300 pontos e câmbio superior a R\$ 4,30 / US\$.

**Nosso cenário-base para o câmbio ao final de 2018 é de R\$/US\$ 3,80, considerando: pelo lado otimista (ao qual atribuímos maior peso), o restabelecimento da credibilidade fiscal; e, pelo lado pessimista, as incertezas quanto à maneira que esse restabelecimento ocorreria e a continuidade de uma alta geral na percepção de risco.**

#### O Que Passou

Na última sexta-feira (05/10), houve divulgação do **IPCA de setembro, o qual apresentou inflação mensal de 0,48%** (acima da nossa projeção e do consenso de mercado), por conta dos grupos de alimentação e bebidas e, principalmente, transportes – a alta dos combustíveis foi responsável por 50% do aumento do índice geral. Para outubro, diante da recente apreciação do real, esperamos que os preços dos combustíveis cedam, levando a uma inflação mensal menor do que a observada em setembro. Entendemos, porém, que a sustentação de um câmbio mais desvalorizado entre o final de agosto e o início de outubro estressou a dinâmica inflacionária para os últimos meses do ano. **Diante disso, revisamos nossa projeção para o IPCA de 2018: esperamos inflação de 4,1% (contra 3,9% anteriormente); para 2019, por sua vez, mantemos a projeção em 4%, uma vez que as medidas de núcleo**



da inflação continuam bem comportadas e a economia cresce de forma lenta, não gerando, portanto, pressão sobre os preços para o ano que vem.

No campo da atividade econômica, o crescimento observado nas vendas do comércio varejista em agosto (1,3% ante julho) surpreendeu o consenso do mercado e nossa expectativa, que apontavam para um resultado próximo da estabilidade. O grande destaque foi o crescimento das vendas da categoria de “tecidos, vestidos e calçados”, na ordem de 5,6%. Em relação ao varejo ampliado (inclui veículos e materiais de construção), o crescimento de 4,2% entre julho e agosto veio em linha com a nossa projeção, reforçando a melhora do consumo privado no período recente.

## Fique de Olho

A próxima semana está repleta de indicadores da atividade econômica brasileira, que devem indicar um crescimento ainda modesto no terceiro trimestre. Estimamos que o setor de serviços tenha crescido apenas 0,3% entre julho e agosto, uma vez que o mercado de trabalho deprimido e a confiança dos empresários e consumidores ainda em patamares baixos impedem um crescimento mais expressivo da demanda doméstica.

Em relação ao IBC-Br (*proxy* mensal para o PIB calculada pelo Banco Central), projetamos uma elevação sutil de 0,2% na comparação entre agosto e julho, refletindo os resultados mistos reportados pelos principais setores da economia (serviços; comércio; indústria). Na comparação com agosto de 2017, por sua vez, esperamos alta de 2%. Vale lembrar que nossa projeção para o crescimento do PIB em 2018 é de 1,5%.

## Últimas Publicações

### Português

- 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)
- Relatório de Crédito: Não é Por Falta de Crédito – Parte III: Inadimplência (jul/2018)

### Inglês

- Apples and Oranges (October 2018)
- BRL: Between Common and Idiosyncratic Factors (September 2018)
- Standby Mode (September 2018)
- Worse Financial Conditions at the Margin Reinforce the Likelihood of Selic Remaining “Low for Long” (August 2018)
- We’re Not in 2002 Anymore (Caution Advised, Though) (August 2018)
- Inflation: The Power of Trade-Off (August 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.