

São Paulo, 9 de agosto de 2019

Departamento de Pesquisa Econômica

## Duelo de Gigantes

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

- **Aparentemente, as tensões derivadas da “guerra comercial” entre Estados Unidos e China não devem se dissipar nos próximos meses, ameaçando a avaliação construtiva feita recentemente pelo Banco Central do Brasil a respeito do ambiente internacional.**
- **Além de confirmar que há espaço para flexibilização adicional da política monetária - condicionada ao avanço da agenda de reformas estruturais -, a ata da última reunião do Copom inovou com uma discussão sobre os componentes da taxa de juros neutra.**
- **Tanto o IPCA quanto os indicadores de atividade divulgados nesta semana ficaram abaixo das medianas das expectativas do mercado, o que reforça a visão consensual - com a qual concordamos - de que o balanço de riscos para a inflação no curto prazo deverá permitir ao Banco Central cortar a taxa básica de juros (Selic) em setembro.**
- **A Câmara dos Deputados concluiu a apreciação da proposta de reforma da previdência, que agora será avaliada pelo Senado. Daqui para frente, os deputados devem se concentrar na discussão de outra importante reforma estrutural: a tributária.**

### 1) Impactos da “guerra comercial”

Uma semana após o *tweet* do Presidente Donald Trump sobre a decisão de impor mais sanções às importações chinesas a partir de 1º de setembro, **não houve qualquer sinal tanto dos Estados Unidos quanto da China apontando para um redução no nível de animosidade entre os países.** Muito pelo contrário. Devido à falta de intervenção do Banco Popular da China (PBOC) no mercado de câmbio, o *renminbi* enfraqueceu durante esta semana e rompeu o limite psicológico de CNY 7,00/USD, o que levou o governo americano a acusar a China de ser “manipuladora de moeda”. Esse *status* poderá levar a mais restrições, isto é, a “guerra comercial” entre os dois países deverá ficar mais acirrada (ao invés de mais branda) no curto prazo. Por isso, observamos também deterioração da taxa de câmbio brasileira, o que parece eliminar qualquer dúvida a respeito do impacto líquido do tensionamento global sobre a economia brasileira – há quem defenda que o Brasil poderá se beneficiar do conflito ao exportar mais produtos para ambos os países.

**Esta situação tende a tornar mais difícil para o Banco Central Brasileiro (BCB) a avaliação de que o ambiente internacional é benigno para mercados emergentes,** possivelmente levando a autoridade monetária a reconsiderar sua estratégia no que tange ao ajuste da taxa básica de juros. É importante ter em mente que as últimas simulações de inflação do BCB contemplaram uma taxa de câmbio ou estável em R\$ 3,75/US\$ ou enfraquecendo de R\$ 3,75/US\$ no final de 2019 para R\$ 3,80/US\$ no final de 2020. Caso a taxa de câmbio continue girando ao redor de R\$ 3,95/US\$, provavelmente veremos um impacto altista entre 20 e 30 pontos-base nas previsões de inflação do BCB. Portanto,  **julgamos importante avaliar se a contribuição positiva de novos progressos na agenda de reformas será suficiente para compensar o impacto negativo de um ambiente internacional mais tenso.**

### 2) Ata do Copom

Embora um pouco desatualizada devido a recentes desdobramentos no exterior, a ata da última reunião do Copom (Comitê de Política Monetária) reforçou a visão geral de que, sob circunstâncias que prevaleciam no dia do encontro e o condicionamento de avanços adicionais na agenda de reformas, o BCB se sentiria à vontade para promover novo(s) corte(s) na taxa Selic. No entanto, **a autoridade monetária surpreendeu os participantes do mercado ao levantar uma discussão sobre os componentes da taxa de juros neutra.**



De acordo com o BCB, a taxa de equilíbrio compreende fatores de (i) risco de prêmio e (ii) taxa de juros neutra livre de risco, que não necessariamente se movem na mesma direção o tempo todo. **Aparentemente, a intenção dos membros do Copom era sinalizar que novas medidas de política monetária tendem a se tornar mais complexas do que antes**, significando que o espaço para afrouxamento pode ser mais limitado do que se pensava previamente.

### 3) Indicadores de inflação e atividade abaixo das expectativas

**No campo da inflação, destaque para a divulgação do IPCA de julho.** O índice apresentou alta de 0,19% em relação a junho, resultado um pouco abaixo da nossa projeção (0,23%) e do consenso de mercado (0,24%). Com isso, **a inflação acumulada em 12 meses recuou de 3,37% para 3,22%**. A leitura de julho corrobora nosso cenário de inflação bastante comportada – **projetamos alta do IPCA em 2019 bem abaixo da meta estipulada para o Banco Central (4,25%). Este comportamento benigno da inflação se deve, em grande medida, à letargia da atividade doméstica.** O quadro de ociosidade dos fatores produtivos não deverá ser alterado tão cedo (o hiato do PIB, bastante negativo atualmente, não será anulado antes de 2022, em nossa opinião), o que contribui para a ancoragem das expectativas inflacionárias.

**Os indicadores de atividade publicados nesta semana reforçaram esta avaliação.** Em primeiro lugar, a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE registrou estabilidade das vendas reais do comércio varejista entre maio e junho, um desempenho aquém das estimativas. **No conceito restrito, as vendas do varejo contraíram 0,3% no 2º trimestre** em relação ao trimestre imediatamente anterior, já descontadas as influências da sazonalidade. Considerando o conceito ampliado (inclui também veículos, motocicletas, partes automotivas e materiais de construção), as vendas varejistas cresceram 1,2% no trimestre passado, graças às maiores vendas de automóveis no período. Em suma, esses números endossam nossa percepção de **crescimento bastante gradual do consumo privado este ano.**

Por sua vez, **o setor de serviços apresentou queda expressiva em junho** (-1% ante maio e -3,7% ante jun/18), frustrando fortemente as expectativas. Todas as atividades de serviços recuaram no mês, com destaque para os “serviços de informação e comunicação” (-2,6% jun/mai) e “transportes e correio” (-1% jun/mai). Com a divulgação dos principais indicadores agregados de atividade já realizada (indústria, comércio e serviços), **esperamos alta de apenas 0,1% para o IBC-Br na comparação entre junho e maio** (o IBC-Br, a ser divulgado em 12/08, pode ser visto como o PIB mensal do Banco Central). Na comparação com junho de 2018, estimamos declínio de 2,4%. Se a nossa projeção estiver correta, o IBC-Br registrará queda de 0,4% no 2º trimestre em relação ao trimestre anterior, e aumento de 0,5% em relação ao 2º trimestre de 2018. **Traduzindo essas estimativas para o PIB oficial das Contas Nacionais do IBGE (publicação em 29/08), prevemos um desempenho bastante modesto no 2º trimestre deste ano: crescimento de 0,1% ante o 1º trimestre e 0,5% ante o 2º trimestre de 2018.**

**Olhando para frente, esperamos alguma aceleração da atividade econômica brasileira**, como reflexo sobretudo de uma evolução favorável do mercado de crédito (recoo das taxas de juros, menor inadimplência e aumento das concessões com recursos livres) e melhora da confiança de empresários e consumidores. **Contudo, fatores como fragilidade do mercado de trabalho** (desemprego elevado e baixo dinamismo dos rendimentos) **e incertezas no cenário internacional tendem a limitar o ritmo de recuperação.** Portanto, **mantemos a projeção de crescimento de 0,8% para o PIB Brasileiro em 2019.**

### 4) Reformas avançam no Congresso Nacional

**Após a conclusão do processo de apreciação da reforma previdenciária na Câmara, os deputados devem voltar suas atenções para o projeto de reforma tributária** que já tramita na Comissão Especial da Casa. No entanto, dado que há outro projeto sobre o mesmo tema no Senado e que o governo pretende enviar uma terceira alternativa ao Congresso, a grande questão é qual dos textos prosperará. Esta dúvida deve seguir presente por algumas semanas, sendo um bom exemplo da complexidade que a reforma tributária enfrentará.

Voltando ao tema da reforma previdenciária, resta agora a análise dos senadores. **Não esperamos alterações significativas no texto durante sua tramitação no Senado e, dessa forma, esperamos a votação final da matéria até o final de setembro.** Ademais, a nosso ver, o ambiente está um pouco mais favorável à inclusão de estados e



municípios no novo sistema de aposentadorias e pensões (a partir de uma PEC paralela com itens não contidos no texto principal da PEC aprovada na Câmara). Esta inclusão seria extremamente positiva para o equilíbrio econômico dos entes subnacionais, tendo em vista a frágil situação das suas contas fiscais.

## Últimas Publicações

### Português

- Fugindo do Abismo (*jun/2019*)
- O Caminho do Investimento (*jun/2019*)
- Soja e Milho: Mais uma Excelente Safra (*abr/2019*)
- Reforma da Previdência: Fortes Emoções Desde o Começo (*abr/2019*)
- O Crédito Será Suficiente para Reviver o Consumo? (*abr/2019*)

### Inglês

- Climbing The Cliffs In Bad Weather. (*Jun19*)
- Highway to Heaven? (*June19*)
- Is It Time to Upgrade Core Inflation Measures? (*May19*)
- FX Compass – BRL: Talk Is (Not) Cheap (*May19*)
- Year of the Pig: Good Fortune? (*Apr19*)

---

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.