

Perspectivas Macro Santander**Uma Semana Tensa**

Nossos relatórios e análises estão disponíveis em

www.santander.com.br/economia

- **Mercados de juros refletem probabilidade elevada de novos cortes na taxa Selic, seguindo o comunicado do Banco Central emitido na última terça-feira. Além disso, a volatilidade global levou a uma curva de juros ainda mais inclinada.**
- **O ambiente externo nesta semana seguiu bastante conturbado, na esteira dos acontecimentos que se iniciaram na semana anterior. O rápido crescimento de casos do Covid-19 fora da China e a expectativa de que, em alguns países, o ciclo da doença ainda está no início, seguiu gerando deterioração acentuada nos mercados globais de risco, apesar do corte extraordinário de juro nos EUA (0,50 ponto percentual) e da promessa de mais ações coordenadas das principais economias do mundo. Dados econômicos positivos referentes a fevereiro têm sido irrelevantes, pois são vistos como defasados frente ao pânico de uma pandemia global que ainda está longe do fim.**
- **O PIB Brasileiro registrou crescimento de 1,1% em 2019, confirmando a trajetória de recuperação econômica bastante gradual. Para 2020, continuamos esperando maior expansão da atividade doméstica, a despeito da recente deterioração das condições financeiras e da desaceleração acentuada da economia internacional. Assim, o setor privado local (sobretudo o consumo das famílias) seguirá como principal vetor para o desempenho do PIB.**
- **Na próxima semana (11/03) será divulgada a inflação de fevereiro, que deverá reforçar a trajetória benigna vista nos últimos meses. Esperamos que o IPCA registre variação de 0,15% ante janeiro e 3,90% no acumulado dos últimos 12 meses. A inflação permanecerá bem comportada no restante de 2020 – projetamos alta de 3,1% para o IPCA – em linha com a elevada ociosidade na economia local e expectativas ancoradas.**
- **Após muitos dias de impasse e intensa negociação, o Congresso Nacional manteve os vetos do Presidente da República a trechos da LDO (Lei de Diretrizes Orçamentárias) sobre a execução do orçamento impositivo. Desta forma, um elemento de risco relevante no curtíssimo prazo deverá sair do radar. Porém, avaliamos que as turbulências recentes podem gerar efeitos colaterais no ambiente político. A agenda de reformas econômicas não será interrompida devido a estes possíveis efeitos de segunda ordem, em nossa avaliação, mas vemos riscos crescentes de que as medidas propostas sejam aprovadas a um ritmo mais lento e com maior alteração dos textos originais.**

O mercado de juros locais apresentou grande volatilidade nesta semana, acompanhando os movimentos globais relacionados à epidemia de Covid-19. O evento doméstico mais relevante, em nossa opinião, foi o comunicado publicado pelo Banco Central na terça-feira (03/03), seguindo o corte de juros entre reuniões do BC americano (Fed). Isto consolidou, na parte curta da curva de DI, expectativas de mais cortes na Selic nas próximas duas reuniões do Copom – o DI Jul/20 precifica taxa básica de juros cerca de 50 pontos-base (pb) abaixo do nível atual.

Os vencimentos curtos, mais uma vez, tiveram desempenho melhor do que a parte longa da curva, com o DI Jan/21 caindo 22 pb e o DI Jan/27 subindo 5 pb. A preços atuais, acreditamos que os vencimentos até Jan/21 não são mais atrativos, mas a alta nos juros mais longos que Jan/22 nas duas últimas sessões do mercado fizeram com que o segmento Jan/22 – Jan/23 pareça atrativo novamente. O principal fator de risco vem da forte elevação da correlação intradiária entre juros e moeda nesse mesmo período, sugerindo que mesmo juros relativamente curtos estão operando como ativos de risco – o que não é uma grande surpresa para um mercado emergente, mas uma mudança significativa na dinâmica de mercado recente. Mantemos uma visão neutra sobre a inclinação da curva, apesar dos níveis atrativos – seguimos avaliando como improvável que a inclinação caia significativamente enquanto não houver maior clareza sobre o nível final da taxa Selic.



1) Ambiente Internacional

O ambiente externo seguiu bastante conturbado nesta semana, na esteira dos acontecimentos que se iniciaram na semana anterior. Na última sexta-feira, já no final do dia e depois de uma semana de piora contínua e acentuada nos mercados globais de risco, o presidente do banco central americano (Fed), Jerome Powell, emitiu uma nota inesperada afirmando que estava monitorando os desdobramentos da epidemia do Covid-19 fora da China e que usaria todas as ferramentas disponíveis para “agir de forma apropriada”. A linguagem indicava que o FOMC, comitê responsável pela condução da política monetária nos Estados Unidos, cortaria o juro base em um futuro próximo, deixando apenas a dúvida se seria na próxima reunião, agendada para o dia 18 (e, caso sim, em qual magnitude).

Na terça-feira desta semana, o grupo de ministros de economia e líderes dos bancos centrais das sete mais importantes economias do mundo (G7) emitiu um comunicado conjunto expressando a promessa de que os países estavam prontos para agir, se necessário, para mitigar os efeitos negativos da epidemia. Os mercados ainda estavam digerindo a decepção com a aparente ausência de ações concretas do G7 quando, horas depois, o Fed anunciou o corte de 0,50 ponto percentual na taxa básica de juro, levando-a para a banda de 1,00-1,25, e informando que o comitê continuaria agindo “conforme o apropriado”. A última vez que o banco central dos EUA havia cortado juro em reunião extraordinária (fora do calendário de reuniões) havia sido na crise financeira global de 2008. Na próxima semana acontecerá a reunião do Banco Central Europeu (dia 12/3), que deverá se juntar ao Fed nos esforços de suportar a economia global, embora um corte de juros não seja trivial, uma vez que a efetividade de taxas negativas vem sendo questionada na região. Outras ferramentas como compra de ativos e linhas de crédito devem ter prioridade. Apesar de todas as medidas já adotadas e esperadas nas próximas semanas, os mercados globais de risco continuam se deteriorando de forma pronunciada.

O que motivou os eventos das últimas duas semanas foi o rápido crescimento do número de novos casos do Covid-19 fora da China e seus possíveis impactos na economia global. Nos últimos sete dias (até ontem), foram 13.206 novos casos fora da China e 265 novas mortes. Os países mais afetados seguem sendo Coreia do Sul, Irã e Itália, que representam 77% do total de casos e 87% das mortes fora do território chinês até o momento. Embora a situação fora destes três países ainda esteja contida, parece natural esperar que um crescimento rápido similar ocorrerá em outras localidades (onde reside o temor dos mercados, governos e bancos centrais). As revisões negativas para o PIB global já são expressivas e o receio de recessão em alguns países é real, motivando esta nova rodada de acomodação monetária massiva. Nas próximas semanas, será de suma importância monitorar o contágio do vírus e seus desdobramentos econômicos ao redor do mundo.

Em termos de dados econômicos, o que foi divulgado nesta última semana segue sem revelar impacto relevante do vírus, exceto nas sondagens empresariais na China (PMI) referentes a fevereiro, que caíram para níveis nunca antes registrados. Os números foram bem piores que o esperado, em especial para o setor de serviços. Nos demais países, a sondagem nacional (ISM) da manufatura americana foi ligeiramente abaixo do esperado, mostrando queda modesta, enquanto a sondagem de serviços foi consideravelmente acima do esperado, subindo para o maior patamar desde fevereiro de 2019. A confirmação (segunda divulgação) das sondagens para a Zona do Euro e Reino Unido também foi positiva, sem aparente efeito do vírus. Por fim, os dados de mercado de trabalho nos EUA mostraram mais uma vez força, com 273 mil novas vagas criadas e taxa de desemprego caindo novamente para 3,5%, a mínima de 60 anos. A próxima semana será mais modesta em termos de dados relevantes, com inflação nos EUA (11/3) e produção industrial (12/3) na Zona do Euro como os mais importantes.

Por fim, a semana também foi movimentada na disputa eleitoral americana. Os últimos sete dias foram marcados pelo ressurgimento do moderado Joe Biden nas primárias democratas, com vitória expressiva na Carolina do Sul no último sábado, conforme as pesquisas indicavam, e uma vitória surpreendente na *Super Tuesday*, onde 33% do total de delegados estavam sendo disputados. O ex-vice-presidente americano desbancou o socialista Bernie Sanders que, até uma semana atrás, liderava a então incipiente corrida rumo à nomeação do candidato democrata que enfrentará Donald Trump nas eleições em novembro. Além disso, os outros principais candidatos (Buttigieg, Klobuchar, Bloomberg e Warren) abandonaram a corrida conforme o esperado, consolidando a disputa entre Biden e Sanders. Visto de hoje, nenhum deles parece ser capaz de capturar a maioria (50% mais 1) dos delegados antes da convenção democrata em junho, embora esta análise seja bastante fluida, dependendo das próximas primárias. A próxima data relevante será terça-feira, com mais seis estados representados por 14% dos delegados restantes. Se essa expectativa de indefinição se confirmar, o nomeado será decidido atrás de portas fechadas na convenção, o que favorece o candidato do *establishment* Joe Biden. Se assim for, os mercados globais devem reagir de forma positiva ao ver um candidato democrata moderado na disputa pela Casa Branca.

2) Política Monetária

Frente ao corte de juros extraordinário do banco central americano (Fed) e a deterioração dos mercados globais, o Banco Central do Brasil comunicou, em nota oficial no dia 3 de março, acreditar que “à luz dos eventos recentes, o impacto sobre a economia brasileira proveniente da desaceleração global tende a dominar uma eventual deterioração nos preços de



ativos financeiros”. Em nossa opinião, a mudança no cenário global (com o choque causado pelo Covid-19 tendo efeitos contracionistas e deflacionários para a economia brasileira) e a manifestação do Banco Central apontam para uma possível retomada dos cortes na taxa de juros básica a partir da próxima reunião do Copom, em 18 de março. Estamos em processo de revisão do nosso cenário; por ora, acreditamos que nossa projeção de Selic a 4,25% no final de 2020 carrega um viés para baixo, com a reação do Copom ainda provavelmente condicionada ao comportamento dos mercados nas próximas duas semanas. A intensificação da deterioração nos preços de ativos brasileiros desde o comunicado (pela primeira vez neste ano, vimos inflações implícitas em alta e a correlação entre juros futuros e câmbio aumentando significativamente) é um importante fator a ser levado em conta pela autoridade monetária.

3) Atividade Econômica

Os dados do PIB referentes ao 4º trimestre de 2019, divulgados nesta semana pelo IBGE, confirmam a frustração apresentada pelos indicadores coincidentes de atividade econômica no período. O crescimento de 0,5% t/t no 4º trimestre (1,7% a/a) implicou alta de 1,1% em 2019. Em nossa avaliação, tais resultados ratificam que o impacto dos estímulos do FGTS foi menor que o previamente esperado. Isto parece ter decorrido de dois principais fatores: i) antecipação de produção no 3º trimestre, devido à expectativa de aumento do consumo privado no trimestre subsequente e ii) apenas cerca de 75% dos recursos disponíveis foram sacados, enquanto esperávamos o saque de quase a totalidade do montante disponível. Apesar disso, avaliamos que a composição do crescimento brasileiro em 2019 foi relativamente benigna, liderada pelo setor privado. Já em relação à abertura setorial, destacamos a recuperação da indústria extrativa, impulsionada pela produção recorde de petróleo.

Dentre os componentes do PIB pela ótica da oferta, a agropecuária cresceu 1,2% em 2019 (após contração de 0,4% t/t no último trimestre), em linha com nossa estimativa. Quanto à indústria, o desempenho mais uma vez surpreendeu em sua composição. O crescimento apresentado foi de 0,4% no ano passado (e 0,2% t/t no 4º trimestre, enquanto estimávamos 0,1%). A produção recorde de petróleo impulsionou a expansão da indústria extrativa, sendo mais do que suficiente para compensar o desempenho fraco da extração de minério de ferro e, conseqüentemente, ser a principal surpresa positiva em relação ao crescimento. Por outro lado, a construção civil decepcionou ao registrar queda de 2,5% t/t, revertendo dois trimestres consecutivos de alta. Apesar da frustração com o 4º trimestre, o setor de construção - que mais sofreu durante a recessão - apresentou crescimento de 1,5% em 2019, após cinco anos consecutivos de queda. A recuperação deste setor – bastante sensível à taxa de juros – deve gerar contratações e impulsionar o consumo. Por este motivo, os números do 4º trimestre geram preocupação no que diz respeito à velocidade de sua recuperação. Já a indústria de transformação cresceu somente 0,1% em 2019 (0,2% t/t no 4º trimestre), confirmando a expectativa gerada pelos indicadores coincidentes.

Finalmente, o setor de serviços, que representa mais de 60% do PIB Brasileiro, continua sendo o principal vetor de crescimento da economia doméstica, com alta de 1,2% em 2019 (0,6% t/t no 4º trimestre). Todavia, as categorias “Comércio” e “Outros Serviços”, as mais sensíveis à renda, apresentaram crescimento aquém do esperado, reforçando a percepção de menor impacto do FGTS.

Em linhas gerais, avaliamos que a composição do crescimento brasileiro em 2019 foi benigna. Pela ótica da demanda, o consumo das famílias e os investimentos cresceram 1,8% e 2,3% no ano passado, respectivamente. Por sua vez, refletindo a restrição fiscal vigente, o consumo do governo retraiu 0,4% em 2019, ou seja, o crescimento observado no último ano foi conduzido pelo setor privado. Por sua vez, no *front* externo, o último ano foi marcado por desaceleração do crescimento econômico global, “guerra comercial” e uma série de crises nos países sul-americanos (importantes destinos das exportações brasileiras), especialmente no 4º trimestre. Assim, houve (considerável) contribuição negativa do setor externo tanto para o último trimestre do ano passado (-0,8 p.p.) quanto para o ano de 2019 (-0,5 p.p.).

Em relação ao crescimento do PIB em 2020, ressaltamos que, findado o estímulo temporário oriundo da liberação de recursos do FGTS, observaremos arrefecimento do ritmo de alta do PIB no 1º trimestre deste ano (em relação ao 4º trimestre de 2019), principalmente no setor de serviços. Além disso, ponderamos que os impactos da desaceleração pontual do crescimento global - por conta da paralisação de uma parcela da cadeia produtiva após o surto do coronavírus – terá efeitos negativos para a atividade econômica do Brasil. A magnitude dos reflexos negativos depende do grau de disseminação e duração do surto, o que segue bastante incerto, sendo assim um importante fator de risco a ser monitorado. Contudo, a despeito da recente piora do grau de incerteza em relação ao crescimento internacional e local, continuamos esperando maior expansão da atividade econômica brasileira neste ano, em comparação com o ano passado. Nossa projeção atual para o crescimento do PIB em 2020 é de 2%, mas atribuímos um viés baixista a tal expectativa (em processo de revisão).



4) Inflação

O IBGE divulgará, na próxima quarta-feira (11/03), o IPCA de fevereiro. Projetamos alta de 0,15% ante janeiro e 3,90% em 12 meses. Conforme destacado nas últimas publicações semanais, os preços dos itens de alimentação no domicílio mostram arrefecimento, com destaque ao recuo do preço das carnes e dos itens de hortifrúti em geral (projetamos -4,06% para o primeiro e 2,89% para o último, na comparação mensal). Além disso, as chuvas recentes não afetaram de forma significativa os preços de hortaliças e tubérculos, mas melhoraram adicionalmente o cenário de preços de energia elétrica, com a confirmação de “bandeira verde” e subsequente queda nas taxas extras da conta de luz. Ademais, os preços administrados também contribuirão, segundo nossas projeções, para um IPCA bem comportado. Esperamos queda mensal de 0,45% para este grupo, explicada principalmente pelos repasses baixistas dos reajustes de preços dos combustíveis (gasolina e diesel).

Olhando para os núcleos de inflação, medidas estas acompanhadas de perto pela autoridade monetária, esperamos relativa estabilidade em baixos patamares. Estimamos que o IPCA-EX3 - núcleo que agrega apenas serviços subjacentes e bens industriais subjacentes, retirando os itens de maior volatilidade - apresentará alta de 0,12% no mês (2,79% em 12 meses). O risco altista para a inflação deste ano continua sendo o *pass-through* da (forte) desvalorização da taxa de câmbio observada nas últimas semanas - *pass-through* representa o tamanho do repasse das variações cambiais para os preços; em outras palavras, quanto uma subida (ou redução) na taxa de câmbio faz a inflação subir (ou cair). Segundo nossos cálculos, o atual coeficiente de repasse cambial é 2,7%, ou seja, uma desvalorização de 10% do real ante o dólar americano aumentaria o índice de inflação em 0,27 p.p. no ano. Nossa projeção já contempla a recente alta do dólar e seus possíveis impactos na variação de preços nos próximos meses.

Em linhas gerais, continuamos a projetar uma inflação bastante comportada em 2020 – esperamos alta de 3,1% para o IPCA –, em linha com a elevada ociosidade na atividade econômica doméstica e expectativas inflacionárias ancoradas.

5) Cenário Político e Contas Públicas

Após muitos dias de impasse e intensa negociação, o Congresso Nacional manteve os vetos do Presidente da República a trechos da LDO (Lei de Diretrizes Orçamentárias) sobre o orçamento impositivo. Os quatro dispositivos vetados foram: (i) o poder dos parlamentares para indicar a ordem de prioridade das emendas; (ii) o prazo de 90 dias para o Poder Executivo garantir o pagamento das emendas indicadas pelo Relator-Geral do Orçamento; (iii) a previsão de punição se o Governo não realizar as transferências; e (iv) o contingenciamento linear dos recursos. Ademais, houve entendimento entre os Poderes em relação à votação, na próxima semana, de três projetos de lei (PLNs) encaminhados pelo Governo com novas diretrizes e regras para a execução do orçamento público – estes projetos devem ser pautados na Comissão Mista de Orçamento (CMO) na terça-feira (10/03).

Conforme apresentado (com detalhamento) em nossas últimas publicações semanais, muitas incertezas pairam sobre a implementação do orçamento em seu primeiro ano de impositividade. Em relação ao imbróglio recente, destaque para o grande volume de recursos sob controle do Relator do Orçamento (ao redor de R\$ 30 bilhões) - conforme constou na LDO aprovada pelas Casas Legislativas no final do ano passado -, o que provocou grande desconforto na equipe econômica do Governo (sobretudo receios acerca da capacidade de gestão e execução orçamentária ao longo de 2020) e também no próprio meio parlamentar (especialmente no Senado). A propósito, já ressaltamos que a forte expansão do resultado primário do governo central em janeiro – totalizou quase R\$ 45 bilhões, segundo dados do Tesouro Nacional publicados na semana passada – refletiu, em grande medida, um ritmo muito lento de execução de despesa primária decorrente das dúvidas e impedimentos em torno do orçamento impositivo. Após a (provável) aprovação dos PLNs na próxima semana, que devolverão cerca de R\$ 15 bilhões (do total de R\$ 30 bilhões) das emendas do Relator ao Poder Executivo, um risco político relevante de curtíssimo prazo deverá sair do radar.

No entanto, avaliamos que este episódio turbulento poderá gerar efeitos colaterais, ao elevar o grau de incerteza (desconfiança) no ambiente político. Neste sentido, frustrações recentes com a velocidade de crescimento do PIB, comunicações ruidosas de membros importantes dos Poderes e chances de manifestação social nas ruas não contribuem para amenizar o quadro de tensionamento. Avaliamos que a agenda de reformas econômicas não será interrompida devido a esses efeitos de segunda ordem, tendo em vista o comprometimento do Governo e das principais lideranças partidárias com o ajuste fiscal e o aumento da produtividade do país, mas há risco de as medidas propostas serem aprovadas a um ritmo mais lento e com maior diluição (alteração) dos textos originais.



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 – BRL: They have not got it (yet) (Feb20)
- Still on Track, but More Gradually (Feb20)
- FX Compass – BRL: We hope they'd got it (Jan20)
- Brazil Macro Propositions for 2020 (Jan20)
- A Better Outlook (Dec19)

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.