

sexta-feira, 16 de outubro de 2020 17:59

Para: Jose Carmo

Assunto: Perspectiva Macro - "O custo fiscal da recuperação"

Categorias: 4



Perspectivas Macro Santander

• Embora o monitoramento do pacote fiscal americano, da corrida presidencial nos EUA e das perspectivas fiscais no Brasil não tenha produzido novidade significativa na semana, o agravamento da pandemia na Europa fez com que o dólar se fortalecesse frente a praticamente todas as moedas, inclusive o real.

• Na renda fixa, a semana observou um achatamento da curva de juros nominais, com pressões de alta na ponta curta possivelmente refletindo riscos de natureza fiscal para a prescrição futura do BC (juros estáveis por algum tempo). Seguimos observando prêmio e volatilidade elevados para a estrutura a termo da taxa de juros nas próximas semanas e meses, até que haja maior clareza sobre a trajetória fiscal.

• Dados do setor de serviços apontam para uma alta real do faturamento de +2,9% m/m a.s. (-10,0% a/a) em agosto, embora o índice ainda esteja 9,8% abaixo da leitura de fevereiro (pré-crise). Os números confirmam a defasagem da recuperação neste segmento, mais sensível às restrições impostas pelo isolamento social.

• O BC divulgou seu indicador mensal de atividade ampla (IBC-Br), registrando um ganho de 1,1% m/m a.s. (-3,9% a/a) em agosto. O indicador está 4,2% abaixo do nível pré-crise, tendo recuperado 71% da queda observada até abril. Em um exercício preliminar, nosso monitoramento para o PIB do 3T20 está em 9,8% t/a.s. (-2,8% a/a), implicando uma (temporariamente) forte recuperação da ingreme queda vista no 2T20.

• O monitor fiscal do Fundo Monetário Internacional (FMI) foi divulgado no dia 14/out. Neste relatório, o organismo multilateral aponta para um cenário desafiador para as contas públicas no Brasil. Após estímulos fiscais de ~8% do PIB este ano (acima da média dos países emergentes, 3-4%), a dívida bruta ultrapassará 100% do PIB em 2020 (na métrica do FMI), o segundo nível mais alto entre os emergentes.

• Na sexta-feira (23/out), o IBGE divulga a inflação do IPCA-15 de outubro. Esperamos variação de +0,89% m/m (+3,47% a/a). A maior fonte de pressão alista será, novamente, na parte de alimentação. Contudo, bens industriais e serviços também irão contribuir. Surpresas alistas recentes vêm produzindo revisões para cima em nossa projeção de IPCA para 2020. Mas seguimos vendo um quadro benigno para 2021.

• Estimamos que o saldo em transações correntes de setembro, a ser divulgado na próxima sexta-feira, tenha registrado um novo superávit mensal (USD2,7 bilhões), ainda contando com maior influência do lado das despesas (i.e. menores importações, gastos com viagens, remessas de lucros e dividendos) do que do lado das receitas (via exportações). Este resultado deverá fazer com que o déficit em doze meses recue para US\$20 bilhões, menos da metade do déficit de US\$51 bilhões registrado no final de 2019.

1) Economia Internacional

Nesta semana, os mercados financeiros globais reverteram uma tendência recente de melhora no apetite por risco. O dólar se valorizou contra as demais moedas e as bolsas perderam força. O pano de fundo nos EUA seguiu parecido: incerteza sobre resultado das eleições presidenciais e a possibilidade de um novo pacote de estímulos fiscais ainda em 2020. A novidade que parece ter movido os mercados nos últimos dias foi o cenário da pandemia do corona virus na Europa, onde as contaminações por Covid-19 têm mostrado alta significativa (já superando o pico da primeira onda). Apesar deste crescimento na quantidade de novos casos, os números de mortes mostram apenas leve ascensão, permanecendo perto das mínimas (e bem abaixo do nível registrado durante a primeira onda). As hospitalizações também seguem baixas, o que ajuda a reduzir as chances de restrições mais severas à mobilidade urbana, que poderiam pesar de forma considerável sobre a atividade econômica.

Quanto aos dados macroeconômicos, a inflação ao consumidor de setembro (CPI) nos EUA ficou dentro do esperado, tanto para o índice cheio como para o núcleo. Na parte de atividade, os dados foram mistos na maior economia do mundo. Por um lado, os pedidos de auxílio desemprego na semana encerrada em 10/out mostraram certa fraqueza na recuperação do mercado de trabalho, com 898 mil pedidos registrados, ante expectativa de 825 mil. Além disso, a produção industrial de setembro caiu 0,6% m/m-a.s. ante expectativa de alta de 0,5%. Por outro lado, as vendas no varejo de setembro vieram bem acima da expectativa, ao subirem 1,9% m/m-a.s. no caso do índice cheio e 1,4% no caso do núcleo mais importante para as estimativas de PIB – o chamado “grupo de controle”. Já na Europa, a despeito do aumento de casos de COVID-19, a produção industrial veio em linha com o esperado, ao crescer 0,7% m/m-a.s. em agosto e o índice de confiança Zew da Alemanha de outubro continua apontando otimismo na retomada. Na China, os dados de importações de setembro mostram a demanda doméstica se recuperando, com a inflação (tanto no varejo como no atacado) permanecendo fraca no mês de setembro.

De forma geral, a atividade mundial segue se recuperando dos impactos da pandemia. Contudo, as incertezas eleitorais nos EUA e o aumento dos casos de Covid-19 na Europa devem seguir alimentando certa volatilidade nos mercados financeiros no curto prazo.

2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: Em nossa opinião, o noticiário relativo aos principais temas que preocupam os agentes econômicos não produziu novidades substanciais nesta semana. O momento mais provável para a implementação de um novo pacote fiscal nos EUA segue sendo depois da disputa presidencial. Além disso, pesquisas de intenção de voto ainda apontam o candidato democrata como possível vencedor, mas por uma margem ainda incerta – o que não elimina chances de judicialização do resultado. No ambiente doméstico, as discussões acerca do orçamento público para 2021 e a implementação de um novo programa de renda mínima foram suspensas. Levando-se estes fatores acima em conta, esta deveria ter sido uma semana de relativa estabilidade da moeda.

Contudo, avaliamos que o agravamento da situação da COVID-19 na Europa tenha afetado negativamente a percepção dos agentes econômicos, já que esta segunda onda poderá atrapalhar a esperada recuperação econômica global. Como resultado, vimos os agentes de mercado indo em busca de proteção no dólar, o que fez com que o real se enfraquecesse na semana (no momento da edição, a taxa era cotada a R\$5,64/US\$ frente a R\$5,53/US\$ na sexta-feira passada), apesar da intervenção de US\$0,6 bilhão feita pelo Banco Central no mercado cambial à vista na última terça-feira. Ou seja, acreditamos que o movimento só reforça a necessidade de progresso na seara fiscal doméstica para reduzir o impacto de hipotéticos cenários adversos no exterior.

Taxa de Juros: No momento da edição (sexta-feira, por volta do meio-dia), a variação semanal nos juros nominais apontava para um padrão de achatamento. Na ponta curta, o futuro de DI com vencimento em jan/22 estava em 3,29% (+6 pb em relação à última sexta-feira), possivelmente refletindo riscos fiscais para a orientação futura do BC de taxa Selic estável por algum tempo. No trecho mais longo, o futuro de DI com vencimento em jan/25 era negociado a 6,52% (-3 pb desde a última sexta-feira), com a inclinação neste segmento encerrando a semana em 23 pb, em comparação com 33 pb na semana anterior e cerca de 130 pb antes da chegada da pandemia da Covid-19 no Brasil (março).

Se o pano de fundo internacional não ofereceu tréguas aos juros locais nesta semana (veja a sessão anterior para maiores detalhes), os fatores locais continuam a desempenhar papel fundamental na percepção de alta sobre as taxas locais. Isto se deve a uma percepção de maiores riscos fiscais, dado o dilema entre uma expansão desejada em programas de transferência de renda e a necessidade de se manter a credibilidade do regime fiscal. As propostas formais (do Executivo e Legislativo) serão divulgadas após as eleições municipais de novembro, e os mercados demonstram natural preocupação com a viabilidade do cumprimento do teto precaução de gastos nos próximos anos.

Neste contexto, os mercados seguem com dúvidas não somente quanto às perspectivas para a solvência da dívida pública no longo prazo, mas também quando às condições para gestão da dívida pública no curto prazo, dado um elevado cronograma de vencimentos da dívida mobiliária federal nos próximos meses (para detalhes, consultar nosso relatório publicado em 7 de outubro, em inglês, Borrowing Requirements and Debt Management: The Importance of the Fiscal Adjustment). Mas uma certa trégua veio nesta semana após anúncio coordenado do Banco Central do Brasil (BC) e do Tesouro Nacional (TN), respectivamente reduzindo o tamanho de suas operações comprometidas para o final de outubro e se comprometendo a encurtar o prazo de novas emissões de títulos públicos.

De acordo com nosso cenário básico (de convergência fiscal, com teto de gastos ainda crível, ainda que de difícil execução, e com taxa Selic estável em 2021), somos levados à conclusão de que a curva de juros exibe prêmio substancial, tanto na parte curta quanto na parte longa (consulte nosso relatório publicado em 6 de outubro, Mind the (Fiscal Risk) Premium). Contudo, este prêmio não se reduzirá de forma relevante até que se tenha sinais claros de uma consolidação fiscal crível após a pandemia. Assim, a volatilidade deve permanecer alta nos mercados de renda fixa do Brasil nas próximas semanas e meses.

3) Atividade Econômica

Em setembro, nosso indicador proprietário coincidente do varejo apontou para o primeiro declínio após quatro ganhos em sequência (-0,8% m/m a.s.). Os indicadores ponderados de acordo com a PMC (vendas no varejo, no conceito restrito e ampliado) apontaram quedas mensais de -0,1% e -1,7%, respectivamente. Os dados do setor de serviços divulgados pelo IBGE apontaram para uma alta na margem de 2,9% (-10,0% a/a), o terceiro ganho consecutivo após o vale de maio e a forte queda de abril. Entretanto, apesar do resultado positivo, o indicador ainda está 9,8% abaixo do nível pré-crise, reforçando o fato de o setor ser o mais atrasado na recuperação. O indicador mensal de atividade ampla do BC (IBC-Br) apresentou alta mensal de 1,1%, implicando uma recuperação de mais de 70% das perdas registradas entre março e abril. Em relação ao pré-crise, o indicador está 4,2% abaixo de fevereiro. Esse resultado é consistente com uma recuperação sequencial na atividade observada para diversos setores-chave em agosto (como produção industrial, varejo e serviços). Em um exercício preliminar, nosso monitoramento para o PIB do 3T20 está em 9,8% t/a.s. (-2,8% a/a), implicando uma acentuada (porém temporária) recuperação da forte queda do 2T20.

A FGV divulgou essa semana a prévia para os dados de confiança referentes a outubro. O destaque positivo foi a confiança da indústria, apontando para outra alta (5,1%) e atingindo o maior nível desde março de 2011. Por outro lado, a confiança do Consumidor, Varejo e Serviços aponta para as primeiras quedas após cinco ganhos consecutivos. A confiança do Consumidor e do Varejo, que estava próxima aos níveis pré-crise, declinou -4,7% e -5,1%, respectivamente, enquanto a confiança dos Serviços, que estava substancialmente abaixo do pré-crise, apontou queda de -1,6%. O setor de Construção permaneceu virtualmente estável.

4) Política Fiscal

O monitor fiscal do Fundo Monetário Internacional (FMI) foi divulgado no dia 14/out. Neste relatório, o organismo multilateral aponta para um cenário desafiador para as contas fiscais no Brasil. O FMI prevê que a relação dívida bruta sobre o PIB no Brasil alcance 101% em 2020 (+12 p.p. em 2019), a segunda maior entre as economias emergentes. Este nível de endividamento considera os gastos para mitigar os efeitos da pandemia, com o estímulo fiscal total chegando a 8,3% do PIB neste ano, superior à média dos emergentes (3,4%) e próximo ao das economias avançadas (9,3%).

Além disso, as projeções de dívida apresentadas pelo FMI para o Brasil não se estabilizam pelo menos até 2025, mesmo considerando o cumprimento da regra do teto de gastos neste cenário. A instituição destaca a importância da aprovação das reformas econômicas que já vinham sendo discutidas pelo Congresso antes mesmo da pandemia. Ao todo, os números se aproximam do nosso cenário fiscal e reforçam que a criação de novas despesas obrigatórias deve ser limitada pela regra do teto de gastos para garantir a credibilidade do processo de consolidação fiscal após a pandemia.

5) Inflação

Na sexta-feira (23/out), o IBGE divulga a inflação do IPCA-15 de outubro. Esperamos variação de +0,89% m/m (+3,47% a/a). A maior fonte de pressão alista será, novamente, alimentação no domicílio. Projetamos que o grupo subirá 3,37% m/m, na esteira da forte demanda externa e interna devido a mudança da cesta de consumo, em conjunto com o suporte a renda (auxílio emergencial) e o Real depreciado. Desta vez, porém, bens industriais (+0,65% m/m) e serviços (0,64% m/m) também devem ajudar a acelerar o índice. Em bens industriais, além das mesmas pressões sofridas por alimentos, o setor também tem sofrido algumas restrições (localizadas e temporárias) de oferta. Já em serviços, que vinha registrando variações muito baixas desde o início da pandemia, haverá uma pressão pontual em passagens aéreas (+51.0% m/m), enquanto o restante do grupo seguirá muito bem comportado. Finalmente, preços administrados devem subir 0,11% m/m.

O risco para nossa projeção do IPCA em 2020 é alista (por conta de alimentação e bens industriais). Nossa projeção oficial está em 2,3% a/a, mas nosso “tracking” é de 3,0%. Para 2021, seguimos projetando 2,7% a/a de inflação no IPCA, abaixo da meta central de 3,75%. Acreditamos que a inflação de alimentos vai desacelerar e a elevada ociosidade econômica vai manter a inflação de bens industriais e serviços em nível reduzido – ou seja, mantendo os núcleos de inflação em trajetória benigna.

6) Balanço de Pagamentos

Na próxima sexta-feira, tomaremos conhecimento dos dados do balanço de pagamentos para setembro e estimamos que o saldo em transações correntes tenha registrado superávit de US\$2,7 bilhões no período, o que terá significado – caso nossa estimativa se mostre correta – um déficit de US\$20 bilhões nos últimos 12 meses, comparado a um desequilíbrio de US\$50,9 bilhões em dezembro passado. Esperamos que o resultado reforce nossa percepção de que o balanço de pagamentos brasileiro deixou de desempenhar seu antigo papel de potencializador de crises no país e se tornou um “estabilizador” nestes períodos. Avaliamos que o déficit acumulado em 12 meses continuará a cair nas próximas divulgações e encerrará o ano em US\$9,3 bilhões, realçando esta transformação.

Além do superávit em transações correntes, calculamos que o fluxo de investimentos diretos no país tenha atingido US\$2,0 bilhões no mês passado, o que terá levado – se nossos cálculos se mostrem precisos – à entrada líquida de US\$50,4 bilhões nos últimos 12 meses. Este é um nível bastante superior ao déficit em transações correntes registrado na mesma comparação, dando suporte à avaliação de que o país dispõe de uma situação confortável quanto às suas fontes externas de financiamento. Portanto, acreditamos que não se pode atribuir a alta volatilidade recente do real aos fundamentos do balanço de pagamentos brasileiro. A causa para este fenômeno reside em uma seara diferente - fiscal.

AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Agenda internacional: A semana começa com os dados de atividade de setembro da China já no domingo (18/out), depois dados do setor imobiliário de setembro nos EUA na terça-feira (20/out), pedidos de auxílio desemprego da terceira semana de outubro e vendas de casa usadas de setembro nos EUA, além de confiança do consumidor de outubro na Europa na quinta-feira (22/out) e, por fim, na sexta-feira (23/out) teremos os PMIs de outubro da Europa e dos EUA.

Agenda doméstico: A FGV publicará na próxima sexta-feira o dado consolidado de confiança para o Consumidor. Se confirmado o resultado da prévia, será o primeiro resultado negativo após cinco altas consecutivas. Em nossa opinião, essa queda se deve à redução gradual do valor do auxílio emergencial, uma vez que o pagamento foi feito no final de setembro, com efeitos relevantes apenas para outubro.

DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

Indicador	Divulgação	Projeção	Anter
IGP-M 2ª prévia (% m/m)	Ter, 20-Out	--	4,57
FGV CPI IPC-S out/20	Sex, 23-Out	--	--
Sondagem do Consumidor FGV out/20 (pontos)	Sex, 23-Out	--	83,4
IPCA-15 out/20 (% m/m)	Sex, 23-Out	0,89	0,45
IPCA-15 out/20 (% a/a)	Sex, 23-Out	3,47	2,65
Transações Correntes set/20 (US\$ bilhões)	Sex, 23-Out	2,7	3,7
Invest. Direto no País set/20 (US\$ bilhões)	Sex, 23-Out	2,0	1,4

Fontes: Bloomberg e Santander

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

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 criadas. 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