

Resposta mais intensa para um choque maior

- No ambiente internacional, o relatório de emprego dos EUA referente a abril mostrou que, em apenas 2 meses, a taxa de desemprego passou do menor patamar dos últimos 50 anos (3,5%) para o maior nível dos últimos 85 anos (14,4%). Em maio, este número deve ser ainda maior, ao redor de 20%. No campo geopolítico, um possível retrocesso na relação entre EUA e China, após o acordo comercial firmado no fim de 2019, é tudo que a economia global não deseja ver em meio à pior recessão mundial do pós-guerra.
- Apesar das condições menos desfavoráveis nos mercados financeiros internacionais nos últimos dias, que poderiam (potencialmente) ter levado o real a se valorizar frente ao dólar, a moeda brasileira teve o pior desempenho semanal entre todas as moedas emergentes, na esteira de riscos domésticos que poderão permanecer no radar dos investidores por algum tempo.
- Na reunião do Copom desta semana, o Banco Central reduziu a taxa de juros além do esperado (corte de 0,75 p.p., levando a taxa Selic para 3,00%, menor nível histórico) e revelou intenção de estimular ainda mais a economia, após sinais de um impacto bem acima do esperado da pandemia do Covid-19 sobre a atividade econômica. Ainda assim, a autoridade reconhece limites para flexibilização adicional do juro, em função de maiores incertezas sobre a consolidação fiscal no pós-crise. Quanto aos possíveis passos da política monetária, há dúvidas sobre qual o limite inferior efetivo (acima de zero) para a taxa de juros no Brasil. Aguardamos nossa próxima revisão (baixista) para o PIB e informações da ata do Copom (terça-feira, 12/05) para definir nossa nova projeção para o nível terminal da Selic no ciclo (provavelmente entre 2,00-2,50%).
- O IPCA de abril registrou variação de -0,31% m/m, abaixo do consenso (-0,24%) mas acima da nossa projeção (-0,41%). A inflação em 12 meses desacelerou de 3,30% para 2,40% (bem abaixo da meta central de 3,75% para 2021). Os núcleos de inflação seguem em patamares reduzidos: a média geral ficou em -0,09% m/m, levando a tendência sequencial anualizada para a marca de 1,5%. Revisamos as projeções de curto prazo levemente para cima, mas seguimos esperando deflação em maio (-0,43%) e junho (-0,07%). Nossa projeção de 2,2% para o IPCA em 2020 está sob revisão, e com viés fortemente baixista.
- A produção industrial brasileira em março foi uma grande surpresa negativa. Apesar de que uma forte queda já era amplamente esperada, devido ao início das medidas de isolamento social para conter a disseminação do Covid-19 no país, o tombo sequencial de 9,1% m/m em março foi o segundo maior da série, superando apenas a contração vista em maio de 2018 (por conta da greve dos caminhoneiros). O resultado veio muito abaixo da nossa estimativa (-4,1%) e do consenso do mercado (-3,3%).
- Os dados de atividade econômica divulgados até aqui (e.g. produção industrial, IGet e Anfavea), mostram que a retração gerada pela paralisação de parte dos setores da economia é consideravelmente maior do que se pensava. Desta forma, atribuímos forte viés de baixa para as projeções de PIB em todos os cenários de confinamento usados em nossas simulações (apresentadas no mês passado).
- Duas medidas fiscais importantes relacionadas à mitigação dos efeitos econômicos da pandemia foram aprovadas pelo Congresso Nacional nesta semana. A emenda constitucional conhecida como “Orçamento de Guerra” (PEC 10/20), já promulgada, cria um regime fiscal extraordinário (válido até o final deste ano) para alocar os recursos direcionados ao combate da crise sanitária, e permite que o BC compre títulos públicos e ativos privados para estabilizar os mercados financeiros.
- Além disso, o parlamento também aprovou o pacote de socorro emergencial aos estados e municípios (PLP 39/20). Embora a versão final do texto tenha limitado o montante de transferências de recursos da União para os governos regionais – ao invés de uma espécie de “seguro receita” ilimitado contra perdas de arrecadação tributária –, houve significativa diluição de uma das principais condicionalidades incluídas na proposta: o congelamento de salários dos servidores públicos até o final de 2021. Após reação negativa do Ministério da Economia e dos agentes de mercado, a Presidência da República sinalizou que vetará o dispositivo que isenta inúmeras categorias de servidores desta contrapartida. Mas esta decisão poderá ser analisada pelo Congresso, posteriormente.



1) Ambiente Internacional

No ambiente internacional, houve pouca volatilidade nos mercados financeiros ao longo da semana após significativa deterioração no fim da semana anterior causada pelo ressurgimento de uma retórica hostil dos EUA em direção a China (envolvendo o tema da pandemia do Covid-19). Uma vez passado o pior momento do ciclo da doença em diversas regiões (e.g. Ásia, Europa), este tema poderá voltar à tona na medida em que cresce o ressentimento do governo americano em relação a uma suposta falta de atuação da China para alertar o resto do mundo sobre o vírus em seu estágio inicial de propagação. Um possível retrocesso nas relações entre EUA e China após o acordo comercial firmado no fim de 2019 seria terrível para uma economia global já fragilizada pela maior recessão do período pós-guerra.

O grande destaque da semana em termos de dados econômicos foi o relatório de emprego de abril nos EUA que mostrou uma destruição líquida de 20,5 milhões de empregos, apagando quase que integralmente todo o ganho de novos empregos criados desde a crise de 2008 e levando a taxa de desemprego de 4,4% para 14,7%. Desta forma, em apenas dois meses, a taxa passou do menor nível dos últimos 50 anos para o maior patamar dos últimos 85 anos. No entanto, poderia ter sido pior: considerando as pessoas que deixaram a força de trabalho em abril mas gostariam de estar trabalhando, além das pessoas classificadas como empregadas erroneamente pelo órgão de estatística norte-americano, a taxa de desemprego poderia ter atingido o patamar de 20%. O lado positivo do relatório é que 78% das pessoas classificadas como desempregadas reportaram estar em “dispensa temporária”, o que historicamente é associado a uma queda mais rápida da taxa de desemprego após o fim da recessão. Dados semanais de seguro desemprego apontam para nova alta na taxa de desemprego em maio, que deverá ficar ao redor de 20%.

Foram divulgadas também as sondagens empresariais (ISM) de manufatura e serviços e em ambos os índices registraram queda menor que a esperada, mascarada por um componente específico (de entregas de fornecedores) que não reflete a real situação da atividade. Os principais componentes (atividade, novas ordens e emprego) caíram para os menores níveis históricos. Na zona do euro, o indicador de vendas no varejo de março mostrou queda de 11,2% em relação a fevereiro. Na indústria, a produção caiu em março 9,2% m/m na Alemanha e 16,2% m/m na França.

2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: Dada a melhora nos preços de *commodities* e a redução da aversão a risco dos agentes econômicos – medidos pelos níveis dos índices CRB e VIX, respectivamente – juntamente com a estabilidade das taxas de juros internacionais e das demais moedas emergentes – refletidos respectivamente pelos níveis da taxa de juros das US Treasuries de 10 anos e por uma cesta de taxas de câmbios selecionadas – o real deveria ter se valorizado frente ao dólar nesta semana. Entretanto, o desempenho atual da moeda brasileira nesta semana foi o pior entre todas as moedas emergentes de acordo com ranking de taxas de câmbio da Bloomberg (-4,3% frente a 30/abr, fechando a R\$5,73/US\$). Aliás, o bom desempenho da moeda na sexta-feira ajudou a estreitar esta distância, já que a taxa de câmbio havia atingido o patamar de R\$5,88/US\$ em determinado momento na última quinta-feira.

Em nossa opinião, dois fatores domésticos explicaram este descolamento: a decisão do Copom e o noticiário político/fiscal. Com relação ao primeiro fator, a redução mais intensa do que esperada da taxa de juros e a indicação de (ainda) mais cortes adiante – mais detalhes na seção “Política Monetária” – ajudaram a reduzir a expectativa para o fluxo líquidos de dólares ingressando no país. Além disso, preocupações quanto à dinâmica do endividamento público seguem no radar. Nesta semana, o foco foi na aprovação do pacote de ajuda aos estados e municípios, cujo texto final trouxe uma desidratação de contrapartidas negociadas com a equipe econômica (em particular, a questão dos reajustes salariais do funcionalismo – mais detalhes na seção de “Política Fiscal”). A menos que os investidores observem sinais concretos de compromisso com a agenda de reformas fiscais e macroeconômicas no pós-crise, a tendência é que a taxa cambial siga sem maiores alívios.

Taxas de Juros: A curva de juros brasileira observou um movimento de “bull-steepening” nesta semana (i.e., queda de taxas, com aumento da inclinação ou diferença entre vértices mais longos e mais curtos). A ponta curta (próxima ao prazo de um ano) recuou 29 p.b. em relação aos níveis da última quinta-feira, com os futuros de DI com vencimento em jul-21 negociando próximo a 2,74%; o segmento mais longo (próximo ao prazo de cinco anos) se reduzia em 8 p.b., com os futuros de DI com vencimento em jan-25 negociando próximo a 6,40%. Como resultado, a inclinação da curva (medida pelo intervalo jan-25 vs jan-21) subiu para quase 392 p.b., saindo de 371 p.b. no final da semana passada. No início deste ano, esse indicador se encontrava em torno de 190 p.b..

Em nossa opinião, esse movimento de mercado na semana segue a redução de juros além do esperado promovida pelo Copom (veja detalhes abaixo), bem como o sinal de novos estímulos à frente, em meio a um quadro difícil sugerido pelos dados recentes da atividade econômica no final do primeiro trimestre e início do segundo. O mercado atualmente apreça um corte adicional entre 0,50 e 0,75 p.p. na taxa Selic (para 2,25 - 2,50%), sendo que ainda observamos um viés baixista



para o juro de curto prazo. Para a parte longa da curva de juros, seguimos vendo o efeito das incertezas fiscais (ilustradas pelo rebaixamento recente na perspectiva para a nota de crédito soberano do Brasil pela agência Fitch). Estas dúvidas poderão seguir alimentando a formação de prêmios nos juros de longo prazo (inclusive prejudicando, de certa forma, a transmissão para a economia real dos estímulos monetários implementados pelo BC). Embora a curva local de juros permaneça consideravelmente íngreme, vemos os fundamentos econômicos atuais mais enviesados na direção de um aumento adicional da inclinação da curva do que na direção de um eventual achatamento.

3) Inflação

O IPCA de abril registrou variação de -0,31% m/m, abaixo da mediana de -0,24% do mercado, mas acima da nossa projeção de -0,41%. Com isso, a inflação em 12 meses desacelerou de 3,30% para 2,40% (bem abaixo da meta de 4.00% do BC para 2020).

Os principais desvios para cima vieram em bens-duráveis – apesar de terem caído 0,86% --, em especial no grupo artigos de residência (+6bps), onde esperávamos uma queda mais forte, e no subgrupo cuidados pessoais (+6bps), que é um grupo muito volátil. Por outro lado, gasolina nos surpreendeu para baixo (-7bps).

Na parte qualitativa, os núcleos vieram em patamares reduzidos. A média geral ficou em -0,09% m/m, o que levou a MM3saar de 2,4% para 1,5%. Particularmente, o núcleo EX3 -- mais correlacionado com a atividade econômica -- caiu 0,03% m/m e sua MM3saar foi para 1,0%.

Revisamos as projeções de curto prazo um pouco para cima, mas seguimos esperando deflação em maio (-0,43%) e junho (-0,07%). Nossa projeção de 2,2% para a inflação do IPCA em 2020 está sob revisão, com viés baixista.

4) Política Fiscal

O Congresso Nacional finalmente aprovou, nesta semana, o pacote de ajuda emergencial aos governos estaduais e municipais (PLP 139/2020). Após idas e vindas na Câmara dos Deputados e no Senado, a versão final do texto limitou o montante de transferências direta da União aos entes subnacionais em R\$ 60 bilhões (0,8% do PIB) ao longo de quatro meses, substituindo as compensações financeiras ilimitadas (espécie de “seguro receita”) contra perdas com arrecadação de ICMS e ISS pelo período de seis meses, conforme proposto pelos deputados em meados de abril.

Deste montante total de transferências de recursos a governadores e prefeitos, R\$ 10 bilhões serão destinados exclusivamente aos sistemas públicos de saúde para combater os efeitos da pandemia, sendo que R\$ 7 bilhões serão compartilhados entre os estados - 60% do valor com base no tamanho da população de cada estado e 40% de acordo com as taxas de contágio da COVID-19 - e R\$ 3 bilhões serão divididos entre os municípios, considerando neste caso apenas as diferenças de contingente populacional. Os outros R\$ 50 bilhões, de uso livre, serão divididos em 60% para os estados (R\$ 30 bilhões) e 40% para os municípios (R\$ 20 bilhões), a partir de critérios de distribuição que reúnem fatores como número de habitantes, parcelas de recebimento dos fundos de participação constitucional (FPE e FPM) e volume de receitas tributárias advindas do recolhimento de ICMS. Além das transferências diretas, o pacote de alívio emergencial autoriza (i) a suspensão dos pagamentos do serviço da dívida estadual com a União até o final deste ano (montante ao redor de R\$ 35 bilhões), (ii) a suspensão dos pagamentos do serviço da dívida municipal com o sistema de previdenciário também até dezembro de 2020 (R\$ 5,6 bilhões) e (iii) a renegociação de dívidas dos entes subnacionais com bancos públicos e instituições financeiras multilaterais (R\$ 24 bilhões). Portanto, em linhas gerais, a soma entre transferências de recursos e medidas de alívio do serviço da dívida (“alívio de caixa”) é estimada em aproximadamente R\$ 125 bilhões, o que demonstra um impacto fiscal inferior ao da proposta apresentada na Câmara dos Deputados em meados do último mês (próximo a R\$ 200 bilhões, segundo cálculos do Ministério da Economia).

No entanto, a aprovação do auxílio financeiro aos estados e municípios também impôs um revés importante ao governo federal do ponto de vista fiscal. Isso porque, após negociações com a equipe econômica do governo na semana passada, o Senado havia incluído no projeto de lei um dispositivo estabelecendo que, como condicionalidade à ajuda da União, os salários dos servidores públicos (de todos os entes federativos) não poderiam receber aumento até dezembro de 2021, com exceção de algumas poucas categorias com atuação direta no combate à pandemia. Todavia, com o retorno da proposta à Câmara, os deputados aprovaram uma expansão da lista de categorias de servidores públicos isentos da medida de congelamento salarial. Estimamos que as categorias excluídas representam, em média, 75% do contingente total de funcionários públicos estaduais. Posteriormente, os senadores ratificaram tais mudanças na última rodada de votação, o que gerou desconforto para o Ministério da Economia e os agentes de mercado. Segundo nossos cálculos, os ganhos fiscais potenciais oriundos do congelamento de salários dos servidores públicos foram reduzidos de aproximadamente R\$ 120 bilhões (conforme proposta original, sem isenção de categorias profissionais) para cerca de R\$



40 bilhões (versão aprovada pelo Congresso).

Como resposta à reação da própria equipe econômica do governo e dos agentes de mercado, o Presidente da República sinalizou que vetará o dispositivo do PLP 139/20 que isenta categorias de servidores públicos da contrapartida de congelamento salarial. Como solução alternativa, alguns grupos do funcionalismo público (ex: agentes de saúde) poderiam ser excluídos desta restrição via aprovação de medida provisória ou novo projeto de lei. O Congresso Nacional pode derrubar o eventual veto presidencial, o que requer votação com maioria absoluta das duas Casas Legislativas, ou seja, com votos de no mínimo 257 deputados e 41 senadores. Mas dadas as tentativas recentes do Poder Executivo de aproximação com partidos políticos de centro, com o objetivo de compor uma base formal de apoio parlamentar, a derrubada do voto é uma possibilidade.

Por fim, a proposta de emenda constitucional (PEC) 10/20 - conhecida como "Orçamento de Guerra" - foi promulgada no Congresso ontem (07/05). A lei cria um regime orçamentário extraordinário que segrega as medidas fiscais direcionadas ao combate da pandemia de COVID-19 e suspende regras fiscais durante a vigência do estado de calamidade pública (até 31/12/20), tais como a chamada "Regra de Ouro" (regra que proíbe o governo de contratar dívida para bancar despesas correntes). Ademais, a nova legislação permite ao BCB a compra de títulos públicos e ativos privados (em mercados secundários) com fins de estabilização dos mercados financeiros.

Após semanas de debate intenso, a Câmara dos Deputados implementou nesta semana os ajustes finais à PEC 10/20, com destaque para a exclusão do dispositivo que obrigava a manutenção de empregos por parte das companhias privadas que tiverem seus ativos adquiridos pela autoridade monetária. Este programa de compra de títulos precisa agora ser regulamentado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), o que deverá ocorrer em breve, em nossa opinião.

5) Atividade Econômica

A Produção Industrial Brasileira em março foi uma grande surpresa negativa. Apesar de que uma forte queda fosse amplamente esperada, devido ao início da adoção de medidas de distanciamento social no intuito de reduzir a disseminação do Covid-19 no país, a queda de 9,1% m/m em março de 2020 após ajuste sazonal (a.s.) foi segunda maior da série, superando apenas a contração de maio de 2018 (mês em que ocorreu a greve dos caminhoneiros), muito abaixo da nossa estimativa (-4,1% m/m a.s.) e do consenso do mercado (-3,3% m/m a.s.).

Em comparação com março do ano passado houve queda de 3,7% e com isso a produção industrial do 1º trimestre de 2020 retraiu 2,6% t/t a.s.. Vale ressaltar que o resultado divulgado reflete apenas o início do período de adoção de medidas de distanciamento social por conta do Covid-19, e os primeiros dados divulgados indicam que o 2º trimestre a queda deverá ser consideravelmente maior. Neste contexto, a produção de veículos segundo a ANFAVEA em abril caiu 99,0% m/m a.s. por conta da paralisação de praticamente todas as fábricas no mês de abril. Ainda, a entidade divulgou que os estoques de veículos são suficientes para os próximos 128 dias, caso o ritmo de vendas se mantenha no nível de abril, indicando que a retomada do setor deverá ser bastante lenta. Assim, nossa projeção preliminar para a produção industrial de abril está em -62.5% m/m a.s.

A abertura dos números aponta queda disseminada entre boa parte dos setores industriais em março, o índice de difusão (percentual das categorias industriais com crescimento mensal em dezembro) atingiu 39,5%, bem abaixo da média histórica. Dentre as categorias a maior queda foi de 23,5% m/m na série ajustada sazonalmente dos bens de consumo duráveis. Por outro lado, a menor contração foi a produção de bens intermediários que registrou queda de 3,8% m/m após ajuste sazonal. Não obstante, não se teve boas notícias nos dados referentes a produção industrial brasileira e está claro que o impacto na economia será muito maior do que o previamente esperado.

Adicionalmente, também divulgamos o IGet (Índice de Vendas do Comércio Varejista) referente ao mês de abril (para detalhes acessar o relatório "*IGet abril: Parada súbita do comércio varejista*" de 06 de maio de 2020). Os modelos com base nos dados do IGet, indicam que as vendas do varejo restrito medidas pelo IBGE em abril devem apresentar queda de 20,8% em relação a março, após ajuste sazonal. Na comparação com abril de 2019, espera-se redução de 28,0%. No que tange à dinâmica trimestral, os modelos apontam queda das vendas do comércio varejista de 12,1% (ajustado sazonalmente) no trimestre findado em abril. Os detalhes ainda mostram que todos os segmentos devem apresentar forte contração na margem, sendo "Supermercados" e "Artigos Farmacêuticos" mais uma vez os menos afetados.

Para as vendas do varejo no conceito ampliado, incluindo vendas de materiais de construção e automóveis, o IGet indica queda de 29,4% em abril frente ao mês imediatamente anterior, na série dessazonalizada. Em relação ao mesmo mês de 2019, a contração estimada é de 41,1%, implicando em queda de 19,7% (ajustado sazonalmente) no trimestre findado em



abril. Por fim, a abertura dos segmentos indica quedas superiores a 40% na comparação mensal, tanto das vendas de materiais de construção quanto de veículos, partes e peças.

Em nosso relatório “Covid-19: O Domínio da Incerteza - Atualizando as Projeções para o Brasil” (09 de abril de 2020) elaboramos cenários para o crescimento econômico, de acordo com hipóteses e premissas sobre o tempo de duração das políticas de distanciamento social e grau de preservação de empresas e empregos. Estas hipóteses e premissas mostram que estamos caminhando para o cenário “Baixista I” cujo o PIB estimado para 2020 é de -3,6%. Todavia, os dados obtidos pelo IGet, assim como outros indicadores de atividade econômica já divulgados, mostram que a queda oriunda da paralisação de parte dos setores da economia será consideravelmente maior do que estimávamos. Desta forma, atribuímos forte viés de baixa para as projeções de PIB em todos os cenários simulados em nossa última revisão mensal.

6) Política Monetária

Pela sétima reunião consecutiva, o Copom - Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (BC) - decidiu reduzir a taxa básica de juros Selic. Uma vez mais, a autoridade acelerou o ritmo, agora para 0,75 p.p. (ante um movimento de 0,50 na reunião anterior), levando o juro a um novo patamar mínimo histórico de 3,00% a.a..

A maioria dos analistas (nós inclusive) projetávamos um corte de 0,50 p.p.. Ainda assim, a decisão em si não foi uma grande surpresa, dado que a curva de juros já apreçava uma chance em torno de 40% de um movimento mais intenso por parte do BC. Mais surpreendente para os analistas e para o mercado foi o tom do comunicado, já que o Copom sinalizou ainda mais espaço para flexibilização adicional da política monetária. Essa surpresa se dá tanto em relação ao que os analistas estavam estimando (consenso era de Selic terminal a 2,75%), quanto em relação ao mercado (a curva de juros apreçava c. 0.50 p.p. de ajuste adicional).

O comunicado revela que os membros do Copom acreditam que “a conjuntura econômica prescreve estímulo monetário extraordinariamente elevado”, mesmo reconhecendo que “há potenciais limitações para o grau de ajuste adicional”. Dois diretores acreditavam que “poderia ser oportuno prover todo o estímulo necessário de imediato, em conjunto com a sinalização de manutenção da taxa básica de juros pelos próximos meses”. No entanto, o comitê acabou decidindo um estímulo mais moderado, com vistas a “acumular mais informação até sua próxima reunião”. Para a próxima reunião do Copom, o comitê “considera um último ajuste, não maior do que o atual, para complementar o grau de estímulo necessário como reação às consequências econômicas da pandemia da Covid-19”, condicional à evolução das perspectivas fiscais e cenário macroeconômico. Embora o BC enfatize o fato de que o “espaço remanescente para utilização da política monetária é incerto e pode ser pequeno”, a mensagem é clara: o plano de voo inclui um corte provável de até 0,75 p.p. (redução da Selic até 2,25%), condicional aos dados.

Mas este plano de voo não está gravado na pedra, pois o Copom enfatiza que “se elevou a variância do seu balanço de riscos e ressalta que novas informações sobre os efeitos da pandemia, assim como uma diminuição das incertezas no âmbito fiscal, serão essenciais para definir seus próximos passos”. Em outras palavras, embora o Copom confirme nossa visão de que os riscos fiscais impõem limites para a flexibilização da Selic, a autoridade não está, diante de tamanha incerteza, indicando maiores “compromissos” com um nível específico para a taxa de juro terminal do ciclo. Em outras palavras, este plano de voo pode mudar novamente, em função da materialização dos efeitos da pandemia e da evolução das incertezas fiscais.

Embora o Copom leve em consideração uma grande quantidade de informação para decidir sobre a taxa de juros, acreditamos que a grande surpresa baixista semana com a produção industrial de março divulgada nesta semana (veja nossa análise acima) pode tido peso relevante na decisão do Copom de “pisar no acelerador”. De fato, o Comitê rebaixou a avaliação da atividade econômica, indicando que “dados mensais disponíveis até o mês de março repercutem apenas parcialmente os efeitos da pandemia da Covid-19 sobre a economia brasileira. Indicadores de maior frequência e tempestividade, referentes ao mês de abril, mostram que a contração da atividade econômica será significativamente superior à prevista na última reunião do Copom”.

No tema inflação, o Copom afirma que os números subjacentes se encontram “abaixo dos níveis compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária”. As projeções de inflação do BC apontam para uma inflação do IPCA significativamente abaixo da meta central para 2021 - provavelmente o horizonte mais importante para a política monetária neste momento. E isto ocorre mesmo em simulações nas quais o BC assume uma recuperação de 40% nos preços do petróleo (Brent). Supondo Selic ao fim de 2020 em 2,75% e ao fim de 2021 em 3,75% (consenso de mercado) e taxa cambial estável em R\$/US\$ 5,55, o Copom vê IPCA em 2,4% para 2020 (meta central: 4,00%) e 3,4% para 2021 (meta central: 3,75%). Assumindo Selic estável em 3,75% e mesma taxa de câmbio, as estimativas são de 2,3% para 2020 e 3,2% para 2021. Desta forma, o que os números sugerem, de forma fria (e de certo modo simplista), é que a diferença entre a inflação prevista e a meta central para 2021 é ampla o suficiente para suportar



algum grau adicional de depreciação cambial, sem pôr em risco o alcance da meta central inflacionaria do próximo ano. Talvez esta seja mais uma razão que explique por que a forte depreciação recente da taxa de câmbio não parece tido maior influência na decisão do Copom.

No balanço de riscos, o BC cita elementos inflacionários e desinflacionários: por um lado, um agravamento da pandemia pode pesar ainda mais na demanda agregada, produzindo pressões deflacionárias adicionais a partir de uma ociosidade econômica mais intensa e prolongada. Por outro lado, a autoridade monetária reconhece que “políticas fiscais de resposta à pandemia que piorem a trajetória fiscal do país de forma prolongada, ou frustrações em relação à continuidade das reformas, podem elevar os prêmios de risco e gerar uma trajetória para a inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária”. Neste tema - reformas econômicas e consolidação fiscal – o comunicado mais de uma vez menciona a possibilidade de um aumento da taxa de juros estrutural após as incertezas domésticas.

De forma geral, o BC sinalizou intenção de reduzir a taxa de juros mais que o esperado (naquele momento), provavelmente em decorrência de sinais cada vez mais claros de um impacto muito forte da pandemia sobre a atividade econômica (naturalmente resultando em pressões deflacionárias). Por outro lado, a autoridade continua apontando para a proximidade de um limite para cortes adicionais, em meio a crescentes incertezas sobre as perspectivas de consolidação fiscal e implementação de reformas econômicas no pós-crise. Este posicionamento do BC vai, de certa forma, ao encontro de nossa opinião de que o quadro fiscal é componente importante do regime de metas para a inflação (e logo, a incerteza atual deve pesar na decisão de taxa de juros e definição dos próximos passos). A questão-chave aqui é saber qual será o limite inferior efetivo (“effective lower bound”) do Brasil para a taxa de juros. Em nossa opinião, embora reconhecendo a incerteza quanto ao parâmetro, este valor não deve ser inferior a 2%.

Com nossa estimativa de Selic terminal (a 3,0%) já fora de cogitação, revisaremos nossa estimativa de taxa de juros final do ciclo após nossa próxima revisão de projeções para a atividade econômica (nossa projeção de PIB 2020, hoje em -2,2%, será fortemente revisada para baixo) e a divulgação de novas informações na ata do Copom (a ser publicada nesta terça-feira, 12/05). Por ora, trabalhamos com um intervalo entre 2,00 e 2,50%.

AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Ambiente internacional: Na próxima semana, os destaques serão: nos EUA, inflação (12/5), vendas no varejo e produção industrial (ambos no dia 15/5); na Zona do Euro, produção industrial (13/5) e PIB da Alemanha (15/5); dados de atividade na China (14/5).

Ambiente doméstico: Na próxima semana serão divulgados os dados de março referentes a Pesquisa Mensal de Serviços, a Pesquisa Mensal do Comércio e o IBC-Br (o índice de atividade econômica do BCB, visto como proxy mensal do PIB). Estimamos que o setor de serviços tenha caído 5,1% m/m a.s. no mês. Em comparação com março de 2019, prevemos queda de 0,8%, implicando em contração de 3,0% t/t a.s. no 1T20. Quanto as vendas do varejo, esperamos redução de 6,9% m/m a.s. no varejo restrito. Na comparação anual, estimamos uma queda de 6,1%, o que implica em queda de 3,4% t/t a.s. no 1º trimestre. Em relação ao conceito ampliado, que incluem vendas de materiais de construção, automóveis e autopeças, projetamos contração de 11,1% m/m a.s.. Em comparação com o mesmo mês de 2019, prevemos queda de 11,2%, quanto a dinâmica trimestral a queda esperada é de -5,8% t/t s.a. Por fim, o IBC-Br consolidará o conjunto de indicadores de atividade econômica de março. Projetamos queda de 7,2% m/m a.s., o que significa uma redução de 2,9% a/a e de -2,4% t/t s.a. no primeiro trimestre de 2020 se nossa estimativa estiver correta.

DESTAQUES

Indicador	Projeção	Consenso	Anterior
Setor de Serviços mar/20 ($\Delta\%$ m/m)	-5,5	--	-1,0
Setor de Serviços mar/20 ($\Delta\%$ interanual)	-2,1	--	0,7
Vendas do Varejo Restrito mar/20 ($\Delta\%$ m/m)	-6.9	--	1,2
Vendas do Varejo Restrito mar/20 ($\Delta\%$ interanual)	-6.1	--	4,7
Vendas do Varejo Ampliado mar/20($\Delta\%$ m/m)	-18.3	--	0,7
Vendas do Varejo Ampliado mar/20 ($\Delta\%$ interanual)	-11.2	--	3,3
IBC-Br mar/20 ($\Delta\%$ m/m)	-7.2	--	0,3
IBC-Br mar/20 ($\Delta\%$ interanual)	-2.9	--	0,6

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)
- Projeções 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.