

Perspectivas Macro Santander**Sob Pressão**

Nossos relatórios e análises estão disponíveis em

www.santander.com.br/economia

- A curva de juros local seguiu aumentando sua inclinação, com juros curtos registrando novas mínimas (com inflação moderada e revisões para baixo nas estimativas de crescimento) e os juros longos subindo. Esse movimento não deve se reverter no curto prazo.
- O IPCA-15 de fevereiro apresentou elevação de 0,22%, abaixo do consenso de mercado e acima da nossa projeção. Com este resultado, a inflação dos últimos 12 meses chegou a 4,21%, patamar um pouco acima da meta deste ano (4,00%). No entanto, continuamos a projetar inflação bastante comportada em 2020 – esperamos alta de 3,1% para o IPCA – em linha com a elevada ociosidade na economia doméstica e expectativas inflacionárias ancoradas.
- Embora tenha sido o maior déficit já registrado em todos meses de janeiro da série histórica disponível, o resultado negativo de US\$ 11,9 bilhões visto no saldo em transações correntes no mês passado veio em linha com o esperado, na esteira da concentração de pagamentos de juros sobre dívida e das remessas de lucros e dividendos. Para 2020, mantemos a projeção de deterioração gradual do déficit em conta corrente, que deverá atingir US\$ 56,7 bilhões, frente a US\$ 49,5 bilhões em 2019.
- Em relação ao mercado de trabalho, avaliamos que a taxa de desemprego seguirá em trajetória de queda gradual ao longo deste ano, ganhando tração especialmente no segundo semestre. Esperamos recuo de 11,6% para 11,5% entre dezembro e janeiro, após ajuste sazonal.
- As contas do setor público em janeiro de 2020 devem mostrar resultado primário significativamente superior ao observado no mesmo mês dos últimos anos, devido tanto à forte arrecadação federal quanto a um ritmo lento de execução de despesas discricionárias. A despeito deste bom início de ano, o déficit primário em 2020 tende a ser um pouco maior do que o registrado em 2019, corroborando a avaliação de que o ajuste fiscal está incompleto. Para contenção do crescimento das despesas obrigatórias e garantia do cumprimento do teto de gastos constitucional, novas medidas e reformas de natureza fiscal precisam ser aprovadas no Congresso.
- Notícias sobre a epidemia do Covid-19 (coronavírus) voltaram a preocupar os mercados globais após o surto da doença na Coreia do Sul nas últimas 48 horas. Isto ocorre em um momento cujas atenções já começavam a se voltar exclusivamente para os impactos econômicos dentro e fora da China. Neste sentido, os primeiros dados de sondagem empresarial nos EUA e Europa referentes a fevereiro surpreenderam positivamente, mas os mesmos indicadores para Japão e Austrália mostraram piora relevante. Na próxima semana, dados adicionais de EUA e Zona do Euro serão importantes para o contínuo monitoramento da economia global, mas nenhum dado econômico será tão relevante quanto a sondagem empresarial (PMI) da China, o primeiro dado abrangente a ser divulgado desde a eclosão do vírus.

Dois movimentos no mercado de juros locais merecem destaque esta semana: a continuação do rali nas taxas curtas e intermediárias (até Jan. 23) e o aumento de inclinação da parte longa da curva. No primeiro caso, os contratos renovaram as mínimas históricas, com quedas de 4 pb, 7 pb e 5 pb nos DIs Jan. 21, Jan. 22 e Jan. 23, respectivamente. O mercado agora praticamente precifica manutenção da taxa Selic no patamar atual até o final deste ano, com altas graduais embutidas a partir do primeiro trimestre de 2021 até cerca de 5,75% no início de 2022. Como nosso cenário prevê um ciclo menos agressivo (5,5% no final de 2021) começando mais tarde (segundo trimestre), ainda vemos um valor residual em posições aplicadas até Jan. 22, com maior atratividade para os contratos com vencimento a partir de Jul. 21. Aos preços atuais, a compressão do Jan. 21 parece condicionada ao mercado passar a acreditar que o Banco Central voltará a cortar os juros ainda este ano, o que, no momento, não parece condizente com nossas expectativas de crescimento e inflação ou com o tom adotado na comunicação recente do Copom. Por outro lado, o cenário de inflação parece confortável o bastante para que o mercado passe gradualmente a precificar um início mais tardio para o próximo ciclo de aperto monetário.



Por sua vez, a inclinação da curva longa atingiu uma nova máxima desde setembro de 2018, com o diferencial Jan. 23 – Jan. 27 chegando a 120 pb (alta de 14 pb na semana). Apesar da aparente atratividade do nível, não vemos catalisadores de curto prazo para uma reversão do movimento recente, com o potencial de queda nos juros mais curtos ainda não esgotado, novo ciclo de alta da Selic ainda distante no futuro, desafios pendentes na agenda de consolidação fiscal, falta de interesse de investidores estrangeiros e rotação de carteiras de investidores locais (de juros longos para ações). Seguimos, portanto, acreditando que posições direcionais aplicadas nos juros curtos são mais atraentes.

1) IPCA-15

O IPCA-15 de fevereiro apresentou alta de 0,22%, resultado entre o consenso de mercado (0,24%) e nossa projeção (0,17%). Ao contrário da leitura de janeiro, este IPCA-15 utilizou a nova estrutura de ponderação com base na POF 2017-2018 divulgada no ano passado. Em 12 meses, o índice mostrou elevação de 4,21%. Em relação aos itens responsáveis pelos maiores desvios ante a nossa projeção, destacamos, pelo lado altista, a variação mensal de 0,21% nos preços da gasolina (projetávamos ligeira queda de 0,1%); já pelo lado baixista, destaque para os recuos nos preços de alimentação no domicílio (-0,32%) – sobretudo no item carnes (-5,0%) – e produtos de saúde e cuidado pessoal (-0,29%).

A nosso ver, o IPCA-15 de fevereiro exibiu uma composição benigna, com as medidas de núcleo e índices de difusão abaixo da média histórica. Por exemplo, a variação do IPCA-EX3 (agrega apenas os itens selecionados de serviços e bens industriais) passou de 3% em janeiro para 2,8% no mês corrente, com base na média móvel de três meses anualizada e ajustada sazonalmente. Considerando a mesma métrica (e mesmo período), a inflação de serviços recuou de 3,7% para 3,5%.

Para o IPCA de fevereiro, a ser divulgado em 11 de março, projetamos elevação mensal de 0,14%, o que significaria variação de 3,89% em 12 meses. Além da continuidade da trajetória de queda observada nos preços de proteína animal, esperamos recuo nos preços administrados – no caso da gasolina, devido a reajustes para baixo promovidos em janeiro e fevereiro, que começam a se refletir nas bombas dos postos de combustíveis, enquanto que para a eletricidade, devido à falta de taxa adicional normalmente cobrada em períodos secos (houve confirmação de “bandeira verde” para o mês).

Em linhas gerais, continuamos a projetar uma inflação bastante comportada em 2020 – esperamos alta de 3,1% para o IPCA –, em linha com a elevada ociosidade na atividade econômica doméstica e expectativas inflacionárias ancoradas.

2) Setor Externo

O saldo em transações correntes registrou déficit de US\$ 11,9 bilhões em janeiro, resultado em linha com nossa expectativa de US\$ 11,7 bilhões de déficit. O resultado é compatível com nossa projeção de US\$ 56,7 bilhões de déficit para 2020 (-3,0% do PIB), reforçando nossa expectativa de uma deterioração mais gradual das transações correntes do que o sugerido após a revisão promovida pelo Banco Central do Brasil em 2019 nos dados históricos da série.

Com relação aos seus componentes, a balança comercial registrou déficit de US\$ 2,6 bilhões no mês passado, enquanto a conta de serviços ficou negativa em US\$ 2,7 bilhões – despesas com viagens internacionais atingiram US\$ 0,9 bilhão e despesas com aluguel de equipamentos somaram US\$ 1,3 bilhão – e a conta de renda primária mostrou desequilíbrio de US\$ 6,8 bilhões – pagamentos de juros somaram US\$ 4,0 bilhões e remessas de lucros e dividendos chegaram a US\$ 2,8 bilhões. O superávit de US\$ 0,1 bilhão na conta de renda secundária em janeiro completou a lista dos contribuintes ao resultado do saldo em transações correntes no mês passado. Nos últimos 12 meses, o saldo comercial recuou para US\$ 37,2 bilhões frente a US\$40,8 bilhões na divulgação anterior, enquanto o déficit na conta de serviços atingiu US\$ 35,0 bilhões (US\$ 35,1 bilhões no mês anterior) e o desequilíbrio na conta de renda primária totalizou US\$ 55,6 bilhões (US\$56,1 bilhões há um mês). A comparação com os patamares observados em dezembro reforça nossa avaliação de que a dinâmica do saldo em transações correntes será ditada pela trajetória da balança comercial e não pelos demais itens.

Na conta financeira, o fluxo de investimento direto no país foi de US\$ 5,6 bilhões – projetávamos entrada de US\$ 6,0 bilhões – que significou um montante de US\$ 78,3 bilhões nos últimos 12 meses encerrados em janeiro. Assim, a fonte mais relevante de financiamento externo mostra que é mais do que suficiente para cobrir o déficit em transações correntes, quadro que reforça nossa percepção de que o balanço de pagamentos não deixará de ser um tema espinhoso nos próximos meses.

3) Taxa de Desemprego

Na próxima semana haverá a divulgação dos primeiros dados de 2020 sobre o mercado de trabalho brasileiro. Esperamos a continuidade do processo de melhoria da criação líquida de empregos formais – estimamos geração de 70 mil vagas em janeiro, já descontadas as influências sazonais, mantendo o ritmo de aumento observado nos últimos meses. Em relação



à taxa de desemprego (a ser publicada pela PNAD Contínua em 28/02), projetamos queda de 11,6% em dezembro para 11,5% em janeiro, também após ajuste sazonal (na série sem ajuste, estimamos elevação de 11,0% para 11,3%). Avaliamos que a taxa de desemprego seguirá em trajetória de queda gradual ao longo deste ano, ganhando tração especialmente no segundo semestre.

4) Política Fiscal

Importantes publicações sobre a política fiscal brasileira compõem a agenda econômica da próxima semana. Na quinta-feira (27/02), a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) divulgará o resultado primário do governo central em janeiro de 2020. Esperamos superávit mensal de R\$ 41,5 bilhões, significativamente acima do valor registrado no mesmo mês do ano passado (R\$ 30,0 bilhões). A expectativa de expressivo aumento do saldo primário em janeiro se deve tanto ao forte desempenho das receitas administradas quanto à baixa execução de despesas no início deste ano. Em relação às receitas, destaque para a forte expansão da arrecadação de Imposto de Renda (Pessoa Jurídica e Pessoa Física) e Contribuição Sobre Lucro Líquido (CSLL) – conforme publicado ontem (20/02) pela Receita Federal –, devido a fatores como reorganizações societárias (venda de participações) de empresas estatais e ganhos líquidos de operações em bolsa no período recente. No que diz respeito às despesas, o nível de execução de gastos discricionários em janeiro de 2020 ficou muito aquém do observado no primeiro mês dos últimos anos, refletindo sobretudo as mudanças relacionadas à gestão do orçamento público em um contexto de maior impositividade - 2020 será o primeiro ano de execução de um “orçamento impositivo”, em que o Poder Legislativo (na forma de emendas parlamentares) tem maior controle sobre o ritmo e as prioridades da execução de parcela relevante das despesas discricionárias de custeio e investimento ministeriais. Dúvidas remanescentes sobre o montante efetivo de recursos orçamentários a serem disponibilizados via emendas (principalmente emendas do Relator-Geral da Lei Orçamentária Anual), que deverão ser sanadas apenas no início de março, somadas à necessidade de adaptação dos Poderes Executivo e Legislativo a um novo formato de condução do orçamento explicam grande parte do ritmo bastante lento de execução de despesas no início deste ano, em nossa opinião.

Logo, o resultado primário relativamente forte a ser apresentado pelo governo central na próxima semana deve ser avaliado com cautela. De fato, apesar de esperarmos maior crescimento das receitas tributárias este ano – em linha com a recuperação da atividade doméstica em curso –, o déficit primário de 2020 deverá ser superior ao observado em 2019. Projetamos saldo negativo de R\$ 107,5 bilhões (-1,4% do PIB) para o governo central no ano corrente (meta orçamentária: -R\$ 124,1 bilhões ou -1,6% do PIB); no ano passado, o grande volume de receitas atípicas, especialmente as oriundas dos leilões de petróleo (por exemplo, R\$ 23,7 bilhões com o leilão da cessão onerosa), contribuíram bastante para a redução do déficit primário (resultado realizado: -R\$ 95,0 bilhões ou -1,3% do PIB; meta orçamentária: -R\$ 139 bilhões ou -1,9% do PIB).

A STN também publicará na semana que vem (sexta-feira, 28/02) o seu Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública, que provavelmente exibirá expectativas mais favoráveis para o endividamento do governo. Temos reiterado em nossos relatórios (para detalhes, ver *Em Rota de Recuperação Gradual*, 14 de fevereiro de 2020) a tendência de queda da dívida pública bruta iniciada no período recente – o indicador encerrou 2019 em 75,8% do PIB, abaixo do patamar de 76,5% do PIB verificado no final de 2018. No entanto, este movimento também está parcialmente relacionado a fatores não recorrentes, tais como as devoluções de recursos de bancos públicos (notadamente BNDES) ao Tesouro Nacional e a venda de reservas internacionais no mercado de câmbio à vista efetuada pelo Banco Central no último semestre – por isso, ao contrário do conceito de dívida bruta, a dívida líquida (exclui os créditos do setor público não-financeiro) ainda não entrou em trajetória cadente. Outra parte explicativa da trajetória mais benigna do endividamento, entretanto, corresponde à adoção de medidas de ajuste fiscal nos últimos anos, as quais reduziram a percepção de risco soberano do país e contribuíram para o declínio do custo de rolagem da dívida. Ou seja, a disposição do governo em buscar a sustentabilidade das contas públicas vem surtindo efeito, em nossa avaliação, mas nunca é demais salientar que o ajuste fiscal está incompleto e isto requer avanços adicionais na agenda reformista.

Por fim, o Banco Central divulgará as contas fiscais do setor público consolidado em janeiro – inclui governo federal, governos regionais e empresas estatais – também na próxima sexta-feira (28/02). Estimamos superávit primário mensal de R\$ 55,7 bilhões, com a seguinte decomposição: R\$ 45,8 bilhões para o governo federal; R\$ 9,7 bilhões para os estados e municípios; e R\$ 0,2 bilhão para as estatais. Conforme já destacado, a magnitude da melhoria das contas em janeiro não deve ser extrapolada para o restante do ano. Prevemos saldo negativo de R\$ 98,5 bilhões (-1,2% do PIB) para o setor público em 2020, frente ao déficit de R\$ 61,9 bilhões (-0,9% do PIB) visto em 2019. Por sua vez, o menor pagamento de juros nominais – na esteira das taxas de juros em patamares historicamente baixos – deverá gerar novo recuo do déficit nominal este ano, na comparação com o ano passado (de -5,9% do PIB para -5,6% do PIB, segundo nossas previsões).

5) Ambiente Internacional



No ambiente externo, apesar da contínua queda na taxa de crescimento de novos casos do Covid-19 em território chinês até ontem (dia 20), nos últimos dois dias as notícias voltaram a piorar com aumento nos novos casos dentro da China nas últimas 24 horas e, mais preocupante, o surgimento de um surto da doença na Coreia do Sul cujos casos passaram de aproximadamente 30 na última quarta-feira para 204 em apenas 48 horas e a ocorrência da primeira morte no país. Os mercados globais, que já começavam a voltar as suas atenções quase que exclusivamente para os efeitos econômicos do vírus uma vez que a epidemia parecia estar sob controle, agora volta a se preocupar com a evolução do contágio da doença.

Em relação à normalização da atividade na China, indicadores diários como atividade nos portos e consumo de carvão começam a dar sinais de melhora mas, de forma geral, os avanços ainda são modestos. Já em relação aos primeiros dados de atividade global que englobam o período posterior à eclosão da epidemia e que foram divulgados nesta semana, os sinais foram mistos. Os primeiros indicadores regionais de sondagem da manufatura americana (Nova Iorque e Filadélfia) exibiram altas expressivas e a sondagem (PMI) da Zona do Euro continuou a sua trajetória de recuperação, com destaque para o indicador de manufatura na Alemanha atingindo o nível mais alto dos últimos 12 meses. No Reino Unido, a manufatura também continuou a evoluir de forma positiva. Por outro lado, as sondagens empresariais de Japão e Austrália, países mais ligados à China, mostraram queda relevante e ambos estão no pior momento em anos. Em termos de dados econômicos cujo impacto do vírus não é relevante, novas construções de casas e apartamentos nos EUA em Janeiro foram bem mais fortes que o esperado, em parte devido ao inverno mais ameno que a média histórica mas também refletindo a continuidade do bom momento do setor imobiliário após queda significativa das taxas de juros ao longo de 2019. Por fim, a ata da última reunião do banco central americano reforçou a mensagem do comunicado e a nossa visão de que o juro base deve ficar estável ao longo de 2020.

Na próxima semana, outros indicadores de sondagem empresarial referentes a Fevereiro serão divulgados nos EUA (Dallas (24/2), Richmond (25/2), Kansas (27/2) e Chicago (28/2)), na Alemanha (IFO no dia 24/2) e em outros países ao redor do mundo. No entanto, o grande foco de atenção será a sondagem qualitativa (PMI) da China na noite do dia 28 da próxima semana. Será o primeiro dado chinês abrangente desde o fim de Janeiro quando as notícias sobre o Covid-19 vieram à tona globalmente. Ademais, na próxima semana serão divulgados os dados de crédito na Zona do Euro (dia 27/2) e diversos dados nos EUA, onde os mais importantes serão: confiança do consumidor (25/2), venda de casas novas (26/2), encomendas e entregas da indústria (27/2), segunda divulgação do PIB do 4º trimestre de 2019 (27/2), consumo, renda e inflação no dia 28. Por fim, amanhã (22/2) teremos a primária democrata no estado de Nevada (36 delegados) onde Bernie Sanders lidera as pesquisas por grande margem.

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 – BRL: They have not got it (yet) (Feb20)
- Still on Track, but More Gradually (Feb20)
- FX Compass – BRL: We hope they'd got it (Jan20)
- Brazil Macro Propositions for 2020 (Jan20)
- A Better Outlook (Dec19)

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.