

# E o contágio econômico (da pandemia) se espalha...

- Nesta semana, o mercado de juros local seguiu apreçando, para o curto prazo, maiores expectativas de estímulos por parte do Banco Central (BC). Ao mesmo tempo, elevaram-se os prêmios para o longo prazo. Assim, as taxas de vértices até Jan-2022 se encontram em níveis recorde de baixa, mas com a estrutura a termo do juro mostrando inclinação cada vez maior. Acreditamos que os prêmios na ponta longa somente irão diminuir quando os sinais forem mais claros de que a forte expansão orçamentária que se desenha para este ano será, de fato, de caráter temporário e localizado (*i.e.* para combater os efeitos da pandemia).
- A aversão ao risco, alimentada por uma contínua escalada do surto de coronavírus (aqui e no exterior), ajudou a trazer a taxa cambial de volta a seus patamares máximos históricos no Brasil (R\$/US\$ 5,25<->5,30). Acreditamos que o câmbio seguirá pressionado (para cima, claro) no curto prazo, com o BC intervindo no mercado apenas para evitar mal funcionamento, mas não para determinar tendências.
- A crise global causada pelo Covid-19 segue em curso e já se pode afirmar que o mundo está em severa recessão. Dados de seguro desemprego nos EUA já apontam para uma alta na taxa de desemprego de 6 pontos percentuais até a última semana e ela deve chegar a 15% em abril, a mais alta taxa desde a grande depressão da década de 1930.
- Dados de atividade econômica de fevereiro - divulgados nesta semana - foram positivos. Os números confirmaram nossas expectativas e, principalmente, a opinião prévia de que a economia estava em processo de recuperação gradual antes das paralisações de atividades (em função do coronavírus). Como estes dados refletem a situação da economia antes da pandemia, tais resultados nos dizem pouco sobre a direção da atividade econômica em 2020.
- Os números da balança comercial de março mostraram um resultado positivo: superávit de US\$ 4,7 bilhões (prevíamos um saldo de US\$ 3,6 bilhões). A surpresa positiva foi inteiramente explicada por menores importações (US\$ 14,5 bilhões, contra nossa estimativa de US\$ 15,2 bilhões). As exportações vieram em linha com nossa projeção.
- O setor público registrou déficit primário de R\$ 20,9 bilhões em fevereiro, resultado levemente acima de nossas expectativas. Claramente, os resultados das contas públicas no primeiro bimestre serão de baixa relevância para a dinâmica das variáveis fiscais no Brasil neste ano. A forte expansão de gastos decorrente das medidas emergenciais para alívio dos efeitos econômicos causados pelo surto de coronavírus, somada à frustração de receitas tributárias e *royalties*, implicará em um aumento significativo do déficit primário do setor público nos próximos meses.

## 1) Comentários de Mercado

**Taxas de Juros:** As duas tendências mais recentes no mercado local de juros continuaram nesta semana: fechamento da ponta curta da curva e mais inclinação na ponta longa. O DI Jan/21 caiu 31 pb (a preços de fechamento de 2 de abril) para uma nova mínima a 3,18%, precificando a taxa Selic no final deste ano ao redor de 3,25% a.a.. O DI Jan/22 teve o melhor desempenho no período, caindo 38 pb, também para uma nova mínima histórica a 4,0% a.a.. Os vencimentos mais longos ficaram para trás, com o DI Jan/25 caindo 6 pb e o DI Jan/27 subindo 6 pb. Esperamos que essas tendências sigam prevalecendo no curto prazo, dada a combinação de atividade econômica enfraquecida, inflação controlada e elevada incerteza fiscal. Acreditamos que os prêmios na ponta longa somente irão diminuir quando os sinais forem mais claros de que a forte expansão orçamentária que se desenha para este ano será, de fato, de caráter temporário e localizado (*i.e.* para combater os efeitos da pandemia).



**Taxa de Câmbio:** A despeito de várias medidas anunciadas para tratar das consequências econômicas do surto de coronavírus, a escalada de novas contaminações e fatalidades, tanto no fronte doméstico quanto no internacional (notadamente nos EUA) levou a taxa de câmbio de volta aos seus patamares históricos altistas mais recentes (ao redor de R\$5,30). Infelizmente, como as projeções da Organização Mundial da Saúde (OMS) apontam para agravamento da pandemia nos próximos meses, as moedas de economias emergentes – como é o caso do Real – poderão permanecer sob pressão, em nossa opinião, apesar dos esforços das autoridades para suavizar a volatilidade. Até o momento, o BC já havia vendido US\$2,9 bilhões no mercado cambial à vista nesta semana (ou US\$13,5 bilhões ao longo do ano, volume aproximadamente de 40% dos US\$36,1 bilhões vendidos durante o ano de 2019). Esta atuação moderada do BC nos indica que as diretrizes da autoridade são, de fato, intervir no mercado apenas para evitar o surgimento de distorções e garantir um bom funcionamento no mercado cambial, e não para determinar (ou mesmo evitar) tendências cambiais.

## 2) Ambiente Internacional

A crise global causada pelo Covid-19 segue em curso e já se pode afirmar que o mundo está em acentuada recessão. Consequentemente, o apetite ao risco nos mercados internacionais segue baixo e a volatilidade de preço dos principais ativos permanece elevada. Em relação ao ritmo de contágio do vírus, ainda não há sinais de melhora sustentada (nos EUA a curva ainda é exponencial) e, portanto, não há também qualquer perspectiva concreta de término dos *lockdowns* ao redor do mundo.

Nesta semana, o principal dado que mais uma vez chamou a atenção foi o número de novos pedidos de seguro desemprego nos EUA, totalizando mais de 6,6 milhões na semana passada. Até aqui, estes números já são compatíveis com uma alta de aproximadamente 6 pontos percentuais na taxa de desemprego americana, que deve chegar a 15% em abril e atingir a maior taxa já registrada desde a grande depressão da década de 1930. O relatório de emprego referente a março nos EUA já trouxe os primeiros efeitos da paralisação generalizada: foram 701 mil empregos líquidos perdidos, com a taxa de desemprego subindo de 3,5% para 4,4%. Conforme descrito acima, será em abril que os números de emprego devem mostrar a real magnitude da piora que já é evidente nos pedidos semanais de seguro desemprego.

Do lado das empresas, a sondagem empresarial americana (ISM) mostrou pioras modestas no setor de manufaturas (50,1 para 49,1) e no setor de serviços (57,3 para 52,5) mas os indicadores agregados foram “falsamente” sustentados pelo componente de ‘velocidade de entregas’, que geralmente sobe quando há gargalos atrasando as entregas (o que, neste caso, se deve às paralisações ou *lockdowns*). Os componentes mais importantes como atividade, novas encomendas e emprego mostraram quedas substanciais. De forma um pouco mais positiva, a sondagem na China mostrou recuperação expressiva na manufatura (de 35,7 para 52,0 na medição oficial e de 40,3 para 50,1 na medição do setor privado) e também no setor de serviços (de 29,6 para 52,3 na medição oficial e de 26,5 para 43,0 na medição do setor privado). Estes números mostram uma volta rápida da atividade chinesa que, porém, enfrentará dificuldades adiante, dada a deterioração econômica vista no resto do mundo.

## 3) Atividade Econômica

A produção industrial cresceu 0,5% m/m em fevereiro de 2020 após ajuste sazonal, melhor que a nossa estimativa (-0,2%) e que o consenso do mercado (-0,4%). Em comparação com fevereiro do ano passado houve queda de 0,5%. Apesar do resultado positivo divulgado, a produção industrial do trimestre findado em fevereiro retraiu 1,0% t/t (com ajuste).

A abertura dos números aponta crescimento entre boa parte dos setores industriais em fevereiro: o índice de difusão (percentual das categorias industriais com crescimento mensal em dezembro) atingiu 49,9%. Dentre as categorias destacamos o segundo mês consecutivo de forte crescimento da produção de bens de capital que registrou alta de 1,2% m/m na série ajustada sazonalmente. Por outro lado, a produção de bens de consumo, duráveis e não duráveis caíram 0,7% m/m e 0,2% m/m em fevereiro respectivamente.

Em relação ao mercado de trabalho, de acordo com a PNAD Contínua (que traz dados amostrais sobre o mercado de trabalho coletados em domicílios), a taxa nacional de desemprego foi de 11,6% (da população economicamente ativa) no trimestre encerrado em fevereiro de 2020. Este resultado veio em linha com as expectativas de analistas (nossa e do mercado), se situando cerca de 0,8 p.p. abaixo da leitura observada no mesmo período de 2019, o que sinalizaria certa aceleração na velocidade de queda interanual na taxa de desocupação. Os resultados dessazonalizados e sequenciais também mostram queda na desocupação, que atingiu – de acordo com nossos cálculos – a marca de 11,4%. A taxa de desocupação segue em patamar ainda elevado, situando-se acima do nível de natural (ou estrutural) da economia brasileira, que estimamos em torno de 9,5%.

Em termos de composição desta recuperação do emprego, também há sinais de melhora. Em primeiro lugar, os dados mostram manutenção no ritmo de expansão da população ocupada nos últimos meses, com um crescimento interanual de 2,0% a/a e sequencial anualizado (dessazonalizado) de 0,5% t/t no trimestre encerrado em fevereiro. Este ritmo supera a



taxa de expansão de 0,9% da população economicamente ativa (PEA). A taxa de participação no mercado de trabalho vem se mantendo estável em torno da média histórica (62,0%). Em segundo lugar, a taxa de informalidade atingiu 40,6% da população ocupada frente a 41,1% no trimestre anterior. No âmbito dos salários, a pesquisa mostra estabilidade da renda real (i.e. ajustada para a inflação), com a massa salarial real (i.e. renda agregada, também ajustada para a inflação) crescendo em ritmo de 6,2% frente a um ano antes.

As divulgações da atividade econômica desta semana, relativas ao mês de fevereiro, indicam que o Brasil ainda estava no caminho de uma recuperação gradual, na primeira parte do 1T20. Mas estes dados são pré-crise do coronavírus e, portanto, pouco auxiliam na análise da trajetória do crescimento brasileiro em 2020.

#### 4) Política Fiscal

Conforme publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) na última segunda-feira (30/03), o governo central registrou déficit primário de R\$ 25,9 bilhões em fevereiro, em linha com nossa expectativa (-R\$ 25,2 bilhões) e pior do que o consenso de mercado (-R\$ 22,7 bilhões). Este resultado sucedeu o expressivo superávit primário visto em janeiro (R\$ 44,1 bilhões), explicado, em grande medida, por fatores atípicos e temporários. Dentre os mesmos, se inclui o aumento acentuado da arrecadação de Imposto de Renda (IRPJ e IRPF) e CSLL (Contribuição sobre Lucro Líquido), na esteira das vendas de ativos promovidas por empresas estatais e operações individuais em bolsa de valores, e o ritmo bastante lento de execução de despesas, em meio a discussões sobre o orçamento impositivo.

A ausência de receitas não recorrentes significativas (as receitas totais contraíram 2,9% entre fevereiro de 2020 e fevereiro de 2019, em termos reais) somada às maiores transferências para os governos regionais (elevação de 9,6% com base na mesma métrica, impulsionada justamente pelas receitas extraordinárias computadas no mês anterior) explicam o déficit primário elevado na última leitura mensal. Em fevereiro do último ano, o saldo negativo do governo central totalizou R\$ 18,2 bilhões. Além disso, notamos que, após a baixa execução observada em janeiro (-3,3% em termos reais, na base interanual), a despesa primária cresceu moderadamente em fevereiro (0,5% em termos reais).

Ainda em relação às contas fiscais de fevereiro, o Banco Central (BC) publicou na última terça-feira (31/03) o resultado primário do setor público consolidado – que inclui governo federal, estados, municípios e empresas estatais. O relatório mostrou um déficit de R\$ 20,9 bilhões, leitura um pouco melhor do que a nossa projeção (-R\$ 23,9 bilhões) e a mediana das expectativas do mercado (-R\$ 21,5 bilhões). Os resultados desagregados para os distintos entes públicos foram: -R\$ 26,6 bilhões para o governo federal; +R\$ 5,2 bilhões para os governos regionais (fator responsável pela discrepância entre nossa projeção e o resultado efetivo, dado que esperávamos menor saldo primário dos entes subnacionais no mês, na ordem de R\$ 2,6 bilhões); e +R\$ 0,7 bilhão para as empresas estatais. O déficit primário do setor público totalizou R\$ 58,5 bilhões (-0,8% do PIB) no acumulado em 12 meses até fevereiro.

Reconhecemos que os dados de fevereiro não são muito úteis para avaliar a dinâmica das contas públicas em 2020, tendo em vista (i) um conjunto relativamente amplo de medidas de alívio emergencial que vem sendo anunciado pela equipe econômica do governo com o intuito de mitigar os efeitos causados pelo surto de coronavírus no país, implicando em forte expansão das despesas primárias e (ii) a frustração de receitas tributárias e com pagamento de *royalties* decorrente da deterioração da atividade econômica e da queda acentuada dos preços internacionais de petróleo, respectivamente. Com isso, o déficit primário do setor público deverá aumentar significativamente nos próximos meses (sobretudo entre abril e junho). Nossas simulações (incluindo novo cenário-base) para os principais indicadores fiscais serão publicadas na próxima segunda-feira (06/04).

#### 5) Balança comercial

A balança comercial registrou superávit de US\$4,7 bilhões em março, frente a nossa estimativa de US\$3,6 bilhões; resultado que levou o saldo positivo no ano a US\$6,1 bilhões ou US\$45 bilhões nos últimos 12 meses (em dezembro, o saldo anual foi de US\$48 bilhões). A surpresa positiva foi inteiramente relacionada a importações abaixo do esperado (US\$14,5 bilhões versus estimativa de US\$15,2 bilhões), já que as exportações vieram em linha com nossos cálculos (US\$19,2 bilhões). Aliás, não fosse pela importação de uma plataforma de petróleo, o resultado teria sido superior em mais US\$300 milhões.

Considerando o número de dias úteis no período (22 em mar/20 frente a 19 no mesmo mês do ano passado), a média diária das exportações recuou 4,7% em termos interanuais, enquanto as importações caíram 4,5% na mesma comparação. No ano, as exportações diárias recuaram 3,8% no 1T20. Já as importações cresceram 2,6% no mesmo período. Contudo, quando descontamos destes números as operações com plataformas de petróleo – tanto do lado as exportações quanto das importações – a média diária recuou 6,1% em termos interanuais e as importações apresentaram resultado semelhante (queda de 6,5%) em março. Na comparação do 1T20 com o 1T19, as médias diárias descontadas as plataformas mostram que as exportações recuaram 3,9% e as importações avançaram 1,3%.



Embora estes números sejam compatíveis com nossa projeção anterior de US\$38,3 bilhões para o superávit comercial em 2020, avaliamos que o impacto da pandemia do coronavírus ainda não se refletiu no fluxo de comércio brasileiro.

## AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

**Atividade Econômica:** Na próxima semana serão divulgados os dados das vendas do varejo e do setor de serviços referentes ao mês de fevereiro. Para o varejo restrito esperamos queda acentuada de 1,0% m/m após ajuste sazonal; na comparação com fevereiro de 2019 a expectativa é de alta de 0,9% a/a. Quanto ao varejo ampliado, que contempla também as vendas de materiais de construção, veículos, partes e peças, estimamos queda de 1,1% m/m na série ajustada sazonalmente; em relação ao mesmo mês do ano passado projetamos alta de 0,4% a/a. Por fim, avaliamos que o setor de serviços deve contrair 0,3% m/m em fevereiro após ajusta sazonal; na comparação anual, esperamos alta de 2,0% a/a.

**Inflação:** O IBGE divulgará na próxima quinta-feira (09/04) o IPCA de março. Nossa previsão é de alta de 0,14% no mês e 3,37% no acumulado dos últimos 12 meses. As principais contribuições são os “Preços administrados” (com reajustes de gasolina nas refinarias somando quase -35% no mês de março, por exemplo) pelo lado baixista e “Alimentação no domicílio” pelo altista (aumento do consumo de produtos básicos dado o início do isolamento em diversas cidades brasileiras).

**Economia Internacional:** Na próxima semana serão divulgados os dados de produção industrial na Alemanha (7/04), ata da reunião de março do FOMC (8/04), pedidos de seguro desemprego (9/04) e inflação (10/04) nos EUA.

## DESTAQUES

Indicador	Projeção	Consenso	Anterior
IPCA mar/20 (%m/m)	0,14%	-	0,25%
Pesq. Mensal do Comércio IBGE fev/20 (%m/m sa)	- 1,0%	-	- 1,0%
PMC Ampliado IBGE fev/20 (%m/m sa)	- 1,1%	-	0,6%
Pesq. Mensal de Serviços IBGE fev/20 (%m/m sa)	- 0,3%	-	0,6%

Fonte: IBGE.

## 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

- FX Compass – It's more than solely the Covid-19 (Mar/20)
- FX Compass – BRL: They have not got it (yet) (Feb/20)
- Still on Track, but More Gradually (Feb/20)
- FX Compass – BRL: We hope they'd got it (Jan/20)
- Brazil Macro Propositions for 2020 (Jan/20)

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.