

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

Quando dezembro chegar

- Os mercados globais observaram uma melhora do apetite por risco nesta semana, em meio a um certo otimismo com as possíveis implicações (na interpretação de investidores) das pesquisas de intenção de voto para o pleito presidencial nos EUA. As incertezas sobre um novo pacote fiscal e o resultado das eleições de novembro tendem a manter a volatilidade elevada. Contudo, resultados menos apertados podem reduzir as chances de contestação, o que ajudaria a manter um clima favorável para ativos de risco.
- O real encerra a semana com o melhor desempenho entre as principais moedas, em meio a notícias relativamente construtivas no exterior (i.e., percepções de menor incerteza quanto à corrida presidencial nos EUA, e chances de uma nova rodada de estímulo fiscal na maior economia do mundo). Em nível local, uma trégua se deu nos mercados após sinais de que a criação de um novo programa social deverá estar sujeita ao teto constitucional de gastos. Seguimos vendo os rumos da taxa cambial (e outras classes de ativos nacionais) intimamente ligados à credibilidade do atual regime fiscal.
- Seguindo os mesmos “drivers”, além de uma oferta mais cautelosa de “duration” no mercado pelo Tesouro Nacional no leilão de títulos desta semana, a curva de juros local recuou, revertendo parte da alta observada recentemente. Em relatório publicado nesta terça-feira (6/out), “*Mind the (Fiscal Risk) Premium*”, trazemos nossas estimativas e uma discussão sobre o elevado prêmio dos títulos públicos no momento.
- Confirmando a tendência de alta para agosto apontada pelo nosso indicador proprietário IGet, o índice para o varejo restrito apontou alta de 3,4% m/m s.a. (6,1% a/a), enquanto o índice para o varejo ampliado (que inclui automóveis e material de construção) registrou um aumento de 4,6% m/m s.a. (3,9% a/a). Na esteira do (temporário) auxílio emergencial, o varejo já observa vendas acima dos níveis pré-crise.
- Na próxima semana, destacam-se as divulgações da PMS (14/out) e do IBC-Br (15/out) de agosto, encerrando o ciclo dos principais indicadores de atividade para o mês. Estamos projetando ganhos mensais de 1,9% m/m s.a. (-11,4% a/a) no setor de serviços e de 1,3% m/m s.a. (-4,0% a/a) na economia ampla, respectivamente. Baseado nos dados disponíveis, nosso monitoramento do PIB para 3T20 está em +8,7% t/t s.a., o que implica uma recuperação significativa ante a queda abrupta do segundo trimestre.
- No âmbito fiscal, as propostas acerca do alcance e das fontes de financiamento do Renda Cidadã, novo programa assistencial, semente deverão ser apresentadas após as eleições municipais (final de novembro). Publicamos na quarta-feira (7/out) o relatório “*Borrowing Requirements and Debt Management: The Importance of the Fiscal Adjustment*”, onde analisamos o impacto dos riscos fiscais sobre a gestão da dívida pública.
- O IPCA de setembro registrou variação de 0,64% m/m (3,14% a/a). O resultado ficou bem acima da expectativa do mercado (0,54%) e da nossa projeção (0,56%). Esta surpresa altista nos levou a revisar o “*tracking*” da inflação do IPCA para 2020 de 2,8% para 3,0%. Ainda assim, seguimos observando inflação subjacente bem comportada, e antevendo um quadro benigno para 2021: nossa projeção de IPCA para o próximo ano permanece em 2.7% (meta central: 3,75%).



1) Economia Internacional

Os mercados globais seguiram na tendência de maior apetite a risco iniciada na semana passada. O dólar perdeu um pouco mais de valor e as bolsas subiram. Isso ocorreu apesar de a incerteza sobre um novo pacote fiscal nos EUA permanecer elevada, no curto prazo. Uma provável contribuição para essa melhora nos ativos arriscados veio das pesquisas eleitorais americanas, que parecem indicar – na ótica dos mercados – menores chances de uma contestação do resultado das eleições, e maiores chances de que o próximo governo implemente estímulos fiscais adicionais de maior intensidade.

Dados econômicos positivos também ajudaram. O ISM de serviços nos EUA ficou em 57,8, acima da expectativa de 56,2 do mercado. A abertura foi robusta, mostrando melhora na parte de atividade econômica, emprego e novas ordens. Os pedidos iniciais de auxílio desemprego (“initial jobless claims”) somaram 840 mil na semana anterior, mantendo tendência de queda, ainda que de menor intensidade. Já o total de auxílios caiu para 11 milhões, surpreendo para baixo a expectativa de 11,4 milhões e seguindo na tendência de queda. A ata da FOMC não trouxe surpresas – o maior destaque foi a revelação de que alguns membros consideravam em seus cenários bases que haveria um novo pacote fiscal ainda esse ano, sinalizando um pouco mais de preocupação com o ritmo da recuperação do quarto trimestre.

As incertezas nos EUA sobre o pacote fiscal e as eleições tendem a manter a volatilidade alta, mas se a tendência de uma eleição menos disputada se confirmar, isso pode ajudar a manter a toada mais positiva do mercado.

2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: Esta semana, os agentes econômicos interpretaram que as pesquisas eleitorais nos EUA indicaram menor probabilidade de contestação sobre os resultados, e incrementaram as chances de novos estímulos fiscais na maior economia do mundo. Assim, acreditamos que o ambiente internacional proveu combustível para que a maioria das moedas emergentes registrassem apreciação frente ao dólar – embora de maneira volátil. Talvez como reflexo de seu maior beta (i.e. sensibilidade quanto às condições de mercado), o real respondeu de maneira intensa, e deverá encerrar a semana com o maior fortalecimento frente ao dólar dentre as moedas mais líquidas do globo (na edição deste texto, o real era cotado a R\$5,54/US\$, frente a R\$5,69/US\$ na sexta-feira passada).

Além das condições externas relativamente favoráveis, o noticiário doméstico referente ao quadro fiscal parece ter ajudado na trajetória da moeda nesta semana, dado que os debates sobre uma solução para prover recursos para um novo programa de assistência social parece ocorrer sob as restrições impostas pela regra de teto de gastos. Como indicado por parlamentares envolvidos na questão, anúncios não deverão acontecer até a conclusão das eleições municipais (final de novembro). Acreditamos que a busca por alternativas que respeitem o arcabouço fiscal atual pode sinalizar algum entendimento político sobre a necessidade de retomar o processo de consolidação fiscal no próximo ano (a se verificar).

Poderemos ver alguma volatilidade nas próximas semanas, na medida em que propostas para a questão fiscal se tornem públicas. Entretanto, uma proposta oficial para o programa de renda mínima aliada a necessárias medidas para cumprimento do teto constitucional de gastos deverá ficar para dezembro. De acordo com nossa hipótese chave de que o respeito ao regime fiscal atual será mantido, o real deverá apresentar apreciação até o final do ano neste cenário.

Taxas de Juros: No momento da edição (sexta-feira, por volta do meio-dia, horário local), a curva de juros nominal parecia caminhar para reverter parte da alta observada na semana passada. Na ponta curta, o futuro do DI jan-22 estava em 3,17% (-23 p.b. em relação à última sexta-feira). Na ponta longa, o futuro do DI jan-27 era negociado a 7,49% (-11 p.b. desde a última sexta-feira). O movimento desta semana levou a inclinação neste segmento para ~ 432 p.b., em comparação com ~ 420 p.b. na semana anterior e ~ 150 p.b. antes da chegada da pandemia no Brasil (final de fevereiro). Mesmo com esta queda, é fato que a volatilidade na estrutura a termo segue bastante acentuada.

Do ponto de vista técnico, nos parece que um bem-sucedido leilão de títulos do Tesouro Nacional na quinta-feira (seguindo a decisão de reduzir prazo dos títulos ofertados) contribuiu para gerar algum alívio nas taxas nominais. Do ponto de vista macroeconômico, as notícias locais provavelmente favoreceram esta trégua na curva de juros, já que os mercados aparentemente receberam bem os sinais políticos de que um novo programa social não irá desrespeitar a disciplina fiscal. Por fim, do ponto de vista financeiro, a curva de juros local também parece ter sido influenciada pelo padrão global de maior apetite por risco nos últimos dias.



Em artigo publicado recentemente ("*Mind the (Fiscal Risk) Premium*", 06/out/20, em inglês), apresentamos estimativas e discutimos o elevado prêmio no mercado de juros local, com base na diferença entre o apreçamento da curva e as projeções de analistas. No geral, estimamos que, em 2 de outubro de 2020, o prêmio da taxa de juros nominal estava em ~ 80 p.b. para 1 ano, ~ 170 p.b. para 2 anos, ~ 260 p.b. para 5 anos e ~ 280 p.b. para 10 anos, superando a média histórica (desde 2010). Para a mesma data, calculamos que o prêmio de inflação era de ~ 120 p.b. para 1 ano, ~ 90 p.b. para 2 anos, ~ 110 p.b. para 5 anos e ~ 80 p.b. para 10 anos, também acima da média histórica. Em geral, o prêmio estimado se situa entre os reduzidos valores observados alguns meses antes do início da pandemia (marcados por otimismo com a aprovação da reforma da previdência) e os elevados níveis de prêmio observados em períodos anteriores de estresse (como em 2015 e 2018, em meio a preocupações fiscais e eleitorais).

Tomamos o elevado prêmio como indicação de que, embora o cenário básico (de convergência fiscal) continue sendo o resultado mais provável percebido pelos analistas, a probabilidade de cenários alternativos (de dominância fiscal) tem aumentado recentemente, na visão dos participantes do mercado. Vemos a economia nacional se deparando com (um conjunto de) resultados binários no futuro, o que significa que ou a credibilidade do teto de gastos constitucional será mantida, levando a uma recuperação nos ativos locais, ou uma hipotética mudança do regime fiscal poderá alimentar novas rodadas de "sell off" nos ativos locais. Em suma, continuamos a ver a credibilidade do teto de gastos como o principal catalisador para a economia e para os ativos nacionais após a pandemia.

3) Atividade Econômica

Confirmando a tendência de alta para agosto apontada pelo nosso indicador proprietário IGet, o índice para o varejo restrito apontou alta de 3,4% m/m s.a. (6,1% a/a), enquanto o índice para o varejo ampliado (que inclui automóveis e material de construção) registrou um aumento de 4,6% m/m s.a. (3,9% a/a). Seguindo o padrão apontado pelo varejo restrito nos últimos meses, o varejo ampliado recuperou-se integralmente da crise. Com relação ao nível pré-crise, os indicadores restrito e ampliado estão 8,2% e 2,2% acima da leitura registrada em fevereiro.

Com relação às categorias, o resultado positivo decorre das altas em 7 dos 10 segmentos, com destaques positivos para 'Vestuário' (30,5%), 'Veículos' (8,8%) e 'Materiais de Construção' (3,6%). O destaque negativo foi 'Livros' (-24,7%), enquanto Supermercados e Farmacêuticos, que mostraram alguma resiliência durante a crise, registraram quedas de 2,2% e 1,2%, respectivamente. Em nossa opinião, esse arrefecimento do resultado de Supermercados deve-se ao aumento dos preços dos alimentos. Com relação ao nível pré-crise, 5 setores estão acima do nível de fevereiro, especialmente 'Móveis e Eletrodomésticos' (24,2%) e 'Materiais de Construção' (19,2%), refletindo o maior tempo gasto em casa por conta das medidas de isolamento social, que deslocou parte do consumo do setor de serviços para o consumo de bens.

Em nossa visão, a gradual retirada do auxílio emergencial pode fazer desacelerar a forte tendência de alta observada até o momento no varejo; porém como o auxílio será pago até o final do ano, um crescimento sequencial nos próximos meses ainda razoável de se supor. Um risco baixista é o aumento do consumo de serviços à medida que o isolamento social é afrouxado, substituindo os gastos com varejo. Por outro lado, 'Vestuário' e 'Veículos' ainda estão 9,4% e 12,9% abaixo do pré-crise, de modo que existe uma margem para o fechamento desse hiato e reforçando a alta do varejo.

4) Política Fiscal

Publicamos na quarta-feira (07/out/20) um relatório relacionando os efeitos do aumento do risco fiscal na gestão da dívida pública ("*Borrowing Requirements and Debt Management: The Importance of the Fiscal Adjustment*"², em inglês). Considerando a crescente incerteza fiscal, especialmente sobre o cumprimento do teto de gastos, a posição de caixa do Tesouro está sendo usada de forma muito mais acentuada este ano. A possibilidade de criação de novas despesas obrigatórias sem se reduzir outras, gerando risco de descumprimento da regra do teto de gastos, segue afetando os leilões do Tesouro Nacional e os prêmios dos títulos da dívida. Portanto, reiteramos a importância do cumprimento da regra do teto de gastos e do avanço das reformas fiscais com o objetivo de reduzir o risco estrutural, manter a taxa de juros neutra em patamares baixos e também atrair investimentos estrangeiros no Brasil, reforçando uma perspectiva de solvência da dívida no longo prazo.

Nesta semana, a divulgação do relatório (da emenda constitucional) do Pacto Federativo foi novamente adiada, dada a indefinição sobre as fontes de financiamento do novo programa assistencial (Renda Cidadã). A proposta formal só será

¹ https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arg-mind-the-fiscal-risk-premium/20-10-09_140012_special+-+mind+the+%28fiscal+risk%29+premium.pdf

² https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arg-borrowing-requirements-and-debt-management/20-10-09_140544_special+-+borrowing+requirements+and+debt.pdf



divulgada após as eleições municipais (fim de novembro). Enquanto isto, propostas e ideias poderão seguir em debate. Por fim, a votação de vetos presidenciais agora está marcada para o dia 04/nov.

5) Inflação

O IPCA de setembro registrou variação de 0,64% m/m (3,14% a/a). O resultado bem acima da expectativa do mercado (0,54%) e da nossa (0,56%).

As surpresas foram concentradas em preços livres (+13 p.b.), sendo a maior delas em bens industriais, com variação de 0,58% m/m (+7 p.b. de desvio). Vínhamos destacando este risco altista, pois alguns determinantes estavam apontando para cima: economia em processo de reabertura, auxílio emergencial ainda em vigor, BRL ainda desvalorizado e alguma (temporária e pontual) restrição de oferta. Medidas de núcleo consequentemente aceleraram, mas para níveis ainda bastante reduzidos. Outra surpresa para cima veio em alimentação no domicílio, que subiu 2,89% m/m (+3 p.b. de desvio) e segue como uma fonte de pressão altista. Os serviços vieram em linha com nossa projeção, subindo 0,17% m/m (desvio de apenas +2 p.b.). Finalmente, preços administrados surpreenderam na direção contrária (-5 p.b. de desvio), por conta de gasolina.

Essa surpresa para cima nos fez revisar o “tracking” da inflação do IPCA de 2020 de 2.8% para 3.0% (nossa última projeção, atualizada mensalmente, foi de 2,3%). Analisando mais a frente, porém, apesar dessa surpresa altista em bens industriais (que são mais relacionados aos núcleos), acreditamos que os principais determinantes da aceleração devem arrefecer. Além disso, a inflação de serviços deve seguir muito baixa, pois o mercado de trabalho deve continuar frágil. Alimentação no domicílio também deve desacelerar consideravelmente. Por fim, expectativas de inflação bem ancoradas também ajudarão neste processo. Sendo assim, continuamos vendo a inflação em 2,7% para 2021.

AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Agenda internacional: Na terça-feira (13/out) teremos o CPI (inflação) de setembro nos EUA, e o índice de expectativas Zew de outubro na Europa. Na quarta (14/out) teremos produção industrial de agosto da Zona do Euro e dados de inflação de setembro China. Já na quinta-feira (15/out) serão divulgados os tradicionais pedidos de auxílio desemprego da segunda semana de outubro nos EUA. Na sexta-feira (16/out) teremos CPI (inflação) de setembro da Zona do Euro, vendas do varejo e produção industrial de setembro nos EUA e confiança do consumidor de outubro. Ao longo da semana também são esperados os dados de setembro de crédito e setor externo da China.

Agenda doméstica: Na agenda macro, teremos a divulgação da PMS (14/out) e do IBC-Br (15/out) de agosto, encerrando o ciclo dos principais indicadores de atividade do mês. Estamos projetando ganhos mensais de 1,9% m/m s.a. (-11,4% a/a) e 1,3% m/m s.a. (-4,0% a/a), respectivamente. Mais de 60% dos dados relativos ao terceiro trimestre terão sido divulgados, de modo que poderemos monitorar com menor incerteza a recuperação da atividade econômica após o tomo do segundo trimestre. Baseado nos dados disponíveis, nosso monitoramento do PIB para 3T20 está em +8,7% t/t s.a. (-3,5% a/a).

DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

Indicadores	Divulgações	Estimativa	Anterior
PMS ago/20 (% a/a)	Qua, 14-Out	-11,4	- 11,9
PMS ago/20 (% m/m)	Qua, 14-Out	1,9	2,6
CNI Índice de confiança da indústria % out/20	Qua, 14-Out	-	61,6
IBC-Br Índice de Atividade Econômica ago/20 (% m/m)	Qui, 15-Out	1,3	2,2
IBC-Br Índice de Atividade Econômica ago/20 (% a/a)	Qui, 15-Out	-4,7	- 4,9
FGV CPI IPC-S Out/20	Sex, 16-Out	-	-
IGP-10 out/20 (% m/m)	Sex, 16-Out	-	4,34

Fontes: Bloomberg e Santander.



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.