



## Perspectivas Macro Santander

São Paulo, 14 de junho de 2018  
Departamento de Pesquisa Econômica

### Artilharia Pesada

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

#### A Munição do BCB

**Qual deveria ser a reação do Banco Central à forte turbulência observada no mercado de câmbio nas últimas semanas?** A resposta apropriada do BCB depende sempre da natureza da causa da volatilidade. Na nossa opinião, as causas atuais são as incertezas sobre o rumo da taxa de juros no exterior e as indefinições sobre como será a política econômica (e as reformas) no novo mandato presidencial no Brasil. Estes fatores causam ansiedade sobre qual será a taxa de câmbio nos meses à frente e, diante disto, muitos agentes correm para comprar dólares, pressionando a cotação – quase numa profecia auto-realizável. Como quebrar este ciclo? **Oferecendo ao mercado alguma forma de proteção contra uma desvalorização do real.** E é justamente isto que o BCB vem fazendo, ao oferecer proteção na forma de *swaps* (operação na qual o BCB paga a variação cambial e recebe do comprador os juros acumulados no período). Entre os dias 21 de maio e 13 de junho, o BCB vendeu quase US\$ 24 bilhões em *swaps*, o que ajudou a conter parte da pressão sobre o câmbio.

**Resta a pergunta de qual o limite para a atuação do BCB neste front – quanto mais ele poderia vender de *swaps*.** Para responder esta pergunta, é importante olhar por dois ângulos. Do lado do BCB, a principal restrição é dada pelo tamanho das reservas internacionais detidas pelo BCB: o ideal seria preservar algum patamar positivo de reservas líquidas dos passivos cambiais do governo (dentre os quais estão os *swaps*). Isto porque, enquanto o setor público tem “reservas líquidas” positivas, ele é considerado um credor líquido em dólares, e isto faz com que uma eventual pressão sobre o câmbio reduza a dívida líquida do governo. Ter “reservas líquidas” negativas geraria um círculo vicioso: quanto mais o câmbio subisse, pior seria a evolução da dívida pública líquida e, com a piora da percepção sobre a dívida pública, o câmbio tenderia a subir mais. Vale dizer que o elevado patamar das reservas internacionais (mais de US\$ 380 bilhões) significa que, em termos práticos, o BCB teria espaço suficiente para vender até quase US\$ 200 bilhões adicionais em *swaps*. Ou seja: esta não é uma grande restrição à atuação do BCB, e dificilmente todo este espaço será usado. O que deve definir quanto mais de swap será vendido é a demanda do mercado, e esta é proporcional a dois fatores: o grau de ansiedade do mercado quanto aos rumos do câmbio, e o quanto de passivos cambiais o mercado tem a proteger. **Hoje, o grau de cobertura dos passivos do setor privado está abaixo da média histórica (16%), em algo como 11%, de acordo com nossas estimativas.** Se o mercado desejasse retornar à média histórica, calculamos que haveria demanda por cerca de US\$ 25 bilhões adicionais em *swaps*. **Se o mercado desejasse retornar ao grau de cobertura observado no último episódio de tensão cambial (2015, quando a cobertura era 25%), haveria espaço para pouco mais de US\$ 70 bilhões adicionais em *swaps*.** Em ambos os casos, o setor público ainda manteria “reservas líquidas” positivas em mais de US\$ 100 bilhões, preservando a boa dinâmica da dívida pública líquida.

**Vale dizer, contudo, que o swap pode limitar a volatilidade que nasce das incertezas, mas não tem poder de reverter toda a desvalorização cambial sofrida pelo real nestes últimos meses,** já que boa parte dela tem a ver com a perspectiva de juros mais altos no exterior, confirmada pelo Federal Reserve em sua comunicação desta semana. Por isso, continuamos projetando a taxa de câmbio em R\$ 3,50/US\$ no final deste ano.

#### O Que Passou

**Os membros do FOMC do Federal Reserve elevaram os juros americanos para o intervalo de 1,75% a 2% a.a - até aí, sem surpresas.** Mas eles também sinalizaram enxergar mais duas altas neste ano, e que esperam que até o final do ano que vem a taxa de juros esteja acima do patamar considerado como neutro, ou seja, que a política monetária migre para território contracionista. Isto faz uma enorme diferença para os mercados emergentes que, após quase uma década de juros internacionais excepcionalmente baixos, têm que se defrontar com condições mais apertadas nos EUA. Enquanto isto, no Brasil, **a semana trouxe indicadores relativamente positivos sobre a**



**atividade econômica em abril, com expansão na casa de 1% tanto nas vendas do varejo como nos serviços.** É uma notícia a ser comemorada, mas sem entusiasmo, dado que a paralisação do transporte de carga deve trazer resultados muito fracos no mês de maio.

## Fique de Olho

**O outro efeito da paralisação do transporte de carga – o impacto na inflação – deverá ficar evidenciado nos indicadores desta semana. Na terça-feira, será divulgada a 2ª prévia do IGP-M de junho (projeção de 1,33% m/m) e, na quinta, o IPCA-15 para o mesmo mês (projetamos 0,95% m/m e 3,52% no acumulado em 12 meses).** Vale notar que a maior parte da alta de preços durante o período de paralisação tende a ser revertida com a normalização da distribuição dos produtos; de fato, mesmo com a greve, e mesmo com a potencial pressão do câmbio sobre alguns preços internos, acreditamos que a inflação deve permanecer abaixo da meta neste ano. Ao mesmo tempo, outro dado de atividade para abril deve confirmar a recuperação que se desenhava naquele mês – o Caged deve mostrar criação líquida de 68 mil empregos formais, o dobro do observado em abril de 2017, mas ainda representando um ritmo apenas moderado de melhora no mercado de trabalho doméstico. Assim, com inflação abaixo da meta e recuperação “morna”, o balanço de riscos atual continua favorável à **manutenção da Selic em 6,5% a.a. na reunião do Copom desta quarta-feira**, patamar no qual esperamos que a taxa permaneça até o segundo semestre de 2019. Mais que a decisão em si, o mercado deve monitorar o comunicado do Copom, onde devem aparecer mais pistas sobre a avaliação que o comitê faz da situação atual.

## Últimas Publicações

### Português

- Dias que Pararam o País – Avaliação Preliminar (jun/2018)
- Petróleo: Balanço de Oferta e Demanda Apertado? (mai/2018)
- Minério de Ferro: Impacto da Desaceleração Chinesa? (mai/2018)
- Açúcar: O que explica a recente queda de preços? (mai/2018)
- Aproveitar o Momento e Reduzir a Meta (mai/2018)

### English

- Rely on Fundamentals and Carry On (Jun 2018)
- Truck Strike: A Preliminary Assessment (May 2018)
- Copom Capitulates to Changing Balance of Risks (May 2018)
- The Good Convergence (May 2018)
- Infinite (Trade) War: Does It Matter for Brazil? (May 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.