

## Um Corte Mais Cauteloso?

- No ambiente internacional, o PIB dos EUA e da Zona do Euro contraíram 1,2% e 3,8% no primeiro trimestre deste ano, respectivamente. Além disso, os novos pedidos de seguro desemprego indicam mais de 30 milhões de empregos perdidos na economia americana nas últimas semanas. Apesar da deterioração econômica global sem precedentes, os mercados internacionais operaram com melhor apetite para o risco nesta semana, impulsionados pela estabilidade nas curvas do Covid-19 em países avançados, continuidade nos planos de relaxamento das medidas de isolamento social, e notícias positivas sobre um possível tratamento da doença.
- Em virtude de condições de mercado mais favoráveis lá fora, na esteira de notícias externas construtivas quanto a um possível controle futuro da pandemia, e de um aparente respiro no fronte político doméstico, o real teve desempenho semelhante às demais moedas emergentes com valorização de aproximadamente 2% em comparação com a última sexta-feira. De qualquer forma, a volatilidade cambial permanece elevada, apesar do suporte gerado por atuações esporádicas do Banco Central do Brasil (BC).
- A volatilidade também segue alta na curva de juros. Após um aumento significativo nas taxas e inclinação na semana anterior, os últimos dias observaram um grande rali, com forte queda de taxas e um achatamento da curva. Este movimento provavelmente reflete certo otimismo do mercado quanto às perspectivas para a retomada das reformas macro e do processo de consolidação fiscal após a pandemia. Seguimos recomendando posicionamento que se favoreça de maior inclinação da estrutura a termo, dados riscos de baixistas para a taxa Selic afetando a parte curta e os riscos de alta de prêmios na parte longa.
- Na próxima quarta-feira, 06 de maio, o Banco Central (BC) anuncia sua decisão de política monetária. Acreditamos que o Copom irá reduzir a taxa básica Selic em 0,50 p.p. para 3,25%, marcando um novo piso histórico para os juros no Brasil. Esta projeção está em linha com a maior parte dos analistas e com o apreçamento da curva de juros. Esta última ainda embute uma probabilidade - em torno de 30% - de um corte mais intenso (0,75 p.p.), o que de fato não pode ser descartado. No comunicado, nossa expectativa é que o Copom indicará intenção de promover uma pausa no ciclo de cortes, o que poderá ser lido no mercado como uma mensagem mais dura (ou “hawkish”).
- Na parte de inflação, o IPCA-15 de abril teve variação de -0,01% MoM (2,92% YoY), muito próxima da nossa expectativa de +0,03%. Algumas das nossas hipóteses, como forte deflação em bens-duráveis e gasolina foram confirmadas (e até surpreenderam um pouco para baixo). Por outro lado, houve importantes (e incomuns) desvios para cima em alimentação e bebidas – provavelmente por conta do novo método de coleta de dados pelo IBGE. A incerteza continuará muito alta nas próximas leituras, mas seguimos acreditando em deflação para os próximos meses (-0,41% MoM no IPCA de abril). Continuamos vendo um risco grande para baixo em nossa projeção de 2,2% para o IPCA de 2020.
- Os resultados fiscais de março mostraram um impacto ainda limitado da crise sanitária sobre as contas públicas, confirmando as expectativas. No entanto, o resultado primário do governo será significativamente pior nos próximos meses, devido à combinação entre deterioração severa da atividade econômica, medidas de postergação do pagamento de tributos e forte expansão das despesas públicas com o intuito de mitigar os deletérios efeitos da pandemia.
- Os dados do mercado de trabalho de março, divulgados nesta semana, trouxeram indícios do choque adverso que o Brasil deverá enfrentar nos próximos meses. Embora os resultados não tenham sido muito negativos, a leitura de março capturou apenas o início da crise de saúde pública no Brasil, e os dados desagregados indicam que o mercado de trabalho está prestes a ser duramente atingido.
- O Banco Central divulgou nesta semana os dados de crédito relativos a março. Como esperávamos, a expansão anual do saldo total de crédito (9,6% versus 7,5% em fevereiro) foi impulsionada pela maior concessão de crédito às empresas – principalmente para financiamento do capital de giro – e pela depreciação do real frente ao dólar, que elevou o valor nominal dos empréstimos em moeda estrangeira.



## 1) Ambiente Internacional

No ambiente internacional, os mercados operaram com maior apetite ao risco nesta semana, impulsionados pela (i) estabilidade das curvas de contágio e fatalidades do Covid-19, (ii) continuidade nos planos de relaxamento de medidas de *lockdown* em muitos países e (iii) notícias positivas (embora ainda incipientes) sobre possível tratamento da doença. Bolsas operaram em alta durante a semana e moedas de países emergentes apreciaram (em média).

Os dados econômicos seguiram mostrando deterioração acentuada, porém esperada. O PIB dos EUA contraiu 1,2% no 1º trimestre deste ano em relação ao quarto trimestre do ano passado, ligeiramente pior que o esperado. Os detalhes mostraram contração em todos os principais componentes de demanda, exceto em investimento residencial e gastos do governo. O destaque negativo foi a queda de 1,9% no consumo das famílias, com base na mesma métrica. Como as medidas de restrição econômica se iniciaram em meados de março, se estenderam pelo mês de abril e possivelmente parte de maio, a contração da atividade no segundo trimestre será ainda pior que a observada no primeiro. O relatório semanal de seguro desemprego mostrou 3,8 milhões novos pedidos na semana passada, nova queda em relação à semana anterior, porém totalizando mais de 30 milhões desde o início da crise. Este número indica que a taxa de desemprego em abril deverá ficar acima de 13%, embora o número exato dependa do comportamento da força de trabalho e de quantas pessoas se absterão de sequer procurar um novo emprego.

Houve também divulgação do PIB da Zona do Euro referente ao primeiro trimestre, que mostrou contração recorde de 3,8% em relação ao trimestre imediatamente anterior, em linha com a expectativa de mercado. Vale ressaltar que na primeira leitura do PIB não são divulgados detalhes da composição da demanda. Dentre os principais países cujo em que já houve publicação do PIB do primeiro trimestre, a França mostrou contração de 5,8% t/t, a Espanha de 5,2% t/t e a Itália de 4,8% t/t. Por fim, a sondagem empresarial (PMI) oficial da China referente a abril mostrou leve queda para 50,8 pontos na manufatura e alta para 53,2 pontos em serviços. Na sondagem do Caixin para a manufatura, a queda foi ainda mais acentuada, para 49,4 pontos, indicando novamente contração. Apesar da aparente normalização da atividade chinesa após a pandemia, o país deverá sofrer com o impacto da recessão no resto do mundo.

Nesta semana ocorreram também as reuniões de política monetária dos bancos centrais americano (Fed) e europeu (ECB). Na reunião do Fed, o comitê reforçou a mensagem de que a taxa de juros deverá ficar em zero até que o comitê tenha confiança de que a economia superou os recentes eventos, entrando em trajetória para atingir os mandatos de pleno emprego e estabilidade de preços. Na reunião do ECB, o comitê estabeleceu sete novas operações de refinanciamento de longo prazo (PELTRO) para dar suporte às condições de liquidez do sistema financeiro, além de melhorar as condições das operações já anunciadas anteriormente (TLTRO III), reduzindo em 0,50 ponto percentual o *spread* negativo em relação às taxas de refinanciamento no período (atualmente em 0%). Em ambas as reuniões, os bancos centrais deixaram claro que mais suporte será dado à atividade econômica, se necessário.

## 2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: Após a taxa de câmbio ter estabelecido novo patamar histórico de alta na semana passada, o real valorizou-se nesta semana, com a taxa sendo negociada próxima a R\$5,48/US\$ frente a aproximadamente R\$5,60 na sexta-feira passada – influenciada tanto por fatores domésticos quanto internacionais. Lá fora, um pesquisador da Universidade de Oxford anunciou que a instituição estava mais próxima de obter uma possível vacina para a COVID-19, animando os agentes econômicos a considerarem alternativas de investimentos de maior risco, ajudando assim todas as moedas emergentes a registrarem valorização. Adicionalmente, os dados do PIB americano no 1T20 indicaram que o país requererá uma dose substancial de incentivos para “sair das cordas”. Esta percepção foi confirmada por Jerome Powell, chefe da autoridade monetária americana, que sinalizou a intenção de continuar a injetar liquidez no sistema financeiro, o que implicará no aumento da oferta de dólares e, conseqüentemente, em pressão de desvalorização desta moeda. Da mesma forma, o Banco Central Europeu também sugeriu que adotará (caso necessário) mais estímulos monetários na Zona do Euro, trazendo nova sinalização de que as moedas das principais economias mundiais poderão sofrer algum enfraquecimento na nossa avaliação.

No fronte doméstico, o mercado observa sinais de aproximação do Executivo com o Legislativo, o que futuramente pode favorecer a aprovação de medidas importantes para a economia nacional. Diante desta combinação relativamente favorável para a moeda, o real deverá ter encerrado a semana como um dos destaques positivos entre as moedas de economias emergentes de acordo com nossa avaliação. Contudo, de acordo com nossas simulações, com base nas relações entre a moeda brasileira e alguns fatores internacionais (comportamento das demais moedas emergentes, preços das commodities, taxas internacionais de juros e aversão a risco), haveria espaço para que o real fosse negociado abaixo do patamar de R\$5,00/US\$. A diferença de aproximadamente 50 centavos para o patamar atual indica uma possível formação de prêmio de risco local e aponta quanto trabalho há à frente para reconquistar a confiança dos agentes econômicos quanto à dinâmica futura da economia brasileira.



**Taxas de Juros:** A volatilidade segue elevada nos mercados locais, em particular na curva de juros. Na esteira de um substancial “sell-off” na semana anterior, os últimos dias observaram um grande rali, com claro padrão de achatamento, possivelmente na esteira de sinais e eventos políticos que reforçaram as percepções de mercado sobre o compromisso do governo as reformas macroeconômicas e com o processo de consolidação fiscal passada a crise econômica gerada pela pandemia. Ao final da quinta-feira, a parte curta da curva (próximo ao prazo de um ano) mostrava queda de 44 p.b. em relação aos níveis de sexta-feira, com os futuros de DI com vencimento em jul/21 rodando próximo a 3,10%; o segmento de mais longo prazo (acima de três anos) recuava 80-110 p.b., com os futuros de DI com vencimento em jan/25 se situando próximo a 6,55%. Como resultado, a inclinação da curva (medida pelo intervalo Jan-25 x Jan-21) caiu para 376 p.b., saindo de 440 p.b. no final da semana anterior. Mas vale lembrar que, no início do ano, esta medida de inclinação da estrutura a termo estava em torno de 190 p.b..

No trecho mais curto da curva, o mercado local de renda fixa continua apreçando cerca de 70% de chance de outro corte na taxa Selic de 50 p.b. (para 3,25% a.a.) na reunião do Copom da próxima semana, com uma chance implícita de 30% de um corte mais intenso (aceleração para 75 p.b.). Embora acreditemos que o ciclo de flexibilização esteja perto de uma pausa, os riscos para os juros de curto prazo ainda parecem enviesados para baixo, o que favorece posições aplicadas neste segmento. No trecho mais longo, ainda percebemos maiores chances de alta do que de baixa, em meio a uma perspectiva ainda nebulosa para a política fiscal. Para este segmento, no entanto, os riscos de “duration” (i.e. uma maior sensibilidade a variações nas taxas de juros) em meio a um ambiente instável e fluido aqui e lá fora nos fazem preferir “trades” relativos, o que nos leva a recomendar posições em inclinação, mas com algum grau de neutralização do DV01.

### 3) Inflação

O IPCA-15 de abril teve ligeira queda de 0,01% MoM, variação próxima da nossa expectativa de +0,03%. Esta foi a menor variação para um mês de abril desde 1994. Em 12 meses a inflação passou de 3,67% para 2,92%, bem abaixo da meta de 4,00% do Banco Central.

Apesar do “headline” ter vindo em linha com nossa expectativa, aconteceram desvios importantes (e não usuais) em alguns grupos – provavelmente relacionados a questão da nova coleta de preços por telefone/on-line. Surpreendendo para cima o destaque foi alimentação e bebidas, especialmente por conta dos itens “in-natura”. Já na parte baixista, bens-duráveis e combustíveis tiveram grande deflação, surpreendendo até a nossa expectativa, que já era muito baixa. Mais importante, a média de todos os sete núcleos acompanhados pelo BC caíram 0,04% MoM, o que levou a média móvel de três meses anualizada (e dessazonalizada) em 0,96%. A difusão também permaneceu bem baixa, em torno 50,0%.

Analisando mais a frente, acreditamos que bens-duráveis continuarão no campo negativo e, além disso, serviços devem desacelerar mais – inclusive tendo deflação em alguns itens também. O grupo de alimentação também deve desacelerar, mas reconhecemos que a incerteza gerada pelo novo método de coleta de preços deixa o risco um pouco para cima para nossa nova projeção de -0,41% MoM no IPCA fechado de abril – maio e junho também devem ser negativos. Continuamos vendo um importante risco para baixo na nossa projeção de 2,2% para o IPCA em 2020.

### 4) Política Fiscal

Conforme publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional, o governo central registrou déficit primário de R\$ 21,2 bilhões em março deste ano, resultado um pouco melhor do que a nossa expectativa (-R\$ 25,2 bilhões) e o consenso de mercado (-R\$ 26,2 bilhões). Em relação ao desvio entre as projeções e o resultado observado, destacamos a queda mais acentuada das despesas primárias (-5,4% entre março de 2019 e março de 2020, em termos reais), explicada majoritariamente pela postergação do pagamento de precatórios (relativos a benefícios previdenciários e gastos com pessoal).

Por sua vez, as receitas primárias do governo central contraíram 5,8% entre março de 2020 e março de 2019 (em termos reais), o segundo declínio consecutivo na métrica interanual, que confirmou o fraco desempenho da arrecadação tributária divulgado pela Receita Federal do Brasil na semana passada. A despeito disso, o impacto da crise sanitária sobre as contas públicas ainda foi bastante limitado em março. De fato, esperamos efeitos substancialmente piores ao longo dos próximos meses. A combinação entre (i) queda pronunciada da atividade econômica, (ii) medidas de postergação do pagamento de tributos e (iii) forte expansão dos gastos públicos com o objetivo de mitigar os efeitos deletérios da pandemia provavelmente levará a déficits primários mensais que excederão R\$ 100 bilhões entre abril e junho, de acordo com os nossos cálculos. Vale ressaltar que o saldo primário negativo do governo central totalizou R\$ 95,1 bilhões em 2019 (-1,3% do PIB).

Com isso, projetamos déficit primário ao redor de R\$ 560 bilhões (-7,6% do PIB) para o governo central em 2020. Para 2021, por sua vez, prevemos saldo negativo de aproximadamente R\$ 215 bilhões (-2,8% do PIB), assumindo como premissa que a (vertiginosa) expansão fiscal resultante da crise de saúde pública ficará limitada ao ano corrente. Ademais, nosso cenário-base incorpora a preservação do arcabouço institucional de consolidação fiscal, especialmente no que diz



respeito ao cumprimento da regra constitucional do teto de gastos (para detalhes, ver nosso relatório publicado em 22 de abril de 2020 – *Fiscal Policy During the COVID-19 Crisis: New Challenges, More Risks and the Same Long-Term Goals.*).

Por fim, o Banco Central do Brasil divulgou hoje as contas fiscais do setor público consolidado também referentes a março. O déficit primário de R\$ 23,6 bilhões veio ligeiramente pior do que a nossa previsão (-R\$ 22,5 bilhões) e o consenso de mercado (-R\$ 22,8 bilhões), com a seguinte composição: -R\$ 21,4 bilhões do governo federal; -R\$ 2,7 bilhões dos estados e municípios (explicando, em grande medida, a diferença entre nossa projeção e o resultado efetivo, já que esperávamos déficit ao redor de R\$ 1 bilhão para os entes subnacionais); e +R\$ 0,4 bilhão das empresas estatais. A razão entre dívida pública bruta e PIB subiu de 76,5% em fevereiro para 78,4% em março, enquanto o quociente entre dívida pública líquida e PIB declinou de 53,5% para 51,7% no mesmo período, devido à elevação do valor das reservas internacionais resultante da forte desvalorização da taxa de câmbio. Olhando para frente, acreditamos que o indicador de dívida bruta saltará cerca de 12 p.p. do PIB (de 75,8% para 87,5%) de 2019 a 2020, atingindo o pico somente em 2022 (em 90,7%). Em relação à medida de dívida líquida, prevemos aumento de 55,7% em 2019 para 66,2% em 2020, com o pico sendo alcançado em 2024 (em 70,2%). Tais projeções assumem que governo federal e Congresso seguirão comprometidos (de forma crível) com a abordagem de rigorosa disciplina fiscal e a agenda de reformas econômicas, como mencionado anteriormente.

## 5) Mercado de Crédito

O Banco Central do Brasil divulgou nesta semana os dados de crédito de março, o primeiro com os impactos iniciais do coronavírus. Como esperávamos, os dados mostraram uma maior demanda do setor corporativo, principalmente por capital de giro. O saldo total de crédito na economia cresceu, em março, 2,9% no mês e 9,6% na comparação interanual - contra 7,5% em fevereiro.

Seguindo as medidas anunciadas pelo Banco Central e pelo BNDES em março, que visam emprestar recursos a pequenas e médias empresas; bem como para os setores mais afetados pela pandemia, a parcela de crédito concedida às companhias cresceu 6,9% na variação interanual (ante 1,4% em fevereiro). Esse avanço ocorreu, principalmente, devido a duas causas: i) a necessidade de fluxo de caixa das empresas, como capital de giro; e ii) a depreciação do real, aumentando o valor dos contratos referenciados em dólares, gerando uma expansão artificial, sem significado econômico. A concessão de crédito às famílias perdeu força devido ao menor uso de cartão de crédito, provavelmente denotando maior cautela do consumidor.

Em outras palavras, a forte aceleração do crédito e as concessões no segmento corporativo em março devem ser vistas com cautela. Prova disso é a retração significativa na concessão de novos empréstimos no segmento de pessoa física com recursos livres, afetando não apenas o cartão de crédito, mas também modalidades como crédito consignado e compra de veículos.

Adicionalmente, com base nos dados de março, pudemos observar uma maior participação do crédito público em comparação com o cenário observado em fevereiro de 2020 (47,9% vs 47,1%). Não esperamos uma mudança na estrutura de concessão de crédito no Brasil, como as ocorridas em meados de 2013 (crédito público proporcionalmente maior que o privado) e em 2019 (ao contrário, crédito privado proporcionalmente maior que o público). No entanto, reconhecemos que este é o primeiro dado com uma tendência inversa àquela observada em momentos anteriores. Esperamos que essa mudança seja observada devido às medidas para conter o impacto do coronavírus na economia brasileira; com reversão ao comportamento de expansão do crédito privado observado até o início de 2019.

## 6) Atividade Econômica

Os indicadores de confiança referentes a abril vieram a conhecimento do público e confirmaram a queda acentuada apresentada pelas prévias. Posto que acreditamos que o pico da queda da atividade econômica no Brasil será no mês de abril, estes dados ganharam ainda mais importância do que costumam ter. Assim, conforme amplamente esperado por nós e pelo mercado, a queda acentuada foi disseminada entre todos os setores e a grande maioria atingiu o menor nível da série histórica. O índice de confiança da indústria registrou a maior queda, 40,3% m/m, e atingiu 57,3% da utilização da capacidade instalada (o menor nível da série). Já o índice de confiança de serviços ficou logo atrás, contraindo 38,3% m/m. Em relação aos demais índices de confiança, os índices do comércio, da construção e do consumidor, caíram 30,5% m/m, 28,4% m/m e 27,4% m/m, respectivamente. Neste contexto, os dados de confiança referentes ao mês de maio serão fundamentais para a análise de quanto se dará o início da recuperação econômica brasileira.

De acordo com a PNAD Contínua (que traz dados amostrais domiciliares sobre o mercado de trabalho), a taxa nacional de desemprego foi de 12,2% (da população economicamente ativa) no trimestre encerrado em março de 2020. Este resultado se situa cerca de 0,5 p.p. abaixo da leitura observada no mesmo período de 2019, sugerindo que (até março) houve uma aceleração na velocidade da queda anual da taxa de desemprego. No entanto, as séries com ajuste sazonal mostraram um leve aumento na taxa de desemprego, que atingiu, de acordo com nossos cálculos, a marca de 11,5% em comparação



com 11,4% registrados em fevereiro. Além disso, a taxa de desocupação segue em patamar ainda elevado e deve crescer significativamente nos próximos meses, devido aos impactos decorrentes das medidas de distanciamento social adotadas com a disseminação do contágio de Covid-19 no país.

Em relação à composição dessa recuperação de emprego, os detalhes sugerem uma mudança na tendência positiva observada até então. Em primeiro lugar, os dados mostram uma considerável perda de impulso no ritmo de expansão da população ocupada nos últimos meses, com um aumento de apenas 0,4% a/a e queda de 0,8% t/t no trimestre encerrado em março na série dessazonalizada. Este ritmo está bem abaixo da taxa de expansão da população economicamente ativa (PEA) de 1,1% a/a. Além disso, a taxa de participação no mercado de trabalho também caiu, atingindo 61,1%, mas ainda permanece próxima da média histórica (62,0%). Em segundo lugar, a taxa de informalidade atingiu 42,4% da população ocupada frente a 43,1% no trimestre anterior. Todavia, avaliamos que o setor informal é o que mais deve sofrer com a crise do coronavírus. Assim, o aumento da formalização registrado no mês de março é reflexo da deterioração do mercado de trabalho, uma vez que a população ocupada no setor formal caiu 0,5% m/m na comparação com fevereiro. Por último, a taxa de subutilização da força de trabalho em março foi de 24,4% em comparação com 23,5% em fevereiro, confirmando nossa expectativa de que a composição do mercado de trabalho piorou.

No âmbito dos salários, a pesquisa mostra alta de 0,8% da renda real (i.e. ajustada para a inflação) impulsionado pela baixa inflação registrada no mês. Ainda, a massa salarial real (i.e. renda agregada, também ajustada para a inflação) cresceu ao ritmo de 1,5% frente a um ano antes.

Por último, mas não menos importante, vale ressaltar que os dados da PNAD são trimestrais e os números divulgados consideram apenas o início da disseminação da doença no Brasil - as medidas de distanciamento social começaram na última quinzena de março. Assim a perspectiva é de forte deterioração da trajetória do mercado de trabalho nos próximos meses. Desta forma, temos que os próximos dados sinalizarão a efetividade das políticas públicas em relação à manutenção de empregos. Apesar de os dados divulgados essa semana pelo mistério do trabalho, em relação aos pedidos de auxílio desemprego, terem sinalizado que até a primeira quinzena de abril o mercado de trabalho formal foi pouco impactado. Reforçamos que o setor informal representa mais de 40% dos empregados no Brasil e deve ser duramente atingido pela crise. Em suma, os dados não tão negativos referente ao mercado de trabalho em março devem ser olhados com cuidado, uma vez que esperamos deterioração acentuada nos próximos meses.

## 7) Política Monetária

Na próxima quarta-feira, 06 de maio, o Banco Central (BC) anuncia sua decisão de política monetária. Acreditamos que o Copom irá reduzir a taxa básica Selic em 0,50 p.p. para 3,25%, marcando um novo piso histórico para os juros no Brasil. Esta projeção está em linha com a maior parte dos analistas e com o apreçamento da curva de juros. Esta última ainda embute uma probabilidade – em torno de 30% - de um corte mais intenso (0,75 p.p.), o que de fato não pode ser descartado.

O cenário prospectivo segue bastante complexo, em meio a grandes incertezas econômicas (e sanitárias), além de uma elevada volatilidade nas condições financeiras. Por um lado, temos uma dinâmica claramente baixista para a atividade econômica e expectativas de inflação no curto prazo, seguindo-se os efeitos (cada vez mais) desinflacionários causados pela pandemia. Esta última traz consigo uma crise econômica que, dentre outras consequências, elevará o nível de ociosidade (já presente anteriormente) na economia e pressionará ainda mais para baixo os preços de bens sensíveis ao ciclo econômico (i.e. núcleos de inflação, ou inflação subjacente). A forte queda nos preços de matérias primas, notadamente o petróleo, compensa os efeitos (limitados na conjuntura atual) da depreciação cambial e se soma às pressões deflacionárias resultantes (direta ou indiretamente) da pandemia. Mas a queda nas “commodities” tende a ter menor peso na decisão do BC, tendo em vista a volatilidade destes preços e o fato de que o horizonte relevante de política monetária está cada vez mais direcionado para 2021 – quando se projeta inflação abaixo, mas menos distante da meta.

Por outro lado, os riscos políticos e fiscais parecem se intensificar, gerando maior nebulosidade para o cenário macroeconômico (e, sim, inflacionário) de médio e longo prazo. Estes riscos contribuem para um aumento do juro neutro (ou de equilíbrio) da economia brasileira – ao menos no curto prazo – tornando a postura da política monetária ainda mais expansionista nos níveis atuais da taxa Selic. Esta maior incerteza fiscal também eleva as chances de uma menor efetividade do estímulo via juro básico, dado o prêmio existente na ponta longa da curva de juros, tornando o custo do crédito mais alto para prazos mais longos. Também entendemos que, em meio a uma situação de risco fiscal, reduzido apetite por risco, há limites para uma expansão monetária no caso de uma economia (ainda) com entraves estruturais para o crescimento sustentado, baixos níveis de poupança doméstica, e ainda dependente do financiamento externo.

Levando em consideração este “trade-off” – choque deflacionário de um lado, restrições fiscais e externas do outro – e tendo em vista uma aparente deterioração no balanço de riscos (foco maior do BC em um momento de grande incerteza), acreditamos que os membros do Copom optarão por “voltar atrás” naquilo que se percebia no mercado como um sinal de uma possível aceleração no corte de juros, mantendo o ritmo de corte em 0,50 p.p.. No comunicado, nossa aposta é que



o Copom indicará a proximidade de uma pausa no ciclo de cortes na taxa básica, o que poderá ser entendido no mercado como uma mensagem mais dura (ou “hawkish”).

Nosso cenário básico ainda contempla um corte adicional na taxa de juros de 0,25 p.p. (para 3,00%), mas acreditamos que este movimento final possa não se materializar prontamente, caso o BC adote uma abordagem ainda mais voltada para a gestão de riscos. A conferir.

## AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Ambiente doméstico: março de 2020 foi marcado como o início das políticas de distanciamento social na tentativa de nivelar a curva de contágio da covid-19 no Brasil. Portanto, do ponto de vista da atividade econômica, todos os olhares estarão voltados para a Pesquisa Industrial Mensal (PIM), que será divulgada na terça-feira, primeiro indicador referente a março com dados concretos a serem divulgados. Esperamos que a produção industrial apresenta contração aguda de 4,1% m/m, em termos dessazonalizados. Em comparação com março de 2019, estimamos estabilidade, implicando uma queda de 1,4% q/q na série com ajuste sazonal. Além disso, acreditamos que o setor de serviços será o mais afetado pela covid-19. Portanto, a produção industrial esperada para março é apenas uma primeira evidência de dados negativos a serem publicados.

## DESTAQUES

Indicador	Projeção	Consenso	Anterior
Taxa Básica de Juros - Selic (% a.a.)	3,25	3,25	3,75
IPCA abr/20 ( $\Delta$ % m/m)	-0,41	-0,13	0,07
IPCA abr/20 ( $\Delta$ % interanual)	2,30	2,58	3,30
Produção Industrial Mensal ( $\Delta$ % m/m)	-4,1	-	-0,5
Produção Industrial Mensal ( $\Delta$ % interanual)	0,0	-	-0,4

Fonte: IBGE e Santander.

## Últimas Publicações

Português



- 
- IGet - Índice de Vendas do Comércio Varejista (abr/2020)
  - Covid-19: A Dominância da Incerteza – Atualizando Projeções Macroeconômicas (abr/2020)
  - Em Rota de Recuperação Gradual (fev/2020)
  - Proposições Macro para 2020 (jan/2020)
  - Melhores Perspectivas (dez/2019)

### Inglês

- FX Compass – BRL: Post COVID-19 Concerns (Apr/20)
- Fiscal Policy During the COVID-19 Crisis: New Challenges, More Risks and the Same Long-Term Goals (Apr/20)
- Covid-19: The Dominance of Uncertainty - Updating Brazil Forecasts (April 06,2020)
- FX Compass – It's more than solely the Covid-19 (Mar/20)
- FX Compass – BRL: They have not got it (yet) (Feb/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.. ©2020 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.