

Nossos relatórios estão disponíveis em [www.santander.com.br/economia](http://www.santander.com.br/economia)

## Uma semana (um pouco) menos estressante

- No ambiente internacional, notícias incipientes de possível estabilização nos números de novos casos e mortes por Covid-19 ao redor do mundo geram certo otimismo nos mercados, enquanto dados econômicos seguem mostrando deterioração acentuada na atividade corrente.
- Após ter estabelecido um novo patamar histórico de alta, a taxa de câmbio brasileira mostrou valorização expressiva nos últimos dias, devido especialmente a acontecimentos no quadro internacional, tais como a ata da última reunião do FOMC (Comitê de Política Monetária dos Estados Unidos) e expectativas de um desfecho positivo da reunião da OPEP+ na tarde desta quinta-feira. Como resultado, a taxa de câmbio foi negociada abaixo de R\$/US\$ 5,10 nesta tarde, muito aquém do fechamento de R\$/US\$ 5,35 registrado na última sexta-feira.
- Uma redução da aversão ao risco no exterior determinou os movimentos dos juros locais nesta semana, resultando em queda de taxas e achatamento da curva. Este padrão de reação se deu mesmo em meio a sinais de iniciativas parlamentares que implicam riscos ao processo de consolidação fiscal de médio e longo prazo no Brasil. Seguimos observando condições globais fluidas (em meio às incertezas ainda elevadas relacionadas à pandemia de coronavírus, tanto no campo da saúde pública como no lado da atividade econômica), e riscos locais crescentes para as perspectivas fiscais e para a execução de reformas macroeconômicas. Assim, acreditamos que a curva de juros local permanecerá consideravelmente inclinada por algum tempo.
- Indicadores de atividade de fevereiro divulgados nesta semana confirmaram o quadro de recuperação gradual que estávamos projetando para a economia brasileira. Porém, os dados divulgados (vendas varejistas e o desempenho do setor serviços) são referentes ao período anterior à crise de coronavírus no país e, portanto, pouco nos auxiliam na projeção da dinâmica do PIB em 2020.
- O IPCA de março registrou alta de 0,07% em relação a fevereiro (nossa projeção: 0,14%) e os dados desagregados corroboraram nossa avaliação de que a economia brasileira já mostrava ausência de pressões de preços pelo lado da demanda. A divulgação também trouxe sinais incipientes de impacto deflacionário do coronavírus na economia doméstica, segundo nossa interpretação.
- A agenda legislativa desta semana foi marcada por intensas discussões sobre a chamada “PEC do orçamento de guerra” e medidas de ajuda emergencial às finanças de estados e municípios. Com relação à primeira, a falta de consenso levou os senadores a adiar para a próxima semana a apreciação da proposta que cria temporariamente um orçamento fiscal segregado, suspende algumas restrições fiscais (impostas pela Lei de Responsabilidade Fiscal) e permite ao Banco Central comprar títulos públicos e privados (medidas a vigorarem durante período de calamidade pública).
- Em meio aos efeitos da pandemia no país, lideranças partidárias decidiram alterar a versão original do chamado “Plano Mansueto” (ou PEF - Plano de Equilíbrio Fiscal). A abordagem inicial, calcada em ajuste estrutural das finanças regionais, contrasta com demandas crescentes de auxílio emergencial a estados e municípios no curto prazo. Em nossa opinião, a percepção dos agentes de mercado sobre os riscos fiscais poderá se deteriorar se houver aprovação do conjunto total de novas propostas de alívio emergencial (a serem apreciadas na próxima semana), na eventual ausência de condicionantes transparentes e críveis.



## 1) Ambiente Internacional

No mundo, as contagens de novos casos e mortes por Covid-19 mostram sinais incipientes de que podem estar atingindo a estabilização nos países mais críticos da Europa e nos Estados Unidos, embora nestes os sinais sejam ainda mais incertos. Esta possível estabilização da doença, combinada a notícias, também especulativas, sobre remédios e vacinas têm gerado um ambiente mais favorável para a tomada de risco nos mercados globais.

Apesar do fluxo de notícias mais positivas em relação ao vírus nesta semana, em termos de dados econômicos as divulgações seguem mostrando uma acentuada deterioração. O número de novos pedidos de seguro-desemprego nos Estados Unidos veio novamente acima do esperado, totalizando um pouco mais de 6,6 milhões na semana passada. A taxa de desemprego, que até março estava em 4,2%, deve chegar a pelo menos 13%, de acordo com os dados de seguro-desemprego divulgados até aqui. O índice de sentimento de investidores (Sentix) da Zona do Euro caiu novamente em abril, de -17,1 para -42,9, e atingiu patamar semelhante ao pior momento da crise de 2008/09. Já a confiança do consumidor americano, medida pela Universidade de Michigan, declinou de 89,1 para 71, o pior patamar desde 2011.

Por fim, o até então candidato à nomeação democrata na eleição americana Bernie Sanders decidiu deixar a disputa, abrindo assim o caminho sem contestação para a nomeação de Joe Biden como o candidato democrata que irá enfrentar Donald Trump na eleição nacional em novembro. A saída do candidato tido como radical e a nomeação quase certa de um moderado ajudou no otimismo dos mercados nesta semana.

## 2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: Em nossa opinião, os agentes econômicos leram as notícias recentes com certo otimismo, o que levou à melhora nos preços dos ativos financeiros ao redor do globo nos últimos dias (e a moeda brasileira não foi exceção a isto). Após ter rompido a barreira de R\$/US\$ 5,30 e atingir um novo patamar histórico de alta em R\$/US\$ 5,35 na sexta-feira passada, a taxa de câmbio estava sendo negociada abaixo de R\$/US\$ 5,10 no momento em que este texto era escrito. Lá fora, a ata da última reunião do FOMC (Comitê de Política Monetária dos Estados Unidos) confirmou a preocupação dos membros do comitê com a ruptura que a pandemia do Covid-19 poderia infligir à economia americana, justificando sua pronta resposta em duas reuniões extraordinárias. Ademais, o documento reforçou a percepção geral de que a autoridade monetária irá recorrer a todo tipo de instrumento para dar suporte aos mercados financeiros, mesmo que isto requeira a criação de novos. Além disto, comentários mais construtivos feitos por autoridades argelinas sobre o provável desfecho da reunião da OPEP+ hoje à tarde ajudaram na recuperação da cotação do barril de petróleo, trazendo assim algum respiro para o setor enérgico mundial e, conseqüentemente, para o setor corporativo como um todo. Por fim, mas não menos importante, a semana internacional contou também com a desistência do senador americano Bernie Sanders na disputa para a campanha presidencial, pavimentando o caminho para que o ex-vice-presidente dos EUA, Joe Biden, seja indicado como candidato pelo partido Democrata para desafiar a reeleição do presidente americano Donald Trump. A desistência reduziu – pelo menos por ora, em nossa visão – o temor quanto ao resultado da corrida presidencial nos EUA, já que ambos os candidatos apresentam uma postura mais *market-friendly* do que o senador Sanders.

Em adição aos desdobramentos externos, as declarações feitas pelo presidente do Banco Central do Brasil, sr. Roberto Campos Neto, também ajudaram a moeda brasileira a se fortalecer por conta do seu tom relativamente *hawkish* quanto à política monetária – mais detalhes na seção anterior – e também por sua sinalização de que poderá intervir mais pesadamente no mercado cambial, caso necessário, já que acredita que o país dispõe de um arsenal vasto composto por reservas internacionais e outros instrumentos. Como já deve ter ficado claro ultimamente – pelo menos, já deveria, em nossa opinião – os agentes econômicos não devem tomar esta declaração como uma tentativa do BCB para defender um nível determinado para a taxa de câmbio, mas sim como um compromisso de garantir o bom funcionamento do mercado cambial. Ou seja, a autoridade monetária brasileira evitará que o mercado se torne disfuncional, mas não evitará que a taxa de câmbio siga trajetória compatível com as condições financeiras e os fundamentos econômicos brasileiros. Portanto, para as próximas semanas, como julgamos que as incertezas ligadas ao Covid-19 (infelizmente) permanecerão presentes por mais algum tempo, as condições financeiras deverão continuar instáveis, o que significa que a taxa de câmbio seguirá volátil.

Taxas de Juros: Uma redução da aversão ao risco no exterior determinou os movimentos dos juros locais nesta semana, resultando em queda de taxas e achatamento da curva. Este padrão de reação se deu mesmo em meio a sinais de iniciativas parlamentares que implicam riscos ao processo de consolidação fiscal de médio e longo prazo no Brasil (veja abaixo na seção sobre política fiscal). Em nossa opinião, as reformas macro e fiscais serão (ainda mais) necessárias passada a crise do Covid-19. No segmento curto da curva de juros, os participantes do mercado continuam a apostar em um corte na taxa Selic de 0,50 p.p. na próxima reunião do Copom, com uma probabilidade de cerca de 80% apreçada. Os contratos no vértice jan/21 nos futuros de DI ficaram praticamente estáveis na semana (em torno de 3,15% no momento da edição), com a divulgação do IPCA de março confirmando um choque deflacionário do coronavírus e reforçando um cenário inflacionário favorável. Na ponta longa da curva, os contratos de futuros de DI com vencimento em jan/25 caíram



cerca de 60 p.b. na semana (negociando em torno de 6,60%, no momento da edição), provavelmente refletindo os mesmos fatores globais que levaram a uma parcial recuperação no risco país (o CDS soberano de 5 anos caiu em 80 p.b., fechando em torno de 274 p.b.). Apesar desse movimento construtivo nos últimos dias, seguimos observando condições globais fluidas (em meio a incertezas ainda elevadas relacionadas à pandemia de coronavírus, tanto no campo da saúde pública como no lado da atividade econômica), e riscos locais crescentes para as perspectivas fiscais e para a execução de reformas macroeconômicas. Assim, acreditamos que a curva de juros local permanecerá consideravelmente inclinada por algum tempo.

### 3) Atividade Econômica

Nesta semana, houve divulgação de indicadores de atividade referentes a fevereiro. Na terça-feira (07/04), a Pesquisa Mensal de Comércio do IBGE (PMC) revelou alta em ambos os conceitos, com o indicador restrito subindo 1,0 m/m com ajuste sazonal (a.s.) – acima da nossa estimativa (0,6% m/m a.s.) – e o indicador ampliado, que computa as contribuições das lojas de materiais de construção e do setor de veículos e autopeças, registrando expansão mensal de 0,7% a.s. – resultado próximo à nossa estimativa de 0,5% m/m a.s.. Na comparação com fevereiro de 2019, o indicador restrito subiu 4,7%, enquanto o ampliado cresceu 3,3%.

Olhando mais detalhadamente o indicador restrito, destacamos que a média móvel trimestral com ajuste sazonal recuou 0,6% no período findado em fevereiro, abaixo da estabilidade observada em janeiro nos mesmos termos. Esta tendência declinante no comércio varejista vista em fevereiro era, em nossa opinião, amplamente antecipada, já que os efeitos do estímulo de incremento de renda advindo dos saques do FGTS foram concentrados no 4º trimestre de 2019. Portanto, não há mais este impulsionador na economia brasileira. Não obstante, os dados de fevereiro foram distintos de nossas expectativas tanto na composição quanto na intensidade. Dentre as categorias, chamamos a atenção para o fato de que “Hipermercados”, “Vestuário”, “Móveis e eletrodomésticos” e “Demais itens” registraram expansão combinada de 1,5% m/m com base na série dessazonalizada. Estes segmentos representam aproximadamente 80% do indicador restrito e, possivelmente em nossa opinião, sugerem algum efeito rebote da queda observada em janeiro.

Com relação ao indicador ampliado, o desempenho mensal positivo foi, de certa maneira, antecipado, pois havia expectativa (confirmada) de elevação do indicador restrito e do segmento de veículos e autopeças. No entanto, a virtual estabilidade do segmento de materiais de construção desapontou-nos, já que estimávamos crescimento para tal atividade. Apesar de sua alta volatilidade, a queda de 0,9% em termos de trimestre móvel com ajuste sazonal é desalentadora, pois indica que o setor de construção não iniciou 2020 em ritmo forte.

Na quarta-feira (08/04), a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE revelou que o volume de (parte do) setor de serviços contraiu 1,0% m/m a.s. em fevereiro, resultado muito inferior à nossa projeção (+0,1% m/m a.s.). Na comparação com fevereiro de 2019, o indicador registrou alta de 0,7%. No que tange à dinâmica trimestral, por sua vez, o setor de serviços caiu 0,7% t/t a.s. em fevereiro, taxa de variação muito aquém do crescimento de 1,4% t/t a.s. observado no 4º trimestre de 2019.

Dentre as categorias, a principal surpresa foi a queda de 0,9% m/m a.s. dos “Serviços Profissionais e Administrativos”, atingindo um dos menores níveis da série histórica. Ainda em relação a esta categoria, a dinâmica trimestral evidencia piora acentuada, ao registrar queda de 2,3% t/t a.s.. Por outro lado, a categoria “Serviços de Transporte” registrou alta de 0,4% m/m a.s. em fevereiro, possivelmente devido ao início do escoamento da safra recorde de grãos.

### 4) Inflação

O IPCA – índice utilizado como balizador do sistema de metas de inflação – registrou variação mensal de 0,07% em março, o que se traduziu em alta interanual de 3,30%, valor abaixo da leitura de 4,00% na divulgação anterior, que coincide com a meta estabelecida para o final deste ano. O resultado surpreendeu-nos e também aos agentes econômicos, já que nossa estimativa apontava alta mensal de 0,14% (bem próxima à mediana das estimativas dos agentes econômicos, de 0,13% m/m), principalmente por conta de produtos de higiene, segmento que tem demonstrado uma atípica volatilidade de preços ultimamente.

A alta do IPCA foi contida pelo comportamento de preços (voláteis) de produtos como eletroeletrônicos e combustíveis. Estes bens ajudaram a compensar o repique registrado pelo grupo “Alimentação no Domicílio”, possivelmente influenciado pelo impacto das medidas de isolamento social sobre a demanda por itens da cesta básica de alimentos. Contudo, as medidas de inflação subjacente permanecerem bem comportadas, confirmando a ausência de pressões sobre preços advindas da demanda doméstica. Por exemplo, o IPCA-EX3 (medida de núcleo que abrange bens cíclicos e serviços que são mais sensíveis à mudança na política monetária) subiu 0,12% m/m, o que manteve a inflação subjacente interanual



em 3,0%. Quanto à dinâmica de trimestres móveis com ajuste sazonal, o quadro foi bastante similar, uma vez que o resultado apontou inflação anualizada de 2,9%.

O indicador de difusão geral foi de 58,1% (53,9% ajustando-se à sazonalidade de acordo com nossos cálculos) e nossa medida própria, que exclui itens alimentícios, ficou em 49,8% (49,3% sem efeitos sazonais). As médias móveis trimestrais ajustadas sazonalmente para estes índices ficaram em 51,3% e 49,1%, respectivamente (este último, o menor nível da série desde seu início em 2000). Ambas as leituras estão bem abaixo de suas médias históricas (aproximadamente 62%).

Em suma, os dados continuam sinalizando um cenário inflacionário bastante tranquilo, na esteira de um ritmo de expansão econômica gradual e abaixo do seu potencial, juntamente com expectativas de inflação ancoradas. Apesar de algum possível repasse cambial aos preços domésticos devido à (forte) desvalorização cambial vista nas últimas semanas (assumindo que a taxa de câmbio permaneça nestes patamares por um tempo), a queda nas cotações das *commodities* e os riscos baixistas para a atividade econômica continuam a alimentar expectativas de que pressões deflacionárias serão observadas à frente. Recentemente, alteramos nossas projeções de IPCA para 2020 e 2021, para 2,2% e 3,1%, respectivamente.

## 5) Política Fiscal e Cenário Político

Por falta de consenso, o Senado adiou a apreciação da proposta de emenda constitucional conhecida como “orçamento de guerra” ou “orçamento paralelo” (PEC 10/20), que fora aprovada pela Câmara dos Deputados na semana passada. A sessão (remota) de deliberação da matéria foi agendada para a próxima semana (13/04). Alguns senadores têm questionado a tentativa de aceleração (*fast-track*) do processo legislativo que envolve a apreciação de emendas constitucionais, sob o argumento de que isto poderia estabelecer um precedente perigoso no futuro, enquanto outros seguem reticentes com a implementação do programa de compra de ativos pelo Banco Central do Brasil (BCB). Vale lembrar que a PEC 10/20 autoriza a criação e vigência temporária (até o fim do estado de calamidade pública, em 31/12/20) de um orçamento fiscal separado para alocar somente as despesas direcionadas à mitigação dos impactos da pandemia do coronavírus no Brasil, além da suspensão dos efeitos de algumas restrições fiscais, tais como a chamada Regra de Ouro (segundo a qual o governo pode se endividar apenas para realizar investimentos, sendo vedado o financiamento de despesas públicas correntes) e vinculações de receitas. Ademais, a proposta permite que o BCB compre títulos públicos e títulos privados, com o intuito de estabilizar o sistema financeiro. A despeito da postergação vista nesta semana, esperamos que a PEC 10/20 seja aprovada pelo Senado na semana que vem, talvez com algumas alterações em relação ao texto resultante da votação na Câmara dos Deputados.

A agenda legislativa desta semana também foi marcada por intensas discussões sobre medidas de auxílio emergencial às finanças públicas de estados e municípios. O “Plano de Equilíbrio Fiscal (PEF)” ou simplesmente “Plano Mansueto” (PLP 149/19) propõe ajuda financeira a estados com baixa capacidade de pagamento em troca de medidas de austeridade fiscal (exemplos: redução das despesas com funcionalismo público; reversão de isenções fiscais e renúncias tributárias; privatização de empresas estatais) que contribuam para a consolidação fiscal dos governos subnacionais no longo prazo. No entanto, a pandemia do Covid-19 suscitou demandas pela ampliação do escopo da proposta, de forma a incluir medidas emergenciais que concedam alívio fiscal aos cofres públicos de estados e municípios nos próximos meses, contrastando assim com a abordagem estrutural definida no texto original do PLP149/19. Dada a falta de consenso entre os parlamentares, lideranças partidárias decidiram apreciar o “Plano Mansueto” após o enfrentamento da crise de saúde pública (provavelmente no segundo semestre), concentrando-se em itens de auxílio financeiro no curto prazo.

Com isso, uma nova proposta legislativa incorporou itens como: compensações financeiras às perdas de arrecadação tributária nos estados (ICMS) e municípios (ISS); suspensão de pagamento do serviço da dívida dos estados junto à União; renegociações de dívidas; e limites mais elevados de endividamento em novas operações com garantia do governo federal. No entanto, devido a dúvidas remanescentes sobre os impactos dos dispositivos deste texto e certo desconforto da equipe econômica do governo, a deliberação sobre a proposta também foi adiada para o início da próxima semana. A nosso ver, a percepção dos agentes de mercado sobre os riscos fiscais poderá se deteriorar se houver aprovação completa destas medidas, na ausência de condicionantes transparentes e críveis.



## AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

**Economia Internacional:** Amanhã (10/04) serão divulgados os dados de inflação de março nos Estados Unidos e, até o fim de semana, os dados de crédito da China. Na semana que vem, os destaques serão: balança comercial chinesa (12/4); vendas no varejo e produção industrial nos Estados Unidos (15/4); produção industrial na Zona do Euro, novas construções de casas nos Estados Unidos e PIB Chinês do 1º trimestre (16/4).

**Atividade Econômica:** O IBC-BR – indicador de atividade criado pelo BCB para servir de *proxy* mensal do PIB – será divulgado na próxima terça-feira (14/04) e consolidará o conjunto dos indicadores de atividade referentes a fevereiro. Estimamos crescimento de 0,3% m/m após ajuste sazonal, o que significará – caso nossa estimativa se mostre correta – aumento interanual de 1,0%. Quanto à dinâmica de trimestres móveis (também dessazonalizados), após ter registrado alta de 0,6% no trimestre encerrado em dezembro, a taxa de expansão do IBC-BR teria recuado para 0,0% no trimestre findado em fevereiro, reforçando a percepção de que a economia já se encontrava em trajetória de recuperação gradual antes da aparição da pandemia de coronavírus – quadro compatível com nosso diagnóstico prévio.

### DESTAQUES

Indicador	Projeção	Consenso	Anterior
Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br)	0,3%	0,2%	0,2%

Fonte: Banco Central do Brasil, Bloomberg e Santander.

### Últimas Publicações

#### Português

- 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)
- Dias Melhores Virão (nov/2019)
- Expondo a Raiz do Problema (out/2019)

#### Inglês

- 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)
- 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.