

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

## Piora nos mercados em meio a incertezas

- No ambiente internacional, o preço futuro do petróleo negociando em território negativo ilustra o ineditismo dos tempos atuais. Na economia, número de pedidos de seguro desemprego nos EUA já somam 26 milhões desde meados de março e a sondagem empresarial da Zona do Euro aponta para contração recorde da economia no segundo trimestre.
- Em meio a fricções políticas, dúvidas quanto às perspectivas fiscais e chances de uma taxa de juros (ainda) mais baixa, o dólar no Brasil testou o patamar de R\$5,70, encerrando a semana com o pior desempenho entre as principais moedas emergentes (desvalorização de 6,2% frente à última sexta-feira).
- No mercado de juros, as taxas subiram em todos os vértices esta semana – e ainda mais intensamente no trecho mais longo da curva – em função de maiores incertezas no quadro político e menor visibilidade sobre a perspectiva fiscal. Seguimos acreditando que um déficit público elevado no curto prazo e riscos crescentes para a execução de reformas – inclusive fiscais – de médio prazo serão fatores predominantes de pressão na parte longa da estrutura a termo nas próximas semanas e meses. Como resultado, as condições financeiras deverão se manter desfavoráveis para a atividade econômica no curto prazo, apesar da possibilidade de novos cortes de juros pelo Banco Central.
- Em virtude, principalmente, de despesas de viagens menores que o estimado, o saldo em transações correntes foi superavitário em US\$0,9 bilhão em março, superando nossa expectativa. Este dado sinaliza os primeiros impactos da COVID-19 sobre o balanço de pagamentos que, assim como os dados preliminares de abril, apontaram para um declínio significativo nos investimentos diretos líquidos no país.
- Estimamos ligeira alta mensal de 0,03% para o IPCA-15 em abril - dado a ser divulgado na próxima semana. Algumas tendências geradas pela pandemia devem se intensificar, com os preços de combustíveis e alguns bens-duráveis e serviços mostrando deflação. A incerteza inerente ao resultado é elevada, dado que será a primeira leitura com a nova metodologia de coleta de preços de forma não-presencial. Se a nossa estimativa se confirmar, esta deverá ser a última variação positiva em vários meses. Seguimos observando considerável viés baixista para nossa projeção de inflação do IPCA neste ano (2,2%).
- Os resultados fiscais referentes a março – a serem divulgados na próxima semana – devem mostrar um impacto ainda limitado da atual crise sanitária nas contas públicas. No entanto, os números apresentarão piora significativa nos meses seguintes, tendo em vista a expectativa de deterioração aguda da atividade econômica combinada com uma expansão sem precedentes das despesas públicas, com fins de mitigar dos efeitos (sanitários e econômicos) da pandemia.
- Publicamos na última quarta-feira (22/04) um relatório focado na política fiscal brasileira no contexto da crise de saúde pública, no qual apresentamos simulações para cenários alternativos. De acordo com nosso cenário-base atualizado, por exemplo, o déficit primário do setor público chegará a cerca de R\$ 585 bilhões neste ano (-8% do PIB). Com isso, estimamos que a razão dívida pública bruta sobre o PIB saltará 12 p.p. entre 2019 e 2020 (de 75,8% para 87,5%), atingindo o pico em 2022 (em 90,7% do PIB). Como premissa fundamental para as nossas estimativas, consideramos que as despesas emergenciais para combater a pandemia ficarão bastante limitadas a este ano, preservando o arcabouço de consolidação fiscal, em particular a regra constitucional do teto de gastos. Para sustentar esta importante âncora fiscal, o governo precisará acelerar o ritmo de aprovação da agenda de reformas estruturais no pós-crise.
- Também serão divulgados na próxima semana os dados de crédito de março, que poderão refletir algum impacto inicial da crise do coronavírus. Apesar de uma provável expansão do saldo total de crédito bancário na economia, o custo dos empréstimos deve ter sido afetado, refletindo as incertezas do cenário econômico atual.



## 1) Ambiente Internacional

No ambiente internacional, mais uma semana de pouco apetite a risco nos mercados frente ao ainda elevado nível de incerteza que paira sobre a economia global. Em particular nesta semana, chamou a atenção o preço do petróleo (WTI) futuro com vencimento em maio que foi negociado em território negativo no começo da semana. A incapacidade de se estocar a commodity diante de uma queda sem precedentes da demanda gerou este curioso fenômeno que ilustra bem o ineditismo dos tempos atuais. Em relação às curvas de contágio e fatalidades do covid-19, estas se mostraram estáveis na semana, embora em níveis diários ainda elevados ao redor do mundo.

Enquanto vários países começam a discutir estratégias de saída gradual do *lockdown*, cujas tentativas devem se intensificar no próximo mês, os dados econômicos divulgados nesta semana referentes a março e abril seguiram mostrando acentuada deterioração. O número de novos pedidos de seguro desemprego nos EUA caiu pela segunda semana consecutiva mas seguiu em patamar elevado, totalizando 4,4 milhões na semana passada e mais de 26 milhões acumulados desde meados de março. Ainda nos EUA, as vendas de casas novas e existentes caíram em março 15% m/m e 8,5% m/m, respectivamente. Por fim, os pedidos e entregas de bens de capital ficaram praticamente estáveis no mês passado, superando muito as expectativas de quedas acentuadas. No entanto, no mês de abril ambos os relatórios – vendas de casas e ordem das fábricas – devem mostrar pioras significativas.

Na Zona do Euro, o destaque ficou por conta das sondagens empresarias (PMI) referentes a abril. A sondagem da manufatura caiu de 44,5 para 33,6, nível similar àqueles vistos na crise de 2008, enquanto a sondagem de serviços caiu de 26,4 para surpreendentes 11,7. O menor registro antes da atual crise havia sido 39,2, em 2009. Estes patamares indicariam uma contração de 4% no PIB do 2º trimestre que, no entanto, deve ser ainda mais severa do que o PMI sinaliza. Para a Alemanha especificamente, a confiança empresarial (IFO) caiu para o novo pior patamar da série.

## 2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: Apesar do desconforto provocado pelos inusitados preços negativos no mercado futuro de petróleo nos EUA, que aumentou o receio quanto a uma deterioração gigantesca da economia mundial, o noticiário econômico internacional teve pouca influência no mercado cambial brasileiro nesta semana em nossa opinião. Avaliamos que a aguda depreciação do real nos últimos dias foi relacionada, principalmente, ao conjunto desfavorável de eventos domésticos que emergiram recentemente.

Inicialmente, dúvidas sobre a dinâmica das contas públicas após a superação da crise da COVID-19 ganharam fôlego na esteira do anúncio de um programa de recuperação baseado na expansão de gastos públicos (detalhes ainda a serem conhecidos). Um ambiente político mais acalorado também adicionou incerteza quanto ao panorama para as reformas. Finalmente, declarações de membros do Copom sobre o poder da política monetária para lidar com a situação atual foram interpretadas por agentes econômicos como um sinal de que a autoridade monetária poderá reduzir a taxa básica de juros em ritmo mais intenso do que se pensava.

Estes eventos provavelmente deflagraram uma corrida para o dólar, em nossa opinião. Consequentemente, a taxa de câmbio brasileira chegou a superar o patamar de R\$5,70/US\$ (nível mais alto, historicamente), fechando a sexta-feira em R\$5,58/US\$. Na semana, o real foi a moeda com o pior desempenho entre todas as moedas do mundo (um enfraquecimento de 6,2% no período).

Taxas de Juros: A curva de juros local observou forte elevação e inclinação nesta semana, na esteira de tensões políticas e, consequentemente, de uma perspectiva fiscal menos clara. No momento da edição, a ponta curta (próxima ao prazo de um ano) se elevava de 30 a 75 p.b. no acumulado da semana, com as taxas dos contratos futuros de DI para jan/2021 negociando em torno de 3,35%; o segmento mais longo (com prazos superiores a três anos) acumulava 100 a 150 p.b. de alta na semana, com os futuros de DI para jan/2025 negociando em torno de 7,50%. Desta forma, a inclinação da curva (medida pela diferença entre os contratos de jan/2025 e jan/2021) voltou a aumentar, situando-se acima de 410 p.b.. Esta é a maior inclinação desde 24 de março. Na semana passada, este diferencial fechou um pouco acima de 300 p.b..

Em menor medida, o movimento da curva reflete sinais do Banco Central (BC), naquilo que poderia ser (ou ter sido) uma indicação de possível aceleração no ritmo de corte de juros na próxima reunião do Copom, o que pressionou para baixo a parte curta da curva. Os juros no trecho longo podem ter sido sustentados por indicações adicionais da autoridade monetária de que não há planos de intervenções massivas no mercado local de títulos públicos (após o novo mandato temporário concedido pela emenda constitucional do “orçamento de guerra”). Em uma escala maior, talvez, o agudo movimento da curva nesta semana pode ter sido influenciado por um ambiente político mais tensionado, alimentando percepções de incerteza sobre as perspectivas de reformas macroeconômicas e consolidação fiscal após a crise gerada pela pandemia do Covid-19.



Olhando adiante, seguimos acreditando que um déficit público muito elevado no curto prazo (pelo lado da oferta de títulos públicos) e riscos crescentes para a execução de reformas – inclusive fiscais – de médio prazo (pelo lado dos prêmios de risco) serão fatores predominantes de pressão na parte longa da estrutura a termo dos juros nas próximas semanas e meses. Em um mar de incertezas (globais e locais), seguimos enxergando espaço limitado para achatamento da curva de juros local, com chances maiores de movimentos na direção oposta. Desta forma, as condições financeiras mais amplas podem permanecer desfavoráveis para a atividade econômica no curto prazo, apesar da possibilidade de cortes adicionais de juros pelo BC.

### 3) Balanço de Pagamentos

O saldo em transações correntes de março foi superavitário em US\$0,9 bilhões, acima do equilíbrio que imaginávamos para o período. O resultado levou o déficit em transações correntes a US\$49,7 bilhões nos últimos 12 meses encerrados em março (2,8% do PIB). O número é compatível com nossa projeção de déficit anual de US\$50,7 bilhões em 2020 (3,5% do PIB), dando suporte a nossa expectativa de relativa estabilidade para o déficit em transações correntes em termos absolutos quando comparados aos US\$49,5 bilhões registrados em 2019. Contudo, diante do recuo significativo que projetamos que o PIB deverá registrar em dólares, aquele déficit representará um percentual maior deste último.

Com relação aos componentes das transações correntes, vimos que a balança comercial registrou superávit de US\$4,2 bilhões no mês passado, enquanto a conta de serviços registrou déficit de US\$1,8 bilhão – despesas líquidas de turismo alcançaram US\$0,2 bilhão e aluguel de equipamentos somaram US\$1,3 bilhão no período – e a conta de renda primária foi negativa em US\$1,6 bilhão – pagamento de juros de US\$0,8 bilhão e remessas de lucros e dividendos também da ordem de US\$0,8 bilhão. A conta de renda secundária com seu US\$0,1 bilhão completou a lista de componentes. Nos últimos 12 meses encerrados em março, o superávit comercial cresceu marginalmente para US\$39,6 bilhões frente aos US\$36,5 bilhões na publicação anterior, enquanto o déficit em serviços alcançou US\$34,4 bilhões (US\$35,0 bilhões no mês anterior) e o desequilíbrio negativo na renda primária totalizou US\$53,1 bilhões (US\$55,8 bilhões há um mês). Comparando-se aos patamares observados em dez/19 – superávit comercial de US\$40,8 bilhões, déficit em serviços de US\$35,1 bilhões e renda primária negativa em US\$56,1 bilhões – os dados de mar/20 reforçam nossa avaliação de que a dinâmica das transações correntes será definida primordialmente pela trajetória da balança comercial e da renda primária – esta última respondendo basicamente ao encolhimento nas remessas de lucros e dividendos. Em nossa opinião, ambas as forças tendem a se compensar, daí, portanto a expectativa para uma relativa estabilidade no saldo em transações correntes em 2020.

Com relação à conta financeira, o fluxo de investimento direto no país atingiu US\$7,6 bilhões no mês passado, que se traduziu em montante de US\$79,5 bilhões nos últimos 12 meses encerrados em março. Assim, a mais importante fonte de financiamento externo continuou sendo mais do que suficiente para cobrir o hiato registrado pelas transações correntes, quadro que reforça a percepção de que o balanço de pagamentos brasileiro permanece sólido por ora. Contudo, diante das perspectivas de um declínio no volume de investimentos diretos no país devido à crise sanitária e ao ambiente de baixo crescimento brasileiro neste ano, esta “folga” tende a se estreitar em nossa opinião, o que poderá gerar pressão adicional sobre o real. Aliás, dados preliminares para abril fornecidos pelo Banco Central do Brasil mostraram entrada de US\$1,1 bilhão até o dia 22 deste mês, levando a autoridade monetária a projetar entrada de US\$1,5 bilhão para o mês como um todo. Caso seja confirmado, será o menor montante deste jun/19, quando o país recebeu US\$0,6 bilhão em IDP, mas altamente influenciado por revisões conduzidas pelo Banco Central do Brasil na série histórica dos dados. Projetamos que o fluxo anual de IDP deverá recuar para US\$60 bilhões em 2020 frente aos US\$78,6 bilhões no ano passado.

### 4) Inflação

O IPCA-15 de abril será divulgado semana que vem e esperamos uma ligeira alta de 0,03% no mês (2,97% anual). Algumas tendências geradas pela pandemia e já sinalizadas pelo IPCA de março devem se intensificar, pois essa leitura cobrirá um período maior do isolamento social.

Particularmente, destacamos a queda no preço de combustíveis (onde problemas na oferta somam-se a forte queda na demanda), que será uma fonte de pressão negativa para a inflação cheia nesta e nas próximas divulgações. Além disso, alguns itens cíclicos como móveis e eletrônicos (bens-duráveis) e despesas pessoais (serviços) também devem sofrer deflação, tornando possível que até mesmo medidas de núcleo tenham variações negativas.

Vale ressaltar que a alta incerteza gerada pelo coronavírus é ainda maior nesta leitura, porque será a primeira em que o IBGE fez a coleta de preços via telefone/on-line, o que traz dúvidas sobre as projeções.

Sendo assim, acreditamos que esta será a última leitura positiva durante os próximos 3 ou 4 meses, mas é possível que vejamos deflação já nesta divulgação. Portanto, reconhecemos o que o cenário sugere risco para baixo em nossa projeção



de inflação anual (atualmente em 2,20%).

## 5) Política Fiscal

Na próxima quarta-feira (29/04), a Secretaria do Tesouro Nacional publicará as contas fiscais primárias do governo central referentes a março. Esperamos um déficit mensal de R\$ 25,2 bilhões, saldo próximo ao registrado no mês imediatamente anterior (-R\$ 25,9 bilhões). Conforme divulgado pela Receita Federal nesta semana (22/04), a arrecadação tributária federal contraiu 3,3% (em termos reais) na comparação entre março de 2020 e março de 2019 - a segunda queda mensal consecutiva -, apesar de acreditarmos que os efeitos da crise do novo coronavírus sobre as contas públicas ainda foram limitados no último mês. Nos próximos meses, entretanto, devemos observar forte impacto (obviamente negativo) da crise sanitária sobre os cofres públicos. A combinação entre deterioração aguda da atividade econômica e expressivo aumento das despesas do governo com o objetivo de mitigar o impacto econômico da pandemia provavelmente levará a déficits primários mensais superiores a R\$ 100 bilhões entre abril e junho, de acordo com nossas estimativas. Vale ressaltar que o déficit primário do governo central em 2019 totalizou R\$ 95,1 bilhões (-1,3% do PIB).

Por sua vez, o Banco Central divulgará as contas fiscais do setor público consolidado relativas a março - inclui governo federal, governos regionais e empresas estatais - na próxima quinta-feira (30/04). Prevemos um déficit primário mensal de R\$ 26,5 bilhões, com a seguinte composição: -R\$ 26,0 bilhões para o governo federal; -R\$ 0,7 bilhão para estados e municípios; e +R\$ 0,2 bilhão para as empresas estatais.

Neste sentido, publicamos recentemente um relatório focado na política fiscal brasileira no contexto da atual crise de saúde pública (ver nosso estudo *Fiscal Policy During the COVID-19 Crisis: New Challenges, More Risks and the Same Long-Term Goals, April 22, 2020*). Devido ao elevado grau de incerteza nas condições atuais, apresentamos simulações e projeções para cenários alternativos. De acordo com nosso cenário base atualizado, por exemplo, o déficit primário do setor público totalizará cerca de R\$ 585 bilhões (-8% do PIB) neste ano - esperávamos um saldo negativo ligeiramente inferior a R\$ 100 bilhões (-1,3% do PIB) antes da eclosão da crise sanitária no Brasil. Para 2021, prevemos déficit primário de quase R\$ 220 bilhões (-2,9% do PIB). Com isso, vemos a razão entre dívida pública bruta e PIB saltando aproximadamente 12pp entre 2019 e 2020 (de 75,8% para 87,5%), atingindo o pico apenas em 2022 (em 90,7%). Como hipótese fundamental para as nossas análises, consideramos que as despesas emergenciais para combater a crise da COVID-19 ficarão limitadas a 2020, preservando o arcabouço institucional de consolidação fiscal, com destaque ao cumprimento da regra constitucional do teto de gastos. Para sustentar esta âncora fiscal (a mais importante para as contas públicas brasileiras, em nossa opinião), o governo federal precisará acelerar o ritmo de aprovação da agenda de reformas estruturais no cenário pós-crise.

## 6) Mercado de Crédito

Na próxima semana, o Banco Central do Brasil também divulgará dados de crédito de março, o primeiro com impactos iniciais do coronavírus.

Esperamos um aumento geral nos custos de crédito, o que significa taxas de juros mais altas sendo cobradas em todos os segmentos. Por outro lado, períodos de carência concedidos ao pagamento de empréstimos a pessoas físicas e uma maior demanda do setor corporativo, principalmente para capital de giro, devem ter contribuído para o crescimento do saldo total de crédito na economia em março: esperamos expansão de 7,8% na comparação anual (ante 7,5% em fevereiro).

Um aspecto importante a ser observado nos dados de março é a parcela de crédito concedida pelos bancos públicos. Desde 2014, observamos uma mudança na composição do crédito no Brasil, com instituições privadas se transformando nos principais fornecedores dessas concessões. No entanto, com os impactos econômicos do COVID-19, vários setores precisarão de assistência e extensão dos termos de pagamento de empréstimos. O BNDES e o próprio Banco Central já anunciaram várias medidas para suprir parcialmente os recursos para atender a essa demanda.

Consequentemente, com base nos dados de março, é provável que possamos observar como essas iniciativas estão ajudando distintos setores a acessar o mercado de crédito e, talvez, os dados também possam revelar uma maior participação do crédito público em comparação com o cenário observado em fevereiro de 2020.



## AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

**Economia Internacional:** reuniões de política monetária do banco central americano (29/4) e do banco central europeu (30/4); divulgações de PIB dos EUA (29/4) e da Zona do Euro (30/4); confiança do consumidor (27/4) e sondagem empresarial (ISM) (1/5) nos EUA; sondagem empresarial (PMI) na China (29/4).

**Ambiente doméstico:** Além dos indicadores anunciados anteriormente sobre inflação, crédito e números fiscais, na próxima semana a PNAD contínua poderá ser publicada na quinta-feira. Esperamos que a pesquisa revele, caso sua divulgação aconteça, que a taxa de desemprego subiu para 11,5% em março frente a 11,4% em fevereiro – já descontados os fatores sazonais, ou para 12,2% frente a 11,6% na série original de dados).

### DESTAQUES

| Indicador   | Projeção | Consenso | Anterior |
|---|----------|----------|----------|
| IPCA-15 mar/20 ( $\Delta\%$ m/m)                    | 0,03%    | 0,01%    | 0,02%    |
| IPCA-15 mar/20 ( $\Delta\%$ interanual)             | 2,97%    | 2,93%    | 3,67%    |
| Saldo total de crédito ( $\Delta\%$ interanual)     | 7,83%    | - -      | 7,51%    |
| Res. Primário do Gov. Central mar/20 (R\$ bilhões)  | -R\$25,2 | -R\$26,8 | -R\$25,9 |
| Taxa de desemprego (% nsa)                          | 12,2%    | 12,5%    | 11,6%    |
| Res. Primário do Setor Público mar/20 (R\$ bilhões) | -R\$26,5 | -R\$26,5 | -R\$20,9 |
| Dívida pública líquida (% do PIB)                   | 53,2%    | 53,1%    | 53,5%    |

Fonte: Banco Central do Brasil, Bloomberg, IBGE e Santander.

### Últimas Publicações

#### Português

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

#### Inglês

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

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A.. ©2020 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.