

Um 2020 ligeiramente melhor Em parte, às custas de 2021



Porto Seguro
Investimentos
Relatório Econômico
Mensal - Set/2020



**PORTO
SEGURO**

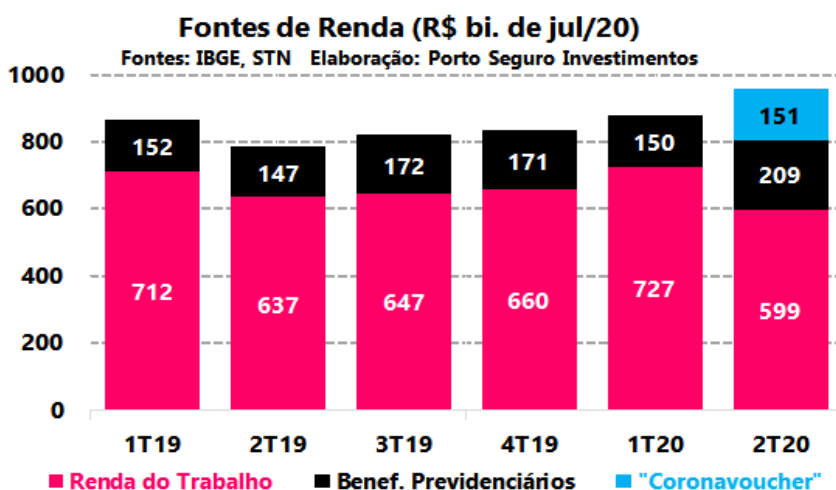


Há indicações de que a contração do PIB em 2020, embora bastante significativa, será inferior à esperada até poucos meses atrás. Ajudado pelo afrouxamento da política monetária, o desembolso do auxílio emergencial (o popular *coronavoucher*) por um período mais amplo que os três meses inicialmente planejados explica a maior parte dessa melhora. Ainda que socialmente justificável diante do enorme impacto econômico gerado pela pandemia, a extensão do benefício a partir do início de 2021 se mostra insustentável do ponto de vista fiscal, e começa a mostrar seu custo desde já. Com o fim desse auxílio, deverão prevalecer a deterioração do mercado de trabalho, o ainda elevado nível de incerteza e as condições financeiras menos favoráveis, fatores que devem segurar uma retomada mais significativa no próximo ano, sobretudo do investimento privado. Já a imunização da população através de uma vacina ainda no primeiro semestre de 2021 deve permitir um ciclo mais vigoroso do consumo, mas que provavelmente se mostrará efêmero.

- Assim como observado em outros países, o declínio de 9,7% do PIB brasileiro no segundo trimestre frente ao trimestre anterior, feitos os devidos ajustes sazonais, marcou a mais severa contração econômica do país em décadas. Apesar de tamanha queda, o resultado não foi tão desastroso quanto se imaginava até poucos meses atrás. E os indicadores já disponíveis para este terceiro trimestre sugerem igualmente resultados mais favoráveis que os esperados no início da crise, o que nos leva a promover uma nova (e modesta) revisão da contração esperada para o PIB de 2020, agora de 6%, contra os anteriores -6,5%.
- Embora diversos fatores tenham se somado, é possível identificar um deles em especial, que de acordo com nossa avaliação, responde pela maior parte dessa surpresa. Popularmente chamado de *coronavoucher*, o auxílio emergencial de R\$ 600/mês, desembolsado a partir de abril para dezenas de milhões de pessoas, representou um acréscimo na massa de renda de cerca de R\$ 50 bilhões ao mês desde então.
- Somados à antecipação do pagamento do 13º salário dos benefícios do INSS para maio e junho últimos (o que normalmente ocorre apenas nos últimos meses do ano), esses recursos foram capazes de compensar com folga a redução da massa de renda oriunda do trabalho (formal e informal) ao longo do segundo trimestre do ano, consequência da piora do mercado laboral.
- Considerando essas três fontes (renda do trabalho + benefícios previdenciários + auxílio emergencial), a massa de renda no período de abril a junho alcançou R\$ 958 bilhões a preços de julho de 2020.



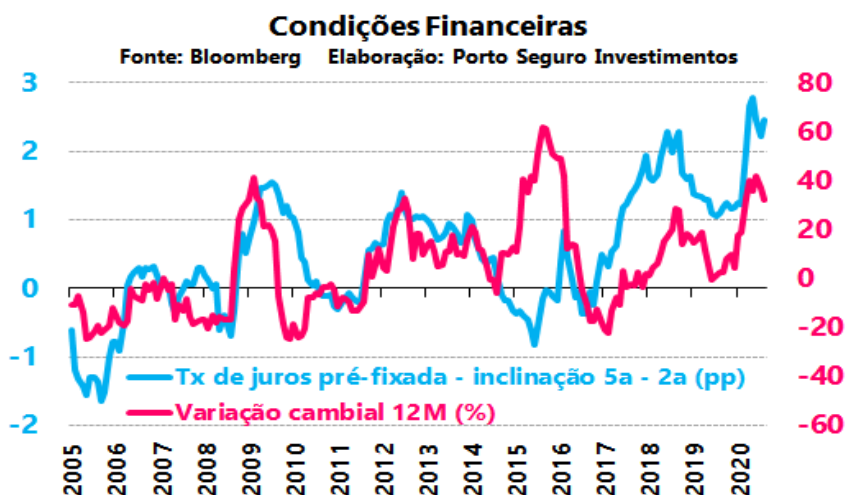
- Esse valor representa um salto de R\$ 81 bilhões sobre o trimestre anterior e 22% acima do mesmo período de 2019. Não fossem esses fatores não recorrentes, isto é, a antecipação do INSS e o *coronavoucher*, a massa de renda teria apresentado uma queda real de 3% em relação ao segundo trimestre do ano passado.



- Como a maior parte dos recursos do auxílio emergencial foi direcionado para camadas mais pobres da população, é razoável imaginar que apenas uma pequena parcela tenha sido poupada. Em outras palavras, a maioria esmagadora desses valores foi utilizada para o consumo de bens e serviços de primeira necessidade, como alimentos, medicamentos, artigos de higiene, limpeza e serviços de utilidade pública, como energia elétrica, telefonia e abastecimento de água.
- Não por acaso, a recuperação das vendas do varejo a partir de maio foi bastante significativa, embora ajudada também por uma base de comparação bastante deprimida. Para esse desempenho do mercado de bens no passado recente, é importante considerar que além dessa injeção de renda extraordinária nos últimos meses, o próprio ambiente de distanciamento social e as restrições de mobilidade também provocaram uma realocação na cesta de consumo das famílias, privilegiando a demanda de bens em detrimento dos serviços.
- E isso não se aplica necessariamente apenas àqueles mais severamente afetados pela piora do quadro econômico. Mesmo os segmentos da população que não enfrentaram redução em sua renda também reduziram, voluntária ou compulsoriamente, seu consumo de serviços em relação à demanda de bens, quadro esse que não deve ter se alterado de forma significativa neste terceiro trimestre, embora os poucos indicadores já disponíveis sugiram uma tentativa de melhora do setor de serviços.



- Se o consumo das famílias foi sustentado por um fluxo de renda extraordinária (e portanto, não recorrente) nos últimos meses, o quadro do ponto de vista do investimento fixo privado não teve a mesma sorte.
- Embora a queda das taxas de juros promovida pelo Copom ao longo dos últimos meses e a própria sustentação do consumo em patamares razoáveis tenham evitado uma contração ainda maior da atividade, o elevado grau de incerteza ainda presente certamente desestimula posturas mais arrojadas por parte das empresas no que diz respeito à retomada de projetos de ampliação e modernização de suas estruturas produtivas.
- Além da própria evolução da pandemia, o que de resto é um fator de insegurança global, os riscos crescentes quanto a um eventual rompimento do chamado Teto de Gastos também geram uma deterioração nas perspectivas locais de médio e longo prazo, traduzidas por uma taxa de câmbio depreciada (um dos piores desempenhos do ano entre as principais moedas emergentes) e uma inclinação acentuada da estrutura a termo da taxa de juros, encarecendo o custo do dinheiro para prazos mais longos. Ou seja, uma piora das perspectivas fiscais se traduz em condições financeiras cada vez mais desafiadoras hoje.



- Assim, seja em função das severas restrições fiscais que impedem que o auxílio emergencial seja prorrogado nas condições vigentes entre abril e agosto (valor e/ou universo de beneficiários), seja pelo fato de que a base de comparação agora é maior, ou ainda por condições financeiras mais restritivas e incerteza elevada, os próximos meses e trimestres devem mostrar resultados menos favoráveis que aqueles registrados neste passado mais recente.



- É provável que a disponibilização de uma vacina que produza a imunização da população em larga escala já a partir do primeiro semestre de 2021 promova momentaneamente um salto no consumo, especialmente de serviços, cuja demanda tem sido comprimida por temores de contaminação. Ainda assim, é pouco provável que esse movimento se mostre duradouro, uma vez que a massa de renda total seguirá deprimida, sentindo ainda os efeitos da expressiva piora das condições do mercado de trabalho dos últimos meses, não havendo mais a compensação gerada pelos recursos do *coronavoucher* como neste ano.
- Assim, o crescimento do PIB esperado para o próximo ano dificilmente será forte o bastante para compensar as perdas de 2020, mesmo que elas se mostrem menores que as inicialmente esperadas. De certa forma, é como se o desempenho relativamente mais favorável deste ano (*vis-à-vis* às expectativas de poucos meses atrás) ocorresse às custas do crescimento futuro.
- Esse parece ser claramente o caso da enorme expansão fiscal empreendida nestes últimos meses e que terá de ser em grande medida revertida já no início do ano que vem, sob pena de desencadear uma piora generalizada das condições financeiras e das expectativas dos agentes, com impactos obviamente negativos sobre as decisões de consumo e investimento privados.
- A preservação do compromisso com o Teto de Gastos em particular e, da responsabilidade fiscal de forma mais ampla, pode até ser um freio parcial a um crescimento econômico mais expressivo em 2021. Porém, somente a sustentação desse pilar fiscal é que permitirá a manutenção da taxa básica de juros, a Selic, por um período mais prolongado, assim como a redução dos prêmios exigidos hoje em prazos mais longos da curva de juros.

		2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)
PIB	var. acum. %	1,3	1,3	1,1	-6,0	2,5
IPCA	var. acum. %	3,0	3,7	4,3	1,5	2,7
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