

Recuperação lenta, inflação reduzida

- A pandemia segue em ritmo acelerado de contágio na maior economia do mundo e os indicadores de mobilidade apontam para uma estagnação da normalização das atividades no país. Contudo, os dados econômicos tradicionais seguem mostrando força, surpreendendo positivamente os analistas. Em particular, as vendas no varejo nos EUA mostraram uma alta de 7,5% m/m em julho, recuperando-se quase que integralmente da queda causada pelas restrições da pandemia em março e abril. Na China, o PIB do 2º trimestre cresceu 11,5% t/t, acima das expectativas, puxado pela indústria (e estímulos governamentais). Diante da dicotomia entre o preocupante quadro epidemiológico americano e a divulgação de dados econômicos positivos em um ambiente de estímulos econômicos sem precedentes, os investidores seguem com postura moderadamente otimista para com os ativos arriscados.
- Mais uma semana de noticiário relativamente tranquilo tanto no ambiente internacional quanto no doméstico. Mas isto não foi suficiente para atenuar a (elevada) volatilidade da taxa de câmbio. Embora a cotação provavelmente encerre a semana próxima ao nível visto na sexta-feira anterior, o intervalo de flutuação da taxa de câmbio foi bastante amplo nos últimos dias (de R\$5,29/US\$ até R\$5,45/US\$).
- A curva de juros mostrou leve viés baixista (quase que de forma paralela ao longo da estrutura a termo) nesta semana. A inclinação permanece elevada, contudo, refletindo riscos de execução das reformas fiscais no pós-crise. Os preços dos ativos continuam sinalizando a percepção de investidores de chances praticamente iguais de um corte “residual” de fim de ciclo (0,25 p.p.) ou uma decisão de estabilidade na próxima reunião do Copom (04-05 de agosto). Seguimos projetando taxa básica Selic estável em 2,25% até o 1T22.
- O indicador mensal de atividade econômica do Banco Central (BC) apresentou em maio um resultado consideravelmente abaixo da nossa estimativa e das projeções de mercado. O índice dessazonalizado mostra que a atividade permanece distante do nível pré-crise (queda acumulada de 13,9% desde fevereiro). No entanto, nosso índice de vendas de varejo (IGet) registrou um novo aumento em junho, reforçando o sinal de que abril foi o pior mês para a atividade econômica, com uma recuperação sequencial subsequente. Com relação às nossas projeções para o PIB, mantivemos as estimativas para o 2T20 e o ano de 2020 em -10,2% e -6,4%, respectivamente.
- Na sexta-feira, o IBGE divulga a inflação do IPCA-15 de julho. Esperamos variação de +0,48% m/m (+2,31% a/a), impulsionada pela recuperação de gasolina e da concentração de reajustes de energia elétrica que haviam sido adiados desde o início da crise do COVID-19. Apesar da alta em julho, continuamos enxergando um cenário benigno para a inflação, especialmente com uma dinâmica bastante favorável para as medidas de núcleo, que apontam para uma ausência de pressões de preço via demanda.

1) Ambiente Internacional

A semana nos mercados globais foi marcada por um aumento modesto no apetite ao risco. O mundo segue acompanhando de perto a evolução da pandemia nos EUA, que continua mostrando aceleração no número de novos casos diários de Covid-19 e moderada elevação no número de fatalidades. Indicadores de alta frequência que medem mobilidade urbana seguem mostrando uma interrupção na volta à normalidade iniciada em meados de abril. Por outro lado, dados econômicos tradicionais referentes a junho e os primeiros dados de julho continuam, de forma geral, surpreendendo positivamente.

Nos EUA, o relatório de maior destaque foi o de vendas no varejo referente ao mês de junho. Mais uma vez o número surpreendeu positivamente as expectativas, mostrando uma alta de 7,5% m/m no varejo amplo e 5,6% m/m no grupo de controle. O varejo amplo já retornou ao patamar de fevereiro, recuperando quase que integralmente a queda causada pelas restrições da pandemia. Os detalhes revelam que as vendas de lojas tradicionais e restaurantes seguem consideravelmente abaixo do nível pré-crise, mas vendas online, supermercados, concessionárias e lojas de material de



construção estão bem acima do patamar de fevereiro. Foi divulgada também a inflação americana de junho, que mostrou o núcleo subindo 0,2% no mês, acima do esperado. Os detalhes revelaram uma volta mais forte dos principais itens deflacionários durante a pandemia, como vestuário, seguro automotivo, hotéis e passagens aéreas. No entanto, outros componentes cíclicos, como aluguel e serviços de recreação, começaram a desacelerar, indicando que o cenário à frente deverá ser de inflação contida pela demanda mais fraca e maior hiato do produto. O número de novas construções de casas mostrou alta de 17,3% em junho, em linha com o esperado, e o principal indicador antecedente do setor deu um salto em julho, sinalizando que a recuperação da atividade imobiliária pode seguir acelerando. Por fim, as primeiras sondagens empresariais de manufatura (Filadélfia e Nova Iorque) referentes ao mês atual seguiram mostrando força, indicando que a recuperação da indústria também tende a seguir robusta em julho. Em todo caso, vale destacar que a velocidade de retomada na construção e na indústria pode ser afetada em caso de agravamento adicional da pandemia com impactos no processo de reabertura econômica nos EUA.

Na Zona do Euro, a produção industrial de maio decepcionou as expectativas, subindo 12,4%, permanecendo 8% abaixo do nível de março (20% em relação a fevereiro) e mostrando uma recuperação na indústria mais lenta que no varejo. Por outro lado, a atividade no setor de construção civil subiu 28% m/m em maio, recuperando toda a queda de abril. Na reunião do Banco Central Europeu, o comitê não anunciou nenhuma nova ação de política monetária, apenas reiterando que o amplo grau de acomodação vigente deverá ser mantido por um longo período de tempo. Na China, foi divulgado o PIB do segundo semestre, que mostrou uma recuperação acima do esperado: 11,5% t/t, puxada principalmente pela indústria. Já os dados mensais de junho foram mistos, mostrando a produção industrial subindo 4,8% a/a, em linha com as expectativas, o investimento contraindo 3,1% a/a, acima das expectativas, e as vendas no varejo caindo -1,8% a/a, decepcionando os analistas. Estes números mostram que a recuperação da economia chinesa vem sendo puxada principalmente pela indústria, setor mais beneficiado pelos estímulos governamentais, ao passo que o consumo e o setor de serviços ainda avançam em velocidade lenta.

Enquanto a pandemia segue em ritmo acelerado de contágio na maior economia do mundo e os indicadores de mobilidade revelam uma estagnação na normalização das atividades no país, dados econômicos tradicionais seguem mostrando força e surpreendendo positivamente os analistas. Diante desta dicotomia, os investidores seguem moderadamente otimistas, embora mais cautelosos que em maio e início de junho. A quantidade sem precedentes de estímulo monetário e fiscal no mundo, além de incipientes notícias positivas acerca de tratamentos e vacinas para o Covid-19, vem impedindo uma redução significativa no apetite ao risco, mesmo diante do risco epidemiológico nos EUA.

2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: A taxa de câmbio continuou mostrando trajetória bastante volátil esta semana, tendo flutuado em um intervalo amplo nos últimos dias. Exceto por aspectos técnicos do mercado cambial, não identificamos qualquer razão fundamental para este padrão, já que o calendário de divulgações desta semana não trouxe qualquer atualização significativa que pudesse alterar a confiança dos agentes econômicos. Não obstante, a falta de novidades não impediu o real de subir até R\$5,45/US\$ na terça-feira ou de baixar até R\$5,29/US\$ na quarta-feira em termos intradiários. Ao final, parece-nos que a moeda encerrará a semana relativamente próxima ao patamar visto há uma semana. Diante das incertezas quanto aos fundamentos macroeconômicos globais e locais, somadas à continuidade da influência de aspectos técnicos no mercado cambial, avaliamos que a volatilidade da moeda deverá permanecer elevada nas próximas semanas e meses.

Taxas de Juros: a julgar pelas cotações vistas no início de sexta-feira (hora da edição), a curva de juros nominal negociou com leve viés cadente, e quase que de forma paralela para alguns vértices importantes. Na parte curta da curva, o futuro de DI com vencimento em janeiro de 2022 caminhava para fechar a semana em 2,98% (-4 p.b. em relação à sexta-feira passada); no segmento de mais longo prazo, o futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027 era negociado a 6,33% (-4 p.b. em relação à sexta-feira passada). Como resultado, a diferença entre estes vértices indicava estabilidade em relação à semana passada (335 p.b., um dos menores níveis desde meados de abril). No entanto, essa leitura se compara aos ~ 150 p.b. vistos no início deste ano, o que indica uma curva de juros ainda bastante inclinada, refletindo os elevados riscos de execução das (estritamente necessárias) reformas fiscais no pós-crise.

Nos últimos dias, os investidores continuaram digerindo discursos da diretoria do Banco Central, que indicam certo otimismo quanto ao ritmo de recuperação econômica desde (o aparente fundo do poço em) abril e pouca preocupação com riscos altistas (de fontes não fiscais) para a inflação adiante. O mercado segue apreçando uma probabilidade próxima a 50% para um corte final ("residual") de 25 p.b. - um consenso entre os analistas. Nosso cenário básico ainda considera uma taxa básica Selic terminal de 2,25% neste ciclo (ou seja, sem cortes adiante). Ainda assim, acreditamos que os preços de mercado devem permanecer divididos entre um corte "residual" ou uma estabilidade na próxima reunião do Copom (4-5 de agosto).



3) Atividade Econômica

Em junho, nosso índice coincidente de vendas no varejo IGet registrou ganho de 6,3% m/m a.s., enquanto os índices de vendas no varejo restrito e ampliado, ponderados de acordo com a metodologia de pesquisa do IBGE, registraram ganhos mensais de 2,8% e 2,0%, após ajustes sazonais. Em nossa opinião, este resultado reforça o sinal até então fornecido pelos indicadores divulgados anteriormente para a atividade econômica: abril foi o pior mês para a atividade, com uma retomada gradual e sequencial, mas com a economia ainda operando em níveis abaixo do observado antes da crise.

Este sinal também foi reforçado pelo indicador de atividade mensal do BC, que encerrou a sequência de divulgações de atividade para o mês de maio. O IBC-Br registrou um ganho de 1,3% m/m a.s., resultado consideravelmente pior do que nossa projeção de 3,7% m/m (-12,7% a/a) e o consenso do mercado de 4,7% m/m (-11,7% a/a). Este resultado está longe de compensar a queda registrada nos últimos dois meses, com o índice dessazonalizado se situando 13,9% abaixo do nível observado em fevereiro. Em termos de tendências, o resultado trimestral aponta para uma contração de -11,4%, afetada pela queda na atividade de abril, enquanto a média móvel de três meses registrou uma diminuição de 5%, depois de atingir uma mínima no mês anterior.

O resultado de maio reflete uma dicotomia entre leituras relativamente sólidas para a produção industrial e as vendas no varejo no mês, e um resultado decepcionante para o setor de serviços, uma vez que este último continua sujeito a efeitos mais persistentes da pandemia (restrições operacionais, menor demanda). Com a abertura e o pleno funcionamento dos estabelecimentos, esperamos uma retomada gradativa da atividade econômica para reverter a tendência observada até o momento. Os dados preliminares divulgados para junho apontam para melhorias contínuas, embora devamos levar em conta a base de comparação ainda baixa. Em resumo, os números sugerem uma progressiva "normalização" da atividade econômica.

Com relação às projeções do PIB, com a publicação dos principais indicadores de atividade para maio, nosso monitoramento para o segundo trimestre piorou, atingindo -10,6%. Apesar disso, mantivemos nossas projeções para o 2T20 e para 2020 em -10,2% e -6,4%, respectivamente.

4) Inflação

Na sexta-feira, o IBGE divulga a inflação do IPCA-15 de julho. Esperamos variação de +0,48% m/m (+2,31% a/a). O resultado deverá ser impulsionado por preços administrados (+1,42% m/m), especialmente por conta da recuperação no preço da gasolina e da concentração de reajustes de energia elétrica que haviam sido adiados desde o início da crise do COVID-19.

Por outro lado, os preços livres terão uma recuperação mais modesta, alcançando 0,16% m/m. A alta vai ser concentrada em bens industriais (+0,31% m/m), com pressão altista de alguns itens comercializáveis que foram menos impactados pela queda de demanda com o isolamento social (por exemplo, computadores, cuja demanda aumentou por conta do aumento de atividades em *home office*). Já em serviços, esperamos uma variação modesta de 0,11% m/m, pois o setor ainda sofre com paralisações ou aberturas parciais em diversas regiões. Neste grupo será importante observar a inflação de passagens aéreas, onde houve rara divergência em coletas de preços de alta frequência, o que indica risco de altista +8 p.b. neste IPCA-15. Por fim, alimentação no domicílio deve começar um processo sazonal de arrefecimento sazonal no meio do ano, devendo mostrar variação perto de zero no mês.

Ainda que a inflação seja mais alta em julho, continuamos a ver uma dinâmica favorável para as medidas de núcleo (i.e., inflação de demanda), já que a ociosidade econômica deverá permanecer elevada por um período prolongado, à despeito do amortecimento da queda na demanda em função de estímulos governamentais e a reabertura econômica em algumas regiões. Expectativas de inflação bem ancoradas também ajudarão neste processo. Projetamos inflação de 1,5% em 2020 (com riscos enviesados para cima) e 2,7% em 2021 (com riscos enviesados para baixo).



AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Ambiente internacional: Na próxima semana, a agenda internacional é menos intensa que nesta última. O destaque será a divulgação da sondagem empresarial (PMI) da Zona do Euro para julho (24/7). Nos EUA, serão divulgados os números de vendas de casas existentes (17/7) e novas residências (24/7).

Ambiente doméstico: A Receita Federal do Brasil divulgará a arrecadação tributária federal referente a junho de 2020. Esperamos o montante de R\$ 90,5 bilhões, o que representaria um declínio de aproximadamente 27% em relação ao mesmo mês de 2019, em termos reais. Esta contração das receitas tem como fatores explicativos a deterioração acentuada da atividade econômica combinada com medidas temporárias de isenção e diferimento do pagamento tributário, as quais foram anunciadas pelo governo federal com o intuito de mitigar o impacto econômico decorrente da pandemia.

Com relação à atividade econômica, na próxima sexta-feira a FGV divulgará o índice de confiança do consumidor para julho. A prévia extraordinária divulgada nesta semana, com dados coletados até o dia 14 de julho, mostra melhora na confiança no mês em todos os segmentos pesquisados, sugerindo a continuidade da tendência de alta iniciada em maio. Em suma, os dados preliminares indicam um provável número positivo para a confiança do consumidor no final da próxima semana.

DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

Indicador	Divulgação	Projeção	Anterior
IPCA-15 jul/20 (% m/m)	Sex, 24-jul	0,48	0,02
IPCA-15 jul/20 (% a/a)	Sex, 24-jul	2,31	1,92
Arrecadação tributária federal jun/20 (R\$ bilhões)	20–24/jul	90,5	77,4

Fontes: BCB, IBGE, Receita Federal do Brasil 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.