

Perspectivas Macro Santander

As Decisões do Banco Central

Nossos relatórios e análises estão disponíveis em

www.santander.com.br/economia

- A despeito da continuidade de incertezas no ambiente internacional – primárias democratas inconclusivas nos EUA, mudanças inusitadas nos registros chineses relacionados aos casos de coronavírus, etc. – o destaque da semana ficou a cargo do Banco Central, na esteira da publicação da ata do Copom e de uma pontual intervenção no mercado cambial. Em função de riscos baixistas para a atividade, ainda vemos uma tendência declinante nos segmentos curtos e medianos da curva de juros local, que ainda se mostra bastante inclinada.
- Em meio a pressões cambiais altistas oriundas de fatores externos (efeitos do noticiário do coronavírus) e domésticos (ganhos de carregamento reduzidos com o juro baixo, interpretações de mercado sobre a política cambial), o Banco Central anunciou, ao final desta semana, a venda de US\$ 2 bilhões em swaps cambiais. Esta atuação buscou conter sinais de disfuncionalidade no mercado e reforçou a noção de que a escolha do instrumento de intervenção reflete o perfil dos fluxos. O resultado foi que o câmbio voltou a um patamar abaixo de R\$/US\$ 4,30, após ter testado níveis acima de R\$/US\$ 4,38 esta semana – se alinhando à média dos pares em termos de retorno nominal na semana. Seguimos acreditando que a autoridade não irá alterar a tendência do câmbio. Quanto a este último, projetamos uma certa apreciação no 2º semestre de 2020, em função de um melhor crescimento da economia, da aprovação de uma importante reforma fiscal (PEC emergencial) e da dissipação dos efeitos do coronavírus.
- O Copom publicou a ata da reunião de 04-05 de fevereiro, onde a autoridade justifica a “interrupção” do ciclo de flexibilização em função de “múltiplas incertezas” em torno da transmissão do estímulo já implementado. Um “melhor entendimento” destes efeitos na economia é visto como “essencial” para decidir sobre os próximos passos da política monetária. Seguimos projetando juro básico estável (em 4,25%) ao longo de 2020, tendo por base uma expectativa de aceleração (gradual) do PIB este ano. Mas o ritmo de uma eventual normalização da postura monetária em 2021 pode se mostrar mais lenta que o esperado pelo mercado (projetamos taxa Selic em 5,50% ao final do próximo ano).
- Os fracos dados de dezembro de vários indicadores de atividade econômica divulgados nesta semana confirmaram a frustração com o crescimento no último trimestre. Conforme exposto no relatório “Em Rota de Recuperação Gradual”, revisamos nossa projeção de crescimento do PIB no trimestre, de 0,8% t/t para 0,4% t/t, compatível com expansão de 1,1% em 2019.
- O IBGE divulgará, na próxima quinta-feira (20/02), o IPCA -15 de fevereiro, e esperamos desaceleração em comparação ao IPCA-15 de janeiro: 0,17% de variação mensal e 4,16% de alta em 12 meses. O principal fator que explica este comportamento benigno, em nossa opinião, é o recuo do grupo de preços administrados.
- Estimamos que o saldo em transações correntes tenha registrado um déficit elevado em janeiro – nossa estimativa é que o desequilíbrio tenha atingido US\$ 11,7 bilhões no mês passado – algo que deverá manter os agentes de mercado apreensivos quanto à dinâmica do balanço de pagamentos brasileiro. Contudo, avaliamos que este resultado terá de ser avaliado com cuidado mais intenso, pois será fruto, em grande parte, de uma conjunção desfavorável de fatores sazonais e pontuais.
- Notícias acerca do 2019-nCoV (coronavírus) seguem se desenrolando, embora o interesse dos agentes de mercado venha se reduzindo na medida em que os novos casos parecem estabilizados. As atenções se voltarão agora para os impactos do vírus na economia global e, neste sentido, a próxima semana será importantíssima, pois serão divulgados os primeiros dados qualitativos nos EUA e na Europa, já abrangendo o período pós epidemia. Será a oportunidade de começar a avaliar os efeitos globais das restrições impostas pelas autoridades chinesas na economia do país.



A dinâmica do mercado de juros na semana foi especialmente influenciada pela ata da última reunião do Copom. A interpretação do mercado parece ter sido de que a taxa Selic ficará no patamar atual por um longo período, o que favorece o carregamento dos juros na parte intermediária da curva (ex: os DIs Jan-22 e Jan-23 registraram algumas das maiores quedas na semana, em torno de 20-25 p.b.). O rali da curva foi especialmente intenso no segmento de 1 a 4 anos.

Outro destaque foi a intervenção cambial realizada pelo Banco Central no final desta semana - através da venda de US\$ 2 bilhões em swaps cambiais entre quinta e sexta-feira - o que parece ter também influenciado o juro de mercado, confirmando uma correlação positiva no curto prazo entre a taxa cambial e os juros na parte curta da curva. Isso se deve, em nossa opinião, ao posicionamento de muitos fundos locais na estratégia aplicada em juros pré e comprada em dólares. Do nosso lado, acreditamos que, diante de um quadro de expectativas de inflação bem ancoradas e ociosidade no uso de recursos, o repasse cambial para a inflação é bastante limitado. Assim, conjuntamente, vemos pouca influência dos movimentos recentes da taxa de câmbio nos próximos passos da política monetária.

A atuação do BC no mercado cambial e alguns sinais de menor impacto do noticiário externo relacionado ao coronavírus sobre o apetite global por risco ajudaram a trazer a taxa cambial para um patamar abaixo de R\$/US\$ 4,30 ao final desta semana, após ter testado níveis acima de R\$/US\$ 4,38 (recorde nominal de alta). Na semana, a moeda nacional valorizou-se cerca de 0,5% frente ao dólar, em um desempenho mediano em comparação com algumas moedas mais líquidas do mundo.

Na próxima semana, os principais pontos de atenção do mercado devem ser o IPCA-15 de fevereiro e o Caged de janeiro. Dados abaixo do esperado – indicando inflação bem comportada e recuperação ainda bastante gradual – poderá levar a novas mínimas históricas nos juros curtos e intermediários da curva local. Quanto ao câmbio, será importante monitorar a postura do BC nos próximos dias, embora sigamos com a crença de que a autoridade irá apenas atuar quando perceber sinais de disfuncionalidade no mercado.

1) Política Monetária

Na ata, o Copom destaca que “em vista das múltiplas incertezas no que tange ao atual grau de ociosidade, à velocidade de recuperação da economia e ao aumento da potência da política monetária, que atua com defasagens na economia, o Copom considera que é importante observar os efeitos do ciclo de estímulo monetário iniciado em 2019 (par. 18)”. O BC também reconhece que “uma melhor compreensão desses efeitos é essencial para definir os próximos passos da política monetária”.

A autoridade monetária aparentemente justifica uma certa cautela nas ações futuras em função de “incertezas sobre a defasagem e a magnitude dos efeitos do estímulo já concedido”. O comitê avalia que “é fundamental observar a evolução da atividade econômica e das projeções e expectativas de inflação ao longo dos próximos meses, com peso crescente para o ano-calendário de 2021 (par. 19)”.

Ainda que alguns analistas interpretem esta comunicação como sinal de um amplo leque de opções de política monetária mais adiante, entendemos que o fator primordial na definição dos rumos da taxa de juros mais adiante será a consistência da recuperação da atividade econômica. Este fator será determinante para as projeções de inflação no horizonte de 2021, cada vez mais focal para a estratégia do BC.

Na avaliação de cenário, o BC observa uma dicotomia entre o mercado de trabalho e a produção de bens. Na ata, o Copom ressalta que “o mercado de trabalho segue em recuperação gradual”, enquanto que “os dados recentes de produção industrial e os indicadores preliminares de investimento tiveram desempenho abaixo do esperado (par. 10)”.

Quanto ao grau de ociosidade na economia, há sinais de divergências dentro do comitê. Alguns membros “avaliaram que o esgotamento do modelo de alocação centralizada de capital e a longa duração da recessão podem ter produzido restrições de oferta (par. 11)”, o que pode sugerir menor ociosidade de recursos do que se estima através de “métodos tradicionais”. Mas outros membros avaliam que “a dinâmica dos núcleos de inflação, não obstante os recentes efeitos do choque de preços de proteína, sinaliza que a ociosidade dos fatores de produção ainda é elevada (par. 12)”.

O BC também discute os possíveis efeitos do coronavírus, concluindo que “a consequência desses efeitos para a condução da política monetária dependerá da magnitude relativa da desaceleração da economia global versus a reação dos ativos financeiros (par. 15)”. Desta forma, a autoridade parece ver possibilidades ambíguas (para o cenário inflacionário prospectivo), no caso de este choque se materializar de forma mais duradoura.

De forma geral, seguimos acreditando que o Copom tenha encerrado o ciclo de cortes na taxa básica de juros. Entendemos que uma possível revisão da estratégia – e eventual implementação de estímulos adicionais – dependerá fundamentalmente de uma razoável decepção com o ritmo de retomada da atividade econômica. Em um cenário de expectativas ancoradas e ativos relativamente estabilizados (ainda que com taxa cambial se acomodando em níveis mais depreciados), o crescimento da economia será preponderante para a trajetória de inflação em 2021.



Com nosso cenário de crescimento do PIB saindo dos níveis próximos a 1% dos últimos anos para algo em torno de 2% nos próximos, seguimos antevendo que o movimento subsequente do BC será alta, e possivelmente a partir do 2T21. Contudo, para intervalos hoje vistos como razoáveis (i.e. abaixo mas não muito distantes das projeções atuais), o ritmo (ainda) mais lento que o esperado da recuperação econômica poderá postergar o início deste ciclo de normalização, além de reduzir sua velocidade e intensidade.

2) Atividade Econômica

Nesta semana foram divulgados os indicadores finais referentes ao desempenho da atividade econômica brasileira em 2019. Na quarta-feira (12/02), o IBGE divulgou a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), na qual as vendas do varejo registraram dados fracos em dezembro. O varejo restrito cresceu 2,6% a/a, abaixo da nossa projeção (3,6% a/a) e do consenso do mercado (3,4% a/a). Em comparação com novembro, a queda foi de 0,1%, após ajuste sazonal.

Com isso, as vendas do varejo restrito cresceram 1,2% t/t no último trimestre do ano passado (com ajuste sazonal) e 1,8% em 2019. O crescimento satisfatório no final do ano passado está diretamente relacionado ao aumento temporário de renda proveniente da liberação de recursos do FGTS. Dentre as categorias varejistas, destacamos a de “Móveis e Eletrodomésticos”, que registrou alta de 3,4% m/m em dezembro e 6,1% t/t no 4º trimestre.

Quanto ao conceito ampliado, que inclui vendas de materiais de construção, veículos e autopeças, o crescimento em dezembro foi de 3,9% a/a, em linha com a nossa projeção (4,3% a/a) e abaixo do consenso do mercado (5,4% a/a). Em relação a novembro, o varejo ampliado registrou queda sequencial de 0,8% m/m, após ajuste sazonal. O resultado negativo na margem é explicado, majoritariamente, pela queda de 4,0% m/m da categoria “Veículos, partes e peças”, em linha com nossa expectativa baseada em indicadores coincidentes divulgados previamente. Quanto ao último trimestre de 2019, as vendas do varejo ampliado cresceram 0,7% t/t (com ajuste sazonal) e 3,9% em 2019.

Já na quinta-feira (13/02), a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) indicou que o volume de (parte do) setor de serviços cresceu 1,6% a/a em dezembro, acima de nossa projeção (0,7% a/a) e em linha com o consenso de mercado (1,5%). A queda do indicador em relação a novembro foi de 0,4%, após ajuste sazonal.

Desta forma, o setor de serviços no último trimestre do ano passado aumentou 1,4% t/t (com ajuste) e 1,0% em 2019. Como observado no desempenho trimestral das vendas do varejo, o crescimento do setor terciário está diretamente relacionado ao aumento temporário de renda proveniente da liberação de recursos do FGTS.

Dentre as categorias de serviços, destacamos “Serviços Administrativos e Profissionais” que, apesar da queda de 1,3% ante novembro, registrou alta de 1,2% t/t no 4º trimestre do ano passado, evidenciando o processo vigente de aceleração do crescimento. Outra categoria que merece destaque é a de “Outros serviços”, que registrou forte crescimento na comparação com novembro (3,4% m/m e 2,0% t/t) e é diretamente impactada pelo estímulo advindo dos recursos do FGTS.

Por fim, a divulgação do IBC-Br (índice de atividade econômica do Banco Central, visto como *proxy* mensal do PIB) consolidou a sequência de dados fracos para dezembro, ao registrar queda de 0,3% m/m (e alta de 1,3% a/a). No 4º trimestre de 2019, o indicador cresceu apenas 0,5%, apontando para alta apenas moderada do PIB no período. Conforme exposto no relatório “Em Rota de Recuperação Gradual”, revisamos nossa projeção de crescimento do PIB no trimestre, de 0,8% t/t para 0,4% t/t, compatível com expansão de 1,1% em 2019.

3) Inflação

O IBGE divulgará na próxima quinta-feira (20/02) o IPCA -15 de fevereiro, no primeiro mês em que esta prévia do índice oficial irá utilizar a nova ponderação de preços.

Esperamos que o IPCA-15 apresente alta de 0,17% no mês, e de 4,16% no acumulado dos últimos 12 meses. Nossa projeção mostra desaceleração em relação ao índice de janeiro, que apresentou alta de 0,71% mensal e 4,34% em doze meses. Para fevereiro, além do efeito baixista da nova ponderação, notamos ainda o recuo dos preços de proteína animal e, principalmente, dos preços administrados – ex: gasolina, em virtude dos reajustes de janeiro e fevereiro, e energia elétrica, com a confirmação da bandeira verde (sem tarifa adicional) para fevereiro.

Em relação aos núcleos, projetamos comportamento mais benigno da inflação. O grupo de “serviços subjacentes” deverá cair de 0,45% em janeiro para 0,16% em fevereiro. Nos últimos 12 meses, de 3,73% para 3,54%, em linha com a média observada nos últimos anos. O IPCA EX-3 voltaria, segundo nossas projeções, a patamares próximos a 3%, sinalizando uma ausência de pressões inflacionárias pelo lado da demanda.



4) Balanço de pagamentos

Apesar de haver conseguido atrair um montante substancial de investimentos diretos nos últimos três anos – o fluxo médio mensal de investimentos diretos no país (IDP) foi de US\$ 6,3 bilhões no período –, que superou em muito seu déficit em transações correntes (DTC), a economia brasileira tem enfrentado a desconfiança dos agentes financeiros quanto à dinâmica de seu balanço de pagamento (BP), em virtude da tendência crescente do DTC (não obstante a ausência de taxas robustas de crescimento). Aliás, os agentes financeiros têm incluído este ceticismo na lista de razões da desvalorização registrada pela taxa de câmbio em 2020, embora o tema não tenha impedido a apreciação da moeda em dezembro. Como resultado, avaliamos que a divulgação dos dados referentes ao BP em janeiro (na próxima sexta-feira, 21/02) deverá deixar os agentes financeiros mais cautelosos inicialmente, já que estimamos que o DTC tenha atingido US\$ 11,7 bilhões no período – o déficit mais alto desde janeiro de 2015, quando o DTC foi de US\$ 12,0 bilhões, e o dobro do valor registrado em dezembro de 2019. Caso nossa estimativa seja confirmada, o DTC terá subido para o patamar de US\$ 53,5 bilhões nos últimos 12 meses e, assim, atingiria a barreira psicológica de 3,0% do PIB, que usualmente costuma ser visto como uma “luz amarela”. Contudo, avaliamos que o resultado deva ser observado com bastante cuidado, já que uma combinação desfavorável de fatores sazonais e esporádicos deverão ter contribuído para o significativo desequilíbrio.

Primeiramente, gostaríamos de recordar que, quando o Banco Central do Brasil (BCB) publicou os dados referentes ao BP de dezembro de 2019 (em 27 de janeiro), a instituição divulgou dados preliminares sobre o desempenho do BP em janeiro de 2020, inclusive revelando sua projeção para o DTC no período, que foi de US\$ 8,7 bilhões. Àquela altura, os números preliminares da balança comercial estavam indicando equilíbrio entre importações e exportações, mas o resultado final acabou sendo um déficit comercial de aproximadamente US\$ 1,7 bilhão, por conta da importação de duas plataformas de petróleo na última semana daquele mês. Ou seja, se fosse possível ao BCB anunciar uma revisão de sua projeção para o DTC de janeiro, acreditamos que a instituição o faria e subiria o número para (no mínimo) US\$ 10,4 bilhões. Portanto, parte da “culpa” pelo alto DTC em janeiro se refere a um evento esporádico que pouco tem a ver com a dinâmica da economia, mas sim com alterações em regras tributárias que incentivaram o retorno de plataformas de petróleo que haviam sido exportadas pelas mesmas companhias que agora estão trazendo-as de volta.

Entretanto, poder-se-ia dizer que, mesmo descontando a surpresa negativa do déficit comercial no mês passado, o valor de US\$ 8,7 bilhões para o DTC refletia um desequilíbrio substancial para o mês. Em nossa opinião, de fato, refletia. É aqui onde o fator sazonal se faz presente. Analisando a série histórica do saldo em transações correntes, é fácil notar três meses nos quais ocorrem déficits vultosos: janeiro, julho e dezembro. A razão para tal padrão é a concentração de pagamentos de juros sobre dívidas em janeiro e julho – especialmente os relacionados aos títulos domésticos detidos por estrangeiros – e as remessas de lucros e dividendos em dezembro. Portanto, embora reconheçamos que o DTC de janeiro deverá causar impacto entre os agentes financeiros inicialmente, não julgamos ser prudente extrapolar este resultado para o restante do ano. Projetamos desequilíbrios menores nos meses à frente, que deverão reforçar nossa percepção de uma deterioração gradual do DTC em 2020, como discutido em nosso relatório *Em rota de recuperação gradual*, publicado em 14 de fevereiro.

5) Ambiente Internacional

No ambiente externo, as notícias acerca da epidemia de 2019-nCoV (coronavírus) continuam a se desenrolar de forma menos alarmista, com taxa de mortalidade estável ao redor de 2,1% e o ritmo de crescimento de novos casos em queda. Isto apesar de uma mudança pontual no critério usado por autoridades chinesas que adicionou por volta de 13 mil pessoas na contagem de casos confirmados e 107 mortes que não estavam sendo contabilizadas anteriormente. Se novas mudanças de critério como esta continuarem acontecendo, obviamente o humor do mercado com relação à epidemia poderá piorar, levantando suspeitas de que informações estão sendo escondidas.

Na agenda econômica habitual durante esta semana, em sua aparição semestral diante do Congresso, o presidente do banco central americano (Fed) Jerome Powell reforçou a mensagem de que o juro base deve ficar parado por um tempo considerável (ao longo de todo o ano na nossa visão) caso não haja mudança material no cenário econômico. Em termos de dados, a inflação de janeiro nos EUA mostrou uma leitura forte para o grupo de serviços, porém com deflação de bens, mostrando que o núcleo da inflação segue contido. Ainda nos EUA, os números de vendas no varejo vieram mais fracos que o esperado, embora compatíveis com crescimento moderado do consumo no primeiro trimestre. Na Zona do Euro, o crescimento do PIB do 4º trimestre de 2019 ficou estável em 0,1% na primeira revisão, apesar do PIB alemão ter decepcionado as expectativas, ficando estagnado.

Nas eleições americanas, a segunda primária democrata (New Hampshire) consolidou, seguindo Iowa, o bom momento dos candidatos Bernie Sanders e Pete Buttigieg e a decepção com Joe Biden e Elizabeth Warren. Além disso, os resultados até agora sinalizam uma disputa mais pulverizada, fazendo subir a chance de que nenhum candidato consiga a maioria de



delegados antes da convenção em julho. As próximas primárias serão nos dias 22 de fevereiro em Nevada, 29 em Carolina do Sul e a *Super Tuesday* em 03 de março, onde 34% do total de delegados estarão em jogo em um único dia.

A próxima semana será de particular importância para os mercados, pois serão divulgadas as primeiras sondagens empresariais qualitativas de fevereiro, cujos períodos de coleta já englobam dias posteriores ao momento de eclosão do coronavírus na China. Os mais importantes indicadores serão os PMIs preliminares de manufatura e serviços para a Zona do Euro na próxima sexta-feira (21/02) e os indicadores regionais de manufatura nos EUA (Nova Iorque, em 18/02, e Filadélfia, em 20/02). Será a primeira oportunidade de avaliar o impacto da epidemia na economia global. Ademais, dados do setor imobiliário americano e a ata da última reunião do Fed compõem a agenda.

Últimas Publicações

Português

- Em Rota de Recuperação Gradual (fev/2020)
- Proposições Macro para 2020 (jan/2020)
- Melhores Perspectivas (dez/2019)
- Dias Melhores Virão (nov/2019)
- Expondo a Raiz do Problema (out/2019)

Inglês

- Still on Track, but More Gradually (Feb20)
- 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)

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.