

Otimismo nos mercados, contração na atividade

- No cenário internacional, o ambiente de elevada liquidez mundial e uma expectativa mais otimista de recuperação das principais economias seguiram alimentando um ambiente bastante positivo para os ativos arriscados. Na Zona do Euro, o BCE aumentou substancialmente (€600 bilhões) o programa de compras de ativos enquanto o governo alemão chegou a um acordo para estímulos fiscais adicionais de aproximadamente 3,5% do PIB. Nos EUA, de forma totalmente inesperada, o mercado de trabalho já parece ter iniciado o processo de recuperação, com a taxa de desemprego caindo para 13,3%, e com a criação de empregos privados de 3,1 milhões. Adiante, o caminho da recuperação irá depender de uma vitória definitiva sobre o vírus e da gravidade de efeitos duradouros de uma recessão sem precedentes.
- As taxas de juros nominais se mantiveram em tendência de queda e achatamento nesta semana, impulsionadas pelo aumento global do apetite por risco e pela percepção de menores riscos extremos no cenário político e fiscal, em nível local. A julgar pelos futuros de DI, o mercado apreça hoje probabilidade ao redor de 60-70% de um corte de 75 p.b. na taxa Selic (para 2,25%) na próxima reunião do Copom (18 a 19 de junho), em linha com nossa expectativa e o consenso de analistas. Seguimos observando um pequeno viés baixista para as taxas de juros de curto prazo, em que pese nossa percepção de proximidade do limite inferior efetivo da taxa de juros básica para uma economia emergente que enfrenta sérios desafios fiscais.
- Os catalisadores do rali observado no mercado doméstico de renda fixa também fizeram com que o real registrasse valorização significativa nesta semana, com a taxa de câmbio recuando para abaixo do patamar de R\$5,00/US\$ (nível não observado desde meados de março). Refletindo seu padrão de beta elevado (ou seja, alta sensibilidade às condições de mercado), a moeda brasileira registrou novamente o melhor desempenho semanal entre seus pares, com valorização de aproximadamente 8% frente ao dólar. Entretanto, seguimos observando condições ainda fluidas no mercado cambial aqui no Brasil.
- A produção industrial de abril confirmou as expectativas de intensa contração logo após a implementação das medidas de distanciamento social na tentativa de aplainar a curva Covid-19. A queda mensal de 18,8% registrada na série com ajuste sazonal (a.s.) foi de longe a queda mais acentuada da série. No entanto, o resultado foi melhor que nossa previsão (-35,5% m/m a.s.) e consenso do mercado (-31,7% m/m a.s.).
- O superávit comercial de US\$4,5 bilhões registrado em mai/20 trouxe, em nossa visão, evidência adicional de que a pandemia da COVID-19 tem afetado importações mais intensamente do que as exportações. Este quadro sugere riscos altistas para nossas projeções referentes ao superávit comercial (US\$35,2 bilhões) e saldo em transações correntes (hoje projetamos déficit de 1,6% do PIB) em 2020.
- O IPCA de maio será divulgado na quarta-feira e esperamos que a tendência de queda vista em abril (-0,31% m/m) seja aprofundada, com a variação projetada em -0,45% m/m (+1,80% a/a). Os núcleos também devem seguir muito bem-comportados. Em especial, o IPCA EX3 – mais correlacionado com o ciclo econômico, e melhor sinalizador de pressões de demanda – deve cair 0,09% m/m, ficando um pouco abaixo de zero em termos de média móvel trimestral (dessazonalizada e) anualizada. Portanto, os números estão em linha com nosso cenário de um forte impacto desinflacionário gerado pela epidemia.



1) Ambiente Internacional

O ambiente seguiu positivo para os ativos de risco, refletindo a expectativa de recuperação mais rápida das principais economias mundiais na medida em que a ameaça do covid-19 vem se reduzindo nestes lugares. De fato, desde meados de maio os dados econômicos divulgados vêm surpreendendo positivamente as expectativas dos analistas, seja mostrando quedas menos acentuadas quando referentes a abril ou uma recuperação mais forte para dados de maio. Por fim, estímulos fiscais e monetários adicionais na Zona do Euro se juntam ao já abundante ambiente de liquidez global e contribuem de forma relevante para o atual sentimento de euforia.

Nos EUA, o destaque da semana foi o relatório de emprego referente a maio que já mostrou, de forma inesperada, o início da recuperação do mercado de trabalho. Foram 3,1 milhões de empregos líquidos criados no setor privado diante de uma expectativa de contração na casa de 7 milhões. Com isso, a taxa de desemprego caiu de 14,7% para 13,3%, se mantendo em patamar ainda bastante elevado e de certa forma subestimado, dada a menor taxa de participação (i.e. menor busca por emprego) e um contingente de pessoas sem trabalhar, mas consideradas empregadas. Embora o ponto de inflexão no mercado de trabalho aparentemente tenha acontecido com um ou dois meses de antecedência, o ritmo da recuperação daqui em diante irá depender do processo já vigente de reabertura da economia enquanto a magnitude da melhora dependerá da severidade dos efeitos mais estruturais da pandemia e da recessão. Foram divulgadas também as sondagens empresariais (ISM) de manufatura e serviços referentes a maio. Ambos mostraram recuperação: na manufatura o índice foi de 41,5 para 43,1 e em serviços passou de 41,8 para 45,4. Apesar da alta, ambos permanecem em patamares deprimidos, em território contracionista (abaixo de 50). Por fim, outro dado positivo de maio foram as vendas de veículos que subiram 42%, passando de 8,6 milhões (anualizado) para 12,2 milhões. Em fevereiro, antes da crise, foram vendidos 16,8 milhões.

Na Zona do Euro, a taxa de desemprego em abril também foi melhor que o esperado, indo de 7,1% para 7,3% e segue sem mostrar efeito significativo da pandemia. As vendas no varejo de abril caíram 11,7%, também ligeiramente melhor (ou menos pior) que a expectativa. No entanto, o evento mais importante na semana foi a reunião de política monetária do Banco Central Europeu (BCE), que decidiu aumentar de €750 bilhões para €1,35 trilhões o total de compra de ativos em seu programa emergencial de compras da pandemia (PEPP), estendendo o período destas compras até *pelo menos* junho de 2021. Por fim, o parlamento alemão chegou a um acordo para novos estímulos fiscais no país no montante de aproximadamente €130 bilhões (3,8% do PIB), sendo um pouco mais da metade deste valor em recursos adicionais. Na China, foram divulgadas as sondagens empresariais (PMIs). Na medida oficial, o setor de manufaturas mostrou ligeira queda, de 50,8 para 50,6, enquanto o setor de serviços mostrou alta de 53,2 para 53,6. Já na sondagem feita pelo Markit, a manufatura mostrou alta de 49,4 para 50,7 enquanto o setor de serviços deu um salto de 44,4 para 55, o maior patamar desde 2010.

Apesar do ambiente benigno das últimas semanas, os riscos para a economia global permanecem elevados. Além da possibilidade de uma retomada mais lenta após uma recessão sem precedentes, os principais riscos seguem sendo a animosidade geopolítica entre EUA e China e uma segunda onda do vírus nos países desenvolvidos. Até o momento, os dados de novos casos e fatalidades não corroboram este temor, mas, com as economias tendo começado a reabrir há pouco tempo, monitorar uma possível segunda onda de contaminação é fundamental.

2) Comentários de Mercado Local

Taxas de Juros: As taxas de juros nominais mantiveram-se em tendência de queda e achatamento nesta semana, impulsionadas pelo aumento global do apetite por risco e pela percepção de menores riscos de cauda no cenário político e fiscal, em nível local. No momento da edição, a parte curta da curva (futuro de DI jan-21) caía 11 p.b. em relação à sexta-feira passada, negociando a 2,18%. A parte longa (futuro de DI jan-25) recuava 17 p.b. no acumulado da semana, negociando a 5,79%. Como resultado, a inclinação (Jan-25 vs. Jan-21) se reduzia para 361 p.b, saindo de 367 p.b. no final da semana passada. Esse é um dos menores valores para esta medida de inclinação na estrutura a termo desde o final de abril, quando a temperatura se elevou na parte política.

Como as condições financeiras mais favoráveis no momento (no Brasil e no exterior) estão ajudando aos ativos brasileiros, cai mais um (possível) obstáculo para a implementação de uma flexibilização monetária adicional pelo BC. O resultado é que a curva de juros agora apreça ainda mais estímulo monetário no ciclo atual: julgando-se pelos futuros de DI, o mercado precifica probabilidade de 60-70% para um corte de 75 p.b. na taxa Selic na próxima reunião do Copom (18 a 19 de junho). O mercado também apreça chance elevada de um novo corte de 25 p.b. na reunião de agosto.

Não apenas seguimos projetando ajuste de -75 p.p. na taxa Selic em junho (em linha com o consenso dos analistas), mas também admitimos a possibilidade de uma flexibilização adicional posteriormente, em que pese nosso cenário básico com



Selic terminal a 2,25%. Desta forma, os riscos ainda parecem um pouco enviesados para baixo na ponta curta da curva. Quanto aos segmentos intermediário e de longo prazo, ainda vemos riscos de execução para as profundas reformas fiscais e macroeconômicas necessárias para garantir a estabilidade da dívida pública no longo prazo. Embora isto implique risco altista para os vértices mais longos, uma continuidade do rali global, em meio a estímulos massivos dos principais bancos centrais, torna o momento ruim para se posicionar para uma curva de juros mais inclinada. A (correta) política do Tesouro Nacional de, neste momento de crise, reduzir a oferta de *duration* no mercado (via emissões de papéis indexados à Selic, ou de prazos mais curtos) também reforça a cautela para posições tomadas em juro longo.

Taxa de Câmbio: O fluxo de eventos e notícias em nível global e local, já citado anteriormente, contribuiu para manter o real em sua recente trajetória de valorização pela terceira semana consecutiva, fazendo com que a taxa de câmbio voltasse abaixo do patamar de R\$5,00/US\$, algo inédito desde meados de março. Curiosamente, o Banco Central (BC) interveio na segunda-feira no mercado à vista, quando vendeu US\$530 milhões aos agentes econômicos. Avaliamos que o movimento teve relação, naquele momento, com o fato de que todas as moedas emergentes, exceto o real, estavam se valorizando frente ao dólar naquele dia e, assim, o BC interveio para coibir distorções no mercado – em linha com declarações recentes de que está disposto a atuar mais pesadamente em tais ocasiões. Contudo, é importante notar que o movimento não foi percebido como uma tentativa de definir um patamar para a taxa de câmbio.

Apesar do desempenho favorável dos ativos nacionais e da taxa cambial nesta semana, continuamos a enxergar riscos para o enfraquecimento do real em virtude de eventuais frustrações com relação às perspectivas fiscais, especialmente se as medidas temporárias adotadas para enfrentar a COVID-19 vierem a se converter em despesas permanentes nos próximos anos. Portanto, avaliamos que será importante continuar a seguir notícias do lado fiscal para antecipar valorização adicional do real ou a reversão de sua tendência recente.

3) Atividade Econômica

A produção industrial de abril confirmou as expectativas de queda acentuada devido às medidas de distanciamento social implementadas na tentativa de aplanar a curva Covid-19. A queda mensal de 18,8% registrada na série com ajuste sazonal (a.s.) foi a queda mais acentuada da série histórica. No entanto, o resultado foi consideravelmente melhor que a nossa previsão (-35,5% m/m a.s.) e o consenso de mercado (-31,7% m/m a.s.).

Em relação a abril de 2019, houve queda de 27,2%, o que significa que a produção industrial diminuiu 10,8% no trimestre terminado em abril (ajustado sazonalmente). Ressaltamos que os dados divulgados até o momento indicam que esse deve ter sido o pior mês para a produção industrial brasileira, já que os indicadores coincidentes de maio apontam para uma leve melhora. Ainda, nossas expectativas para um alívio gradual das regras de isolamento social apontam para trajetória contínua (ainda que gradual) rumo a normalização.

Além disso, os detalhes mostram declínio generalizado na maioria dos setores industriais em abril, o índice de difusão (percentual de categorias industriais com crescimento mensal) atingiu 19,0%, o menor nível na série. Entre as categorias, a maior queda foi de bens duráveis, que apresentaram contração de 79,6% (a.s.) no período devido à paralisação na produção de alguns itens, como veículos. Por outro lado, a menor contração foi a produção de bens intermediários, que caiu 14,8% (a.s.) na margem.

O resultado da produção industrial de abril foi o primeiro, no que tange a atividade econômica, a ser divulgado pelo IBGE, cobrindo um mês inteiro de pandemia. O resultado sugere que o impacto da crise na economia brasileira pode ser um pouco menos deletério do que (nós e) o mercado antecipou. No entanto, acreditamos que é muito cedo para antecipar queda mais suave na economia brasileira, uma vez que os dados divulgados até o momento mostram um nível bastante deprimido da atividade econômica até maio. E as incertezas quanto à pandemia segue elevada. Com as informações disponíveis, reiteramos nossa previsão de contração do PIB de 6,4% em 2020.

4) Inflação

Essa semana o IGP-DI surpreendeu para cima ao registrar alta de 1,07% m/m, enquanto o mercado esperava um ganho de 0,62% e nós 0,80%. A surpresa foi localizada no IPA-industrial. Contudo, como o repasse para os bens duráveis ao consumidor tem sido baixo, a tendência é que estas pressões não ameacem a tendência ainda muito benigna do IPCA.

5) Setor externo



A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$4,5 bilhões no mês passado – estimávamos resultado positivo de US\$4,8 bilhões – que levou a saldo positivo de US\$16,3 bilhões acumulado no ano. Ajustando os dados pelo número de dias úteis no período (20 dias em mai/20 frente a 22 dias há um ano), a média diária das exportações recuou 4,2% em termos interanuais. Já as importações declinaram 1,6% na mesma comparação, parcialmente compensadas pela internalização de plataformas de petróleo. No ano, a média diária das exportações recuaram 4,5% nos primeiros cinco meses de 2020, enquanto a média das importações permaneceu relativamente estável no mesmo período (queda de 0,6%).

Quando descontamos as operações relacionadas às plataformas de petróleo, que são basicamente relacionadas a ajustes contábeis relativos a questões tributárias do passado, a média diária das importações mostrou queda mais pronunciada (recoo interanual de 21,7% ou queda acumulada de 5,2% no ano). Por sua vez, a média das exportações apresentou desempenho relativamente melhor (contração interanual de 4,2% ou recoo de 3,1% acumulado no ano), sinal de que a pandemia parece estar afetando as importações mais intensamente do que as exportações até o momento.

Parte da explicação para este melhor desempenho das exportações está relacionada com a forte contribuição advinda das vendas externas de proteínas animais e de soja, que representaram pouco mais de um terço das receitas obtidas em mai/20. A média diária de embarques de soja aumentou 38,6% no acumulado do ano, enquanto o volume médio diário de proteínas animais subiu 11,6% na mesma comparação.

A resiliência demonstrada pelas receitas de exportações e a rápida contração registrada pelas despesas de importações embutem um viés altista para nossa projeção de saldo comercial de US\$35,2 bilhões em 2020, o que também implica no mesmo viés para o resultado do saldo em transações correntes deste ano (atualmente, um déficit de US\$20,2 bilhões ou 1,6% do PIB).

AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Ambiente internacional: Na próxima semana, os destaques serão: nos EUA, inflação (CPI) de maio e reunião de política monetária do Fed (ambos no dia 10/6). Na Zona do Euro, produção industrial (12/6).

Ambiente doméstico: O IPCA de maio será o principal dado econômico da semana que vem (quarta-feira). Esperamos que a tendência de queda vista em abril (-0,31% m/m) seja aprofundada, com a variação ficando em -0,45% m/m (+1,80% a/a). O grupo de transportes continuará o principal responsável pela queda do índice, puxado por passagem aérea (-27,1%), enquanto gasolina reduz um pouco o ritmo de queda, mas ainda cai 4,5%. Comparado com abril, alimentação no domicílio vai arrefecer bastante e deve alcançar -0,1% em maio (ante +2,2% em abril), ajudando na pressão baixista no IPCA. Bens industriais e serviços também devem ter variações negativas. Por fim, os núcleos devem seguir muito bem-comportados. Em especial, o IPCA EX3 – mais correlacionado com o ciclo econômico, e melhor sinalizador de pressões de demanda – deve cair 0,09% m/m, ficando um pouco abaixo de zero em termos de média móvel trimestral (dessazonalizada e) anualizada. Portanto, seguimos acreditando que a inflação continuará em níveis historicamente baixos no curto/médio-prazo (1,4% em 2020 e 2,9% em 2021), evidenciando o espaço para o BC continuar cortando (ainda que moderadamente) a taxa de juros.

DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

Indicador	Divulgação	Projeção	Anterior
IPCA mai/20 ($\Delta\%$ m/m)	10-Jun	-0,45%	-0,31%
IPCA mai/20 ($\Delta\%$ a/a)	10-Jun	1,80%	2,40%

Fontes: IBGE, Santander.

Últimas Publicações

Português

- O choque é mais intenso (e os estímulos ainda maiores) (mai/2020)
- 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)

Inglês

- FX Compass – BRL: Despite a little help from our friends (May/20)
- The Shock Is Even Worse and Stimuli Much Bigger (May/20)
- 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)

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.