

As autoridades contra-atacam (... aos efeitos do coronavírus)

- O mercado de juros local acalmou-se nesta semana, requerendo menores intervenções do Tesouro Nacional. Porém, a inclinação da curva atingiu novas máximas, com prêmio de risco aparentemente indicando preocupações fiscais, dada a expansão do orçamento necessária para combater os efeitos da epidemia de Covid-19. Quanto mais discricionário e direcionado for o estímulo, melhores serão as condições para uma recuperação posterior, em nossa visão.
- Os mercados globais seguem divididos: de um lado, a ainda ascendente curva de novos casos de Covid-19 no Ocidente e dados econômicos abismais; de outro lado, o suporte sem precedentes vindo dos governos e bancos centrais. Nesta semana, a segunda força prevaleceu, gerando melhora no apetite por risco. De fato, além de mais um grande movimento do Fed para ampliar a liquidez do sistema, o congresso americano aprovou um pacote fiscal no valor de 2 trilhões de dólares (9,5% do PIB). Do lado negativo, os primeiros dados relevantes de atividade econômica referentes a março mostraram piores recordes nos EUA e na Zona do Euro, dando a dimensão da severidade da parada súbita da economia global.
- Nesta semana, o Banco Central (BC) deu forte sinalização sobre sua disponibilidade para apoiar a economia e o sistema financeiro, à medida que o impacto do surto de Covid-19 se propaga pela economia - provavelmente de forma deflacionária (em nossa opinião e na do BC). Em uma frente, o BC tomou (preventivamente) medidas regulatórias e macro-prudenciais, com intuito de manter o bom funcionamento do sistema financeiro e de fornecer liquidez aos mercados. No âmbito da política monetária, acreditamos que o BC deverá introduzir um pouco mais de estímulo via corte(s) moderado(s) na taxa Selic. A cautela se justifica porque, se de um lado há pressões liquidamente deflacionárias na economia em decorrência do surto, de outro há que se considerar eventos importantes nos mecanismos de transmissão (principalmente, o comportamento da curva de juros). Nosso cenário base continua projetando um novo corte de juros de 0,25 p.p., com nossa previsão de taxa Selic no final do ano mantida em 3,50%. Ainda vemos os crescentes riscos fiscais para o médio prazo como um fator limitante para uma ação muito mais intensa no lado da política monetária.
- Com o objetivo de reduzir os impactos do Covid-19 na economia brasileira, outras medidas emergenciais foram anunciadas nesta semana. No lado fiscal, a Câmara dos Deputados aprovou o pagamento de um auxílio temporário mensal (R\$ 600,00 por três meses) a trabalhadores informais e autônomos, microempreendedores individuais e desempregados pertencentes a famílias de baixa renda. De acordo com estimativas preliminares, esta medida custará aproximadamente R\$ 50 bilhões ao governo central em 2020.
- Os dados da atividade econômica de janeiro divulgados nesta semana confirmaram a tendência de recuperação gradual esperada por nós. Entretanto, esses dados são pré-crise do coronavírus no país e, portanto, pouco auxiliam na análise do crescimento do PIB brasileiro em 2020. Por outro lado, também foram divulgados os primeiros indicadores referentes ao mês de março, os quais mostraram que a economia brasileira será, provavelmente, duramente atingida pelo surto.
- O IPCA-15 de março apresentou o menor resultado do mês desde o início do Plano Real (1994): + 0,02%, consistente com + 3,67% nos últimos 12 meses. Após o impacto crescente, mas ainda incerto, do coronavírus na economia brasileira, acreditamos cada vez mais que nossas previsões de IPCA para 2020 e 2021 - de 3,0% e 3,5%, respectivamente -, tendem a ter viés baixista, supondo que o atual arcabouço fiscal se mantenha inalterado.
- Apesar do aumento no déficit em transações correntes em fevereiro (acumulado em doze meses, subiu de 2,7% em dez/19 para 2,9% em fev/20), mantemos a avaliação de que este assunto deixará de ser fonte de preocupação para os agentes econômicos neste ano, após uma provável queda nas importações (bem como na remessa de lucros e dividendos), na esteira do impacto do surto de coronavírus na demanda doméstica (particularmente nos investimentos). Os dados da balança comercial de mar/20 programados



para vir a público na próxima quarta-feira deverão revelar um balanço positivo em nossa opinião (estimamos um superávit comercial de US\$3,6 bilhões).

- **As contas do setor público em fevereiro – a serem divulgadas na próxima semana – não serão muito úteis para a avaliação da dinâmica da política fiscal brasileira este ano. O governo deverá anunciar outro grande conjunto de medidas fiscais emergenciais nas próximas semanas, com o intuito de aliviar o choque econômico (potencialmente enorme) causado pela disseminação do coronavírus no Brasil, levando o déficit primário da administração pública a aumentar muito mais do que o inicialmente previsto. Esperamos que esta expansão fiscal seja temporária, preservando o arranjo institucional vigente, com destaque à regra constitucional do teto de gastos.**

1) Comentários de Mercado

Taxas de Juros: A dinâmica dos preços no mercado de juros segue turbulenta, apesar de menos do que na semana passada. A pressão de liquidação forçada de posições parece ter diminuído, com o Tesouro Nacional recomprando apenas R\$ 2 bilhões em títulos da dívida pública (a intervenção no mês totaliza R\$ 33 bilhões). Os juros longos atingiram novas máximas de fechamento no dia 23 (com o DI Jan/27 fechando a 9,87%), antes de caírem fortemente ao longo da semana - menos, porém, do que a parte intermediária da curva, resultando em uma inclinação mais alta. Até o fechamento de 26 de março, os DIs Jan/22, Jan/23 e Jan/27 cederam, respectivamente, 141 pb, 149 pb e 137 pb. O diferencial Jan/23-Jan/27 subiu a 208 pb, uma nova máxima em muitos anos. A ponta curta da curva de DI segue precificando um novo corte (de cerca de 30 pb) na Selic em maio, mas o prêmio de risco segue elevado nos vencimentos mais longos. Seguimos preferindo posições aplicadas em vencimentos mais curtos que Jan/22, dado nosso cenário de inflação baixa, Selic sem altas por um longo período e alta incerteza sobre como a crise pode danificar o atual arcabouço fiscal.

Taxa de Câmbio: A dinâmica do mercado cambial no Brasil “melhorou” um pouco com um certo arrefecimento na aversão ao risco internacional, o que se deu, principalmente, em função do pacote fiscal norte-americano destinado a socorrer as famílias e empresas daquele país. Após reveses iniciais – o pacote de medidas foi rejeitado pelos senadores democratas em duas ocasiões – os congressistas norte-americanos finalmente concordaram com a iniciativa da administração Trump de lançar um pacote de US\$ 2 trilhões para socorrer a economia daquele país, algo que, juntamente ao ousado anúncio feito pelo Fed – a autoridade monetária norte-americana lançou um programa de recompra de ativos financeiros (inclusive títulos corporativos) sem prazo determinado para acabar – e aos sinais emitidos por governos dos principais blocos/economias garantindo a provisão de liquidez adicional para socorrer suas regiões, levou o Real a recuar de suas máximas históricas. Como resultado, a taxa de câmbio brasileiro negociou abaixo da simbólica barreira de R\$ 5,00/US\$, não obstante o noticiário negativo relacionado ao impacto econômico da Covid-19 – índices de confiança sofreram quedas importantes e dados do mercado de trabalho nos EUA revelaram números bastante desoladores. No momento em que este texto era escrito, a taxa de câmbio já havia retornado ao patamar de R\$ 5,10/US\$. Em nossa visão, os agentes econômicos deverão permanecer focados nos desdobramentos da pandemia e, conseqüentemente, a moeda brasileira continuará sujeita a um ambiente bastante volátil, a despeito do lançamento de medidas contra cíclicas tanto pelas autoridades locais quanto internacionais.

2) Ambiente Internacional

Mais uma semana volátil nos mercados globais refletindo, de um lado, a ainda ascendente curva de novos casos do Covid-19 nos países ocidentais e a severa deterioração econômica causada pelas medidas de distanciamento social e, do outro lado, as políticas de apoio que os bancos centrais e os governos em geral continuam a entregar. Em relação a estas, o destaque da semana ficou por conta dos EUA onde, no início da semana, o banco central (Fed) anunciou medidas adicionais de crédito e, principalmente, eliminou qualquer tipo de número preciso acerca do total de compra de ativos que realizará durante o período de crise (o montante de US\$ 700 milhões havia sido anunciado há menos de duas semanas). O Fed anunciou que comprará ativos (*treasuries* e MBS) “na quantidade necessária para suportar o bom funcionamento dos mercados e a efetiva transmissão da política monetária para as condições financeiras”. Isso implica que não haverá amarras na quantidade total e no ritmo de compras a serem feitas diariamente daqui em diante.

No legislativo (plano fiscal), apesar da Alemanha também ter anunciado um pacote fiscal no valor de 2,2% do PIB, o destaque mais uma vez veio dos EUA: o congresso americano aprovou um pacote de US\$ 2 trilhões (9,5% do PIB) para mitigar os impactos da paralização abrupta da economia. O pacote engloba diversas medidas como suporte para pequenas empresas, transferência direta para famílias, aumento do seguro desemprego, adiamento de impostos, capital e garantia para empréstimos além de ajuda para estados e aumento de gastos diretos com saúde e outros programas governamentais. Tanto do lado monetário quanto do lado fiscal, a principal economia do mundo dá passos sem precedentes para mitigar os efeitos da atual crise.



Em termos de atividade econômica corrente, esta semana foram divulgados os primeiros dados relevantes fora da China (referentes a março) e eles dão a dimensão do impacto que as medidas de distanciamento social estão tendo nas principais economias do mundo. Na Zona do Euro, as sondagens empresariais (PMIs) mostraram a pior contração no setor de serviços na história da medição, caindo de 52,6 para 28,4 (50 é a neutralidade). O setor de manufatura mostrou queda mais moderada (de 49,2 para 44,8). As confianças do consumidor (GfK) e das empresas (IFO) na Alemanha foram para níveis similares ao pior momento da crise de 2008 enquanto na França a confiança (Insee) também caiu significativamente, porém ficando ainda longe dos patamares da última crise. Nos EUA, o que mais chamou a atenção foi o número de pedidos de seguro desemprego, que subiu na semana anterior de 281 mil para 3,3 milhões, cinco vezes acima do pior momento da história até então. Estes dados ao redor do mundo ilustram bem as implicações de um “shutdown” econômico total.

3) Política Monetária

O Banco Central do Brasil (BC) publicou no início desta semana a ata da reunião do Copom da semana passada, ocasião em que a autoridade cortou a taxa Selic em 0,50 p.p. para 3,75%, uma nova mínima histórica. Na avaliação do cenário, o BC continua vendo a inflação subjacente “em níveis compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária”. A atividade era vista em tendência de recuperação gradual, conforme o esperado, antes do surto do novo coronavírus. Os dados observados antes deste choque são vistos com “pouca relevância para a análise prospectiva”. Também se acreditava que o hiato do produto estivesse em fechamento gradual antes da crise, segundo o BC. Mas esta situação mudou: na opinião da autoridade, “o grau de ociosidade mensurado ficou defasado” (par. 11 e 12). O BC também traz uma avaliação detalhada do contexto global e do impacto do Covid-19 no Brasil (par. # 13), observando uma rápida mudança no ambiente internacional para os países emergentes. O ambiente rapidamente passou de “favorável para desafiador”, na esteira de uma maior aversão ao risco e aperto pronunciado das condições financeiras. Segundo o BC, “(...) As medidas fiscais e monetárias adotadas pelas principais economias tendem a mitigar apenas uma pequena parcela desses efeitos”. A ata também revela discussões internas sobre os possíveis efeitos da pandemia na economia brasileira e nas perspectivas para a inflação (par. 14 e 15). O comitê refere-se a três canais de transmissão: (1) um choque de oferta, devido à “interrupção das cadeias produtivas”, visto como de “pouca importância quantitativa”, dada o grau de fechamento da economia brasileira e, conseqüentemente, a baixa interconexão com as cadeias globais de produção; (2) um choque nos custos de produção, acompanhando os preços mais baixos das commodities e a taxa de câmbio mais fraca, gerando um “forte impacto desinflacionário no curto prazo”, mas cuja “importância deve ser relativizada” para horizontes mais longos, dada a volatilidade dos custos de matérias-primas em moeda local; (3) escassez de demanda, causada por “aumento da incerteza e das restrições impostas pela pandemia”, que podem ser substanciais e bastante significativas no horizonte relevante para a política monetária, segundo o Copom. Estes pontos ressaltam a avaliação de que o choque do Covid-19 é de natureza desinflacionária no Brasil.

Em termos de orientação futura de política monetária, o BC destaca que “(...) De acordo com simulações apresentadas na reunião do Copom (...) seria necessária uma redução da taxa básica de juros superior a 0,50 ponto percentual” para compensar o impacto da demanda mencionado acima. A questão que naturalmente surge: então por que o BC não agiu de forma mais agressiva? Na opinião do comitê, um movimento mais intenso (ou seja, superior a 0,50 p.p.) poderia “tornar-se contraproducente e resultar em apertos nas condições financeiras, com resultado líquido oposto ao desejado” (par. # 17). De fato, o BC acredita que um cenário de “deterioração do cenário externo, com frustrações em relação à continuidade das reformas e possíveis alterações de caráter permanente no processo de ajuste das contas públicas, pode ameaçar a queda dos juros estruturais observada nos últimos anos” (par. # 16). Em outras palavras, os riscos de deterioração fiscal em meio a um cenário global turbulento podem colocar pressão ascendente na taxa de juros neutra (ou estrutural), de acordo com a visão do BC, piorando o balanço de riscos para a inflação e reduzindo o espaço teórico para maiores cortes de juros.

Ainda que o Copom siga sinalizando, ao menos por ora, um plano de voo sem cortes de juros iminentes (a se julgar pela indicação de que “(...) Com base nas informações disponíveis até o momento, o Comitê vê como adequada a manutenção da taxa Selic em seu novo patamar”), a autoridade continua manter porta aberta para uma mudança de planos. De acordo com o BC, “novas informações sobre a conjuntura econômica serão essenciais para definir seus próximos passos”. Em meio a discussões de mercado sobre a eficácia de cortes de juros em uma situação de paralisações na economia brasileira, o BC afirma que um estímulo adicional é eficaz no sentido de “acelerar a recuperação econômica, quando as restrições impostas pela pandemia começarem a arrefecer” (parágrafo 18). É importante ressaltar que o Copom esclarece que “a maior variância no balanço de riscos não necessariamente implica gradualismo na condução da política monetária, mas que a magnitude das próximas decisões de política monetária esteja sujeita a maior incerteza” (parágrafo 19). Este parágrafo parece enfático sobre a possibilidade de novos cortes de juros adiante. Ainda assim, movimentos futuros dependerão de condições favoráveis no mercado local e uma perspectiva fiscal menos nebulosa para o médio prazo. Em geral, a mensagem transmitida pelo Copom parece ser de que novos cortes (moderados) ainda são possíveis no futuro próximo.



O anúncio da ata do Copom na segunda-feira foi complementado com uma entrevista coletiva do presidente do Banco Central Roberto Campos Neto. Na ocasião, a autoridade anunciou, listou e quantificou medidas tomadas no âmbito regulatório e macro-prudencial no sentido de manter o bom funcionamento do mercado e sistema financeiro. Essa resposta robusta e eficaz do BC aos impactos locais (econômicos, financeiros) do surto do novo coronavírus inclui uma série de iniciativas que visam fornecer liquidez aos mercados. O BC estima um efeito total de cerca de R\$ 1,2 trilhão. Esses esforços devem ser vistos como ações complementares às ferramentas usuais de política monetária (leia-se taxa de juros) já utilizadas para atenuar os efeitos do vírus na economia brasileira.

Ainda nesta semana, o BC publicou o relatório trimestral de inflação do 1T20, completando o conjunto de comunicações formais recentes da autoridade monetária. Em meio ao que o BC entende como uma incerteza maior do que o habitual, com os efeitos macro do Covid-19, uma das principais atrações do relatório - as simulações de inflação - acabou situando-se em segundo plano desta vez. Na entrevista coletiva, a diretoria do BC enfatizou o maior papel desempenhado pelo balanço de riscos (ou seja, a distribuição da probabilidade para possíveis resultados da inflação no horizonte relevante) em relação ao cenário básico e as simulações apresentadas (i.e. estimativas pontuais de inflação para alguns poucos cenários), quando se pensa na determinação dos próximos passos do Copom. Com este aspecto em mente, os números do BC apontam inflação abaixo da meta central para este ano e o próximo (os horizontes focais da política monetária). Nos cenários observados com maior atenção pela autoridade na conjuntura atual (de acordo com o que foi dito na entrevista coletiva), assumindo taxa de câmbio estável em 4,75 até o final de 2022, o BC simula inflação do IPCA em 3,0% (2020), 3,6% (2021) e 3,8% (2022), ao assumir a taxa Selic estável em 4,25%. Assumindo uma trajetória de taxa Selic de acordo com as previsões medianas dos economistas (3,75% para o final de 2020, 5,25% para o final de 2021 e 6,00% para o final de 2022), o BC simula o IPCA em 3,0% (2020), 3,6% (2021) e 3,5% (2022). Em suma, os números em si poderiam sugerir espaço limitado para o BC reduzir a taxa Selic em um cenário de câmbio e PIB estáveis (este último em nível). Especialmente porque a autoridade monetária seguirá vendo seu horizonte relevante migrando para o final de 2021, no qual a diferença entre a inflação projetada e a meta central é mais estreita. No entanto, o fato de que o PIB deverá ser revisto para baixo e que o balanço de riscos continuará evoluindo com viés (liquidamente) desinflacionário, o espaço teórico (indicado pelo equilíbrio demanda e oferta) para novos estímulos via juros provavelmente aumentará no futuro.

Uma outra atração usual do relatório de inflação são os estudos do BC sobre temas relevantes no momento, os chamados boxes. Um dos principais estudos trata do surto de Covid-19, mostrando a rápida deterioração e maior dispersão das projeções de PIB logo após o surto, em meio a uma grande dificuldade de se estimar os seus impactos. Em um box focado em inflação, cálculos do BC mostram que choques de oferta - principalmente nos preços das proteínas - adicionaram 1,2 p.p. ao resultado cheio do IPCA em 2019 (4,31%, contra meta de 4,25%). Um estudo complementar a este indica um repasse mais rápido e intenso do que o habitual nos preços de carnes no atacado, que ocorreram em apenas um mês em dezembro do ano passado, implicando uma antecipação para 2019 de (parte de) pressões inflacionárias previstas originalmente para 2020. Há também estudos direcionados a parte de política monetária: um novo índice de condições financeiras desenvolvido pelo BC aprimora as projeções de atividade econômica, sendo que a recente tendência de deterioração nesse índice é claramente um mau presságio para a atividade econômica adiante. Outro box discute evidências econométricas sobre o aumento da potência da política monetária, tanto por meio de uma maior sensibilidade dos empréstimos livres a mudanças na taxa de juros básica, quanto a partir de um modelo semi-estrutural que aponta para um maior efeito de variações da taxa Selic na inflação. Ainda assim, a discussão sobre o aumento na potência da política monetária - que anteriormente implicaria em quão forte a economia reagiria aos estímulos aplicados anteriormente - deve ficar em suspenso por algum tempo, pelo menos até que a crise da saúde desencadeada pelo coronavírus se encerre.

4) Medidas Econômicas

Com o objetivo de reduzir os impactos do Covid-19 na economia brasileira, governo e parlamentares trabalharam em outras medidas emergenciais ao longo desta semana. No lado fiscal, por exemplo, a Câmara dos Deputados aprovou (quinta-feira, 26/03) o pagamento de um auxílio temporário mensal a trabalhadores informais e autônomos, microempreendedores individuais e desempregados pertencentes a famílias de baixa renda. O valor do chamado *voucher* (transferência direta), que poderá ser recebido por três meses, subiu de R\$ 200,00 - conforme inicialmente proposto pelo governo federal - para R\$ 600,00. As mulheres provedoras de família poderão receber o equivalente a dois benefícios, ou seja, R\$ 1.200,00 mensais. De acordo com estimativas preliminares, esta medida custará ao governo central aproximadamente R\$ 50 bilhões em 2020. O texto agora precisa ser aprovado no Senado Federal, o que deverá ocorrer no começo da próxima semana.

A equipe econômica do governo continuará elaborando novas medidas de alívio, com foco na manutenção de empregos e provisão de liquidez às empresas. Neste sentido, esperamos o anúncio, nos próximos dias, de um pacote de medidas para flexibilização das relações trabalhistas, que deverá incluir pagamentos compensatórios a (i) trabalhadores que tiverem



redução de jornada e salário (em até 50% na maioria dos segmentos, podendo atingir 65% nos casos dos setores mais severamente atingidos pela crise, tais como bares e restaurantes) e (ii) trabalhadores que tiverem seus contratos empregatícios temporariamente suspensos (em até dois meses). Além disso, o governo pretende contribuir para a expansão de linhas de crédito, por meio de bancos públicos e privados, a empresas de pequeno e médio porte, inclusive condicionando este apoio (em alguns casos) à preservação de postos de trabalho.

5) Atividade Econômica

Nesta semana, foram divulgados diversos dados de atividade econômica referentes a janeiro de 2020. Na terça-feira (24 de março), a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE apresentou dados que confirmaram a perspectiva de continuidade do processo de desaceleração do comércio varejista em vigor desde novembro do ano passado. As vendas do varejo restrito caíram 1,0% m/m na comparação com dezembro após ajuste sazonal (a.s.), em linha com a nossa estimativa (-1,0% m/m a.s.) e abaixo do consenso do mercado (-0,4% a.s.). Na comparação com o mesmo mês de 2019 as vendas cresceram 1,4% a/a.

Ainda no que tange as vendas do varejo restrito, ressaltamos a desaceleração do crescimento trimestral do trimestre findado em janeiro para 0,0% t/t a.s. em relação ao crescimento de 0,8% t/t a.s. no 4º trimestre de 2019. Na nossa avaliação, essa desaceleração das vendas no varejo observada em janeiro era amplamente esperada, uma vez que o estímulo temporário advindo do aumento da renda devido a liberação de recursos do FGTS se concentrou no 4º trimestre do ano passado e, portanto, não se faz mais presente. Neste contexto, destacamos dentre as categorias “Móveis e Eletrodomésticos” e “Materiais para Escritório” (inclui computadores, *notebooks* e celulares), categorias bastante sensíveis ao aumento temporário da renda e que registraram queda de 1,9% m/m a.s. e 1,6% m/m a.s. respectivamente em janeiro.

Quanto ao conceito ampliado, que inclui vendas de materiais de construção, veículos e autopeças, houve alta de 0,6% m/m a.s., bem acima da nossa projeção (-1,8% m/m a.s.) e do consenso do mercado (-0,5% m/m a.s.). Em relação a janeiro de 2019, o varejo ampliado registrou alta de 3,5% a/a e na comparação trimestral registrou queda de 0,2% t/t a.s. (trimestre findado em janeiro). O resultado positivo na margem foi uma grande surpresa pois havia a expectativa (confirmada) de queda das vendas do varejo restrito e também da categoria “Veículos, partes e peças” por conta dos fracos indicadores coincidentes divulgados previamente. Contudo, esta categoria apresentou forte crescimento de 8,5% m/m a.s. sendo assim a principal surpresa da PMC.

Na quarta-feira (25 de março), a Pesquisa Mensal de Serviços do IBGE divulgo que o volume de (parte do) setor de serviços cresceu 0,6% m/m a.s. em janeiro, abaixo de nossa projeção (1,0% m/m a.s.) e em linha com o consenso de mercado (0,5% m/m a.s.). Na comparação com janeiro de 2019 o indicador registrou alta de 1,7% a/a. No que tange a dinâmica trimestral, em janeiro o setor de serviços cresceu 0,7% t/t a.s. abaixo do crescimento de 1,4% t/t a.s. observado em dezembro. Esta tendência de desaceleração, da mesma forma que observamos nas vendas do varejo, está diretamente correlacionada com o fim do estímulo temporário provido pela liberação de recursos do FGTS. Além disso, dentre as categorias destacamos que apenas “Serviços de informação e comunicação” registraram queda na margem (-0,9% m/m a.s.), todas as demais categorias apresentaram crescimento sequencial no mês.

Por fim, a divulgação do IBC-Br (índice de atividade econômica do Banco Central visto como proxy mensal do PIB) consolidou a sequência de dados de atividade econômica para o mês de janeiro ao registrar alta de 0,2% m/m a.s., abaixo da nossa projeção (0,8% m/m a.s.) e do consenso do mercado (0,4% m/m a.s.). Na comparação com janeiro de 2019 a alta foi de 0,7% a/a. Ainda, em relação a dinâmica trimestral sequencial, houve estabilidade (0,0% t/t a.s.) do crescimento no trimestre encerrado em janeiro em comparação com a alta de 0,5% t/t a.s. observada 4º trimestre de 2019.

Contudo, os dados divulgados são pré-crise do coronavírus e, portanto, pouco auxilia na análise da trajetória do crescimento brasileiro em 2020. Assim, mais uma vez, reforçamos que a magnitude e a duração do surto permanecem bastante incertas, logo a situação requer monitoramento contínuo.

Contudo, alguns índices de confiança, os primeiros indicadores referentes ao mês de março, foram divulgados esta semana e indicam o que poderemos enfrentar no(s) próximo(s) (poucos) mês(es). O Índice de Confiança do Consumidor caiu 8,7% m/m a.s., atingindo o menor nível desde janeiro de 2017, ambos os componentes, “Situação Atual” (-5,9% m/m a.s.) e “Expectativa” (-6,9% m/m a.s.) caíram acentuadamente e os detalhes mostram que os consumidores de renda média estão mais preocupados com a perspectiva econômica. Além disso, o Índice de Confiança do Comércio também mostrou forte queda de 11,7% m/m a.s. no mês, entretanto, diferentemente do Índice de Confiança do Consumidor, o componente “Situação Atual” cresceu 1,4% m/m a.s., o que pode ser explicado pela corrida aos produtos essenciais dias antes da decisão das autoridades locais por medidas de confinamento, enquanto o componente “Expectativa” caiu 22,7% - o nível mais baixo desde abril de 2016. Ademais, o Índice de Confiança da Construção registrou queda gradual de 2,2% m/m a.s. e, por último mas não menos importante, o Índice de Confiança da Indústria caiu 3,8% m/m a.s., sendo que o componente “Situação Atual” caiu 2,1% m/m a.s. e o componente “Expectativa” caiu 5,5% m/m a.s..



Vale ressaltar que os índices de confiança de março contemplam apenas alguns dias críticos de confinamento da população devido ao coronavírus, assim esperamos ver números piores em abril. No entanto, embora indiquem claramente um impacto negativo no crescimento econômico nos próximos meses, os dados de confiança são mais voláteis que os dados de atividade real, que podem apresentar resultados mais brandos neste período. Desta forma, é de suma importância continuar monitorando todos os dados a serem divulgados para melhor compreensão do impacto desta crise na economia.

6) Inflação

O IPCA-15 de março registrou um ganho de + 0,02%, menor resultado para março desde o Plano Real (1994). Em termos dessazonalizados, calculamos uma alta de 0,05% m/m, bem abaixo da meta para 2020, traduzida em uma variação mensal (0,33%). Esse valor reduz a variação anual de 4,21% para 3,67% na leitura anterior, abaixo da meta do Banco Central para o final deste ano (+ 4,0%).

Grupos voláteis, como alimentos e combustíveis, pressionaram o IPCA-15 para baixo neste mês. Além disso, os núcleos de inflação permanecem fracos, confirmando a falta de pressões sobre os preços lideradas pela demanda. O IPCA EX3 (composto por bens e serviços cíclicos mais sensíveis às oscilações da política monetária) aumentou 0,25% m/m, com nossos cálculos apontando para um ganho de 0,28% em termos dessazonalizados. Esses resultados mantêm a leitura abaixo de 3% para o ano (em 2,8%) e em 2,9% na média móvel anualizada dos últimos 3 meses. Além disso, Serviços Subjacentes caíram 0,01% m/m, difusão para todos os itens ficou em 46,7% (54,0% s.a., de acordo com nosso cálculo) e difusão ex-alimentos, 43,5% (o que significa 49,9% s.a.). Essas leituras estão muito abaixo de suas médias históricas (em torno de 62%).

Em suma, os dados continuam indicando um cenário tranquilo de inflação, em meio a uma atividade econômica abaixo do potencial e de baixa velocidade, em conjunto com expectativas de inflação ancoradas. Apesar de um possível repasse mais alto para inflação (famoso pass-through) dado o enfraquecimento do real observado nas últimas semanas (supondo que esses níveis permaneçam em vigor por algum tempo), o declínio nos preços das commodities e os riscos negativos da atividade econômica continuam alimentando as expectativas de pressões desinflacionárias líquidas. Vemos um viés de queda para nossas previsões do IPCA para 2020 (3,0%) e 2021 (3,5%), presumindo que o atual quadro fiscal permaneça em vigor (e intacto).

7) Balanço de Pagamentos

Os dados referentes ao déficit em transações correntes (DTC) vieram ligeiramente acima de nossa projeção (estimávamos desequilíbrio de US\$ 3,5 bilhões frente ao resultado efetivo de US\$ 3,9 bilhões), em virtude de desembolsos mais vultosos na rubrica de serviço sobre a dívida externa (pagamento de juros) do que imaginávamos. Como resultado, o DTC subiu para US\$ 52,9 bilhões nos últimos 12 meses encerrados em fev/20 (ou 2,9% do PIB) comparados aos US\$ 49,5 bilhões de desequilíbrio (2,7% do PIB) observados ao final de 2019. Mantemos nossa avaliação de que, logo, o DTC deixará de ser uma fonte de preocupação para os agentes econômicos, na medida em que ficar claro que seu ritmo de deterioração não será tão célere como era imaginado por alguns analistas anteriormente. Em nossa opinião, os componentes do DTC ainda não sinalizaram quaisquer impactos derivados da epidemia do coronavírus, o que significa que as evidências da contração que esperamos que o DTC apresente em 2020 frente a 2019 (de US\$ 49,5 bilhões para US\$ 36,0 bilhões) ainda precisam se materializar. Contudo, a revisão dos números do setor externo apresentada pelo BCB em seu relatório trimestral de inflação indica que não somos os únicos assumindo que o coronavírus deverá fazer com que o DTC se encolha neste ano (o BCB estima que o DTC alcance US\$ 41,0 bilhões em 2020, ou 2,5% do PIB). Além do provável declínio que nós – e um número crescente de analistas – esperamos que o DTC mostre neste ano, é também consensual que, embora mais branda, os investimentos diretos no país (IDP) deverão continuar a ser mais do que suficiente para financiar este hiato (compartilhamos a projeção do BCB de entrada líquida de IDP na casa de US\$ 60 bilhões neste ano), quadro que poderá aliviar a tensão dos agentes econômicos quanto à robustez do balanço de pagamentos brasileiro.

AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Economia Internacional: Na próxima semana, além do acompanhamento habitual dos casos do vírus ao redor do mundo e dos seus desdobramentos políticos, serão divulgados mais dados referentes a março cujas expectativas são as piores possíveis. Nos EUA, teremos a confiança do consumidor (dia 31/3), as sondagens empresariais (ISM) de manufatura (dia 1/4) e serviços (dia 3/4) além do relatório de emprego (dia 3/4). Embora este último seja referente a março, como a coleta de dados foi na semana do dia 12, os efeitos do início do *lockout* devem ser ainda modestos. O grande impacto deve vir no relatório de abril. Na China, as sondagens empresariais de março serão divulgadas nos dias 30 e 31. Por fim, na Zona do Euro teremos a divulgação final dos PMIs de Alemanha e França e a primeira divulgação dos demais países.



Atividade Econômica: Os primeiros indicadores de atividade referentes ao mês de fevereiro (ainda pré-coronavírus) serão conhecidos. A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio (PNAD) será divulgada na terça-feira e esperamos que a taxa de desemprego permaneça estável em 11,5% em termos dessazonalizados (11,7% na série original, acima dos 11,2% registrados em janeiro). Além disso, na quarta-feira, esperamos que a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) apresente queda de 0,2% m/m a.s. da produção industrial brasileira no mês (-2,0% a/a).

Política Fiscal: Na próxima segunda-feira (30 de março), a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) divulgará o resultado primário do governo central em fevereiro de 2020. Estimamos um déficit mensal de R\$ 25,2 bilhões, após o expressivo superávit primário de R\$ 44,1 bilhões registrado em janeiro, o qual decorreu, em grande medida, de fatores atípicos e temporários (por exemplo, forte expansão da arrecadação de imposto de renda e contribuição sobre o lucro líquido após as vendas de ativos realizadas por empresas estatais, além de um ritmo bastante lento de execução das despesas). A ausência de receitas não recorrentes significativas, combinada às maiores transferências da União para os governos regionais (influenciadas justamente pelas receitas atípicas aferidas no mês anterior) são as principais razões por trás da nossa expectativa de um déficit primário do governo central mais pronunciado em fevereiro de 2020, em comparação ao mesmo mês do ano passado (-R\$ 18,2 bilhões). Em relação ao lado da despesa, acreditamos que o ritmo de execução dos gastos primários continuou lento em fevereiro, refletindo as incertezas acerca da gestão do orçamento público em um contexto de maior controle pelo Congresso (primeiro ano de vigência do chamado “orçamento impositivo”).

Por sua vez, o Banco Central do Brasil divulgará as contas fiscais do setor público consolidado em fevereiro - inclui o governo federal, governos regionais e empresas estatais - na próxima terça-feira (31 de março). Esperamos um déficit primário mensal de R\$ 23,2 bilhões, com a seguinte composição: -R\$ 25,9 bilhões para o governo federal; R\$ 2,6 bilhões para estados e municípios; e R\$ 0,1 bilhão para empresas estatais.

Reconhecemos que os dados de fevereiro não serão muito úteis para a avaliação da dinâmica das contas públicas brasileiras em 2020, pois esperamos que o governo anuncie outro grande conjunto de medidas fiscais emergenciais nas próximas semanas, com o objetivo de amenizar o choque econômico (potencialmente enorme) e mitigar os riscos sistêmicos derivados do rápido crescimento do coronavírus no Brasil. Com isso, devemos observar forte elevação do déficit primário no curto prazo. A propósito, esperamos que esta expansão de gastos seja focada no cerne do problema (efeitos da pandemia na saúde pública e na economia), respeitando o arranjo fiscal institucional vigente. Neste sentido, a equipe econômica do governo tem enfatizado a necessidade de preservação da regra constitucional do teto de gastos, que consiste na principal âncora fiscal da economia brasileira, em nossa opinião. Acreditamos que, quanto mais intacto o arcabouço fiscal, mais forte será a recuperação econômica no cenário posterior ao surto de coronavírus no país.

Balança comercial: Com relação às nossas contas externas, exceto por operações relacionadas a importações ou exportações de plataformas de petróleo – nunca se sabe quando elas irão acontecer – a balança comercial de mar/20 deverá ter registrado superávit de US\$ 3,6 bilhões, resultado compatível com nossa projeção de US\$ 29,8 bilhões para o ano como um todo – comparado a US\$ 48,0 bilhões em 2019. Caso nossa estimativa se mostre correta, o saldo comercial deverá ter atingido resultado positivo de US\$ 5,0 bilhões no 1T20; praticamente a metade do resultado observado no 1T19 (US\$ 10,5 bilhões). Entretanto, é importante notar que, quando descontamos as operações de plataformas de extração de petróleo tanto exportadas quanto importadas, esta discrepância interanual entre os primeiros trimestres se mostra mais tímida (US\$ 8,2 bilhões em 2020 frente a US\$ 10,3 bilhões em 2019). Avaliamos que os superávits comerciais deverão ganhar corpo nos próximos meses na medida em que as safras brasileiras — especialmente de soja — comecem a ser embarcadas.

DESTAQUES

Indicador	Projeção	Consenso	Anterior
Resultado Primário do Governo Central (fev/20)	-R\$ 25,2 bilhões	-	R\$ 44,1 bilhões
Resultado Primário do Setor Público (fev/20)	-R\$ 23,2 bilhões	-	R\$ 56,3 bilhões
Produção Industrial (fev/20) – % m/m	0,2%	-	0,9%
Taxa de Desemprego (fev/20) – sem ajuste sazonal	11,7%	-	11,2%
Balança Comercial (mar/20)	US\$ 3,6 bilhões	-	US\$ 3,1 bilhões



Últimas Publicações

Português

- Em Rota de Recuperação Gradual (fev/2020)
- Proposições Macro para 2020 (jan/2020)
- Melhores Perspectivas (dez/2019)
- Dias Melhores Virão (nov/2019)
- Expondo a Raiz do Problema (out/2019)

Inglês

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

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A.. ©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.