

Recompondo-se de uma forte queda

- Na economia internacional, a apreensão dos mercados com possíveis indícios de uma segunda onda de covid-19 nos EUA continua a reduzir o apetite por risco dos investidores. O ritmo de novos casos diários da doença superou as máximas históricas do fim de abril, embora não tenha ocorrido um aumento significativo nas fatalidades diárias. Além disto, o sistema de saúde nos estados americanos com situação mais crítica permanece com alguma ociosidade nas UTIs. Quanto aos dados econômicos, a sondagem empresarial na Europa e os embarques de bens duráveis das fábricas americanas indicam que, até o momento, a recuperação da atividade global segue melhor que o esperado.
- A maior aversão ao risco global foi determinante na tendência dos ativos nacionais nesta semana, e fez com que o real (que apresenta maior sensibilidade a estas flutuações nas condições financeiras mundiais) figurasse entre os piores desempenhos entre as moedas emergentes. O câmbio fecha a semana em 5,46.
- Na ata do Copom e no relatório de inflação, o Banco Central reafirmou a orientação prospectiva de espaço limitado para cortes adicionais na taxa de juros. Vemos a materialização do cenário do BC (semelhante ao nosso) como perfeitamente consistente com nossa expectativa de taxa Selic estável em 2,25% até o 1T22. Ainda vemos chance baixa um novo corte de juros, e entendemos que este dependerá principalmente de um impacto econômico bem mais prolongado e intenso (que o esperado) da pandemia da Covid-19.
- O Conselho Monetário Nacional (CMN) anunciou a meta de inflação (IPCA) para 2023 em 3,25%, dando continuidade a um processo de gradual redução e convergência aos níveis de economias pares. A depender da implementação de reformas macro e fiscais, uma meta inflacionária mais ambiciosa ajuda a reduzir as expectativas (e apreçamento) para o juro nominal de longo prazo, contribui para eliminar mecanismos de indexação, e favorece uma alocação mais eficiente de recursos na economia.
- O IPCA-15 de junho registrou variação de +0,02% m/m (+1,92% a/a). O resultado veio acima da nossa projeção (-0,09%) e da expectativa do mercado (-0,06%). A tendência anualizada da média dos núcleos aponta para deflação de 0,46% na margem. O maior impacto desinflacionário da COVID-19 ficou para trás, mas seguimos acreditando em um cenário benigno para inflação, tanto no curto como no médio prazo.
- Projetamos uma alta na produção industrial de 5,3% m/m (a.s) para maio (dados serão divulgados na quinta-feira). Este resultado indica uma recuperação parcial da queda de 18,8% m/m observada em abril, revelando um padrão de retomada gradual que prevemos para a economia como um todo nos próximos meses, seguindo-se a um paulatino relaxamento das medidas de distanciamento social.
- Esperamos que as contas fiscais de maio (a serem divulgadas no começo da próxima semana) apresentem impacto significativo da pandemia sobre os cofres públicos. Além do fraco desempenho da arrecadação tributária federal – que contraiu 33% a/a devido à deterioração da atividade econômica e medidas de adiamento do pagamento de tributos – destacamos o impacto de maiores despesas primárias direcionadas à mitigação dos impactos da crise atual.
- Embora o superávit em transações correntes de maio tenha ficado aquém da nossa estimativa (US\$1,3 bilhão versus US\$2,2 bilhões, respectivamente), a dinâmica e composição vieram em linha com nossa avaliação de uma compressão mais intensa nas importações do que nas exportações (de bens e serviços). Os números reforçaram nossa expectativa de um forte ajuste no déficit em transações correntes este ano. Esperamos que a balança comercial de junho – a ser divulgada na próxima quarta-feira – traga mais evidências nesta direção.



1) Ambiente Internacional

Na parte global, a apreensão nos mercados com os indícios de uma segunda onda de covid-19 nos EUA continuou a reduzir o apetite ao risco dos investidores. O ritmo de novos casos diários da doença nos EUA superou as máximas históricas do fim de abril com uma nova onda concentrada em estados do sul do país, com destaque para Florida e Texas pelo tamanho de suas economias. No entanto, não houve aumento significativo no número de fatalidades diárias e o sistema de saúde nestes estados não está severamente sobrecarregado. De qualquer forma, enquanto o caráter exponencial do ritmo de contágio nestas regiões se mantiver, o sentimento positivo nos mercados que prevaleceu durante o mês de maio não deve retornar, mantendo-se assim o temor de que uma segunda onda (não só nos EUA) tenha impacto significativo na incipiente e ainda frágil recuperação econômica global.

Em termos de divulgações econômicas relevantes na economia global, o principal destaque foi a sondagem empresarial (PMI) referente a junho na Europa. Os indicadores vieram melhores que o esperado pelos analistas, tanto no setor de manufatura como (principalmente) no setor de serviços. Na França, ambos voltaram ao território expansionista (acima de 50), indo a 52,1 na manufatura, o maior patamar desde 2018, e 50,3 em serviços. Na Alemanha, os ganhos foram mais modestos, com o setor de manufatura subindo para 44,6 e o setor de serviços indo para 45,8. No Reino Unido, as altas também foram expressivas, com o indicador de manufatura subindo para 50,1 e o de serviços indo para 47,0 (*nota: no caso dos PMIs, índices abaixo de 50 pontos indicam contração e números acima de 50 indicam expansão*). Ainda na Europa, os dados de agregado monetário da Zona do Euro mostraram uma aceleração do M3 de 8,3% a/a para 8,9% a/a, sinalizando que o estímulo monetário do banco central europeu está sendo transmitido para a economia.

Nos EUA, o principal destaque foi o relatório de pedidos e entregas de bens duráveis nas fábricas referentes a maio, que também surpreenderam positivamente as expectativas. Em especial, as entregas de bens de capital subiram 1,8% frente ao mês anterior e as encomendas subiram 2,3%. No entanto, estes ganhos são modestos diante das quedas de abril, mostrando que a indústria deverá ter um ritmo de retomada mais gradual que a observada no consumo das famílias. Este fato pôde ser observado também no dado de exportações de bens, que mostrou nova contração em maio, indo na direção oposta a quase todos os indicadores que mostraram melhora no mês. Outro indicador que mostrou queda consecutiva em maio foi o de venda de casas existentes, caindo 9,7% m/m depois de cair 18% em abril. Por outro lado, o número de vendas de casas novas subiu 16,6% e indicadores antecedentes apontam que o setor imobiliário deverá ter forte recuperação no verão americano. Por fim, foi divulgado também o relatório de renda e consumo referente ao mês de maio que, conforme já antecipado pelos dados de vendas no varejo, mostrou o consumo real subindo 8,1% m/m. Já a renda das famílias caiu 4,2% m/m, um movimento já previsto após a alta de 10,8% em abril impulsionada pela ajuda do governo às famílias via maiores valores de seguro desemprego e transferências diretas às famílias. Embora estes fluxos em maio ainda tenham sido bem acima da média histórica, a maior parte dos benefícios foram de fato concedidos no mês anterior.

Seguimos destacando que a possibilidade de uma segunda onda de contágio nas maiores economias do mundo continua sendo o principal risco que a economia global enfrenta neste momento inicial de recuperação. Para que os mercados voltem a se animar com a recuperação econômica nos próximos meses, se faz necessário que o novo surto da doença seja controlado e não leve a movimentos relevantes de retorno às restrições econômicas severas por parte dos governos.

2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: Apesar de boas notícias no início da semana, que confirmara a percepção de que a economia mundial tem apresentado melhor desempenho desde abril, o preocupante aumento no número de casos de covid-19 nos EUA pesou sobre a confiança dos agentes econômicos e disparou uma onda de *risk-off* (i.e. fuga de ativos arriscados). Consequentemente, e seguindo um padrão histórico de elevada sensibilidade a flutuações nas condições financeiras globais, a moeda brasileira esteve entre os piores desempenhos dentre os mercados emergentes nesta semana. A taxa de câmbio fecha a sexta-feira (26/06) em torno de R\$5,46/US\$, patamar que não era visto desde o final de maio.

Nos últimos dias, o Banco Central (BC) se absteve de intervir no mercado cambial e anunciou rolagem parcial da linha de financiamento em dólares vincenda na próxima quinta-feira. Esta postura menos ativista no mercado, ao menos por ora, pode estar contribuindo para o enfraquecimento do real nesta semana. O BC ainda poderá anunciar o complemento da rolagem na próxima semana, mas na ausência de tal decisão, a moeda brasileira permanecerá provavelmente sobre pressão no curto prazo, caso as condições financeiras globais continuem se deteriorando.

Taxas de Juros: Os juros nominais subiram levemente ao longo de toda a curva nesta semana, provavelmente em função de um aumento da aversão ao risco global. A parte curta viu o vértice jan/21 nos futuros de DI fechando a semana em torno de 2,07% (+ 4p.p. em relação à última sexta-feira), possivelmente influenciado pelos sinais do Copom de um possível fim de ciclo. Os segmentos intermediário e de longo prazo mostraram comportamento semelhante, em meio a um aumento dos riscos epidemiológicos em países avançados (especialmente nos EUA). No momento da redação, o futuro de DI jan/25



era negociado a 5,84% (+ 2p.b. em relação à sexta-feira passada), com a inclinação entre jan/25 e jan/21 se estabilizando em torno dos 380 p.b. (ante a 190 p.b. no início de 2020).

O mercado continua a precificar uma probabilidade em torno de 50-60% para um novo corte de 25 p.b. na taxa Selic neste ciclo. Embora nosso cenário-base projete uma taxa terminal de 2,25% (ou seja, sem cortes adicionais), a assimetria de riscos (predominantemente baixistas) para a atividade econômica nos parece consistente com uma precificação “no meio do caminho” para um corte final (“residual”) em algum momento este ano. Para a parte longa da curva, a falta de convicção sobre desdobramentos globais e locais (e.g. pandemia, política) no curto prazo sugere, em nossa opinião, uma abordagem mais cautelosa (ou seja, baixa exposição).

3) Inflação

O IPCA-15 de junho registrou variação de +0,02% m/m (+1,92% a/a). O resultado veio acima da nossa projeção (-0,09%) e da expectativa do mercado (-0,06%).

O grupo de alimentação no domicílio teve inflação de +0,56% m/m, quase a mesma variação de maio (+0,60%), enquanto esperávamos uma desaceleração. Essa surpresa contribuiu com +4 p.b. para o desvio da nossa projeção. Os bens industriais também foram uma surpresa altista, com 5 p.b. de contribuição no desvio em relação à nossa expectativa. Porém, não há razão para preocupação, pois este grupo segue muito bem-comportado, rodando perto de zero em termos anuais (+0,13% a/a). Já os serviços caíram 0,28% m/m (puxados pela queda em passagem aérea) e vieram em linha com nossa projeção, desacelerando para 2,07% a/a. Os preços administrados ficaram estáveis, também em linha com nossa expectativa.

A média das sete principais medidas de núcleo caiu 0,04% m/m, com a média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada se situando em -0,46%, (meta de 2020: 4,00%). Particularmente, o núcleo EX3 – mais correlacionado com a atividade econômica – indica deflação tendencial de 1,19%. O índice de difusão (dessazonalizado) também foi muito baixo, 48,6% -- perto das mínimas da série histórica.

Mesmo com a surpresa para cima, o número final do IPCA-15 foi muito baixo em perspectiva histórica, tanto para o índice cheio (o menor junho desde 2006) como para os núcleos. A partir de agora, o maior impacto desinflacionário da COVID-19 ficou para trás e projetamos inflação mensal do IPCA de +0,29% em junho, +0,43% em julho e +0,05% em agosto. Para 2020 revisamos recentemente nossa projeção de 1,4% para 1,5% e continuamos a ver riscos enviesados para cima, advindo de preços tipicamente voláteis (como gasolina e alimentação). Mesmo assim seguimos projetando um cenário benigno para inflação, com os núcleos – mais correlacionados com a atividade econômica – se mantendo em ritmo moderado. Nesse sentido, recentemente revisamos nossa projeção para o IPCA em 2021 de 2,9% para 2,7%.

4) Atividade Econômica

Esta semana foram publicadas algumas sondagens setoriais, tais como a que calcula o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) da FGV. No mês de junho, o ICC subiu 14,5% m/m (a.s), recuperando parcialmente a queda acentuada observada em abril. O ganho foi influenciado pelo componente das expectativas: o Índice de Expectativas (IE) subiu 18% m/m (a.s). As avaliações sobre o presente mostraram uma inversão de sinal após três meses consecutivos de queda: o Índice da Situação Atual (ISA) subiu 8,6 MoM % m/m (a.s). Apesar da retomada, o ICC ainda está 21% abaixo do nível observado no início do ano e permanece em um patamar historicamente baixo.

5) Política Monetária

O Banco Central (BC) divulgou nesta semana a ata da reunião do Copom de 16-17 de junho, ocasião em que a autoridade reduziu a taxa Selic em 75 p.b. para 2,25%, uma nova baixa histórica. A autoridade também publicou o relatório de inflação do 2T20, trazendo detalhes sobre as simulações de inflação e os últimos estudos do BC. Apresentamos aqui um resumo do que consideramos os principais aspectos das recentes mensagens transmitidas pelo Banco Central.

Na avaliação de cenário, o BC continua enxergando condições em geral favoráveis para a condução da política monetária. No ambiente externo, por exemplo, o Copom destaca as ações coordenadas e em larga escala de política econômica (fiscal e monetária) nas principais economias, que ajudam a mitigar a crise. No entanto, a autoridade observa uma assimetria de recursos que torna o impacto da pandemia muito mais forte nas economias emergentes do que nas nações industrializadas, o que explica o aumento da aversão ao risco global e a fuga de capital das economias em



desenvolvimento. Apesar de um ajuste notável esperado nas contas externas do Brasil (ou seja, um déficit em conta corrente consideravelmente menor), destacado em alguns boxes do relatório de inflação, o BC vê o contexto global em geral como desafiador.

No campo de atividade, o BC projeta uma contração do PIB de 6,4% para 2020, em linha com o consenso (e nossa projeção). Na videoconferência de imprensa após a publicação do relatório de inflação, os diretores do BC destacaram a forte contração esperada em componentes geralmente menos voláteis do PIB, como os serviços (lado da oferta) e o consumo (lado da demanda). Esta é vista como uma característica particular desta crise. A autoridade sinaliza ainda que indicadores de alta frequência de atividade estão confirmando uma recuperação parcial (mas heterogênea entre os setores) em maio e junho, após uma grande queda de abril. O cenário do BC pressupõe uma recuperação gradual da atividade, mas reconhece que a incerteza sobre a velocidade de retomada é alta. Na coletiva, o Copom destaca que vê sua própria previsão para o PIB este ano como “pessimista”, com a diretoria acreditando que as medidas de estímulo do governo (como o pacote de auxílio emergencial) aumentam as chances de um crescimento acima do esperado para este ano.

O BC segue vendo a inflação subjacente em níveis abaixo daqueles consistentes com o alcance da meta de inflação para o horizonte relevante. No que parece ser o principal cenário simulado (“híbrido”), o BC estima IPCA em 2,0% para 2020 (meta: 4,0%), 3,2% para 2021 (meta: 3,75%) e 3,5% para 2022 (meta: 3,5%). Esta simulação aponta para um declínio de 0,4 p.p. na projeção para o principal horizonte de política monetária atualmente (i.e. 2021), em comparação com o último relatório de inflação, publicado em março. Esta simulação híbrida assume taxa de câmbio estável em 4,95 até o fim de 2022 e uma trajetória consensual para a taxa Selic em 2,25% (2020), 3,00% (2021) e 5,00% (2022). Outras simulações (i.e. usando outras premissas para as variáveis-chave, taxa cambial e Selic) também apontam para uma inflação estimada em torno de 3,0-3,2% para o horizonte focal (2021).

No balanço de riscos, o BC segue destacando elementos altistas e baixistas. Como risco de alta, o Copom cita uma deterioração fiscal permanente ou frustrações sobre as reformas econômicas, bem como os potenciais efeitos mitigadores na demanda agregada de programas de crédito e transferência implementados pelo governo. Como risco de baixa, o BC aponta para uma persistência da ociosidade econômica e a possibilidade de maiores poupanças precaucionais, após uma pandemia mais longa que o esperado. No relatório de inflação, o BC também simula cenários alternativos: um assumindo incerteza econômica mais persistente (levando a uma projeção de IPCA de 3,0% para 2021, contra 3,2% no cenário-base) e outro testando um aumento contínuo no preço do barril de petróleo Brent a US\$ 60 até o final de 2021 (elevando o IPCA estimado para 2021 para 4,1%).

A orientação prospectiva de política monetária permanece a mesma do comunicado. Tanto na ata do Copom quanto no relatório de inflação, o BC expressou a crença de que a magnitude do estímulo monetário implementado é, por ora, compatível com os impactos econômicos da pandemia. O comitê continua vendo o espaço para mais estímulos como “incerto” e provavelmente “pequeno”. O texto também manteve a indicação de que o Copom ainda considera “apropriado avaliar os impactos da pandemia e do conjunto de medidas de incentivo ao crédito e recomposição de renda, e antevê que um eventual ajuste futuro no atual grau de estímulo monetário será residual”. Na videoconferência de imprensa, as autoridades do BC deixaram claro que o tom cauteloso (mesmo com inflação simulada abaixo da meta central para o horizonte relevante) não significa abandonar os esforços para cumprir a meta de inflação do próximo ano. Em vez disso, a postura reflete uma ênfase do comitê no balanço de riscos, em meio a uma elevada incerteza.

Neste ponto, a ata do Copom faz clara referência ao chamado “limite inferior efetivo” da taxa de juros. De difícil quantificação, esta variável é vista pelo BC como dinâmica (i.e. flutua ao longo do tempo). A teoria por trás disso (que, de fato, concordamos) é que, se esse limite efetivo da taxa de política monetária for ultrapassado para baixo, o estímulo poderá se tornar contraproducente, especialmente para uma economia emergente com dificuldades fiscais (claramente o caso de Brasil). Na ata, o BC menciona essas limitações tanto do ponto de vista das condições financeiras quanto do ponto de vista prudencial (i.e. estabilidade financeira).

Embora não feche totalmente as portas para a possibilidade de um corte “residual” na Selic em algum momento futuro se necessário (depois de observar o impacto da pandemia e dos estímulos do governo na economia), o BC sinalizou na conferência a possibilidade de que outras ações para apoiar a economia possam vir no campo de medidas macroprudenciais e regulatórias. A ideia deve ser de promover a transmissão da política por meio do canal de crédito através de ações destinadas a reduzir o custo de capital (e não mais focando nos custos de financiamento, via Selic). Desta forma, não é coincidência o fato de que novas medidas regulatórias foram introduzidas nesta semana, possivelmente gerando um impulso estimado (pelo BC) para novos empréstimos em torno de R\$ 270 bilhões.

Considerando todas as comunicações recentes do Copom (comunicado, ata e relatório de inflação), a materialização do cenário do BC (muito semelhante ao nosso) é perfeitamente consistente com a nossa expectativa de taxa Selic estável em 2,25% até o 1T22. Ainda vemos a barra alta para um novo corte de juros, e entendemos que isto dependerá principalmente de um impacto econômico bem mais prolongado e intenso (que o esperado) da pandemia da Covid-19 (*nota: embora nosso*



cenário-base assuma reformas nos próximos anos, não vemos alta probabilidade de uma mudança repentina nas perspectivas fiscais de longo prazo, nos próximos meses).

O CMN - Conselho Monetário Nacional – anunciou a meta de inflação (do IPCA) para 2023, que ficou em 3,25%, com intervalo de tolerância mantido em +/-1,5 p.p.. Esta decisão dá continuidade a um processo de gradual redução da meta inflacionária brasileira iniciado em 2019, quando o centro foi reduzido de 4,50% (patamar em vigor desde 2005) para 4,25%. As metas de 2020, 2021 e 202 são de 4,00%, 3,75% e 3,50%, respectivamente. No final, este processo em vigor deverá conduzir a meta de inflação brasileira para os níveis observados em uma boa parte dos países emergentes (inclusive pares latino-americanos de bons fundamentos econômicos, como Chile, México e Colômbia, cuja meta central é 3,00%).

Segundo o Ministério da Economia, o efeito desinflacionário da pandemia faz com que a decisão de seguir diminuindo o alvo inflacionário não implique em custos adicionais. Entendemos que esta decisão aproveita corretamente os efeitos cíclicos de crises recentes (esta inclusive) e de um processo estrutural (reconstruído a partir de 2016) de ancoragem de expectativas para tentar tornar perene o quadro atual de inflação baixa no Brasil. A depender da implementação de reformas macroeconômicas e fiscais, uma meta mais ambiciosa (e em linha com os pares) ajuda a reduzir as expectativas (e apreçamento) para o juro nominal de longo prazo. No final do dia, um quadro de inflação permanentemente mais baixa elimina de forma natural mecanismos de indexação e favorece o planejamento de consumidores e empresas para uma alocação mais eficiente de recursos.

6) Política Fiscal

Resultado Primário: Conforme publicado na última terça-feira (23/06) pela Receita Federal do Brasil, a arrecadação tributária federal totalizou R\$ 77,4 bilhões em maio de 2020, resultado um pouco abaixo da nossa expectativa (R\$ 81,0 bilhões) e do consenso de mercado (R\$ 81,1 bilhões). Em termos reais, este resultado significou uma expressiva queda de 32,9% em relação a maio/19 (em abril, houve contração de 29,0% na mesma métrica).

O fraco desempenho da arrecadação tributária federal em maio pode ser explicado pela combinação entre (i) deterioração da atividade econômica, o que reduz a base tributável, e (principalmente) (ii) medidas de isenção e diferimento do pagamento de tributos (pacote total ao redor de R\$ 32 bilhões no mês passado), que foram anunciadas pelo governo com o objetivo de mitigar o impacto econômico da pandemia. Excluindo tais medidas, estimamos que a receita tributária federal teria declinado 5,0% entre maio/20 e maio/19, em termos reais (ou -R\$ 6,0 bilhões).

Considerando os principais tributos federais, destacamos a queda acentuada (também em termos reais, na comparação entre maio/20 e maio/19) registrada para: (i) Imposto sobre Operações Financeiras - IOF (-66,9%); (ii) Imposto de Renda da Pessoa Física - IRPF (-59,2%); (iii) Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social - COFINS (-54,9%); (iv) Contribuições para o Programa de Integração Social e o Programa de Formação do Patrimônio do Setor Público - PIS/PASEP (-46,8%); (v) Receita Previdenciária (-39,0%); e (vi) Imposto sobre Produtos Industrializados - IPI (-31,3%).

Projetamos que a arrecadação tributária federal recuará 11,5% (em termos reais) na comparação entre 2020 e 2019, o equivalente a perdas de aproximadamente R\$ 180 bilhões. Neste sentido, vale ressaltar que o governo federal provavelmente permitirá que dívidas tributárias (sobretudo as atreladas ao período da pandemia) sejam pagas de forma parcelada ao longo dos próximos anos, medida que ampliaria o déficit primário do governo central de 2020 em cerca de R\$ 80 bilhões, segundo nossos cálculos.

Dívida Pública: Nesta semana, o Tesouro Nacional (TN) publicou o Relatório Mensal da Dívida (RMD) referente a maio de 2020. Segundo o documento, as emissões da Dívida Pública Federal (DPF) atingiram R\$ 86,7 bilhões em maio, ao passo que os resgates totalizaram R\$ 13,1 bilhões, ou seja, um montante de emissões líquidas de R\$ 73,6 bilhões. Novamente, a publicação salientou que as recentes condições financeiras no mercado doméstico de títulos públicos têm levado o TN a favorecer as emissões de títulos prefixados com vencimentos mais curtos e títulos com taxas flutuantes. Com relação aos detentores da DPF, destacamos que os investidores estrangeiros continuaram a reduzir sua participação relativa no mercado local, de 9,4% em abril para 9,1% em maio (a proporção estava em 12,7% há um ano). Do lado positivo, o custo médio do estoque da dívida - acumulado em doze meses – cedeu adicionalmente de 9,4% a.a. em abril para 9,0% a.a. em maio, enquanto o custo médio das novas emissões da DPF (mercado doméstico) declinou de 6,6% a.a. para 6,1% a.a. no mesmo período, o menor valor da série histórica de dados.

A despeito de alguns fatores ainda restritivos, o RMD salienta que os dados efetivos (e completos) de maio e preliminares de junho mostram condições financeiras paulatinamente mais favoráveis, culminando no aumento das emissões de títulos públicos, algo fundamental para a manutenção do “colchão de liquidez” do TN em níveis confortáveis. Estimamos que esta reserva – uma ferramenta de gestão da dívida que serve para mitigar o risco de rolagem em cenários adversos – totalize



atualmente um pouco mais de R\$ 500 bilhões (6,9% do PIB), montante suficiente para o pagamento dos vencimentos da dívida pública federal até dezembro de 2020.

Neste sentido, chamamos a atenção para o provável uso do resultado cambial do BCB no 1º semestre de 2020 (principalmente devido à valorização, em reais, das reservas internacionais) visando à ampliação do “colchão de liquidez”. Acreditamos que o valor a ser transferido do BCB ao TN ficará próximo a R\$ 400 bilhões. Esta transferência de recursos está sujeita à aprovação do Conselho Monetário Nacional (CMN), o que provavelmente ocorrerá em agosto ou setembro, em nossa opinião. Reiteramos que, apesar de gerar “alívio de caixa” importante ao TN para a gestão da dívida pública brasileira, a transferência do resultado cambial do BCB teria impacto fiscal neutro, já que a injeção adicional de liquidez no sistema financeiro seria compensada por operações compromissadas, que também compõem as medidas de endividamento do governo geral.

7) Balanço de pagamentos

Devido principalmente ao maior pagamento de juros do que o valor apresentado no cronograma fornecido pelo BC (US\$1,8 bilhão versus US\$1,2 bilhão, respectivamente), o superávit em transações correntes de maio acabou sendo menor do que estimávamos (US\$1,3 bilhão versus US\$2,2 bilhões, respectivamente). Isto não alterou nossa visão de que haverá um ajuste significativo no saldo em transações correntes neste ano (projetamos superávit de US\$1,4 bilhão em 2020 frente a déficit de US\$49,5 bilhões no ano passado). Afinal, pelo segundo mês consecutivo, o país não registrou remessas de lucros e dividendos praticamente, juntamente com um colapso nas despesas com viagens internacionais na esteira da aguda desaceleração econômica e das restrições de deslocamento provocadas pela covid-19. Adicionalmente, as importações também registraram declínio importante, algo que nos parece improvável de ser revertido tão cedo, já que antecipamos uma recuperação gradual para a economia brasileira. Ao mesmo tempo, embora a pandemia também tenha afetado as exportações, o impacto tem se mostrado menos intenso do que o observado nas importações, o que reforça a perspectiva para o ajuste do saldo em transações correntes.

Com relação aos componentes da conta financeira, chama a atenção o desinvestimento feito por empresas brasileiras no exterior pelo terceiro mês consecutivo (ou seja, repatriação de recursos), juntamente com a surpresa positiva no volume de investimentos diretos no país. Este último atingiu US\$2,5 bilhões frente a nossa estimativa de US\$2,0 bilhões. Entretanto, o sinal mais promissor veio dos fluxos de portfólio, que registraram uma desaceleração importante no ritmo de saída de recursos do país em maio, quando comparado aos dois meses anteriores (US\$1,7 bilhão no mês passado, abaixo dos US\$9,1 bilhões vistos em abril e bem aquém dos US\$23,0 bilhões registrados em março). Além disso, dados preliminares de junho fornecidos pelo BC indicaram chance de um fluxo líquido positivo no período, o que reforça nossa percepção de que há espaço para valorização do real ao longo do ano. Apesar desta visão “otimista” para a moeda, reconhecemos que a trajetória deverá ser volátil (projetamos taxa cambial em R\$4,95/US\$ no fim do ano).

AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Ambiente internacional: Na próxima semana, os destaques serão: nos EUA, a confiança do consumidor (30/6), sondagem empresarial (ISM) de manufatura (1/7) e o relatório de emprego (2/7), todos referentes a junho. Ainda, na quinta (1/7) será divulgada a ata da última reunião do Fed. Na Zona do Euro, a taxa de desemprego (2/7) e as sondagens empresariais (PIMs) dos demais países serão os destaques. Por fim, na China, será divulgada a sondagem empresarial oficial (29/6) e o Caixin de manufatura (30/6).

Ambiente doméstico: Os dados da produção industrial de maio serão divulgados na próxima quinta-feira (02/07), e prevemos uma leve recuperação da forte queda observada em abril (-18,8% m/m). Em meio a uma paulatina flexibilização das medidas de isolamento social, os indicadores coincidentes sugerem gradual recuperação. Projetamos um aumento sequencial de 5,3% m/m (a.s.), consistente com uma variação anual de -23,5% a/a. Na próxima terça (30/06), a PNAD contínua referente ao mês de maio será publicada. O consenso para a taxa de desemprego nacional aponta para um resultado de 13,2% (da população economicamente ativa), indicando um aumento expressivo ante os 12,3% do mesmo período no último ano. A publicação deve reforçar a tendência de piora das condições do mercado de trabalho devido à crise do Covid-19. Em abril, estimamos que o desemprego teria atingido sua máxima histórica se a força de trabalho tivesse permanecido estável, com a taxa de participação caindo abruptamente devido às medidas de isolamento social.

Os dados da balança comercial de junho serão publicados na próxima quarta-feira e esperamos que deem suporte a nossa avaliação de que a covid-19 deverá impactar menos as exportações do que as importações. De acordo com nossos cálculos, embora o país deva registrar superávit comercial de US\$6,9 bilhões neste mês, tanto as exportações quanto as importações (ajustadas pelo número de dias úteis) deverão recuar frente aos níveis observados há um ano. Contudo, enquanto as exportações deverão recuar 10,5 % em termos interanuais, as importações deverão cair 22,1% na mesma



comparação. Portanto, nossa expectativa de superávit comercial de US\$60,5 bilhões em 2020 será mais relacionada ao forte declínio das importações na esteira da contração econômica que o país viverá do que ao bom desempenho das exportações.

Após a publicação das estatísticas sobre arrecadação tributária (veja detalhes acima), estimamos que o déficit primário do governo central tenha atingido R\$ 123,5 bilhões em maio de 2020 (divulgação pela Secretaria do Tesouro Nacional na próxima segunda-feira, 29/06). Além do decréscimo significativo das receitas, destacamos o impacto do conjunto de despesas primárias direcionadas ao combate à pandemia - montante de R\$ 54,4 bilhões em maio, dos quais 75% (ou R\$ 41,1 bilhões) foram destinados ao auxílio financeiro emergencial para trabalhadores informais e famílias de baixa renda, popularmente conhecido como “coronavoucher”.

Por fim, o BC divulgará, na próxima terça-feira (30/06), o resultado primário do setor público consolidado referente a maio de 2020. Esperamos um déficit mensal de R\$ 125,7 bilhões, com a seguinte composição: -R\$ 123,0 bilhões para o governo federal; -R\$ 2,4 bilhões para os estados e municípios; e -R\$ 0,3 bilhão para as empresas estatais.

Em nosso cenário-base atualizado, prevemos que o déficit primário do governo central totalizará R\$ 820 bilhões em 2020 (11,9% do PIB), enquanto o setor público consolidado deverá registrar saldo primário negativo de R\$ 845 bilhões (12,2% do PIB). Para detalhes, veja nosso relatório “Projetando o pós-pandemia”, publicado em 25/06.

DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

Indicador	Divulgação	Projeção	Anterior
IGP-M ($\Delta\%$ m/m a.s.)	Seg, 29-Jun	1,35	0,28
IGP-M ($\Delta\%$ a/a)	Seg, 29-Jun	7,1	6,5
Resultado Fiscal Primário do Governo Central - mai/20 (R\$ bilhões)	Seg, 29-Jun	-123,5	-92,9
Taxa de desemprego mai/20 (% n.a.s.)	Ter, 30-Jun	13,2	12,6
Resultado Fiscal Primário do Setor Público - mai/20 (R\$ bilhões)	Ter, 30-Jun	-125,7	-94,3
Balança comercial jun/20 (US\$ bilhões)	Qua, 01-Jul	6,9	4,5
- Exportações jun/20 (US\$ bilhões)	Qua, 01-Jul	18,2	17,9
- Importações jun/20 (US\$ bilhões)	Qua, 01-Jul	11,3	13,4
Prod. Industrial IBGE mai/20 ($\Delta\%$ m/m a.s.)	Qui, 02-Jul	5,3	-18,8
Prod. Industrial IBGE mai/20 ($\Delta\%$ a/a)	Qui, 02-Jul	-23,5	-27,2

Fontes: Banco Central do Brasil, IBGE, Tesouro Nacional, SECEX e Santander.

Últimas Publicações

Português

- Projetando o pós-pandemia (jun/20)
- Brasil – Análise econômica regional (jun/20)
- IGet – Retomada à vista (jun/20)
- O choque é mais intenso (e os estímulos ainda maiores) (mai/20)
- IGet – Parada súbita no comércio varejista (mai/20)

Inglês

- Updating our Inflation, FX and Interest Rate Forecasts (Jun/20)
- FX Compass – BRL – A roller-coaster ride (Jun/20)
- Inflation – How Low and How Long? (Jun/20)
- FX Compass – BRL: Despite a little help from our friends (May/20)
- The Shock Is Even Worse and Stimuli Much Bigger (May/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.