

PIB 1T20: um tropeço antes de um tombo

- A semana foi favorável para os ativos arriscados no exterior, com os investidores apostando fichas na gradual reabertura das principais economias do mundo (especialmente nos EUA). Ainda sem uma solução definitiva via medicina, percebemos elevada incerteza quanto à velocidade e sustentabilidade da recuperação das principais economias do mundo à crise da Covid-19, o que mantém condições (financeiras e econômicas) ainda frágeis para as economias emergentes.
- Em meio a desdobramentos favoráveis no exterior e um noticiário relativamente construtivo no ambiente doméstico, a taxa de câmbio recuou dos patamares históricos de alta alcançados na semana anterior e se aproximou dos níveis que prevaleceram no começo deste mês.
- Na terça-feira, será divulgado o IPCA-15 de maio. Projetamos variação de -0,55% m/m, o que seria a maior queda mensal (para qualquer mês) de toda a série histórica iniciada em 2000.
- Estimamos queda de 0,3% a/a do PIB no 1º trimestre de 2020 (a ser divulgado na sexta-feira). Na comparação com o mesmo trimestre de 2019 projetamos queda de 1,6% t/t após ajuste sazonal. Esta será uma pequena, mas infeliz amostra da forte contração econômica a ser observada no 2T20.
- Estimamos um superávit mensal de US\$3,2 bilhões para o balanço em transações correntes de abril, a ser divulgado na terça-feira. Avaliamos que os dados do setor externo deverão sinalizar uma melhora significativa no saldo em conta corrente, tal como projetamos para este ano.
- As estatísticas fiscais referentes a abril, a serem divulgadas na próxima semana, devem apresentar impactos substanciais da pandemia sobre os cofres públicos. Além da expressiva queda das receitas primárias no mês, devido à combinação entre fraqueza da atividade econômica e (principalmente) medidas temporárias de diferimento tributário, destacamos os efeitos da expansão massiva de despesas direcionadas à mitigação dos efeitos econômicos (e de saúde pública) da COVID-19.

1) Ambiente Internacional

Nos mercados internacionais, a semana foi favorável para os ativos arriscados. As bolsas de valores subiram, as commodities se valorizaram (especialmente metais e energia), os prêmios de risco de países emergentes recuaram e as moedas mais voláteis (de países emergentes e produtores de matérias primas) apreciaram frente ao dólar americano.

Os investidores parecem animados com a gradual reabertura das principais economias do mundo, após semanas de quarentena em função da pandemia do novo coronavírus. Este foi particularmente o caso dos EUA – maior economia do mundo – onde todos os estados já observam uma volta gradual (ainda que desigual) das atividades. Mas alguns fatores de risco ainda influenciam os ativos, tais como eventuais sinais de uma segunda onda de contaminação da Covid-19 nestes países que saem da quarentena, e um visível aumento recente nas tensões sino-americanas.

Quanto a este último fator, a semana observou uma nova escalada, após o Senado americano ter aprovado uma legislação que poderá inviabilizar a listagem de firmas chinesas em bolsas de valores dos EUA. Ademais, declarações recentes da presidência indicam uma retórica ainda mais incisiva da Casa Branca contra autoridades chinesas. Seguimos observando estes movimentos como possíveis indicativos de um processo ainda mais intenso de “desglobalização”. As implicações macroeconômicas são claras, com riscos de menor fluxo de comércio, menor produtividade e menor crescimento potencial global no pós-Covid.

Em uma semana relativamente vazia de divulgações macroeconômicas, os destaques macro no exterior foram a ata do FOMC, os pedidos de seguro desemprego nos EUA, além da prévia de maio da sondagem empresarial na Zona do Euro.

Na ata do FOMC, o Federal Reserve revela maior preocupação com a pandemia (e.g. riscos de uma segunda onda de contágio no fim do ano) e com a situação dos balanços empresariais no setor privado. A autoridade discutiu opções de



atuação na política monetária, à medida em que a taxa básica já se encontra em seu nível “mínimo” (*zero lower bound*). A preferência do Fed parece ser de reforçar adiante o seu compromisso com uma trajetória de juro baixo no futuro, e talvez direcionar o programa de ativos para refletir esta indicação na curva de juros (no âmbito do chamado “Controle da Curva de Juros”, ferramenta já usada pelo Banco do Japão). Ainda na maior economia do mundo, os pedidos de seguro desemprego da semana passada mostram queda bastante lenta, com números ainda rodando na cada de 2,4 milhões – muito acima do pico de todos ciclos de contração anteriores (próximo a 700 mil).

Na Zona do Euro, a prévia de maio do índice agregado (*composite*) da sondagem empresarial (*PMI*, na sigla em inglês) registrou uma elevação para 30,5 pontos. No mês de abril, esta sondagem, que abarca tanto o setor industrial como os serviços, havia atingido a marca de 13,6 pontos – de longe o menor nível na nossa série histórica (reconstruída por nós para o índice agregado até 2006). Níveis abaixo dos 50 pontos indicam contração, sendo este o caso do setor secundário (39,5 pontos) e terciário (28,7 pontos). Este último foi o que mais se “recuperou” frente a abril, possivelmente refletindo o gradual afrouxamento nas políticas de isolamento social adotadas em diversos países do bloco.

Na ausência de uma solução médica no curto prazo (e em que pesem resultados preliminares de pesquisas promissoras), seguimos observando elevada incerteza quanto à velocidade e sustentabilidade da recuperação das principais economias do mundo nesta fase da pandemia. Desta forma, ainda enxergamos condições financeiras e econômicas ainda frágeis no cenário externo, o que sustenta uma perspectiva de manutenção da volatilidade para ativos de países emergentes.

2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: Após haver atingido as máximas históricas na semana anterior, quando a taxa de câmbio ultrapassou o patamar de R\$5,97/US\$ nas negociações *intraday*, a moeda brasileira se apreciou nos últimos dias e se aproximou dos níveis vigentes no início de maio (a taxa de câmbio girava por volta de R\$5,60/US\$ no momento em que o texto foi escrito). Fatores externos e domésticos ajudaram no desempenho recente do real.

Lá fora, os destaques foram: **i)** o recuo observado no grau de aversão global a risco (medida pelo índice VIX); **ii)** a manutenção da trajetória ascendente de preços das commodities e; **iii)** o enfraquecimento do USD na esteira de declarações de autoridades americanas de que continuarão a injetar liquidez na economia. Por aqui, um acordo envolvendo diferentes esferas governamentais sobre o congelamento de reajustes salariais do funcionalismo até 2021 foi percebido como sinal construtivo para o processo de consolidação fiscal, estritamente necessário no pós-crise. Este ambiente mais favorável permitiu ao Banco Central do Brasil (BC) reduzir o volume de intervenções no mercado cambial nos últimos dias – nesta semana, o BC proveu US\$0,5 bilhão via swaps cambiais enquanto este volume foi de US\$3,3 bilhões na semana anterior (*mix* de swaps cambiais e recursos à vista). Os agentes econômicos também tomaram nota de declarações de integrantes do Banco Central (BCB) sinalizando haver espaço para prover mais suporte ao mercado cambial, caso seja necessário. Apesar do bom desempenho nesta semana, as incertezas e fragilidades da conjuntura atual – tanto lá fora quanto no ambiente doméstico – deverão se traduzir em continuidade da elevada volatilidade no mercado cambial.

Taxas de Juros: Nos últimos dias, os juros nominais devolveram boa parte da alta de taxas vista na semana anterior, refletindo um melhor apetite por risco no exterior e sinais (preliminares) de uma melhor coordenação fiscal entre instâncias governamentais. No momento da redação deste artigo, a parte curta da curva (DI jan-21) estava caindo 10 p.b. em relação à sexta-feira passada, negociando a 2,80%. A parte longa (DI jan-25) caiu 28 p.b. na semana, negociada a 6,43%. Como resultado, a inclinação (Jan-25 vs. Jan-21) se assentou em 396 p.b., ligeiramente abaixo do patamar de 415 p.b. observado em 15 de maio. A curva de juros está apreçando alta probabilidade de outro corte de 50 p.b. na taxa básica Selic para a próxima reunião do Copom (18 a 19 de junho) - provavelmente o último movimento do ciclo. Ainda vemos alta probabilidade de outro corte de 75 p.b., implicando um pequeno risco baixista para o trecho de curto prazo da curva. Para a parte longa, continuamos vendo o efeito de incertezas fiscais, que seguem alimentando prêmios nas taxas mais longas. Apesar dos sinais construtivos recentes, ainda vemos uma perspectiva incerta para a execução de reformas macroeconômicas e fiscais no pós-crise - uma condição estritamente necessária para a convergência da dívida pública no curto prazo. Assim, ainda vemos espaço limitado para uma curva de juros bem mais achatada no curto prazo.

3) Inflação

Na próxima semana será divulgado o IPCA-15 de maio. Projetamos variação de -0,55% m/m, o que seria a maior queda mensal de toda a série histórica iniciada em 2000.

Em nossa visão, o preço de bens industriais vai cair novamente (-0,63%), ainda que um pouco menos do que em abril. Os serviços vão virar do campo positivo para o negativo (-0,32%) no mês. Além disso, preços administrados vão aprofundar o ritmo de queda (-1,77%), puxados especialmente pela redução no preço da gasolina. O grupo de alimentação no domicílio



também vai desacelerar, chegando a 1,30%. Por fim, o núcleo EX3 (que inclui preços de bens e serviços mais sensíveis ao ciclo econômico) deve subir em torno de 0,08% m/m, equivalente a 0,39% na média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada.

Para o IPCA do mês, nós revisamos as projeções mensais de curto prazo para -0,41% em maio, +0,17% em junho e +0,33% em julho – o principal item responsável pela revisão foi gasolina. Considerando apenas essas revisões, o risco para nossas projeções anuais de 1,40% em 2020 e 2,90% para 2021 está enviesado para cima. Contudo, abstraindo dos ajustes pontuais de curto prazo --gerados por preços voláteis --, continuamos acreditando que a forte queda no PIB domina o cenário e impõe uma grande pressão desinflacionária.

4) Atividade Econômica

O PIB brasileiro referente ao 1º trimestre de 2020 será divulgado na próxima sexta-feira (29 de maio). Em nossa avaliação, o esperado resultado negativo será apenas uma amostra do que devemos enfrentar no 2º trimestre, quando acreditamos que a atividade econômica do Brasil atingirá o pior momento na crise do Covid-19. Vale ressaltar que as medidas de distanciamento social no país foram adotadas, em grande parte país, apenas a partir da segunda quinzena de março. Além disso, os indicadores de atividade econômica até fevereiro indicavam crescimento sólido, compatível com um crescimento de 1,7% a/a no primeiro trimestre deste ano.

No entanto, a paralisação ou operação parcial da maior parte da economia brasileira no final de março foi suficiente para atingir duramente o crescimento econômico. Estimamos queda de 0,3% a/a do PIB no 1º trimestre de 2020; em comparação com o 4º trimestre de 2019, esperamos queda de 1,6% t/t, em termos dessazonalizados.

Em relação à composição, do ponto de vista da oferta, de acordo com nossas estimativas apenas a agricultura apresentará números positivos na comparação trimestral devido à grande safra agrícola, especialmente de soja. Por outro lado, tanto a indústria quanto o setor de serviços devem recuar acentuadamente. Do ponto de vista da demanda, o forte crescimento dos investimentos (na esteira de resultados positivos em janeiro e fevereiro, antes da Covid-19), além de um aumento marginal no consumo do governo, não serão suficientes para evitar uma queda na absorção doméstica, uma vez que o consumo das famílias deve cair abruptamente. Projetamos ainda uma forte contribuição negativa do setor externo, resultante de uma queda tímida das exportações e forte aumento das importações.

5) Balanço de pagamentos

A combinação de superávit comercial elevado e déficits menores que os usuais nas rubricas de Serviços e Renda Primária deverá ter contribuído para que o saldo em transações correntes de abr/20 tenha sido superavitário em US\$3,2 bilhões. Caso nossa estimativa se confirme, o déficit em transações correntes nos últimos 12 meses encerrados em abr/20 terá recuado para US\$44,5 bilhões (2,5% do PIB) frente a US\$49,5 bilhões (2,7% do PIB) em dez/19.

Consideramos que a aguda desaceleração econômica provocada pela COVID-19 juntamente com a significativa (e rápida) desvalorização do real tenham não apenas inibido importações e gastos com viagens internacionais, mas também reduzido a remessa de lucros e dividendos (pelo menos em dólares). Além disto, dados semanais têm indicado um desempenho das exportações melhor que o antecipado, apesar da redução do fluxo de comércio internacional. Como avaliamos que a maior parte do impacto da pandemia ocorrerá no 2T20 e que uma recuperação gradual se iniciará em seguida, caso as exportações mantenham a trajetória atual, há chance para uma compressão ainda maior do que supomos para o déficit em transações correntes em 2020. Por ora, projetamos um recuo para US\$20,2 bilhões (1,6% do PIB) até dez/20.

Este eventual recuo mais intenso do déficit em transações correntes poderá compensar a sinalização negativa que o fluxo de investimento direto no país (IDP) deverá trazer. Com base em dados preliminares, estimamos que o fluxo de IDP tenha sido de US\$2,0 bilhões em abr/20 (ou US\$76,4 bilhões nos últimos 12 meses). Embora compatível com nossa projeção de US\$57,4 bilhões para 2020, este é um resultado baixo quando comparado à média mensal de US\$6,5 bilhões observada desde 2010.

6) Contas Fiscais e Ambiente Político

Conforme publicado nesta semana (quinta-feira, 21/05) pela Secretaria da Receita Federal, a arrecadação tributária federal totalizou R\$ 101,1 bilhões em abr/20, resultado em linha com a nossa expectativa (R\$ 98,2 bilhões) e pior que o consenso de mercado (R\$ 110,3 bilhões). Em termos reais, este montante representou expressivo declínio de 29% em comparação ao mesmo mês de 2019.



O fraco desempenho das receitas no mês passado resultou da combinação entre deterioração da atividade econômica e (principalmente) medidas de diferimento de pagamento tributário com o intuito de mitigar os efeitos deletérios da pandemia. Estas últimas totalizaram cerca de R\$ 35 bilhões em abril. Em relação aos dados desagregados, destacamos as quedas de arrecadação observadas nos seguintes tributos (variação entre abr/20 e abr/19, descontados os efeitos da inflação): (i) IRPF (-82,6%), devido ao adiamento do prazo de entrega para as declarações de ajuste; (ii) COFINS (-52,8%); (iii) PIS/PASEP (-49,1%); (iv) receitas previdenciárias (-33,1%); (v) IPI (-25,5%); e (vi) IOF (-38,1%). Projetamos que a arrecadação tributária do governo federal registrará contração (em termos reais) de 9,5% em 2020, na comparação com o ano passado, o que equivale a uma perda de aproximadamente R\$ 150 bilhões.

Estimamos que o governo central registrará déficit primário de R\$ 118,5 bilhões em abril (publicação na próxima quinta-feira, 28/05). Além do menor volume de receitas tributárias, os dados mostrarão o impacto orçamentário das despesas primárias destinadas ao combate da pandemia e seus efeitos econômicos, tais como: auxílio emergencial para trabalhadores informais, autônomos, microempreendedores e famílias de baixa renda (*coronavoucher*); recursos extraordinários para o Ministério da Saúde; benefício emergencial aos trabalhadores formais com contratos suspensos ou reduzidos. Para uma comparação, vale destacar que o governo central apresentou superávit primário de R\$ 6,5 bilhões em abr/19, enquanto o saldo anual de 2019 foi deficitário em R\$ 95,1 bilhões (-1,3% do PIB).

Por sua vez, o Banco Central divulgará, na próxima sexta-feira (29/05), o resultado primário do setor público consolidado em abril. Esperamos déficit primário de R\$ 122,5 bilhões, com a seguinte composição: -R\$ 119,4 bilhões para o governo federal; -R\$ 2,7 bilhões para os estados e municípios; e -R\$ 0,4 bilhão para as empresas estatais.

Nosso cenário-base atual prevê déficit primário de R\$ 783 bilhões (11,3% do PIB) e R\$ 810 bilhões (11,7% do PIB) para o governo central e o setor público consolidado este ano, respectivamente. Nesse sentido, estimamos que a razão entre dívida pública bruta e PIB saltará cerca de 18 p.p. entre 2019 e 2020 (de 75,8% para 94,2%). Além disso, calculamos que este indicador atingirá o pico somente em 2028, em patamar próximo a 103%, o que representaria uma diferença de aproximadamente 30 p.p. em comparação ao cenário pré-crise. Posteriormente, projetamos uma redução gradual do endividamento público até 2035, indicando cenário de dívida elevada mas convergente. Para mais informações, consultar o relatório *O choque é ainda mais intenso (e os estímulos ainda maiores)*, divulgado em 18/05/20.

Em relação ao ambiente político, destacamos o resultado da reunião (videoconferência) realizada ontem (21/05) entre Presidente da República, Ministros, Governadores Estaduais, Presidente da Câmara dos Deputados, Presidente do Senado e Presidente do Supremo Tribunal Federal. As lideranças estabeleceram um acordo importante durante o encontro: a sanção presidencial do projeto de lei de socorro financeiro emergencial aos estados e municípios (PLP 139/2020) virá com um veto presidencial ao dispositivo que isentou várias categorias de servidores públicos da proposta de congelamento de salários até o final de 2021. De acordo com as estimativas do Ministério da Economia, a economia fiscal potencial gerada por esta contrapartida de estabilidade salarial totaliza cerca de R\$ 120 bilhões. O Presidente da República provavelmente sancionará a lei – com veto – nos próximos dias, tendo em vista que o prazo final para esta deliberação é 27/05. Vale ressaltar que o Congresso poderia – em tese – derrubar o veto presidencial. Mas julgamos este cenário improvável no momento, sobretudo devido à aproximação recente do governo federal com alguns partidos políticos no centro do espectro político, no intuito de compor uma base de coalizão parlamentar.

AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Ambiente doméstico: A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD contínua) de abril está prevista para divulgação na próxima quinta-feira (28 de maio). No entanto, o IBGE sinalizou dificuldades na coleta de dados devido às medidas de distanciamento social adotadas no país. Portanto, há uma chance de que a divulgação da PNAD seja adiada. De qualquer forma, estimamos que a taxa de desemprego atinja 16,9% (16,1% após o ajuste sazonal), o mais alto nível da série, e bem acima dos 12,2% registrados em março.

Na próxima semana, o Banco Central do Brasil divulgará os dados de crédito de abril. Esperamos maior demanda por empréstimos da pessoa física e jurídica, principalmente para financiamento de curto prazo e capital de giro, respectivamente. Projetamos um crescimento do saldo total de crédito na economia de 10,1% a/a na comparação interanual (ante 9,6% em março).

Aspectos importantes a serem observados nos dados de abril são a parcela de crédito concedida pelas instituições financeiras públicas à economia e as taxas de juros cobradas em todos os segmentos. O BNDES e o BC já anunciaram medidas destinadas ao fornecimento parcial de recursos aos principais setores afetados. Com base nos dados de abril, poderemos ter uma avaliação preliminar de como essas iniciativas estão ajudando estes setores a acessar o mercado de crédito. É possível que os dados mostrem maior participação do crédito público em comparação com março de 2020.



DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

| Indicador | Divulgação | Projeção | Anterior |
|--|------------|----------|----------|
| IPCA-15 mai/20 ($\Delta\%$ m/m) | 3ªF, 26/05 | -0,55 | -0,01 |
| IPCA-15 mai/20 ($\Delta\%$ a/a) | 3ªF, 26/06 | 2,00 | 2,92 |
| Transações Correntes abr/20 (US\$ bilhões) | 3ªF, 26/05 | 3,2 | 0,9 |
| Investimento Direto no País (US\$ bilhões) | 3ªF, 26/05 | 2,0 | 7,6 |
| Saldo total de crédito ($\Delta\%$ a/a) | 5ªF, 28/05 | 10,1 | 9,6 |
| Taxa de desemprego abr/20 (%) | 5ªF, 28/05 | 16,9 | 12,2 |
| Resultado Primário do Governo Central – abr/20 (R\$ bilhões) | 5ªF, 28/05 | -118,5 | -21,2 |
| PIB 1º trimestre ($\Delta\%$ m/m) | 6ªF, 29/05 | -1,6 | 0,5 |
| PIB 1º trimestre ($\Delta\%$ a/a) | 6ªF, 29/05 | -0,3 | 1,6 |
| Resultado Primário do Setor Público Consolidado – abr/20 (R\$ bilhões) | 6ªF, 29/05 | -122,5 | -23,7 |

Fontes: Banco Central do Brasil, Secretaria do Tesouro Nacional, Bloomberg, 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.