

Mares nunca dantes navegados



Porto Seguro
Investimentos
Relatório Econômico
Mensal - Mai/2020



**PORTO
SEGURO**



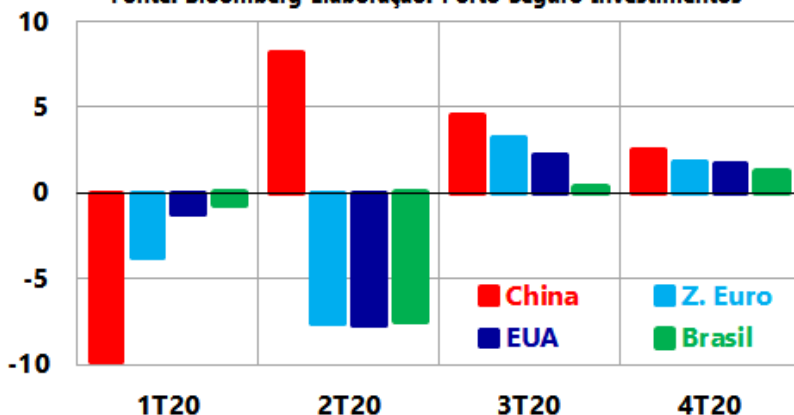
Ao entrar em maio sem ter estabilizado a curva de novos casos da Covid-19, o Brasil deve adiar por mais algumas semanas a retomada, mesmo que gradual, da atividade econômica. Com isso, aumenta o impacto econômico da pandemia, fazendo com que a queda projetada do PIB em 2020 alcance 5%. O grau de incerteza que cerca tal projeção segue elevado, mas diante do quadro atual, é forçoso reconhecer que o viés desse número aponta para uma contração ainda maior. Uma das consequências desse cenário é uma variação do IPCA em 2020 de 1,5%, abrindo espaço para uma redução maior da Selic, que agora estimamos deverá fechar o ano em 2,0%. O atraso na retomada do crescimento econômico, a piora do quadro fiscal e juros menores devem manter o Real pressionado nos próximos meses, oscilando ao redor de R\$ 5,25-5,50/USD.

- Origem da atual pandemia da Covid-19, a China viveu o pior momento da crise entre os meses de janeiro e fevereiro. Medidas severas de distanciamento social implantadas ao final de janeiro permitiram a estabilização e posterior redução do número de novos casos a partir dos meses seguintes. O impacto econômico dessas medidas manifestou-se sobretudo nos indicadores de fevereiro. Mesmo com uma melhora já no mês seguinte, a queda do PIB chinês do primeiro trimestre, de 9,8% sobre o trimestre anterior, feitos os devidos ajustes sazonais, se mostrou a maior contração desse indicador em décadas.
- A Europa, nesse ciclo epidemiológico, sucedeu a China como epicentro da crise e, nesses termos, viveu seus piores momentos ao longo de março e no início de abril. Lá também, após a adoção de medidas bastante restritivas, a epidemia começou a ser controlada, e mesmo a Itália e a Espanha, os dois países da região mais impactados pela doença, já delinearam planos de retomada gradual da atividade econômica e social a partir deste mês de maio.
- Do ponto de vista econômico, o custo começou a ser percebido já no PIB do primeiro trimestre, ainda que em menor escala que o registrado na China: queda de 3,8% em relação ao trimestre anterior. Diferentemente da China, porém, onde devemos ver uma alta no produto deste segundo trimestre, a zona do Euro deve registrar um novo e ainda maior declínio, agora de cerca de 8% em relação ao primeiro quarto do ano.
- Nessa dramática sucessão, os EUA assumiram a posição de epicentro da pandemia no início de abril e só ao final desse mesmo mês, depois de mais de 1,1 milhão de infectados e 63 mil mortes, é que a curva de novos casos começou a mostrar uma certa estabilidade.



PIB (var. % s/ trimestre anterior, AS)

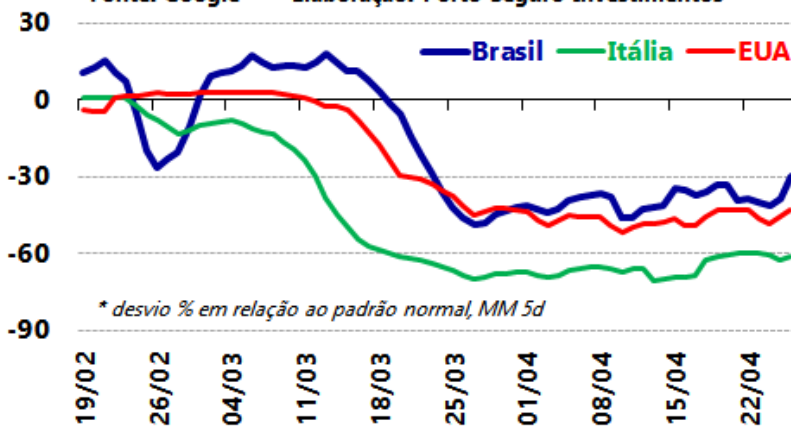
Fonte: Bloomberg Elaboração: Porto Seguro Investimentos



- Não por acaso, o impacto sobre a economia dos EUA no primeiro trimestre foi o menor dentre essas três regiões, com uma contração de “apenas” 1,2% vis-à-vis o trimestre anterior. Porém, para este segundo trimestre, a mediana das estimativas está ao redor de -7%, e há quem acredite que essa queda pode alcançar 10%.
- Esse percurso nos traz finalmente ao Brasil. Medidas mais severas de distanciamento social foram introduzidas apenas nas últimas semanas de março e a adesão a elas tem se mostrado inferior à de outros países, de acordo com o monitor de mobilidade do Google, especialmente no que diz respeito ao trajeto residência – local de trabalho. Esses dois fatores podem ajudar a explicar o fato de não termos interrompido a curva ascendente de novos casos da Covid-19 no país até agora, o que só deve acontecer, segundo as próprias autoridades de saúde, a partir de meados de maio.

Relatório de Mobilidade/Local de Trabalho*

Fonte: Google Elaboração: Porto Seguro Investimentos



* desvio % em relação ao padrão normal, MM 5d



- Enquanto não se alcança o controle da epidemia, i.e., uma redução consistente do número de novos casos diários, é inevitável que a retomada da atividade econômica seja adiada, notadamente nas médias e grandes cidades do país, que exibem, de um lado, grande densidade populacional e, de outro, parcela relevante do PIB nacional.
- Calcular o custo econômico de cada semana adicional sob restrições de mobilidade é tarefa bastante difícil. Entre outras razões, porque essa relação não é linear, à medida em que a perda prolongada de renda e o aumento da incerteza tendem a gerar um impacto crescente sobre a capacidade e intenção, presentes e futuras, de investimento e consumo.
- Apesar da enorme incerteza que cerca esse exercício, parece inequívoco que, diante da perspectiva de que o afrouxamento das medidas de distanciamento social só ocorra ao final de maio, a contração do PIB de 2020 se mostre maior que a estimada até então. Sendo assim, nossa projeção passa de uma queda de -3% para -5%, sendo que a maior parte desse declínio estará concentrado neste segundo trimestre.
- A velocidade da retomada nos trimestres subsequentes dependerá da existência ou não de novas ondas de infecção, o que poderia exigir o retorno de medidas restritivas de mobilidade. Mesmo que esse cenário não se materialize, um novo padrão de cautela nas interações sociais, a elevação do desemprego, a perda da renda – em boa parte, permanente para famílias e empresas – e o aumento do grau de endividamento devem impedir uma recuperação mais vigorosa do crescimento econômico no futuro próximo.
- A partir desse novo cenário para a atividade econômica, devemos esperar importantes consequências sobre o comportamento de diversas variáveis econômicas, entre elas, a inflação, a taxa de juros e a taxa de câmbio, sobre as quais comentamos a seguir.
- **Inflação (IPCA):** desemprego elevado, queda da renda, menor confiança dos consumidores e preços das *commodities* em queda compõem um ambiente que deve levar a inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, para níveis inéditos nas últimas décadas.
- Nos próximos meses, em parte por fatores sazonais, o IPCA deverá registrar variações negativas (deflação) a partir de altas menores dos preços dos alimentos, quedas sucessivas dos preços dos derivados de petróleo (o repasse da expressiva queda observada no exterior tem sido até agora bastante limitado nos postos de combustíveis) e de reduções importantes dos preços de alguns serviços, em particular aqueles relacionados a viagens e turismo.



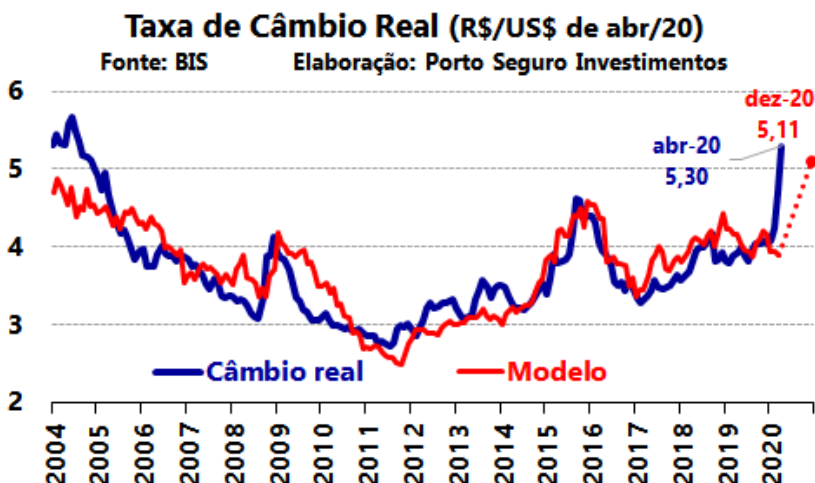
- Mesmo que parte dessa deflação do futuro próximo seja revertida ao longo do segundo semestre, a já mencionada retomada gradual da atividade deverá levar a inflação ao consumidor neste ano para 1,5%, nível muito inferior ao centro do intervalo (4%) que contém a meta estabelecida para este ano, ou mesmo do seu piso, que é de 2,5%.
- **Taxa de juros (Selic):** quedas generalizadas dos juros básicos no mundo, forte contração da atividade econômica – que gera expressiva ampliação do grau de ociosidade dos principais fatores de produção (trabalho e capital), inflação corrente abaixo do piso da meta e expectativas para os anos subseqüentes ancoradas ao redor ou mesmo abaixo do centro da meta são fatores mais que suficientes para justificar o prosseguimento do atual ciclo de afrouxamento monetário iniciado pelo Copom em sua reunião de março último.
- Alguns analistas argumentam que novas reduções da taxa básica podem levar a uma desvalorização adicional da taxa de câmbio (tema que abordaremos a seguir), o que sem dúvida pode ser um efeito colateral do afrouxamento monetário. Porém, é bom ter em mente que a meta perseguida pelo Copom não é a de uma determinada taxa de câmbio, mas sim de inflação.
- Para além disso, o elevado – e crescente – hiato negativo do PIB (ociosidade) tende a reduzir o repasse da desvalorização cambial para os preços finais de bens e serviços no curto prazo e, mesmo que haja uma alta maior dos preços de alguns itens no futuro como reflexo da depreciação cambial, há espaço para tal aceleração sem que se coloque em risco a meta de 2020 ou mesmo a do próximo ano.
- Resta saber se o Copom adotará uma postura mais agressiva de cortes já no curto prazo ou preferirá seguir no ritmo de reduções de 0,5 ponto percentual por reunião. A julgar por declarações recentes de membros do Banco Central, especialmente do seu presidente, Roberto Campos Neto, acreditamos que não teremos uma aceleração desse passo.
- Assim, a diferença em relação à nossa expectativa de um mês atrás é o orçamento de cortes à frente. Até então, imaginávamos dois cortes adicionais, que levariam a Selic dos atuais 3,75% para 2,75%. Agora, diante de uma atividade econômica mais fraca e de uma variação do IPCA ainda menor no ano, acreditamos que a Selic pode chegar a 2,0% em meados do segundo semestre, permanecendo nesse patamar até o final do próximo ano.



- **Taxa de câmbio (BRL/USD):** nos primeiros quatro meses de 2020, o Real exibiu o pior desempenho entre as moedas das principais economias do planeta, com uma depreciação de 26,5%, seguida de perto, é verdade, pelas moedas da África do Sul (-25,6%) e do México (-23%). Interessante notar que mesmo países que têm grande dependência do petróleo registraram desvalorizações inferiores à brasileira, como foi o caso da Colômbia (-16,9%) e da Rússia (-16,7%).
- Além da queda dos preços de algumas *commodities* e de juros em patamares historicamente baixos vis-à-vis seus congêneres externos, a moeda nacional também tem sofrido com a rápida e expressiva deterioração das contas públicas e da perspectiva não muito favorável de retomada da agenda de reformas estruturais no curto e médio prazo.
- Naturalmente que a piora do quadro fiscal em meio à pandemia da Covid-19 não é um fato exclusivo do Brasil. Ocorre que as medidas implantadas até aqui, de acordo com uma comparação divulgada pelo próprio Ministério da Economia, têm magnitude semelhante àquelas adotadas na média dos países desenvolvidos e duas vezes maior que a média observada num conjunto de países emergentes.
- E isso se dá a partir de uma posição de partida mais frágil que a média do mesmo grupo de emergentes quando se considera o tamanho da dívida pública bruta como proporção do PIB. No final do ano passado, essa relação no Brasil era aproximadamente o dobro da observada na média de seus pares emergentes. Essa percepção de maior risco fiscal e as dúvidas crescentes sobre a continuidade da agenda de reformas tendem a reduzir o apetite de investidores internacionais por ativos domésticos, e, conseqüentemente, o ingresso de capitais externos para o país.
- É verdade que a depreciação cambial dos últimos meses, somada à contração da demanda doméstica (consumo e investimento), deve levar a uma importante queda das importações, reduzindo em parte nossas necessidades de financiamento externo e mitigando o impacto que menores ingressos de capitais produziram sobre nossa taxa de câmbio. Por outro lado, a melhora esperada da balança comercial deve ser limitada pelo recuo da demanda internacional por nossas exportações, na esteira da recessão global esperada para este ano.
- Para estimar a evolução da taxa real de câmbio, elaboramos um modelo que incorpora três variáveis explicativas de seu comportamento: (i) termos de troca (preços das exportações x das importações), (ii) necessidade de financiamento externo (diferença



- entre o valor dos investimentos estrangeiros diretos e o déficit de nossa conta corrente com o exterior) e (iii) o nível da dívida bruta como proporção do PIB.



- Baseado em nossas estimativas para esses valores no final do ano, esse modelo aponta para uma taxa real de câmbio ao redor de R\$ 5,10/USD a preços de abr/20, não muito diferente dos valores observados na média dos últimos dois meses, quando do agravamento da pandemia.
- Assim, salvo por uma melhora relevante das contas externas e/ou dos preços das *commodities* e/ou de medidas de ajuste fiscal que reduzam a velocidade de crescimento da nossa dívida pública, parece haver uma assimetria a favor de uma taxa de câmbio mais depreciada nos próximos meses, sobretudo enquanto perdurarem as tensões entre os diversos poderes da República, que limitam o avanço das reformas necessárias e, conseqüentemente, do potencial de crescimento econômico no médio e longo prazo.

		2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)
PIB	var. acum. %	1,3	1,3	1,1	-5,0	3,3
IPCA	var. acum. %	3,0	3,7	4,3	1,5	2,5
Câmbio	R\$/US\$, dez	3,31	3,88	4,02	5,25	5,35
Selic	%, dez	7,00	6,50	4,50	2,00	2,00

(p): projeções