

Perspectivas Macro Santander

Janela de Oportunidade

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

- Os dados de atividade econômica continuam emitindo sinais mistos, com produção industrial declinando e serviços crescendo. Em termos líquidos, acreditamos que o gradualismo seguirá marcando o processo de retomada econômica nos meses à frente.
- Por sua vez, o comportamento benigno da inflação segue surpreendendo. As últimas leituras mensais do IPCA vieram abaixo das expectativas, motivando a revisão das nossas projeções para a variação do indicador em 2019 e 2020.
- A combinação de atividade em lenta recuperação, ampla ociosidade, inflação corrente declinante, expectativas inflacionárias ancoradas e avanço das reformas no Congresso abre espaço para novos cortes na taxa Selic. Tendo como premissa que o cenário internacional não apresentará piora adicional no curto prazo, projetamos que a taxa básica de juros chegará a 4,50% no final deste ano.
- A evolução do quadro global compreende o principal fator de risco ao nosso cenário econômico, sobretudo via impacto na taxa de câmbio e não obstante o quase ausente *pass-through* (repassé cambial). Os focos de incerteza já são conhecidos: guerra comercial, *Brexit* e eleições na Argentina. O aumento da volatilidade cambial é inibidor de investimentos.

1) Atividade Econômica

Assim como destacado na edição do *Perspectivas Macro* da semana passada, continuamos a observar sinais mistos nos dados de atividade econômica. Embora o PIB do 2º trimestre (+0,4% vs. 1º trimestre), divulgado em 29/08, tenha animado boa parte dos agentes de mercado, a Pesquisa Mensal da Indústria, divulgada em 03/09, frustrou novamente as expectativas, ao apresentar expressiva queda de 2,5% da produção industrial em julho deste ano na comparação com o mesmo mês de 2018.

Nesta semana, por sua vez, houve a divulgação dos dados de comércio varejista, serviços e da *proxy* mensal do PIB calculada pelo Banco Central (IBC-Br). Bem acima do teto das expectativas do mercado, a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) revelou que o indicador restrito de vendas do varejo teve alta interanual de 4,4% em julho – o que se traduziu em elevação de 1,0% na comparação com junho, após ajuste sazonal. Houve crescimento em oito dos nove setores, com as vendas de móveis e eletrodomésticos sendo o principal destaque.

Quanto ao índice ampliado das vendas do varejo – que contempla vendas de automóveis e materiais de construção, além dos componentes da medida restrita –, o crescimento foi ainda mais acentuado. A expansão interanual do índice ampliado foi de 7,7% e significou alta de 0,7% na comparação com junho deste ano, já descontados os fatores sazonais. Compensando parte do recuo mensal dessazonalizado de 0,9% registrado pelo segmento de veículos e autopeças, as vendas de materiais de construção cresceram 1,1% ante junho deste ano nos mesmos termos, o que significou avanço interanual de 8,0%. Este é um setor que tem chamado a atenção de muitos analistas, sobretudo após a (grata) surpresa do PIB da Construção Civil no 2º trimestre deste ano.

Seguindo a mesma linha, a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) de julho também mostrou resultado positivo: incremento de 0,8% na comparação com junho ou 1,8% em termos interanuais. Não fosse pela contração mensal de 1,3% registrada pelo segmento de serviços técnicos e administrativos frente a junho, o crescimento do indicador de serviços poderia ter superado a marca de 1,0% no mês. Ainda assim, o resultado foi suficiente para indicar um *carry-over* positivo para o desempenho do setor de serviços no 3T19 (0,4%), algo relevante após as contrações trimestrais observadas tanto no 1T19 quanto no 2T19. Isto é, caso se confirme esta tendência, teremos mais um sinal de que a recuperação econômica permanece em curso.

Em linha com os indicadores citados anteriormente, o IBC-Br, *proxy* do PIB calculada mensalmente pelo Banco Central, apresentou queda de 0,2% na comparação com junho, reforçando nossa estimativa de 0,3% de crescimento do PIB no 3º trimestre em relação ao trimestre imediatamente anterior. No acumulado em 12 meses, o IBC-Br exibiu alta de 1,1%.



Em suma, o ziguezague de surpresas positivas e negativas referentes aos dados de atividade do mês de julho parecem indicar que o gradualismo continuará marcando o processo de retomada econômica nos meses à frente. Contudo, vale lembrar que a greve dos caminhoneiros ocorrida em meados de 2018 ainda pode estar distorcendo o ajustamento sazonal das séries de dados econômicos. Por conta disto, será necessário continuar acompanhando minuciosamente as próximas informações para identificarmos se alguma alteração de fato está ocorrendo na dinâmica de recuperação.

2) Inflação

Os principais índices de preços domésticos vêm demonstrando variação mensal abaixo de 0,2% desde maio. Com isso, a mediana das projeções dos participantes de mercados tem caído semanalmente na pesquisa Focus. Por exemplo, a mediana das expectativas para a inflação de setembro está em 0,15%, corroborando as atuais projeções de 3,54% e 3,82% para o final de 2019 e 2020, respectivamente. Ademais, as previsões para o final de 2021 e 2022 seguem na meta oficial (3,75% e 3,50%, nessa ordem). Ou seja, segundo as expectativas do mercado (e também as nossas), teremos inflação abaixo da meta (ou em linha com ela) por muito tempo.

Esta é também a perspectiva que emerge de nossa avaliação quanto à dinâmica inflacionária nos próximos meses de 2019, mas principalmente durante o ano de 2020. Segundo nossos cálculos, é possível que as medianas observadas na pesquisa Focus apresentem novas revisões para baixo, já que, após um processo de revisão, obtivemos projeção de 3,5% para o IPCA do próximo ano. Nossas projeções contemplam uma trajetória de núcleos cadentes com preços livres sem alimentação no domicílio (abaixo de 3%) e um impacto menor da Peste Suína Africana (PSA) em preços domésticos. Vale destacar ainda que, no dia 11 de outubro, o IBGE divulgará a nova ponderação do IPCA para 2020, com a implementação da nova Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) de 2017 e 2018. Com isso, as projeções de inflação para 2020 poderão passar por novas revisões no início de outubro.

3) Juros

Diversos países terão reuniões de política monetária nas próximas semanas e espera-se níveis mais baixos de taxa de juros como resultado desses encontros. A propósito, o Banco Central Europeu – cuja reunião ocorreu nos dias 11/09 e 12/09 – manteve a taxa básica de juros no bloco econômico em zero, além de aumentar o custo de custódia para depósitos feitos por bancos juntos à instituição (cobrava-se taxa de 0,40% a.a. e agora o custo passa a ser de 0,50% a.a.) e um grande pacote de recompras líquidas de títulos soberanos e corporativos (€20 bilhões por mês) que não será revertido enquanto não houver elevação da taxa básica de juros. A baixa expectativa de inflação (próxima aos 2%) e a falta de dinamismo econômico na região levaram o BCE não somente a agir, mas também a pedir aos países em melhores condições fiscais que o auxiliem na tarefa de reaquecimento da economia do bloco.

Nos dias 17/09 e 18/09 será a vez do Banco Central dos Estados Unidos (*Federal Reserve*), que tem estado sob fogo cerrado do presidente do país, Donald Trump. Para a economia americana, os dados divulgados nos últimos meses e certo arrefecimento da guerra comercial com a China levaram o mercado a aumentar as apostas de corte de juros nesta reunião. A curva futura de juros americana precifica queda de 0,25pp em setembro.

Para o Brasil, enfrentamos um cenário um pouco diferente do que tínhamos na última reunião do Copom em julho: as reformas estruturais brasileiras continuam caminhando, com previsão de aprovação da reforma da previdência no Senado em outubro; a inflação dos últimos 12 meses segue abaixo dos 3,5%, com as expectativas do mercado para os anos de 2019 e 2020 diminuindo a cada semana; por outro lado, a taxa de câmbio se encontra em níveis bem mais elevados aos observados em julho (o real depreciou cerca de 7,5% entre 31 de julho e 12 de setembro). A principal questão atualmente é de que forma cortes mais acentuados na taxa Selic poderiam afetar o nível da taxa de câmbio, que chegou próximo a R\$/US\$ 4,20 nos últimos dias.

Nossa projeção permanece com corte de 0,50pp na próxima reunião (17/09 e 18/09), já que observamos um cenário internacional mais calmo nos últimos dias, reformas estruturais na pauta do Congresso e expectativas de inflação comportadas e abaixo da meta do Banco Central. Com os dados de atividade econômica ainda mostrando sinais de recuperação modesta (conforme destacamos na seção 1 deste relatório), que confirmam nossa expectativa de crescimento do PIB abaixo de 1,0% em 2019, alteramos nossa projeção para o final do ano.

Agora esperamos corte na taxa Selic de 0,50pp na reunião de setembro e mais dois cortes adicionais nas reuniões de outubro e dezembro (de mesma magnitude), levando o juro básico da economia brasileira ao patamar de 4,50% a.a. no final de 2019, que deverá ser mantido até o início de 2021.



4) Riscos

Quais seriam os riscos para nosso cenário de 4,50% de taxa Selic?

Em primeiro lugar, o cenário internacional. Vimos sim diminuição da grande turbulência observada em agosto, mas ainda há muitos fatores que podem afetar o Brasil. Um deles é a eleição presidencial que ocorrerá na Argentina em outubro deste ano. Conforme pesquisas divulgadas até agora por institutos argentinos, provavelmente não veremos o atual presidente Mauricio Macri assumir um segundo mandato, deixando o cargo para o candidato peronista Alberto Fernández – que divide a chapa com a ex-presidente Cristina Kirchner. Isso pode gerar grande instabilidade na economia argentina e impactar alguns setores brasileiros, com destaque ao automobilístico.

Apesar do arrefecimento da guerra comercial entre Estados Unidos e China e da possível retomada de negociações oficiais em outubro, ainda prevemos um ambiente de bastante incerteza quanto ao fim dos conflitos entre os dois países. Com as eleições americanas se aproximando e a atuação ativa do atual presidente americano Donald Trump nas negociações, veremos provavelmente muitas notícias sobre esse assunto nos próximos meses.

Por último, mas não menos importante, ainda não temos um acordo definido para a saída do Reino Unido da União Europeia (EU), o famoso *Brexit*. O atual primeiro-ministro Boris Johnson sofreu uma série de derrotas no Parlamento britânico – que está em período de prorrogação até outubro –, dentre elas a lei que impede o Reino Unido de sair da UE sem acordo prévio. A partir de agora, ou o primeiro-ministro decide ir contra a lei aprovada ou busca um acordo, seja ele dentro do Parlamento britânico, visando a saída até a data estipulada pela UE (31 de outubro), ou com o Parlamento Europeu, solicitando uma extensão do prazo de saída.

Todos esses efeitos poderão gerar grande volatilidade para os ativos brasileiros, tais como taxa de câmbio e bolsa de valores. O mês de outubro será bastante movimentado e importante para a definição do ritmo e tamanho dos cortes até a reunião de dezembro, visto que os analistas estão divididos quanto à magnitude do corte nesta reunião e a continuidade ou não das reduções até a reunião de dezembro. Reafirmamos que, com o cenário atual, projetamos a taxa Selic em 4,50% a.a. no final de 2019 e 2020. Nesse sentido, vale ressaltar que a ampla ociosidade da economia tem limitado o repasse cambial (*pass-through*) aos preços domésticos. Ou seja, mesmo considerando um cenário alternativo de alguma depreciação da taxa de câmbio nos próximos meses (ao contrário do nosso cenário básico, que prevê R\$/US\$ 4,00 no final deste ano), o impacto sobre o IPCA seria contido, não interrompendo o ciclo de corte de juros.

Últimas Publicações

Português

- Em Busca do Crescimento (ago/2019)
- 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)

Inglês

- 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)
- FX Compass – BRL: Talk Is (Not) Cheap (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.