

Nossos relatórios estão disponíveis em www.santander.com.br/economia

Um março fraco, prelúdio de intensa contração econômica no 2T20

- Nos mercados internacionais, os investidores se mostraram um pouco mais cautelosos nos últimos dias, em meio às incertezas sobre o impacto econômico global da pandemia e a sustentabilidade da retomada das atividades econômicas em países em estágio mais avançado (temporalmente) no ciclo do Covid-19. Uma percepção de maior risco-geopolítico, após novos sinais de tensão nas relações sino-americanas, também pesa sobre os ativos arriscados.
- A volatilidade permanece elevada para os ativos brasileiros, e em particular para a taxa de câmbio. Nesta semana, uma intervenção mais agressiva do BC reduziu a velocidade de depreciação do real frente ao dólar. Seguimos vendo os riscos para a taxa cambial enviesados para depreciação adicional, embora se reconheça que os patamares atuais pareçam pouco atraentes para posições compradas em dólar.
- A curva de juros local seguiu seu movimento de inclinação nesta semana, mas desta vez com viés altista, à medida em que as taxas se elevaram a partir do prazo de um ano. Com os preços de mercado apontando para expectativas de corte na Selic de 0,25 a 0,50 p.p. no próximo Copom, seguimos observando viés de baixa para a parte curta da curva. Riscos fiscais ainda pressionam para cima as taxas mais longas.
- O Banco Central (BC) publicou, no início desta semana, a ata da última reunião do Copom (realizada em 05-06 de maio). O comitê destaca que já estamos "próximos do nível onde reduções adicionais na taxa de juros poderiam ser acompanhadas de instabilidade nos mercados financeiros e nos preços de ativos". Em nossa avaliação, o BC sinaliza mais um corte final de 0,75 p.p. na próxima reunião: projetamos Selic terminal de 2,25% no ciclo.
- Os indicadores de atividade econômica de março divulgados nesta semana registraram forte queda, o que confirma nossas expectativas (e as do mercado) de um duro golpe na atividade econômica gerado pela pandemia do Covid-19 já a partir do 1T20, mas que deverá se intensificar no 2T20.

1) Ambiente Internacional

Nos mercados internacionais, após momentos recentes de maior "otimismo" em função do afrouxamento de políticas de isolamento social em algumas regiões (e.g., Europa, parte dos EUA), os investidores se mostraram um pouco mais cautelosos nos últimos dias, o que se refletiu principalmente através de um fortalecimento generalizado do dólar americano e uma queda espalhada das bolsas de valores mundo afora.

Este aparente arrefecimento em uma tentativa de retomada na propensão ao risco reflete, dentre outros fatores, preocupações com indícios preliminares de novos aumentos na contaminação por Covid-19 na Ásia, região original da pandemia e que se encontra um ou dois meses adiantada temporalmente no processo. Há temores de que notícias de um maior número de casos em Wuhan (China) e em Seul (Coreia do Sul) possam sinalizar riscos de uma segunda onda de contaminação após liberação das restrições de circulação social em outras regiões. Até aqui, contudo, os dados ainda são muito preliminares e a incerteza é elevada.

As preocupações do mercado também se elevaram quanto ao estágio das relações comerciais e diplomáticas entre EUA e China, após declarações recentes do presidente Donald Trump de que as conversas em alto escalão governamental estariam interrompidas, no momento. A imprensa internacional noticia indícios de que o governo americano pode preparar um pacote de sanções (inclusive econômicas) contra a China, o que naturalmente indica a possibilidade de intensificação de um processo de "desglobalização" já aparentemente em curso antes da pandemia. Esta discussão implica em riscos de menor fluxo de comércio, menor produtividade e menor crescimento potencial global no período pós-Covid.



Outro elemento importante na mente dos investidores globais é o tamanho do impacto econômico, ainda incerto, gerado pela pandemia. Nesta semana, discurso do “chairman” do Federal Reserve Jerome Powell reacendeu as preocupações, após afirmação de que o banco central americano não vislumbra uma política de juro básico negativo. O que mais impactou o mercado, contudo, foi a indicação de Powell de que espera uma recuperação econômica gradual e que, com o passar do tempo, a crise de liquidez pode se transformar em uma crise de solvência. A autoridade defendeu ação adicional de política fiscal para evitar danos mais prolongados para a economia.

Os dados econômicos recentes das principais economias não são, ao menos por ora, alentadores. Alguns exemplos: (1) o grupo de controle (ou núcleo) das vendas no varejo nos EUA, maior economia do mundo, desabou sequencialmente cerca de 15,3% m/m em abril (consenso: -5,0%). Esta foi, de longe, a maior queda na série iniciada em 1992; (2) embora a produção industrial na China tenha crescido acima do esperado (3,9% a/a em termos interanuais, contra expectativas de alta de 1,5%), não se observou efeito rebote após a contração vista em fevereiro, e nem mesmo uma volta ao ritmo anterior de expansão (média de 5,5% a/a desde julho de 2019); (3) na Zona do Euro, a maior economia da região, já se encontra em recessão, dado que o PIB alemão contraiu-se a uma taxa sequencial de 2,2% (o bloco como um todo recuou 3,8% na mesma comparação, conforme relatório publicado há cerca de dez dias).

Seguimos observando elevada incerteza quanto à sustentabilidade da volta das atividades econômicas em países com estágio mais avançado (em termos temporais) no ciclo da pandemia. Isto nos sugere a possibilidade de que uma volta mais plena da confiança e do gasto dos agentes possa depender, em ampla escala, de avanços no campo da medicina. No curto prazo, até que se tenha confirmação de sinais alentadores recentes no âmbito sanitário, é possível que as condições financeiras e econômicas no exterior sigam evoluindo de forma desfavorável para países emergentes.

2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: A volatilidade permanece alta nos mercados de ativos nacionais, e isso é particularmente verdadeiro para a taxa de câmbio. Embora a variação da taxa cambial nesta semana (no momento da redação, -1,6% para cerca de 5,82) não coloque o Brasil no grupo de cinco piores desempenhos entre as principais moedas, a taxa de câmbio testou níveis próximos a 6,00 no intradiário da quinta-feira (marcando um novo recorde, em termos nominais). A moeda nacional foi favorecida por uma intervenção mais agressiva do BC, que vendeu mais de US\$ 3 bilhões através de atuações nos swaps cambiais e no mercado à vista. Essa ação pode ter introduzido um pouco mais de incerteza sobre o que pareciam se desenhar como posições unidirecionais (altistas) no mercado de câmbio. No entanto, a autoridade monetária parece ser o principal vendedor de dólares neste momento.

No curto prazo, seguimos vendo os ativos brasileiros impactados por condições externas adversas (dado um baixo apetite global por ativos de risco, em meio a temores de uma segunda onda de contágio do Covid-19, e um aparente ressurgimento das tensões sino-americanas), além dos já mapeados riscos fiscais e incertezas políticas domésticas. Uma intervenção cambial possivelmente mais forte do BCB (se mantida adiante) introduz apenas um elemento de dificuldade para os atores de mercado mais inclinados a comprar dólar. Ainda assim, esta atuação faz parte da abordagem usual do BC quando se trata de intervenções cambiais, pois a autoridade em geral procura “se inclinar contra o vento”, atenuando volatilidade mas não evitando (e muito menos revertendo) as tendências cambiais ditadas por (expectativas de) fundamentos. Em suma, continuamos vendo os riscos cambiais inclinados para uma depreciação adicional, apesar de reconhecermos que os níveis são pouco atraentes para se comprar dólar, após uma depreciação da moeda nacional este ano (~ 46% no ano).

Taxas de Juros: A curva de juros nominal continuou o movimento de inclinação. Contudo, enquanto na semana passada houve um “bull-steepening” (i.e. inclinação com queda de taxas), nesta semana observamos um “bear-steepening” (i.e. inclinação com alta de taxas). A parte curta da curva (DI jan-21) subiu 13 p.b. se comparado com a última sexta-feira e a taxa ficou em 2,61%. Por outro lado, a parte longa (DI jan-25) subiu mais ainda, 37 p.b., com a taxa ficando em 6,76%. Portanto, a inclinação aumentou de 392 p.b. no dia 8 de maio para 416 p.b. no dia 15. Acreditamos que esse movimento ainda é consequência do corte recente na Selic – e da sinalização de mais cortes a frente – em ambiente de alta incerteza.

Na semana passada o mercado apreçava mais um corte de pelo menos 50 p.b. na próxima reunião do Copom em junho, mas agora precifica apenas 34 p.b.. Seguimos acreditando que há uma grande probabilidade de mais um corte de 75 p.b. na Selic (ou pelo menos 50 p.b.), e, portanto, parece haver um risco baixista na ponta curta da curva. Já na parte longa, continuamos vendo os riscos fiscais sustentando a formação de prêmio. Sendo assim, apesar de a curva já estar bem inclinada, o balanço de riscos sugere que a continuidade do movimento de inclinação ainda parece mais provável do que um achatamento.

3) Inflação

Não houve divulgações relevantes de inflação nesta semana (e na semana que vem teremos apenas o IGP-10), mas vale destacar alguns eventos. O preço da gasolina na refinaria subiu em 10% e estimamos que este movimento vá gerar um



impacto de +15 p.b. no IPCA de junho. Contudo, já tínhamos esse aumento na nossa conta, então nossa projeção não foi alterada por isso. Por outro lado, mudamos nossa expectativa de bandeira para energia elétrica de verde para amarela em junho, com impacto de +10 p.b. no IPCA de junho e -10 p.b. no IPCA de julho. Nossas projeções de curto prazo estão em -0,43% para maio, +0,03% para junho e +0,16% para julho. Também revisamos nossas projeções anuais para 1,4% em 2020 (de 2,2% anteriormente) e para 2,9% em 2021 (de 3,1% anteriormente).

4) Atividade Econômica

Os últimos indicadores de atividade econômica referentes ao mês de março foram divulgados nesta semana. Com o início da adoção de medidas de distanciamento social na última metade do mês, uma queda acentuada era amplamente esperada por nós e pelo mercado. Essas expectativas foram confirmadas e os dados divulgados mostraram um forte impacto na economia brasileira.

O setor de serviços (como medido pela PMS) caiu 6,9% m/m após o ajuste sazonal (a.s.) em março. Em relação a março de 2019, houve uma queda de 2,7%, implicando que o setor de serviços no primeiro trimestre de 2020 tenha diminuído 3,0% em relação ao trimestre anterior.

Ainda, a Pesquisa Mensal do Comércio foi divulgada. Surpreendentemente, as vendas do varejo restrito caíram apenas 2,5% m/m a.s. bem acima das expectativas do mercado. No entanto, a surpresa foi quase completamente explicada pelo aumento de 14,6% m/m a.s. da categoria "Supermercados" (responsável por mais de 45% do índice). Mesmo assim, as vendas do varejo no conceito restrito caíram 2,0% no comparativo trimestral (a.s.) no 1T20. Em relação ao conceito ampliado, que inclui "Materiais de construção" e "Veículos, Partes e Peças", as vendas caíram 13,7% m/m a.s. implicando queda de 4,4% t/t a.s. no primeiro trimestre.

Finalmente, o IBC-Br (o índice de atividade econômica do BCB, visto como proxy mensal do PIB) consolidou os indicadores de atividade econômica de março registrando queda de 5,9% m/m a.s. e contração de 1,9% t/t a.s. no 1T20. Esses números indicam que o PIB deve apresentar valores negativos na comparação anual e pode cair mais de 1,5% t/t (a.s.) no primeiro trimestre deste ano.

5) Política Monetária

O Banco Central do Brasil (BC) publicou, no início desta semana, a ata da última reunião do Copom (realizada em 05-06 de maio), ocasião em que a autoridade surpreendeu de certa forma o mercado com um corte na taxa Selic de 0,75 p.p. para 3,00%, uma nova baixa histórica.

Na avaliação do cenário, o Copom destaca que as "projeções apontam para uma recessão global com poucos precedentes históricos" (par. 12) e que "a menos de avanços médicos no combate à pandemia, é plausível um cenário em que a retomada, além de mais gradual do que a considerada, seja caracterizada por idas e vindas" (par. 13). O BC também reafirma que "o impacto da pandemia sobre a economia brasileira será desinflacionário e associado a forte aumento do nível de ociosidade dos fatores de produção" (par. 14).

Por um lado, a autoridade justifica um corte de juros mais intenso em função de que "o choque desinflacionário de demanda, ainda que associado a maior fragilidade fiscal, iniciou um processo de revisão para baixo nas expectativas de inflação, para níveis não compatíveis com as metas" no horizonte relevante (par. 17). Desta forma, entendemos que o Copom possa ter preferido, naquele momento, uma abordagem mais focada na direção do cenário central do que no balanço de riscos mais amplo (onde a questão fiscal poderia ter mais peso).

Por outro lado, o BC traz uma discussão sobre a existência de um "limite efetivo mínimo para a taxa básica de juros". A ata mostra que a maior parte do comitê de política monetária entende que "o limite seria significativamente maior em economias emergentes do que em países desenvolvidos, devido à presença de um prêmio de risco" e que "esse prêmio tende a ser maior no Brasil, dadas a sua relativa fragilidade fiscal e as incertezas quanto à sua trajetória fiscal prospectiva".

A diretoria do BC destaca ainda que já estamos "próximos do nível onde reduções adicionais na taxa de juros poderiam ser acompanhadas de instabilidade nos mercados financeiros e nos preços de ativos" (par. 15). O Banco Central também indica que um abandono da agenda de reformas e ajustes "pode ameaçar o processo de queda dos juros estruturais" (par. 16).

Mesmo diante de um aparente reconhecimento, por parte do BC, de uma deterioração nas condições financeiras (que se manifestam, por exemplo, através da forte depreciação cambial e maior inclinação da curva de juros, e que podem dificultar a transmissão de estímulos), entendemos que dados confirmando um forte tombo da atividade econômica no 2T20 terá



peso maior na próxima decisão do comitê. Desta forma, projetamos um corte de 0,75 p.p. na próxima reunião (16-17 de junho). Diante do reconhecimento por parte da autoridade de que os riscos fiscais impõem um limite mínimo para a taxa de juros, entendemos que o movimento de junho deverá encerrar o ciclo. Assim, projetamos Selic terminal de 2,25% no ciclo.

AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Ambiente doméstico: A Receita Federal do Brasil publicará a arrecadação tributária federal referente a abril de 2020. Esperamos o montante de R\$ 98,2 bilhões, o que significaria uma contração de 31% em relação ao mesmo mês de 2019, em termos reais. Esta queda das receitas tem como fatores explicativos a deterioração aguda da atividade econômica combinada a medidas temporárias de isenção e diferimento do pagamento tributário (pacote total ao redor de R\$ 135 bilhões entre abril e junho) anunciadas recentemente pelo governo federal com o intuito de mitigar o forte impacto econômico oriundo da crise de saúde pública no país.

DESTAQUES

Indicador	Divulgação	Projeção	Anterior
Arrecadação tributária federal – abril/20 (R\$ bilhões)	18/05 – 22/05	98,2	109,7

Fonte: IBGE e Santander.

Últimas Publicações

Português

- IGet – Parada súbita no comércio varejista (mai/2020)
- 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)

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.