

## Revisão do Cenário Macroeconômico: Impactos do Coronavírus

- A pandemia de coronavírus está se espalhando rapidamente no Brasil (assim como em muitas partes do mundo, é claro), provocando uma forte deterioração nas expectativas econômicas e nas condições do mercado. É importante ressaltar que as grandes consequências econômicas deste choque (sem precedentes) de saúde pública dificultam ainda mais a tarefa de se desenhar cenários macroeconômicos. Estes últimos ficam desatualizados a cada dia (se é que duram tanto tempo), muito mais rápido do que a capacidade dos economistas de revisar os números e publicar os relatórios. Neste artigo, resumimos nosso conjunto mais recente de projeções, mas que infelizmente usam hipóteses (que agora já se mostram desatualizadas) do início desta semana: mais mudanças em nosso cenário macro virão em breve.
- Em meio a toda a incerteza, ao menos a direção das projeções macroeconômicas é clara: menor crescimento do PIB, piores resultados fiscais, taxa de câmbio mais depreciada, inflação mais baixa e (talvez) cortes de juros adicionais. Esperamos apenas que a expansão fiscal que se desenha para este ano seja, de fato, discricionária e focada no núcleo do problema (combate à doença e suas consequências econômicas). Isto manteria uma perspectiva de consolidação fiscal para o médio prazo. Se possível, também seriam positivas eventuais aprovações de reforma com viabilidade momentânea, como a PEC Emergencial. De forma geral, quanto menos impactado se mantiver o atual arcabouço fiscal (em particular, o teto constitucional de gastos), mais forte será a retomada da economia quando uma recuperação (do surto de Covid-19) estiver em curso.
- Nesta semana, destacamos a moderada reação do Banco Central do Brasil (BC) na última reunião do Copom, em meio às incertezas geradas pelo choque do coronavírus. A autoridade cortou a taxa Selic em 50pb (para 3,75%, mínima histórica), em linha com as expectativas (nossas inclusive), mas menos do que alguns participantes do mercado projetavam. Por um lado, a autoridade monetária reconheceu a natureza deflacionária do surto de coronavírus na economia brasileira. Por outro lado, o Copom levou (a nosso ver, corretamente) em consideração o recente aumento dos riscos fiscais, que poderiam potencialmente tornar o estímulo monetário adicional contraproducente, em caso de uma dose exagerada. Na próxima semana, o BC publicará a ata do Copom (terça-feira) e o relatório de inflação do 1T20 (quinta-feira): oportunidades para o comitê fornecer informações adicionais sobre a avaliação de cenários e a orientação sobre os próximos passos da política monetária.
- A curva de juros local teve mais uma semana de instabilidade, após uma contínua deterioração do apetite global por ativos arriscados, e uma postura relativamente “menos expansionista” por parte do BC (muitos agentes locais esperavam um corte de juros mais intenso). Seguimos vendo valor em ficar aplicado no vértice Jan-22, dada a trajetória esperada para o juro básico, embora este segmento da curva agora ainda esteja claramente afetado pelas condições adversas que ainda predominam nos mercados financeiros. A semana também foi tensa no mercado de câmbio, com o dólar ultrapassando a marca de 5,00 reais e estabelecendo um novo pico histórico de 5,25 (9% de depreciação em relação à sexta-feira passada) no momento mais estressante. Embora medidas recentes reforcem a percepção de que as autoridades buscarão garantir um funcionamento normal do mercado de câmbio, não se pode garantir que a taxa cambial irá retornar para níveis muito mais baixos rapidamente, ou mesmo uma tendência constante. As incertezas quanto às consequências do coronavírus ainda são elevadas e os impactos sobre a economia brasileira ainda não foram vistos. Consequentemente, acreditamos ser importante para os agentes econômicos se manter preparados para uma persistente volatilidade no futuro próximo.
- Na próxima semana, serão divulgados indicadores de atividade econômica para o mês de janeiro, que refletirão condições econômicas antes da crise gerada pelo coronavírus. Na quinta-feira, esperamos que o IBC-Br (índice de atividade econômica ampla do BC, uma *proxy* para o PIB em base mensal) aponte para um crescimento de 0,5% na comparação mensal (1,3% em bases interanuais). No campo da inflação, na quarta-feira sairá a prévia para a inflação oficial de março (IPCA-15): nossos cálculos indicam aumento de 0,06% no mês, consistente com uma variação em doze meses de 3,72%, se nossa estimativa se mostrar acertada. Os dados do balanço de pagamentos de fevereiro serão divulgados na quarta-feira, e esperamos que os números sustentem nossa avaliação de que a deterioração do saldo em transações correntes deixará, em breve, de ser motivo de preocupação para os participantes do mercado.



## 1) Comentários de Mercado

Taxas de Juros: Os juros locais passaram por mais uma semana turbulenta, acompanhando a deterioração contínua no apetite global a risco e a postura relativamente conservadora do Banco Central (muitos agentes esperavam cortes mais profundos na taxa Selic). A preços de fechamento de 12 de março, o DI Jan/22 havia subido cerca de 70 pb na semana, com os vencimentos Jan/23, Jan/25 e Jan/27 abrindo cerca de 100 pb em paralelo. O Tesouro Nacional aumentou seu suporte ao mercado via leilões de recompra: o volume recomprado esta semana, até o momento, atingiu R\$ 17,5 bilhões, levando a intervenção total neste mês a R\$ 29 bilhões. O volume dos leilões foi concentrado nos títulos indexados (NTN-Bs).

A ponta curta da curva local (vencimentos até seis meses) precifica uma taxa Selic estável nos próximos meses. Na nossa opinião, isso parece uma boa opção para ficar aplicado, já que percebemos os riscos de uma alta iminente na Selic como baixos. Para além disso, a atividade de mercado no curto prazo deve ser mais guiada por prêmios de risco globais do que por qualquer fator doméstico – apesar de que, na nossa opinião, é importante reconhecer que o risco fiscal parece ter aumentado significativamente, e deveria ser traduzido em, tudo o mais constante, uma curva mais inclinada. Seguimos gostando de aplicações no DI Jan/22, considerando nossa trajetória esperada para os juros básicos, mas mesmo este segmento da curva está agora claramente contaminado pelo ambiente negativo para ativos de risco.

Indo além do curto prazo, notamos que a ponta longa da curva local (juros de cinco anos e mais longos) está de volta a níveis vistos antes da forte compressão que acompanhou a reforma da previdência no último ano (quando também a taxa Selic era mais elevada). Apesar dos níveis aparentemente atrativos, não estamos confiantes que o custo-benefício de prazos mais longos é melhor do que seguir no Jan/22. Estamos começando a avaliar o dano fiscal – em extensão, reversibilidade e impactos para a agenda de reformas – do Covid-19; até que isso fique mais claro, recomendamos cautela.

Taxa de Câmbio: A semana também esteve longe de ser calma no mercado cambial, com a paridade frente ao dólar tendo superado o inédito patamar de R\$5,00/US\$ e estabelecido um novo pico histórico em R\$5,25/US\$ (9,2% mais fraco em relação ao fechamento da última sexta-feira) no momento mais tenso. Incertezas derivadas da pandemia do coronavírus, preocupação com a (o que pareceu ser à primeira vista) falta de coordenação inicial demonstrada pelas autoridades públicas para lidar com a crise de saúde e desconforto com a possibilidade de redução agressiva da taxa de juros pelo BC na última quarta-feira foram as possíveis causas deste movimento, em nossa opinião. As intervenções feitas pelo BC proveram liquidez ao mercado e ajudaram a frear uma desvalorização ainda maior (e, provavelmente, disfuncional). A autoridade monetária vendeu US\$ 1,1 bilhão no mercado à vista e outros US\$ 6,0 bilhões por meio de leilões de venda com compromisso de recompra. Adicionalmente, em linha com a declarada intenção de fazer uso de todas as alternativas possíveis para garantir a normalidade do funcionamento do mercado cambial, o BC também anunciou que conduzirá operações de recompra de títulos soberanos denominados em dólar com compromisso de revenda junto às instituições financeiras do país com o intuito de injetar mais liquidez no sistema. De acordo com a autoridade monetária, estas operações poderão chegar a US\$ 31 bilhões.

Dada a escolha feita pelos membros do Copom por um corte de 0,5 ponto percentual – havia um número razoável de agentes econômicos esperando redução de 1,0 ponto percentual na última quarta-feira – e um tom mais cauteloso com relação aos próximos passos, houve uma redução no receio relativo à redução exagerada da meta da taxa Selic, especialmente enquanto há questões fiscais estruturais que ainda precisam ser resolvidas (não nos referimos à elevação temporária nos gastos que será necessária para tratar dos impactos do coronavírus). Este fato, aliado à melhor coordenação das autoridades públicas com relação à condução de medidas para combater a crise de saúde pública e o acordo para uma linha de swap celebrado com o *Federal Reserve* dos EUA (que disponibilizará mais US\$ 60 bilhões ao BC para prover liquidez ao mercado, se necessário) ajudaram a taxa de câmbio a recuar para um patamar de R\$5,03/US\$ (4,2% acima do nível da última sexta-feira, praticamente metade do observado no pior momento desta semana).

Embora as medidas reforcem a percepção de que as autoridades deverão garantir o normal funcionamento do mercado cambial, ninguém pode assegurar que a taxa de câmbio recuará de maneira rápida ou sem sobressaltos. As incertezas referentes à pandemia do coronavírus ainda são elevadas e os impactos sobre a economia brasileira ainda serão observados. Consequentemente, estejamos preparados para uma trajetória (possivelmente e continuamente) acidentada.

## 2) Ambiente Internacional

Desde o fim de janeiro, a economia global vem sofrendo a mais severa deterioração desde a grande crise financeira de 2008/09. Embora nos dados econômicos as evidências sejam ainda incipientes, uma recessão global nos próximos meses já é realidade nos mercados. A inescapável recessão que ocorrerá no primeiro semestre deste ano não será causada por razões inerentes ao ciclo econômico global, cuja fase de expansão durou uma década, mas sim pelo choque da pandemia do Covid-19 (coronavírus). De forma mais específica, a contração na atividade econômica global se dará pelas medidas de contenção da proliferação da doença que, em grande parte do mundo, ainda está em estágio exponencial de contágio.



Governos e bancos centrais ao redor do mundo vêm tomando medidas incisivas para mitigar os impactos econômicos de segunda ordem, mas, pela natureza do choque, pouco podem fazer para evitar uma recessão.

No início deste ano, a epidemia do Covid-19 se iniciou na China e, em um primeiro momento, o choque na economia global parecia circunscrito aos efeitos indiretos na cadeia de produção internacional derivados da paralisação temporária no país asiático. Este cenário de distensão apenas moderada ruiu quando a epidemia se espalhou pelo mundo, de forma ainda mais severa em muitos países (tornando-se uma pandemia). Nas últimas semanas, o Ocidente vem tomando medidas drásticas para diminuir a interação social que, embora positivas para controlar o contágio da doença, terão efeitos negativos expressivos na atividade econômica global. As projeções de crescimento para a China em 2020 já se encontram ao redor de 2,5% (vindo de 6% em 2019), crescimento zero ou levemente negativo nos EUA e recessão severa (entre -1% e -2%) na Zona do Euro. O pior momento para o Ocidente deve ser no segundo trimestre. Porém, como em grande parte do mundo a doença ainda não foi controlada, há ainda muita incerteza acerca da severidade da recessão, do *timing* da recuperação e sua velocidade.

A resposta dos governos e bancos centrais ao choque global tem sido categórica. Do ponto de vista monetário, cortes de grandes magnitudes nas taxas de juros ao redor do mundo foram adotados, liderados pelo banco central americano (Fed) que, em duas reuniões extraordinárias neste mês, cortou o juro base em 1,5 ponto percentual, levando-o a zero. Além disso, foram adotadas medidas de provimento de liquidez a fim de garantir o bom funcionamento dos mercados, em especial o de crédito de curto prazo. Por fim, tanto o Fed quanto o Banco Central Europeu ampliaram de forma massiva seus programas de compra de ativos. No lado fiscal, várias medidas têm sido adotadas, mas a maior expectativa fica por conta do governo americano. A Casa Branca, em conjunto com o Congresso, já anunciou estímulos pontuais ao redor de 0,7% do PIB, mas o presidente Donald Trump trabalha com a líder da câmara Nancy Pelosi para aprovar um pacote de aproximadamente 1 trilhão de dólares (5% do PIB). Na Zona do Euro, as medidas até aqui somam aproximadamente 1,2% do PIB. De forma agregada, o impulso fiscal mundial em 2020 deve ser o maior desde 2009.

### 3) Atividade Econômica

Embora o efeito no crescimento econômico mundial devido a medidas drásticas tomadas por muitos países para combater o surto de coronavírus permaneça incerto, o impacto é claramente muito maior do que o previsto anteriormente. Avaliamos que fatores externos (por exemplo, redução do comércio global, deterioração das condições financeiras e aumento da aversão ao risco) devem reduzir o crescimento do PIB brasileiro em 0,6 p.p. em 2020. Além disso, o Brasil passou a enfrentar também problemas locais à medida que o vírus se estabelece nas maiores cidades do país. Desta forma, para além da piora das condições financeiras em nível local, algumas autoridades brasileiras estão impondo medidas restritivas para mitigar a propagação da doença. Assim, a tendência é que as economias destas cidades sejam duramente atingidas, uma vez que boa parte de seus estabelecimentos devem ser forçados a fechar (parcial ou totalmente).

Em nosso cenário base consideramos que as medidas restritivas serão implementadas apenas nas cidades mais afetadas e por apenas um mês. Neste cenário, esperamos um impacto decorrente de fatores domésticos da ordem de 0,4 p.p. no crescimento do PIB em 2020. Portanto, somados os efeitos externos e domésticos, revisamos nossa projeção de crescimento do PIB para 1,0% para 2020 e 2,0% para 2021 (ante 2,0% e 2,5% projetados anteriormente). Nossa revisão baixista da estimativa para o próximo ano contempla efeitos mais persistentes da crise, particularmente sob uma perspectiva de balanço (ou seja, situação financeira, endividamento). Vale ressaltar que o cenário em relação à disseminação da doença segue bastante incerto e que a experiência internacional até agora mostra que o coronavírus se espalha muito facilmente. Assim, reconhecemos que é provável que as medidas de restrição sejam tomadas em todo o país, agravando o impacto no crescimento do Brasil. Adicionalmente, ressaltamos que a magnitude e duração da pandemia permanecem bastante incertas e que o quadro se modifica rapidamente dia após dia. Logo, a situação requer monitoramento contínuo e futuras revisões deverão ser necessárias dado o desenrolar desta crise.

### 4) Inflação

Acreditamos que as perspectivas de inflação para os anos de 2020 e 2021 permanecem bastante favoráveis, dada a atividade econômica abaixo do potencial, um processo de recuperação lento (possivelmente interrompido pelo impacto do surto de coronavírus) e expectativas inflacionárias bem ancoradas. Isso contrasta com o aumento da taxa de câmbio, cujo repasse é limitado por circunstâncias cíclicas e ofuscado pela atual queda nos preços das commodities. Para 2020, projetamos inflação em 3,0% (meta do Banco Central: 4,00%). Para 2021, esperamos que aumento da inflação para 3,5%, devido, principalmente, a maiores reajustes nos preços administrados no próximo ano, com adiamentos importantes a partir de 2020. Embora agora observemos uma acomodação nos preços da carne após o impacto altista dos preços das proteínas animais no final de 2019, um novo choque após a acomodação da COVID-19, ainda com um impacto incerto, poderia acrescentar risco de alta às estimativas do IPCA para 2020 e 2021 neste item. Por sua vez, os preços da gasolina podem exercer pressão baixista sobre o IPCA neste ano e no próximo. Com a recente queda nos preços internacionais do



petróleo, e nossa hipótese de que eles provavelmente oscilarão em torno de US\$ 45/barril, prevemos impacto de -2% para 2020 e 2021. Seguindo os preços mais baixos das commodities e os efeitos do coronavírus sobre a atividade local, os grupos “Alimentação Fora do Domicílio” e “Serviços” também podem exercer impactos baixistas sobre a inflação (em linhas com os efeitos da greve dos caminhoneiros ocorrida em 2018). Por fim, destacamos nossa expectativa de virtual estabilidade do núcleo de inflação IPCA-EX3 entre 2019 e 2020 (3,0% e 2,9%, respectivamente), confirmando a ausência de pressões inflacionárias pelo lado da demanda.

## 5) Cenário Político e Contas Públicas

Após semanas de discussões entre Congresso e Poder Executivo, especialmente no que diz respeito às negociações sobre o controle das despesas discricionárias do orçamento público, esperamos que ambos os lados cooperem em uma agenda comum no curto prazo. De fato, as preocupações crescentes com a deterioração da saúde pública causada pelo coronavírus (“inimigo comum”) devem falar mais alto, e o senso de urgência no ambiente político representa um incentivo importante para os poderes trabalharem juntos, em nossa opinião. Deste modo, a equipe econômica do governo e os parlamentares devem despende muito tempo e esforço, ao longo das próximas semanas, discutindo medidas de emergência para reduzir o (potencialmente muito severo) choque econômico e mitigar os riscos sistêmicos decorrentes da rápida disseminação da doença.

O Ministério da Economia anunciou, nos últimos dias, medidas para aliviar o impacto econômico da pandemia global no Brasil, tendo como foco os seguintes pilares: (i) manutenção de empregos, sobretudo via provisão de liquidez às companhias – ex: adiamento por três meses do recolhimento do FGTS e da parte da União no “Simples”, que abrange pequenas e médias empresas; expansão de linhas de crédito para os negócios de menor porte; permissão para as empresas suspenderem temporariamente os contratos de trabalho, reduzindo jornada e remuneração equivalente em até 50%; (ii) expansão da rede de proteção social (aos mais vulneráveis) – ex: inclusão de 1 milhão de famílias no programa assistencial “Bolsa Família”; transferência de recursos não sacados do PIS-PASEP para o FGTS, viabilizando outros saques imediatos; antecipação da primeira e segunda parcelas do 13º salário de aposentados e pensionistas; antecipação do pagamento de abono salarial, que atinge trabalhadores formais; distribuição de *vouchers* (R\$ 200 mensais) a trabalhadores do setor informal pertencentes aos menores estratos de renda; e (iii) maior volume de recursos disponibilizados ao Ministério da Saúde para combate ao surto de coronavírus propriamente dito.

Para ganhar flexibilidade na gestão orçamentária, o governo federal solicitou ao Congresso a declaração de estado de calamidade pública no Brasil (até 31 de dezembro deste ano). Após aprovação dos congressistas, a medida permitirá ao governo suspender a meta de déficit primário estabelecida para 2020, bem como a exigência de contingenciamento de recursos para o cumprimento desta regra fiscal. Por ora, estimamos um déficit primário na ordem de R\$ 150 bilhões para o governo central este ano, mas reconhecemos que os riscos estão bastante enviesados no sentido de um déficit maior. Nossa expectativa anterior (-R\$ 105 bilhões) foi revisada devido a três principais fatores: (i) menor crescimento do PIB (de 2% para 1%, reduzindo as receitas tributárias em R\$ 14,5 bilhões, de acordo com nossas estimativas); (ii) queda significativa dos preços internacionais de petróleo (com base na média anual, de cerca de US\$ 60/barril para aproximadamente US\$ 45/barril, diminuindo os pagamentos de *royalties* e participações especiais à União em quase R\$ 6 bilhões, já descontada a compensação parcial oriunda da depreciação da taxa de câmbio); e (iii) medidas econômicas de alívio temporário - já anunciadas pelo Ministério da Economia - com impacto nos gastos primários em cerca de R\$ 25 bilhões. Como existem nítidos riscos baixistas para as nossas projeções, tanto de crescimento econômico quanto de preços de petróleo, combinados a uma expectativa de acentuada expansão adicional das despesas para combater a pandemia e diminuir seus impactos sobre a atividade local (especialmente após a aprovação do estado de calamidade), o déficit primário em 2020 poderá ser muito superior à nossa estimativa atual.

Neste sentido, vale ressaltar que o governo brasileiro tem flexibilidade para requerer créditos extraordinários e ampliar despesas (mediante aprovação do Congresso) sem violar a regra constitucional do teto de gastos, haja vista a caracterização do atual cenário – de emergência pública. De fato, a equipe econômica tem enfatizado a necessidade de preservação do teto de gastos, que consiste na âncora fiscal mais importante da economia brasileira, em nossa avaliação. Em outras palavras, o fortalecimento desta regra compreende um sinal crível de comprometimento do governo com a trajetória de consolidação fiscal no médio prazo, o que evita uma deterioração ainda mais aguda das condições financeiras e do sentimento econômico. Por fim, ainda esperamos a continuidade da agenda de reformas este ano, ainda que a um ritmo mais lento - nosso cenário-base contempla a aprovação de um “pacote fiscal emergencial” destinado à contenção das despesas obrigatórias em 2020, o que garantiria o cumprimento da regra do teto até (pelo menos) 2024, segundo nossos cálculos, bem como a abertura de espaço orçamentário para expansão dos investimentos públicos nos próximos anos. No entanto, reconhecemos que o balanço de riscos para a execução da agenda reformista do governo piorou no curto prazo.



## 6) Política Monetária

O Copom (Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil) - decidiu nesta semana pela redução da taxa básica de juros em 50 pb (contra um corte de 25 pb na reunião anterior), levando a taxa Selic a um novo mínimo histórico, de 3,75%. Mesmo em meio a uma grande volatilidade de mercado e alta dispersão das projeções de analistas, este resultado era amplamente apreçado pela curva de juros e prevista de acordo com a “média” dos analistas (também não fomos surpreendidos). Na orientação dos próximos passos (*forward guidance*), o Copom indica que “a atual conjuntura prescreve cautela na condução da política monetária, e neste momento vê como adequada a manutenção da taxa Selic em seu novo patamar”. No entanto, em meio a uma elevada incerteza, a autoridade não fecha completamente as portas para um eventual ajuste à frente, dado que “o Comitê reconhece que se elevou a variância do seu balanço de riscos e novas informações sobre a conjuntura econômica serão essenciais para definir seus próximos passos”. Não há dúvida de que o choque do coronavírus (altamente imprevisível, *ex-ante*) está por trás da revisão do plano de voo por parte de um banco central que apontava para o final do ciclo de flexibilização cerca de 45 dias antes. De fato, o Banco Central (BC) reconhece que, embora os dados sobre “atividade econômica divulgados desde a última reunião do Copom vinham em linha com o processo de recuperação gradual da economia brasileira”, os números mais recentes “ainda não refletem os impactos da pandemia de COVID-19 na economia brasileira”.

Na esteira deste choque externo brutal e de sua crescente disseminação, as condições globais são vistas em inversão de tendência, revertendo o que se mostrava como um quadro construtivo para os mercados emergentes (como o Brasil), na visão do BC. Segundo a autoridade, “o ambiente para as economias emergentes tornou-se desafiador”, apesar dos estímulos monetários adicionais implementados nas principais economias. O BC cita ainda a desaceleração do crescimento global, a queda nos preços das commodities e a maior volatilidade dos preços dos ativos. O balanço de riscos também se alterou sob a luz dos fatos recentes. No lado deflacionário, o BC se refere à possibilidade de que “um agravamento da pandemia provoque aumento da incerteza e redução da demanda com maior magnitude ou duração do que o estimado”. Na visão do BC, este último fator poderia aumentar as pressões deflacionárias advindas da ociosidade econômica. Do lado inflacionário, o Copom afirma que “o aumento da potência da política monetária, a deterioração do cenário externo ou frustrações em relação à continuidade das reformas podem elevar os prêmios de risco e gerar uma trajetória da inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária”. Este último elemento (i.e., frustração com reformas) é apenas mais uma evidência de que o Copom nota um aumento nos riscos para a política fiscal, o que acreditamos ser também um fator-chave por trás da introdução moderada de estímulo. O banco central enfatiza que “questionamentos sobre a continuidade das reformas e alterações de caráter permanente no processo de ajuste das contas públicas têm o potencial de elevar a taxa de juros estrutural da economia. Nesta situação, relaxamentos monetários adicionais podem tornar-se contraproducentes se resultarem em aperto nas condições financeiras”. Em nossa opinião, esse sinal de alerta pode ser consequência de decisões do Congresso no sentido de elevar despesas obrigatórias, em meio a um cenário aparentemente mais difícil para a execução de reformas estruturais estritamente necessárias para se concluir o processo de consolidação fiscal. De relevância secundária neste momento, mas sempre importante mencionar: as simulações de inflação rodadas pelo BC apontam para IPCA em 3,0% para 2020 (centro da meta: 4,0%) e em 3,6% para 2021 (centro da meta: 3,75%), em um cenário que assume “trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus e taxa de câmbio constante a R\$4,75/US\$”.

A fluidez das condições econômico-financeiras atuais torna hipóteses e estimativas (não apenas do BC, é claro, mas também nossas e do mercado) desatualizadas a cada minuto, de modo que, neste momento, a mensagem mais importante a autoridade parece ser é de que há uma “variância maior do que a usual” no balanço de riscos. O Copom também afirma no comunicado que continuará atuando (dentro de seu mandato) para ajudar a aliviar o impacto do choque do coronavírus na economia brasileira, comprometendo-se a usar o “arsenal de medidas de políticas monetária, cambial e de estabilidade financeira no enfrentamento da crise atual”. Em suma, julgamos como acertada a reação moderada de política monetária por parte do BC, que confirmou nossas expectativas dias antes da reunião. Por um lado, a autoridade monetária reconheceu a natureza deflacionária do surto de coronavírus na economia brasileira. Por outro lado, o Copom levou (a nosso ver, corretamente) em consideração o recente aumento dos riscos fiscais, que poderiam potencialmente tornar o estímulo monetário adicional contraproducente, em caso de uma dose exagerada. Embora o plano de voo atual do Copom seja de manter os juros estáveis, esta ideia pode se alterar em meio a uma rápida deterioração das condições econômicas (e.g., fluxos de notícias sobre a disseminação de restrições à atividade econômica nas maiores cidades do Brasil) e talvez a possibilidade de algum tipo de acerto entre os poderes executivo e legislativo para manter intacto o processo de consolidação fiscal a médio prazo (a se verificar). Mantemos nossa expectativa de um corte na taxa de 25 pb na próxima reunião, com a nossa taxa Selic esperada para o fim deste ano se mantendo em 3,50%. Para o final do próximo ano, projetamos Selic a 4,00%. Supondo que o atual arcabouço de política fiscal siga em vigor (em particular, o teto de gastos), acreditamos que um cenário de taxa de juros “ainda mais baixa por ainda mais tempo” é bastante viável.



## 7) Taxa de Câmbio e Balanço de Pagamentos

Há cerca de um mês, quando publicamos nossa última revisão de cenário (relatório de 14 de fevereiro, “Em rota de recuperação gradual”), a taxa de câmbio girava ao redor de R\$4,35/US\$, patamar substancialmente superior aos R\$4,00/US\$ observados no final de 2019. Em nossa opinião, parte do enfraquecimento podia ser atribuído a dois itens: (i) atraso na agenda de reformas no Congresso e (ii) incertezas advindas do surto de coronavírus, cujos impactos inicialmente pareciam estar limitados à China. Como esperávamos que ambos os fatores fossem revertidos no próximo trimestre, acreditávamos que a taxa de câmbio mostraria algum fortalecimento à frente, terminando o ano ao redor de R\$4,10/US\$ - acima dos R\$4,00/US\$ que projetávamos anteriormente, em virtude da piora ocorrida nos termos de troca. Um mês depois e com o surto tendo se transformado em uma pandemia que tem assolado todas as economias do planeta e fustigado os mercados financeiros impiedosamente, os preços de commodities e ações colapsaram, a aversão a risco subiu drasticamente e o medo de uma recessão global se disseminou. Além disso, surgiram sinais mais fortes de riscos fiscais, tanto pela possibilidade de atrasos na agenda de reformas quanto por discussões que poderiam ter provocado reversão do processo de consolidação fiscal. Como resultado, a taxa de câmbio brasileira rompeu o inédito patamar de R\$5,00/US\$ recentemente.

Assim, chegamos à questão crucial para os próximos meses: Julgamos que estes infortúnios possam ser revertidos em tempo hábil? Nossa resposta é “sim”. Os governos têm lançado um conjunto de medidas fiscais e monetárias para contrabalançar o golpe da pandemia, medidas estas que deverão ter eficácia mais intensa no 2º semestre de 2020, quando esperamos que os confinamentos sejam revertidos gradualmente. Portanto, acreditamos que as cotações de commodities e das ações deverão se recuperar, enquanto o grau de aversão a risco deve recuar. No fronte doméstico, a necessidade de aprovar medidas emergenciais para tratar das consequências do Covid-19 pareceu sinalizar melhora nas relações entre os poderes Executivo e Legislativo, algo que deverá abrir caminho para aprovação de itens da agenda reformista à frente, em nossa opinião. Contudo, acreditamos que os traumas e incertezas do 1º semestre não serão totalmente revertidos em igual período de tempo, que implicará em condições financeiras ao final de 2020 distintas daquelas que imaginávamos que seriam antes da crise surgir. Desta forma, embora melhor do que os níveis que ainda deveremos ver no 1S20, os preços não se recuperarão por completo do seu vale em 2020, mas sim em 2021. Como resultado, revisamos nossa projeção para o final de ano da taxa de câmbio de R\$4,10/US\$ para R\$4,30 em 2020, mas mantivemos a expectativa de que a paridade encerre 2021 em R\$4,00/US\$. Apesar da substancial apreciação frente ao nível atual, projetamos que as taxas médias anuais sejam de R\$4,60/US\$ em 2020 e R\$4,15/US\$ em 2021. Ou seja, esperamos que a maior parte do fortalecimento do Real ocorra do 4º trimestre de 2020 em diante.

Por conta do forte baque que a economia mundial passará neste semestre e do processo gradual de cura no semestre seguinte, avaliamos ser razoável contar também com alguma desaceleração significativa no fluxo de comércio mundial. Da mesma forma, na medida em que a economia mundial voltar a crescer, o comércio internacional deverá também se intensificar. Ademais, se o fluxo de comércio se arrefece, assim também ocorre com preços de commodities (e vice-versa). Assim, os termos de troca do Brasil – que dependem basicamente dos preços de commodities – também deverão piorar à frente antes de começarem a melhorar a partir do segundo semestre, em nossa visão. Portanto, esperamos que as receitas das exportações brasileiras apresentem desempenho em forma de V no período, o que dará silhueta semelhante ao saldo comercial. Contudo, chamamos a atenção do leitor para nossa crença de que a economia brasileira poderá registrar um ritmo econômico mais lento do que se imaginava anteriormente (maiores detalhes na seção de Atividade Econômica), o que significa que as despesas com importações também deverão ser menores do que o calculado anteriormente. Adicionalmente, pensamos que um nível médio mais depreciado da taxa de câmbio deverá ajudar tanto a atenuar a queda nas receitas de importações quanto a desestimular o aumento das despesas de importações, uma combinação que dará ao saldo comercial um formato em V menos inclinado. Em resumo, se antes projetávamos superávits comerciais de US\$ 38,3 bilhões e US\$ 29,6 bilhões para 2020 e 2021, respectivamente, agora calculamos que os resultados deverão ser de US\$ 29,8 bilhões e US\$ 33,6 bilhões para os mesmos períodos. Por fim, mas não menos importante, o crescimento abaixo do previamente esperado e a taxa de câmbio mais fraca do que anteriormente imaginada deverão também ter um impacto significativo nas remessas de lucros e dividendos de companhias baseadas no Brasil para sócios estrangeiros, bem como nas despesas com viagens internacionais de cidadãos brasileiros – que superam em muito as receitas obtidas pelo país com turistas estrangeiros. Consequentemente, imaginamos que haverá redução no déficit em transações correntes para US\$ 36,0 bilhões em 2020 (2,2% do PIB) e depois expansão para US\$ 45,0 bilhões (2,3% do PIB) em 2021. Anteriormente, nossos cálculos indicavam uma expansão do déficit em transações correntes tanto neste ano quanto no próximo (US\$ 56,7 bilhões e US\$ 66,4 bilhões, respectivamente).



## AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Economia Internacional: Na próxima semana, além de acompanhar os casos de coronavírus ao redor do mundo, o foco estará principalmente no congresso americano e no pacote fiscal que sairá de lá. Além disso, as sondagens empresariais (PMIs) referentes a março darão a primeira dimensão do tamanho do estrago da paralisação econômica nas principais economias da Zona do Euro e nos EUA. Todas as medidas de suporte citadas no parágrafo anterior visam aliviar as condições de famílias e empresas impactadas pelo choque do Covid-19, além de sustentar as condições financeiras e o bom funcionamento dos mercados. Porém, dada a natureza impositiva da paralisação de grande parte da atividade econômica global, estas medidas pouco farão para evitar a recessão no segundo trimestre do ano. A expectativa dos *policy makers* é de que, passado o ciclo da doença no mundo, a economia engate uma recuperação rápida, e com um mínimo de sequelas econômicas e financeiras possíveis. Liquidez e impulso fiscal sobrarão na busca por tal objetivo.

Atividade Econômica: Na próxima semana serão divulgados diversos indicadores de atividade econômica referentes ao mês de janeiro (pré-crise do coronavírus). Na terça-feira será divulgada a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), e nossa projeção indica que as vendas no varejo deverão seguir em sua trajetória descendente. Estimamos queda de 1,0% m/m para as vendas do varejo restrito após ajuste sazonal (1,4% a/a) e queda de 1,8% m/m no conceito ampliado, também ajustado sazonalmente (0,1% a/a). Na quarta-feira, estimamos que a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) apresente números melhores com crescimento de 0,6% no mês (2,0% a/a). Finalmente, na quinta-feira, estimamos que o IBC-Br (índice geral de atividade econômica do BCB, *proxy* para o PIB na frequência mensal) consolide os dados de janeiro, registrando alta de 0,5% m/m (1,3% a/a).

Inflação: O IBGE divulgará na próxima quarta-feira (25/03) o IPCA-15 de março. Esperamos aumento de 0,04% em relação a fevereiro, implicando alta de 3,69% em 12 meses. O principal responsável pela tímida variação do IPCA deverá ser o grupo de preços administrados (por exemplo, gasolina, devido aos reajustes negativos promovidos em janeiro e fevereiro, e eletricidade, devido à ausência de taxa adicional normalmente cobrada em períodos secos - a chamada “bandeira verde”).

Contas Externas: Os dados do balanço de pagamento de fevereiro serão divulgados (quarta-feira) e esperamos que os números reforcem nossa avaliação de que a deterioração do saldo em transações correntes cedo deixaria de ser uma fonte de preocupação para os agentes econômicos. De acordo com nossos cálculos, as transações correntes deverão ter registrado um déficit de US\$ 3,5 bilhões no mês passado, que significará – caso nossa projeção se mostre acertada – desequilíbrio de US\$ 52,5 bilhões nos últimos 12 meses encerrados em fevereiro 2020 (-2,9% do PIB), aproximadamente o mesmo nível observado em janeiro 2020 (déficit de US\$ 52,3 bilhões). Ou seja, após o desequilíbrio de dois dígitos observados no início do ano - que foi altamente afetado pela sazonalidade no pagamento de juros e remessas de lucros, além da importação “virtual” de uma plataforma de petróleo devido a ajustes contábeis - o déficit em transações correntes deverá ter retornado a um patamar compatível com o que prevíamos anteriormente para o ano como um todo (-US\$ 56,7 bilhões ou -3,2% do PIB). Acreditávamos que o pequeno aumento frente ao resultado de 2019 (-US\$ 49,5 bilhões ou -2,7% do PIB) seria suficiente para reduzir temores quanto à sustentabilidade do balanço de pagamentos brasileiro.



## 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.