

Perspectivas Macro Santander**Aversão ao Risco Viralizou**

Nossos relatórios e análises estão disponíveis em

www.santander.com.br/economia

- **A turbulência global levou a mais inclinação da curva de juros, com os juros curtos deixando de precificar altas na Selic neste ano. Na verdade, a possibilidade de retomada do ciclo de cortes de juros deve permanecer viva nos próximos meses, especialmente se a atividade econômica seguir desapontando.**
- **O ambiente externo se deteriorou significativamente na última semana com o crescimento acelerado de novos casos do Covid-19 fora da China. Os ativos de risco globais sofreram revezes acentuados, com as principais bolsas do mundo caindo em média 10% e as moedas de países emergentes se desvalorizando entre 1,5% e 3,5% contra o dólar. Esta piora nos mercados se deu apesar dos dados de atividade divulgados durante a semana terem mostrado resiliência, sinalizando que a boa sequência de dados até aqui será revertida. Na próxima semana, destacamos as primárias democratas nos EUA e a possível mudança de postura de membros do banco central americano diante do aperto massivo das condições financeiras.**
- **Na próxima quarta-feira (04/03) serão divulgados os dados do PIB referentes ao 4º trimestre de 2019, os quais devem confirmar a frustração apresentada pelos indicadores coincidentes de atividade econômica no período. Esperamos crescimento de 1,5% em relação ao 4º trimestre de 2018 e de 0,4% em comparação com o 3º trimestre do ano passado (após ajuste sazonal), resultando em crescimento de 1,1% em 2019. Apesar disso, avaliamos que a composição do crescimento brasileiro será animadora.**
- **Uma vez mais, o resultado da balança comercial deverá ser impactado pela importação de plataformas de extração de petróleo, como indicado pelos dados semanais. Não fosse por isto e as importações estariam crescendo por volta de 6%, que é um ritmo compatível com nossa projeção de um superávit comercial ao redor de US\$ 38 bilhões neste ano.**
- **O superávit primário do setor público em janeiro de 2020 foi o melhor resultado de toda a série histórica de dados (iniciada em 1997) para o primeiro mês do ano. No entanto, este número precisa ser avaliado com bastante cautela, tendo em vista que decorreu de fatores atípicos (temporários) tanto pelo lado da receita quanto pelo lado da despesa.**

Os juros locais comportaram-se relativamente bem ao longo de uma semana muito volátil nos mercados globais, uma evidência, em nossa opinião, de que o mercado vê o efeito final do choque do coronavírus como deflacionário e que o posicionamento, especialmente entre estrangeiros, tem sido leve. A curva nominal seguiu a tendência de inclinação deste mês: juros de vencimentos mais curtos (até Jan. 22) caíram (com o Jan. 21 agora operando no mesmo nível do CDI), enquanto a ponta longa abriu cerca de 10 pb. O catalisador mais importante daqui em diante, na nossa visão, será a reação do Banco Central em termos de política monetária. A possibilidade de retomada do ciclo de cortes de juros deve permanecer viva nos próximos meses, especialmente se a atividade econômica seguir desapontando. Seguimos acreditando que, nesse cenário, aplicar em juros curtos é preferível a juros longos ou operações de valor relativo ao longo da curva.

1) Ambiente internacional

O ambiente externo se deteriorou significativamente na última semana com o crescimento acelerado de novos casos do Covid-19 (novo coronavírus) fora da China. Nos últimos sete dias, houve quase 3 mil novos casos (antes disso eram 1.212 casos no total) e as mortes fora do território chinês já contabilizam 79. Os países mais afetados foram Coreia do Sul, Itália, Irã e Japão, que juntos já somam mais de 3.600 casos e 69 mortes. Com a epidemia em seus estágios iniciais de crescimento exponencial fora da China, os ativos de risco globais sofreram revezes acentuados, com as principais bolsas do mundo caindo em média quase 10% e as moedas de risco se desvalorizando entre 1,5% e 3,5% contra o dólar.

Esta piora nos mercados se deu apesar dos dados de atividade econômica divulgados durante a semana terem mostrado resiliência. As sondagens empresariais tanto nos EUA quanto na Alemanha vieram, em geral, em linha ou melhores que o



esperado, mostrando estabilidade e/ou leve recuperação. Os dados de crédito na Zona do Euro para janeiro mostraram crescimento consistente, enquanto os dados de ordens e entregas das fábricas e venda de casas novas nos EUA foram bem melhores que o esperado. De forma geral, os dados de EUA e Europa referentes a janeiro vêm mostrando recuperação, enquanto os primeiros dados de fevereiro ainda não parecem ter sofrido impacto relevante do vírus.

Em relação ao processo eleitoral americano, a primária de Nevada no último sábado confirmou as pesquisas e mostrou uma vitória categórica de Bernie Sanders, que conquistou 24 dos 36 delegados disponíveis. Até o momento, Sanders lidera a corrida com 45 delegados, Pete Buttigieg está em segundo com 25 e Joe Biden em terceiro, com 15. A próxima etapa será amanhã (29/2) na Carolina do Sul onde, segundo as pesquisas, o moderado Biden é o favorito por grande margem. Este pleito será de suma importância para as pretensões do ex-vice-presidente, já que uma derrota no estado praticamente encerraria sua campanha. Na próxima terça-feira (3/3) acontecerá a famosa *Super Tuesday*, em que 34% do total de delegados estarão em jogo em um único dia. Este evento será de suma importância para os rumos da corrida eleitoral democrata, se não para encaminhar o nomeado, ao menos para afunilar a disputa.

Além de acompanhar a evolução do vírus ao redor do mundo, a próxima semana será relevante para monitoramento da atividade global. Os dados mais importantes serão a sondagem empresarial nacional (ISM de manufatura em 2/3 e de serviços 4/3) e os dados de mercado de trabalho nos EUA (em 6/3); a confirmação das sondagens europeias (em 2/3 e 4/3) e a segunda sondagem da economia chinesa (em 3/3). Com a piora acentuada nos mercados globais, será importante também acompanhar os discursos de membros do banco central americano (Fed) nos próximos dias. A mensagem atual do Fed é de manutenção do juro base no patamar corrente enquanto não houver mudança “material” no cenário. Tendo em vista o massivo aperto das condições financeiras nesta semana, o mercado parece indicar que a mudança “material” já é uma realidade. Na verdade, o mercado de juros americano já apreça mais de 0,50 ponto percentual de corte nas próximas três reuniões sobre decisão de política monetária.

2) Atividade Econômica – PIB de 2019 e mercado de trabalho

Na próxima quarta-feira (4/3) serão divulgados os dados do PIB referentes ao 4º trimestre de 2019, os quais devem confirmar a frustração apresentada pelos indicadores coincidentes de atividade econômica no período. Esperamos crescimento de 1,5% em relação ao 4º trimestre de 2018 e de 0,4% em comparação com o 3º trimestre do ano passado (após ajuste sazonal), resultando em crescimento de 1,1% em 2019. *A priori*, a expectativa era de forte crescimento no último trimestre de 2019, principalmente por conta dos estímulos pontuais de aumento da renda advindos da liberação de recursos do FGTS. Contudo, após a divulgação dos indicadores de atividade relativos aos meses de novembro e dezembro, houve considerável decepção por parte do mercado acerca do ritmo de recuperação da economia doméstica. Em nossa avaliação, o impacto dos estímulos do FGTS deve ter sido menor que o previamente esperado por dois principais fatores: i) antecipação de produção no 3º trimestre, devido à expectativa de aumento do consumo privado no trimestre subsequente e ii) apenas cerca de 75% dos recursos disponíveis foram sacados, enquanto esperávamos o saque de quase a totalidade do montante disponível.

Apesar disso, avaliamos que a composição do crescimento brasileiro em 2019 foi relativamente benigna. Estimamos que o consumo das famílias e os investimentos cresceram 2,0% e 2,1% no ano passado, respectivamente. Por sua vez, em coerência com a restrição fiscal vigente, o consumo do governo retraiu 0,6% em 2019, segundo nossas estimativas, ou seja, o crescimento observado no último ano foi conduzido pelo setor privado (expansão de 1,5% da absorção doméstica). Por outro lado, no *front* externo, o último ano foi marcado pela desaceleração do crescimento econômico global, “guerra comercial” e uma série de crises nos países sul-americanos (importantes destinos das exportações brasileiras), especialmente no 4º trimestre. Assim, estimamos (considerável) contribuição negativa do setor externo tanto para o último trimestre do ano passado (-1,2 p.p.) quanto para o ano de 2019 (-0,6 p.p.).

Os primeiros indicadores alusivos ao ano de 2020 confirmam nossa percepção de que, findado o estímulo temporário oriundo da liberação de recursos do FGTS, observaremos arrefecimento do ritmo de alta do PIB no 1º trimestre deste ano (em relação ao 4º trimestre de 2019). Além disso, ponderamos que os impactos da desaceleração pontual do crescimento global - por conta da paralisação de uma parcela da cadeia produtiva após o surto do coronavírus - terá efeitos negativos para a atividade econômica do Brasil. A magnitude dos reflexos negativos depende do grau de disseminação e duração do surto, o que segue bastante incerto, sendo assim um importante fator de risco a ser monitorado.

Apesar da recente piora do grau de incerteza em relação ao crescimento internacional e local, continuamos esperando maior expansão da atividade econômica brasileira neste ano, em comparação com o ano passado.

De acordo com a PNAD Contínua (que traz dados amostrais domiciliares sobre o mercado de trabalho), a taxa nacional de desemprego foi de 11,2% (da população economicamente ativa) no trimestre encerrado em janeiro de 2020, em linha com as expectativas (nossa e do mercado). Com isso, a taxa de desemprego está 0,8 p.p. abaixo do patamar observado no



mesmo período de 2019, indicando queda interanual um pouco mais acentuada. Os resultados dessazonalizados também mostram recuo na taxa de desocupação, que atingiu – de acordo com nossos cálculos – a marca de 11,5% em janeiro, o menor nível desde o segundo trimestre de 2016. Dito isto, o indicador segue em patamar elevado, bastante acima do nível natural (ou estrutural) da economia brasileira (estimamos na ordem de 9,5%).

No que diz respeito à composição desta recuperação do emprego, também há sinais de melhoria. Em primeiro lugar, os dados mostram alguma aceleração no ritmo de expansão da população ocupada nos últimos meses, com crescimento interanual de 2,0% em termos anualizados e dessazonalizados. Além disso, a taxa de informalidade atingiu 40,7% da população ocupada no trimestre findo em janeiro, frente a 41,2% na leitura de dezembro.

No âmbito dos salários, a pesquisa mostra estabilidade da renda real (ou seja, ajustada para a inflação). Ainda, a massa salarial real (renda agregada, também ajustada para a inflação) cresceu ao ritmo de 2,2% frente a um ano antes. Dado o nível de desemprego ainda acima do natural, seguimos projetando crescimento bastante moderado da renda.

Assim como o resto da economia, o mercado de trabalho segue em tendência de recuperação gradual. Embora um excesso de mão de obra tenda a seguir limitando a expansão da renda média do trabalhador, a maior participação do emprego formal tende a dar maior fôlego ao consumo. Estimamos novas quedas na taxa de desocupação ao longo do ano (principalmente no segundo semestre), e com participação crescente dos empregos formais.

3) Balança Comercial

A Secretaria de Comércio Exterior – SECEX – usualmente promove correções em seus números da balança comercial que são publicados semanalmente. Desta vez, a publicação dos dados da terceira semana mostrou uma revisão importante nas despesas com importação, que subiram US\$ 1,2 bilhão. Uma análise mais detalhada revela que o aumento foi derivado de importações de plataformas de petróleo, algo mais relacionado ao fim de incentivos fiscais do que com um legítimo incremento de importações na esteira de uma recuperação econômica. Quando se desconta esta influência, percebe-se que as importações estão crescendo em linha com nossa expectativa, que sinaliza um superávit comercial de US\$ 38,3 bilhões em 2020 frente a US\$ 46,7 bilhões em 2019. Portanto, embora abaixo do superávit de US\$ 3,3 bilhões visto no ano passado, o resultado positivo de US\$ 1,3 bilhão na balança comercial de fev/20 ainda sinaliza uma dinâmica menos dramática para o comércio exterior neste ano.

4) Política Fiscal

Conforme publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional ontem (27/02), o governo central registrou superávit primário de R\$ 44,1 bilhões em janeiro de 2020, resultado muito superior ao observado no mesmo mês de 2019 (R\$ 30,0 bilhões), surpreendendo para cima nossa expectativa (R\$ 41,5 bilhões) e o consenso de mercado (R\$ 38,0 bilhões).

O forte desempenho da arrecadação tributária e o ritmo lento de execução das despesas explicam o aumento do saldo primário no início deste ano. Com relação ao primeiro, destacamos as maiores receitas com IR - Imposto de Renda (Pessoa Jurídica e Pessoa Física) e CSLL – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, devido a reorganizações societárias (vendas de ativos e participações) de empresas estatais e ganhos individuais com operações em bolsa de valores no período recente. Pelo lado das despesas, por sua vez, alguns ministérios enfrentaram dificuldades na execução orçamentária em janeiro. As mudanças e dúvidas remanescentes relativas ao chamado “orçamento impositivo”, em que o Poder Legislativo (na forma de emendas parlamentares) tem maior controle sobre a execução do orçamento público, explicaram grande parte da queda da despesa primária no mês passado, em comparação ao mesmo período de 2019 (-3,3% em termos reais).

Portanto, o resultado primário do governo central em janeiro deve ser avaliado com cautela. Fatores atípicos, tanto pelo lado da receita quanto pelo lado da despesa, explicaram o saldo bastante acima da média histórica para o mês. Isto posto, projetamos déficit primário de R\$ 107,5 bilhões em 2020 (-1,4% do PIB) – a meta orçamentária corresponde a -R\$ 124,1 bilhões (-1,6% do PIB).

Por fim, segundo dados do Banco Central divulgados hoje (28/02), o setor público consolidado teve superávit primário de R\$ 56,3 bilhões em janeiro, em linha com a nossa projeção (R\$ 58,3 bilhões) e o consenso de mercado (R\$ 54,8 bilhões). Todos os entes do setor público apresentaram saldos positivos no mês passado: governo federal (R\$ 45,5 bilhões), governos regionais (R\$ 10,1 bilhões) e empresas estatais (R\$ 0,7 bilhão). Como já mencionado, a magnitude da melhoria vista nas contas fiscais em janeiro não deve ser extrapolada para o resto do ano. Logo, projetamos déficit primário de R\$ 98,5 bilhões (-1,2% do PIB) em 2020 (meta orçamentária: -R\$ 118,9 bilhões ou -1,6% do PIB).



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.