

Perspectivas Macro Santander

Surpresas positivas, inclusive com atividade

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

- A semana foi repleta de eventos relevantes para o cenário econômico global, tanto no curto prazo como para 2020. Os bancos centrais dos EUA (Federal Reserve, Fed) e da Zona do Euro (Banco Central Europeu, BCE) mantiveram inalterado o grau de acomodação monetária e sinalizaram a manutenção desta postura adiante. Apesar de nosso cenário base para 2020 não contar com mais estímulos por parte destes bancos centrais, uma possível drenagem de liquidez parece pouco provável no próximo ano.
- Os últimos dias também trouxeram sinais de uma aparente resolução de imbróglis geopolíticos – mesmo que em bases parciais, no caso da negociação comercial sino-americana. Estes últimos vinham constituindo importante fonte de incerteza para a economia mundial.
- De forma geral, estes desdobramentos sustentam um quadro de condições financeiras globais favoráveis para ativos arriscados e de países emergentes, o que favorece os ativos nacionais em geral e implica em certo alívio para a taxa cambial no Brasil. Projetamos o dólar a 4,00 reais ao final do próximo ano.
- O mês de outubro ficou marcado por uma aceleração do ritmo de recuperação da atividade econômica, e acreditamos que esta tendência continuará nos últimos dois meses deste ano, dado o estímulo temporário gerado pela liberação de recursos do FGTS. Seguimos acreditando que o PIB apresentará crescimento relativamente forte no quarto trimestre.
- O Copom (Comitê de Política Monetária) reduziu mais uma vez a taxa básica Selic em 0,5 p.p., para 4,50% a.a. - nova baixa histórica. No comunicado, o Banco Central (BC) deixou a porta aberta tanto para encerrar o ciclo, como para seguir cortando os juros, a depender da evolução dos dados. A ata do Copom (prevista para a próxima terça-feira, 17/12) e o relatório de inflação do 4T19 (previsto para a próxima quinta-feira, 19/12) poderão fornecer mais pistas sobre o plano de voo do BC.
- Embora a atividade econômica mais forte reduza a chance de novos estímulos, a expectativa de um arrefecimento no crescimento no 1T20 norteia nosso cenário de dois cortes adicionais de 0,25 p.p. (em fevereiro e março de 2020). Projetamos uma taxa de juros terminal de 4,00% neste ciclo.
- Na próxima sexta-feira (20/12), o IBGE divulga a prévia da inflação de dezembro, o IPCA-15. Acreditamos que o índice irá acelerar ainda mais em relação a novembro (de 0,51% para 0,89%), levando a inflação acumulada em 12 meses para a marca de 3,75% (a meta central de 2019 é 4,25%). A pressão altista dos preços de carnes com o choque global de oferta no setor de proteínas (em decorrência da peste suína na China) explica, em grande medida, este movimento.
- Após dúvidas geradas pelas recentes revisões de dados do balanço de pagamentos (BP) promovidas pelo Banco Central - que apontaram para um déficit em transações correntes de aproximadamente US\$ 55 bilhões nos 12 meses encerrados em outubro -, a publicação do resultado de novembro poderá contribuir para atenuar eventuais preocupações de mercado. Esta divulgação incorporará revisões altistas feitas nos dados de exportações – dado que a SECEX teria subestimado o desempenho das vendas de produtos brasileiros entre setembro e novembro. Estes números vão sinalizar uma interrupção no ritmo de deterioração do déficit acumulado em 12 meses (projetamos saldo acumulado em doze meses de US\$ 53 bilhões para novembro).



1) Cenário Global: Juros expansionistas e distensão geopolítica

A semana foi repleta de eventos relevantes para o cenário econômico global, tanto no curto prazo como para 2020.

Do lado da política monetária, os bancos centrais dos EUA (Federal Reserve, ou Fed) e da Zona do Euro (Banco Central Europeu, BCE) tiveram reuniões nesta semana, e ambos mantiveram inalterados o grau de acomodação. Em suas comunicações, as autoridades deixaram claro que 2019 foi o ano dos grandes ajustes (afrouxamento) de política monetária e que 2020 deverá ser um ano para se observar os efeitos na economia. Em ambos os casos, implicitamente no caso do Fed e explicitamente no caso do BCE, o risco ainda é enviesado para acomodação adicional, dado o grau elevado de incerteza em torno da ainda frágil economia global, sem mencionar a inexistência de pressões inflacionárias relevantes.

O Federal Reserve manteve a taxa de juro na banda 1,50% - 1,75% e indicou, tanto no comunicado quanto na (mediana da) projeção dos membros do comitê de política monetária (FOMC) que, após três cortes de 0,25 p.p. nas últimas três reuniões, o patamar atual do juro é “apropriado”. Esta é a palavra-chave para indicar que a taxa de juro deverá ser mantida neste nível por um período prolongado, salvo uma mudança “material” no cenário. Em seu discurso após a reunião, o presidente Jerome Powell comunicou que o Fed espera ver a inflação convergir para (a meta de) 2% e se manter neste patamar de forma persistente para que o comitê avalie eventuais altas de juros. O BCE também manteve inalteradas todas as taxas de juros de referência e manteve a promessa (i.e. “forward guidance”) de que os juros devem permanecer no patamar atual ou abaixo até observar que “as perspectivas de inflação estejam convergindo de forma robusta para um nível suficientemente próximo, mas abaixo de 2% no seu horizonte de projeção”. A autoridade europeia também reafirmou o compromisso de manter as compras de ativos enquanto for necessário, e até muito próximo da primeira alta de juros. A nova presidente do ECB, Christine Lagarde, se mostrou um pouco mais otimista com a atividade econômica na zona do euro, mas deixou claro que os riscos ainda são baixistas.

Nas últimas horas, eventos políticos também estiveram no centro das atenções nos mercados globais. No que é o tema mais importante para mercados emergentes, EUA e China anunciaram o tão esperado acordo (apelidado de Fase 1) na parte comercial. Este acerto envolve o cancelamento, por parte dos EUA, de tarifas agendadas para começar no próximo dia 15/12, além da redução de parte das tarifas previamente estabelecidas. Tudo isto em troca de um compromisso chinês de comprar uma maior quantidade de produtos agrícolas dos produtores americanos. Em que pese o fato de que este acerto evita uma escalada adicional nas tensões comerciais, tal entendimento pode ser visto mais como uma trégua do que como o fim propriamente dito da disputa comercial (e tecnológica) entre as duas maiores economias do mundo.

O segundo tema geopolítico relevante - e com impacto global - foi a eleição parlamentar no Reino Unido. Embora todas as urnas ainda não tenham sido apuradas, já se sabe que a vitória do Partido Conservador foi muito maior do que o indicado pelas pesquisas, dando ao partido uma maioria no parlamento. Com esta maioria, as chances de que o primeiro-ministro Boris Johnson consiga aprovar uma saída ordenada da União Europeia em 31/01 se elevaram bastante, colocando fim na interminável novela do Brexit, e sem uma situação de ruptura.

Temos então a resolução (mesmo que parcial no caso da negociação comercial sino-americana) de imbróglios geopolíticos que geravam grande incerteza para a economia mundial, além do afrouxamento monetário promovido por grandes bancos centrais. De forma geral, estes eventos apontam para a direção de um maior apetite por risco por parte dos investidores internacionais. Além disto, condições financeiras favoráveis devem se propagar (ainda que de forma defasada) na atividade econômica à frente.

E com um quadro de inflação global que não traz ameaça de um novo aperto monetário externo no horizonte próximo, desenha-se um ambiente mais favorável para países emergentes. Desta forma, o cenário internacional pode contribuir para um arrefecimento de pressões altistas sobre a taxa de câmbio no Brasil, favorecendo nossa projeção de R\$/US\$ 4,00 ao final de 2020.

2) Atividade Econômica: Ganhando tração

Após a divulgação dos dados da Pesquisa Mensal da Indústria (PIM) de outubro, o calendário seguiu com as outras divulgações que nos ajudam a monitorar a retomada gradual da atividade econômica: Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) e IBC-Br (proxy mensal calculada pelo Banco Central para a atividade econômica).

Após forte elevação em setembro, as vendas varejistas voltaram a surpreender positivamente em outubro. A Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada na 4ª-feira (11/12) pelo IBGE, apresentou ligeira alta de 0,1% em relação ao mês imediatamente anterior, após ajuste sazonal. Na comparação com outubro de 2018, as vendas reais exibiram crescimento de 4,2%. O desempenho das vendas de supermercados, que representam quase 50% do varejo restrito, decepcionou ao registrar queda de 0,4% na comparação mensal. No entanto, todos os demais setores tiveram desempenho melhor que o esperado, possivelmente refletindo o aumento temporário de renda por conta da liberação de recursos do FGTS – impactos especialmente fortes nos segmentos “Tecidos, Vestuário e Calçados” e “Móveis e Eletrodomésticos”.



Quanto ao varejo ampliado, que considera também vendas de automóveis e materiais de construção, o crescimento foi ainda mais expressivo. As vendas do segmento de veículos cresceram 2,4% em relação a setembro (com ajuste sazonal) e 9,4% na comparação com outubro do ano passado, sendo assim o maior responsável pela surpresa positiva. Além disso, o segmento de materiais de construção segue em ritmo de expansão, em linha com a nossa expectativa de retomada do setor de construção civil. Desta forma, o varejo ampliado em outubro cresceu 0,8% em relação ao mês anterior, descontadas as influências da sazonalidade, e 5,7% na comparação com o mesmo mês do ano anterior.

Os dados positivos da PMC de outubro reforçam a perspectiva de bom desempenho da atividade doméstica no último trimestre do ano. Esperamos aumento significativo das vendas do varejo em novembro, por conta, principalmente, da ação promocional *Black-Friday* e do choque positivo de renda advindo da liberação de recursos do FGTS.

Na 5ª-feira (12/12), a divulgação da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) apresentou forte elevação de 0,8% do faturamento real do setor terciário em outubro, na comparação com setembro, e de 2,7% ante outubro de 2018. Os dados mais desagregados mostraram que quatro dos cinco principais segmentos de serviços cresceram no mês, com destaque para “Serviços de Informação e Comunicação” e “Serviços Prestados às Famílias”.

Por fim, o Banco Central divulgou hoje (13/12) o IBC-Br, *proxy* mensal da atividade econômica brasileira. O indicador apresentou crescimento de 0,2% entre setembro e outubro, após ajuste sazonal (alta de 2,1% em relação a outubro de 2018), em linha com nossa projeção (0,3% na comparação mensal e 2,3% em termos interanuais), consolidando a série de bons resultados no mês.

De fato, o mês de outubro trouxe diversas surpresas positivas pelo lado da atividade econômica, ainda que alguma aceleração do crescimento no último trimestre de 2019 já fosse esperada por três principais fatores: i) efeito defasado da política monetária estimulativa; ii) melhoria das condições financeiras por conta de avanços na agenda de reformas; e iii) aumento temporário de renda devido à liberação de recursos do FGTS. Assim, projetamos expansão de 0,8% para o PIB no 4º trimestre deste ano, na comparação com o 3º trimestre, após ajuste sazonal (correspondente a uma expansão de 2% em relação ao último trimestre de 2018). Isto posto, esperamos alguma desaceleração do crescimento sequencial do PIB no 1º trimestre de 2020, refletindo a menor influência dos saques do FGTS, o que corrobora nosso cenário de dois cortes adicionais (de 0,25 p.p.) da taxa Selic no início do ano.

3) Política Monetária: Preparando-se para o fim, mas garantindo flexibilidade

Nesta semana, o Copom – Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (BCB) – reduziu mais uma vez a taxa básica Selic em 0,5 p.p., para 4,50% a.a., uma nova baixa histórica. Esse resultado era amplamente esperado pelos participantes do mercado.

No comunicado, o Copom indica que a atividade econômica está ganhando tração (em relação ao 1T19), mas ainda no contexto de uma “recuperação gradual”. Em que pese o choque de oferta que vem pressionando os preços de proteína animal, a autoridade julga que as medidas de inflação subjacente seguem “em níveis confortáveis”. O BC também avalia que políticas monetárias expansionistas favorecem um “ambiente relativamente favorável para economias emergentes”.

Em meio às incertezas econômicas remanescentes e a uma perspectiva de inflação ainda favorável, a sinalização de política monetária foi aparentemente calibrada a garantir máxima flexibilidade para os próximos passos. Ao contrário de reuniões anteriores, o Copom não explicitou a decisão mais provável à frente, apenas indicando que os próximos movimentos “continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação”.

Entendemos que a flexibilidade comprada pelo Copom para os próximos passos decorre do fato de que, se por um lado a autoridade julga que “o atual estágio do ciclo econômico recomenda cautela na condução da política monetária”, por outro, as simulações de inflação do BC indicam que o índice projetado para 2020 e 2021 – principais horizontes de política – permanece abaixo da meta central. Esse foi particularmente o caso de simulações com taxa Selic a 4,25% no início de 2020 e 4,50% no final de 2020, e em 6,25% ao final de 2021 (mais precisamente 3,7% para ambos os anos com taxa de câmbio estável a R\$/US\$ 4,20 e ao redor de 3,4-3,5% para o mesmo período com taxa cambial apreciando de R\$/US\$ 4,15 ao final de 2019 para R\$/US\$ 4,10 ao final de 2020 e R\$/US\$ 4,00 no fim de 2021). Os números parecem sugerir que as portas ainda podem estar abertas para um pequeno estímulo adicional, condicionado à evolução das condições macroeconômicas e ao equilíbrio de riscos. A meta central é de 4,00% em 2020 e 3,75% em 2021.

Na parte do balanço de riscos, o BC fez alguns pequenos ajustes na declaração. Em primeiro lugar, o Copom abandonou a menção ao risco de forças inerciais baixistas na trajetória de inflação, provavelmente refletindo o impacto altista do choque dos preços de carnes (que puxou o IPCA anual de ao redor de 3% em meses recentes para 4% em dezembro). Em segundo lugar, o Copom refere-se a “transformações na intermediação financeira” como outra fonte de incerteza na



transmissão da política monetária. Sobre esta última, a autoridade segue sinalizando que "o atual grau de estímulo monetário, que atua com defasagens sobre a economia (...) aumenta a incerteza sobre os canais de transmissão e pode elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária". Claramente, o Copom segue indicando que uma postura de "esperar para ver" será necessária em um futuro próximo.

Em suma, a comunicação do BC parece confirmar a nossa expectativa de que a autoridade deixaria os próximos passos do Copom mais dependentes da evolução dos dados (embora sem indicar redução de ritmo em eventual flexibilização futura). Reconhecemos que a probabilidade de novos cortes de juros se reduziu, especialmente tendo em vista os melhores sinais no lado da atividade econômica – que acreditamos ser (conjunturalmente) o principal motor potencial da inflação para o horizonte com o qual trabalha o BC. Ainda assim, dado que associamos parte da recente dinâmica de crescimento com estímulos temporários recentes (notadamente, a liberação de recursos do FGTS), nosso cenário de base projeta uma economia menos pujante no 1T20 (com os efeitos do FGTS sobre os gastos do consumidor se dissipando). Assim, ainda acreditamos que sinais preliminares de uma economia em desaceleração no início de 2020 irão contribuir para o BC estender um pouco mais o ciclo de flexibilização, mesmo que em ritmo mais moderado. Desta forma, ainda projetamos dois cortes de 25pb no 1T20 (nas reuniões de fevereiro e março), levando a uma taxa Selic terminal no ciclo de 4,00%. Para 2021, antevemos taxa de juros de volta a 6,00%, mais alinhada com a nossa estimativa de taxa neutra de 3,00% em termos reais (i.e. postura mais neutra), consistente com um fechamento do hiato de produto.

A ata do Copom (prevista para a próxima terça-feira, 17/12) e o relatório de inflação do 4T19 (previsto para a próxima quinta-feira, 19/12) poderão fornecer mais pistas sobre o plano de voo do BCB.

4) Inflação: Elevação expressiva do IPCA-15 de dezembro

Na sexta-feira da próxima semana (20/12) será divulgada a prévia da inflação oficial de dezembro, medida pelo IPCA-15. Esperamos forte aceleração do indicador em relação a novembro (de 0,51% para 0,89%), levando a uma elevação de 3,75% em 12 meses. Esta aceleração refletirá, em grande medida, a alta dos preços de carnes (sobretudo bovina e de frango), com impacto total estimado em +0,58 p.p.. Vale destacar que, excluindo o aumento dos preços de carnes, a variação do IPCA-15 seria de 0,31% de dezembro, de acordo com nossas estimativas, o que sinaliza a forte influência do choque de oferta no mercado de proteína animal. Adicionalmente, o núcleo de inflação subjacente (IPCA-EX3) deverá mostrar desaceleração na leitura da prévia de dezembro, atingindo patamar próximo a zero (após alta de 0,20% no IPCA de novembro), especialmente devido aos baixos patamares de preços dos bens industriais no período da ação promocional *Black Friday*.

5) Balanço de Pagamentos: Menor preocupação

Até meados de 2019, um dos principais argumentos para defender a solidez dos fundamentos econômicos brasileiros era o fato de o país contar com um baixo déficit em transações correntes (ao redor de -1,5% do PIB). Após duas revisões de dados promovidas pelo Banco Central do Brasil, esta percepção ficou menos assertiva, pois as alterações passaram a indicar que o país estava, na realidade, com um déficit externo ao redor de 3% do PIB.

Tal resultado trouxe preocupação quanto à robustez das contas externas brasileiras, e se tornou um fator adicional de pressão altista sobre a taxa de câmbio. Em nosso relatório mensal (a ser publicado no futuro próximo), apresentaremos nossas considerações sobre as mudanças nas estatísticas e o motivo de avaliarmos que a situação do balanço de pagamentos segue relativamente favorável.

Na próxima semana (20/12), esta avaliação poderá ser testada com a divulgação dos resultados referentes ao mês de novembro, para o qual estimamos déficit mensal de US\$ 3,5 bilhões, que deverá levar o saldo negativo acumulado em 12 meses para cerca de US\$ 53 bilhões (ante US\$ 55 bilhões em outubro). Neste resultado, estamos incorporando a correção nos dados de exportação que a SECEX subestimou entre setembro e novembro. Mas o principal motivo de alívio deverá ser o fato de a trajetória do déficit externo não seguir em tendência explosiva. Se confirmada, nossa estimativa deverá resultar em um arrefecimento nas preocupações quanto às contas externas brasileiras e, conseqüentemente, um fator a menos de pressão altista sobre a taxa de câmbio.



Últimas Publicações

Português

- Dias Melhores Virão (nov/2019)
- Expondo a Raiz do Problema (out/2019)
- O Segredo está nos Detalhes (set/2019)
- Em Busca do Crescimento (ago/2019)
- Fugindo do Abismo (jun/2019)

Inglês

- Better Days Ahead (Nov19)
- FX Compass – BRL: One down. Many others to go (Oct19)
- In Search of Growth (Aug19)
- Climbing The Cliffs In Bad Weather. (Jun19)
- Highway to Heaven? (June19)

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.