

Melhora gradual (e arriscada)

- Apesar de uma retomada moderada no apetite por risco por parte dos investidores internacionais, o número de novos casos de Covid-19 nos EUA segue subindo exponencialmente, prejudicando a melhora em indicadores de mobilidade urbana e atividade econômica de alta frequência. Por outro lado, dados de atividade nas principais economias do mundo surpreenderam positivamente, com destaque para o mercado de trabalho americano - que em junho criou 4,8 milhões de empregos (líquidos) e viu a taxa de desemprego cair de 13,3% para 11,1%. No lado monetário, o banco central americano sinalizou que em breve deverá atrelar eventual alta futura nos juros a ambiciosos objetivos de inflação e/ou emprego.
- Na esteira de notícias construtivas relacionadas à atividade econômica global – incrementando o apetite por risco dos agentes econômicos – e, também, dias relativamente tranquilos no ambiente político local e uma intervenção isolada do Banco Central (BC) no mercado cambial à vista, o real deverá encerrar a semana com o melhor desempenho entre as principais moedas. Contudo, diante de incertezas tanto no ambiente doméstico quanto no cenário internacional, a volatilidade do real deverá permanecer elevada.
- Os juros de mercado negociaram com viés de queda nesta semana, possivelmente em decorrência de um cenário internacional mais construtivo para ativos de risco nos últimos dias. Ainda assim, a curva de juros segue bastante inclinada, o que reflete um nível sem precedentes de estímulo de política monetária, em contraste com uma maior incerteza sobre as perspectivas para as reformas macro e fiscais no futuro.
- Devido a importações abaixo do esperado, o superávit comercial de junho (US\$7,5 bilhões) superou as expectativas e reforçou nossa percepção de que a pandemia da covid-19 deverá pesar menos sobre o desempenho das exportações do que sobre as importações.
- Os resultados fiscais de maio vieram em linha com as expectativas, apresentando um impacto substancial da pandemia sobre os cofres públicos. Com isso, reforçamos nossa projeção de que o déficit primário do setor público chegará a cerca de 12% do PIB em 2020, tendo em vista, entre outros fatores, a prorrogação de algumas medidas de (i) adiamento do pagamento de tributos e de (ii) despesas primárias destinadas à mitigação dos efeitos da crise. Neste sentido, destacamos o anúncio oficial, nesta semana, da extensão do auxílio financeiro emergencial aos trabalhadores informais e famílias de baixa renda por mais dois meses, em valor mensal de R\$ 600, o que implica custos fiscais de aproximadamente R\$ 100 bilhões este ano.
- A produção industrial de maio confirmou as expectativas de crescimento após uma queda profunda vista em abril, em meio a uma flexibilização gradual das medidas de distanciamento social. A variação mensal de 7,0% m/m foi superior à nossa projeção (5,3%) e ao consenso de mercado (6,7%). Em geral, os números indicam uma melhora sequencial da atividade econômica em maio e junho, após a parada súbita da economia em abril. No entanto, levará alguns meses até vermos um retorno aos níveis pré-crise.
- Na quarta-feira, o IBGE publicará os dados de vendas no varejo para maio: com base em nosso indicador coincidente IGet, projetamos um ganho de + 10,2% m/m com ajuste sazonal (-20,9% a/a) para o índice ampliado, o que implica em retomada parcial após a forte queda observada em abril.
- Na sexta-feira, o IBGE divulga a inflação do IPCA de junho. Esperamos variação de +0,29% m/m (+2,16% a/a), o que seria a primeira variação positiva depois de dois meses de deflação. Seguimos vendo um cenário benigno para inflação, com uma dinâmica favorável para as medidas de núcleo (inflação de demanda) em meio a uma ampla ociosidade econômica e expectativas bem ancoradas.



1) Ambiente Internacional

Nesta semana, houve uma retomada moderada no apetite por risco, apesar de poucas mudanças no cenário econômico global. O número de novos casos diários de Covid-19 nos EUA seguiu subindo de forma acelerada e se espalhando para mais estados. O número de mortes diárias no país segue sem apresentar alta significativa e o sistema de saúde continua, de forma geral, sem mostrar sinais de sobrecarga. No entanto, indicadores americanos de alta frequência que medem a mobilidade urbana e a atividade econômica começam a mostrar estagnação em relação ao forte ritmo de recuperação observado entre meados de abril e as últimas semanas de junho. Isto se deve tanto à reintrodução de medidas obrigatórias de distanciamento social como o próprio comportamento espontâneo da população, que aumenta sua precaução e se impõe uma espécie de “isolamento social voluntário” diante de notícias de nova escalada no ritmo de contágio.

O motivo que pode explicar a renovação no otimismo dos investidores durante a semana, apesar da piora no ritmo de contágio, foi uma nova rodada de surpresas positivas com dados econômicos das principais economias. A principal divulgação da semana foi o relatório de emprego nos EUA referente ao mês de junho, que mostrou a criação líquida de 4,8 milhões de empregos e uma queda na taxa de desemprego de 13,3% para 11,1%. Estes números representam uma aceleração no ritmo de melhora em relação a maio, quando a recuperação teve início. Ainda assim, importante notar que a maior economia do mundo ainda acumula uma queda significativa no emprego desde a eclosão da pandemia no país. Talvez um exemplo disto venha do número de pedidos de seguro desemprego semanal, que decepcionou o mercado mostrando uma virtual estagnação no ritmo de melhora observado nas semanas anteriores. Se esta tendência se mantiver, os números de emprego de julho devem mostrar uma desaceleração (neste processo de retomada) na comparação com junho.

A sondagem empresarial americana (ISM) de manufatura também mostrou alta mais forte que o esperado, subindo para 52,6 pontos no mês de junho. Com isto, o indicador volta para território expansionista pela primeira vez desde fevereiro, e atinge o maior patamar desde abril de 2019. Depois de uma melhora modesta em maio, a recuperação da indústria parece ter ganho alguma tração, ainda que partindo de bases deprimidas de comparação. Por fim, a confiança do consumidor subiu de 85,9 para 98,1 pontos, puxada pelo componente de expectativa, que já recuperou quase que integralmente a queda gerada pela crise. Na zona do euro, a taxa de desemprego subiu menos que o esperado, indo de 7,3% para 7,4%, mostrando um impacto ainda bem limitado da pandemia até aqui. Na China, a sondagem empresarial (PMI) oficial mostrou nova alta tanto na parte de manufatura (de 50,6 para 50,9 pontos) quanto nos serviços (53,6 para 54,4 pontos). Na sondagem realizada pelo setor privado, o índice de manufaturas subiu de 50,7 para 51,2 pontos e o indicador de serviços subiu de 55 para 58,4 pontos, o maior patamar em 10 anos.

Ainda nos EUA, foi divulgada a ata da última reunião do comitê de política monetária (FOMC) que reiterou a mensagem de que os juros devem ficar ao redor de zero no horizonte relevante da política monetária, destacando que a recuperação econômica deve levar tempo e está cercada de incertezas. No entanto, a maior novidade do documento foi sobre os próximos passos na condução da política monetária. O comitê tem estudado medidas para continuar provendo estímulo com a taxa de juro em zero, dentre elas a sinalização sobre a trajetória futura da taxa básica de juros (*forward guidance*), o tamanho projetado do balanço do banco central (*quantitative easing*), e o controle de taxas de juros ao longo da curva (*yield curve control*). Na ata, o comitê revelou ter uma predileção pelo *forward guidance* e compra de ativos, mostrando certa desconfiança em relação ao controle da curva de juros. De fato, o comitê indicou que nas próximas reuniões deverá sinalizar que não subirá a taxa base de juro até que alguns pré-requisitos macroeconômicos (inflação e desemprego) sejam atingidos. O FOMC já adotou estratégia similar em 2012, mas acreditamos que os pré-requisitos serão mais agressivos desta vez (i.e. menor “limiar” para o nível de desemprego ou maior patamar para a inflação).

O fato de indicadores de alta frequência nos EUA estarem indicando uma desaceleração no ritmo da recuperação econômica iniciada em meados de maio acende a luz amarela para as condições financeiras globais nas próximas semanas. Desde o início de maio, a expectativa de uma recuperação tempestiva (em “V”) da economia global vinha ganhando força, mas o reconhecimento que a recuperação pode estar encontrando seu primeiro grande obstáculo poderá causar uma redução no apetite por risco nas próximas semanas. Embora nossa expectativa ainda seja de uma retomada forte da atividade econômica global no segundo semestre, reconhecemos que os riscos negativos para este cenário vêm aumentando gradualmente nas últimas semanas.

2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: A passagem do 1S20 para o 2S20 foi seguida de uma valorização da taxa de câmbio de aproximadamente R\$0,15 entre a terça e quarta-feira. O movimento fez com que a moeda brasileira registrasse o melhor desempenho da semana entre as principais moedas, com valorização em torno de 2,9% frente ao dólar (para um patamar de R\$ 5,33). Avaliamos que as surpresas positivas relacionadas aos dados de atividade ao redor do globo (mercado de trabalho nos EUA, PMIs chineses, produção industrial local) reforçaram a percepção no mercado de que o pior momento causado pela



pandemia da covid-19 possa ter ficado para trás e que uma trajetória de recuperação já se iniciou. Este cenário tende a elevar o apetite por risco dos agentes econômicos, o que beneficia o desempenho da moeda brasileira. Além disso, a cena política local tem se mostrado mais estável, dada especialmente a aproximação entre os poderes Executivo e Legislativo. Ainda assim, no início da semana, o real vinha tendo desempenho mais negativo que seus pares sem razão muito clara, o que levou a autoridade monetária a intervir no mercado cambial à vista para corrigir a aparente disfuncionalidade.

Este conjunto de fatores ajudou o real a iniciar o 2S20 em melhores bases do que encerrou o 1S20, mas não evitou que a taxa de câmbio registrasse uma trajetória bastante acidentada. Em outras palavras, a volatilidade cambial permanece elevada. Como temos insistido há algum tempo, imaginamos que este padrão marcará a trajetória da moeda brasileira nos meses à frente: embora a recuperação da economia global (plano externo) e o avanço da agenda reformista (plano doméstico) devam fazer com que o real se valorize, a rota deverá registrar sobressaltos. Projetamos taxa de câmbio de R\$4,95/US\$ ao final de 2020.

Taxas de Juros: A curva de juros nominais negociou com viés de baixa nesta semana, possivelmente em decorrência de um cenário internacional mais construtivo para ativos de risco nos últimos dias. A parte curta viu o vértice jan/22 nos futuros de DI fechar a semana em torno de 2,88% (-9 p.b. em relação à última sexta-feira), ao passo que o segmento de mais longo prazo tinha o futuro de DI jan/27 negociando a 6,44% ao final desta semana (-37p.b. em relação à sexta-feira passada). Como resultado, a inclinação entre jan/27 e jan/22 recuou a um patamar em torno dos 356 p.b., ante a um fechamento de 384 p.b. na semana anterior. Estes números se comparam a uma inclinação neste trecho da curva em torno de 150 p.b. no início do ano, o que indica uma estrutura a termo ainda bastante inclinada no Brasil. Esta elevada diferença entre o juro longo e as taxas curtas reflete um nível sem precedentes de estímulo de política monetária (e.g., com taxa média de juro real *ex-ante* de 1 ano a -0,6% em junho), que contrasta com uma maior incerteza sobre as reformas macro e fiscais, ainda mais necessárias no futuro.

O mercado continua a precificar uma probabilidade em torno de 50% 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 e uma eventual melhora nas condições de mercado nos parece consistente com uma precificação “no meio do caminho” para um corte final (“residual”) na Selic. Para a parte longa da curva, seguimos com baixo grau de convicção sobre desdobramentos globais e locais de curto prazo (e.g. pandemia, política), o que sugere, em nossa opinião, uma abordagem mais cautelosa (ou seja, baixa exposição).

3) Atividade Econômica

De acordo com os dados do CAGED, o emprego formal seguiu em tendência de contração no mês de maio. A destruição líquida de postos de trabalho ficou em 332 mil, bem abaixo das projeções (-907 mil). Após ajuste sazonal, calculamos que a destruição líquida de empregos totalizou 351 mil, um resultado bem pior que a média histórica do mês (criação líquida de empregos da ordem de 64 mil). No acumulado do ano, o CAGED indica uma contração de 1,3 milhão de vagas, o que se compara com a geração de 133 mil novos postos de trabalho no mesmo período de 2019. A média móvel de três meses agora aponta para uma contração mensal da folha de pagamento de 490 mil empregos, uma nova baixa histórica.

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) do IBGE para o mês de maio também foi divulgada nesta semana. A taxa de desemprego situou-se em 12,9% (da população economicamente ativa) nos três meses até maio, ligeiramente abaixo do consenso (13,0). Esta leitura significa um ganho de 0,6 p.p. ante o ano anterior. Calculamos que o desemprego ajustado sazonalmente subiu para 12,5%, ante 12,0% em abril. Este é o maior nível desde fevereiro de 2018. Os detalhes da pesquisa mostram que a população ocupada sofreu queda profunda, -7,5% a/a; a população economicamente ativa (PEA) também caiu, -6,9% a/a. A taxa de participação no mercado de trabalho atingiu a marca de 56,8%, o menor nível histórico. O declínio na taxa de participação está “poluindo” o sinal emitido pela taxa de desemprego para as reais condições do mercado de trabalho: em um simples exercício contra-factual, se a força de trabalho tivesse permanecido estável nos mesmos níveis de fevereiro, a taxa de desemprego teria atingido uma máxima histórica em maio: 19,0% sem ajuste sazonal (e 18,8% com ajuste sazonal)

A taxa de formalização do mercado de trabalho alcançou 59,5% da população ocupada, uma nova alta histórica. Este resultado segue o impacto assimetricamente mais forte da crise do Covid-19 no emprego informal (-6,1% m/m), em comparação com a população ocupada com carteira assinada (-2,0% m/m). Essa assimetria também impactou as estatísticas salariais, que mostram que a renda média real aumentou 4,7% a/a, enquanto a massa salarial real caiu 3,0% a/a. Em outras palavras, o aumento da renda média real se deve a um efeito de composição (espúrio), na medida que trabalhadores informais com menores salários e fora do mercado de trabalho saem do computo das estatísticas salariais. Não por coincidência, a massa salarial real (i.e. agregada) está contraindo, e este é o sinal mais importante para o consumo. Um fator atenuante para o consumo é o efeito (ainda que transitório) dos programas governamentais de renda e crédito para as famílias.



Em resumo, os números de maio anunciam uma deterioração nas condições do mercado de trabalho. No curto prazo, a tendência é de novos aumentos na taxa de desocupação e queda da massa salarial.

Os dados coincidentes sugerem continuidade de uma melhora sequencial na atividade econômica, embora ainda não o suficiente para uma recuperação plena da forte queda observada em abril. De acordo com a FGV, a confiança da indústria cresceu 26,4% m/m (a.s.), atingindo 77,6 pontos. Esse resultado foi um pouco melhor do que a prévia (76,6). O indicador apresentou seu segundo ganho consecutivo após a brusca queda de abril. Este resultado positivo para junho decorre de uma melhora da avaliação da situação atual (alta de 15,5% m/m) e do componente de expectativas (alta de 38,8% m/m). Embora a demanda esperada ainda esteja bem abaixo da demanda corrente, esse hiato vem se estreitando consideravelmente, o que é um sinal melhor para a atividade industrial adiante. Esses ganhos, entretanto, ocorrem sobre níveis muito deprimidos. Apesar do resultado geral positivo, a confiança da indústria ainda está 23,5% abaixo do nível observado antes da crise do COVID-19, o que sugere uma gradual normalização da atividade econômica. Como exemplo dessa 'normalização', a capacidade instalada da indústria avançou para 66,6%, um índice acima do mínimo histórico atingido em abril (57,3%), mas ainda bem abaixo da média histórica (c. 80%). O baixo patamar de utilização da capacidade instalada na indústria deve seguir como importante entrave para os gastos com investimento este ano.

A produção industrial de maio confirmou as expectativas de um discreto crescimento após uma queda profunda em abril, em meio a uma flexibilização gradual das medidas de distanciamento social. A variação mensal de 7,0% (a.s.) foi superior à nossa projeção (5,3%) e ao consenso de mercado (6,7%). Com relação a maio de 2019, a produção industrial apresentou queda de 21,9%, enquanto nós e o mercado projetávamos -23,5% e -22,0%, respectivamente. Em base trimestral, a produção industrial caiu 18,2% t/t (a.s.). Dentre as categorias, o maior aumento foi dos bens duráveis (alta de 92,5% m/m). A indústria extrativa recuou 5,6%. O índice de difusão (percentual de segmentos industriais que apresentam crescimento mensal) atingiu a marca de 81,9%, após ter registrado a mínima histórica no mês anterior (19,0%). Os detalhes continuam mostrando uma heterogeneidade no padrão de retomada entre os setores, com alguns segmentos sofrendo mais que outros. Exemplos emblemáticos são os produtos farmacêuticos, mostrando resultado positivo pelo segundo mês consecutivo, e os produtos alimentícios, apresentando um discreto declínio. A maioria dos setores que sofreram grandes quedas no mês anterior apresentaram crescimento positivo para maio. Entretanto, esses ganhos se deram sobre níveis bastante deprimidos: exemplos aqui são os segmentos de veículos, equipamento de transporte e maquinário.

4) Política Fiscal

Conforme divulgado pela Secretaria do Tesouro Nacional na última segunda-feira (29/06), o governo central registrou déficit primário de R\$ 126,6 bilhões em maio de 2020, resultado em linha com a nossa expectativa (-R\$ 123,5 bilhões) e o consenso de mercado (-R\$ 131,9 bilhões). A principal razão por trás da diferença (relativamente pequena) entre o resultado efetivo e nossa projeção foi o recuo menos acentuado das despesas primárias não relacionadas às medidas emergenciais de combate à pandemia (-3,0% entre maio/20 e maio/19, em termos reais; expectativa: -4,8%).

Em termos gerais, as estatísticas fiscais de maio mostraram um impacto significativo da crise da Covid-19 sobre os cofres públicos. A receita primária do governo central declinou 36,9% na comparação entre maio/20 e maio/19 (já descontados os efeitos da inflação no período), refletindo sobretudo a severa contração da arrecadação tributária federal, que já havia sido divulgada pela Receita Federal do Brasil na semana passada. Destacamos o impacto das medidas de isenção e diferimento do pagamento de tributos (montante total de R\$ 32,2 bilhões em maio), anunciadas pelo governo federal com o intuito de mitigar os efeitos econômicos da atual crise. Excluindo tais medidas, estimamos que a receita primária total teria contraído 10,2% (maio/20 *versus* maio/19, em termos reais) ou R\$ 12,3 bilhões, dada a deterioração da atividade econômica doméstica.

Além disso, notamos os efeitos dos gastos primários em resposta ao surto de Covid-19, que totalizaram R\$ 53,4 bilhões em maio - 77% deste total foram direcionados ao pagamento do auxílio financeiro emergencial para trabalhadores informais e pessoas de baixa renda, popularmente conhecido como "coronavoucher" (R\$ 41,1 bilhões).

Em nosso cenário-base, calculamos que o impacto do enfraquecimento da atividade econômica (projetamos queda de 6,4% para o PIB) sobre a base tributária, combinado à prorrogação das medidas de diferimento do pagamento de tributos (o governo federal deverá permitir que dívidas tributárias - principalmente as incorridas durante a pandemia - sejam pagas de forma parcelada nos próximos anos) devem implicar perdas de receita primária ao redor de R\$ 245 bilhões em 2020, em relação ao cenário anterior à deflagração da crise sanitária. Pelo lado das despesas, prevemos que o amplo conjunto de medidas de despesas primárias atreladas ao combate da Covid-19 totalizará cerca de R\$ 500 bilhões (7% do PIB) no ano corrente. Esta estimativa já considera o impacto fiscal de aproximadamente R\$ 100 bilhões oriundo da extensão do "coronavoucher" por mais 2 meses (no valor mensal atual de R\$ 600), conforme anunciado oficialmente pelo governo federal nesta semana. Portanto, esperamos que o déficit primário do governo central alcance R\$ 820 bilhões em 2020 (11,9% do PIB). Para detalhes, consulte nosso relatório "Projetando o pós-pandemia", publicado em 25/06/20.



Por sua vez, os dados para o setor público consolidado – divulgados pelo Banco Central do Brasil na última terça-feira (30/06) – apresentaram déficit primário de R\$ 131,4 bilhões em maio de 2020, resultado ligeiramente pior do que a nossa expectativa (-R\$ 128,7 bilhões) e o consenso de mercado (-R\$ 129,7 bilhões). As estatísticas desagregadas para os entes do setor público consolidado foram: -R\$ 127,1 bilhões para o governo federal; -R\$ 4,8 bilhões para os estados e municípios; e +R\$ 0,4 bilhão para as empresas estatais. No que diz respeito aos indicadores de endividamento público (como proporção do PIB), o conceito de dívida bruta exibiu alta de 79,8% em abril para 81,9% em maio, ao passo que a métrica de dívida líquida subiu de 52,8% para 55,0% no mesmo período.

Para o ano de 2020, estimamos déficits primário e nominal (que inclui o pagamento de juros nominais) do setor público de R\$ 845 bilhões (12,2% do PIB) e R\$ 1,13 trilhão (16,4% do PIB), respectivamente. Projetamos um salto de 19 pontos percentuais na dívida bruta entre 2019 e 2020 (de 75,8% para 94,8%) e elevações adicionais até 2027, quando o indicador deverá atingir o pico em níveis ligeiramente acima de 100%, seguindo posteriormente uma trajetória de queda gradual. O indicador de dívida líquida tende a seguir dinâmica semelhante: prevemos elevação de 55,7% em 2019 para 67,5% em 2020, e um pico de 77,2% também em 2027, sucedido por uma trajetória de convergência.

Vale ressaltar que estas previsões assumem que (i) os estímulos fiscais – sem precedentes – associados à mitigação dos efeitos da pandemia serão limitados a 2020 e (ii) Governo e Congresso permanecerão em busca de uma consolidação fiscal a longo prazo. Devido ao ponto de partida bastante desafiador (ou seja, déficits primários muito elevados), calculamos a necessidade de um ajuste fiscal de (pelo menos) 5 pontos percentuais do PIB (ou cerca de R\$ 350 bilhões) nos próximos anos. Em nossa opinião, o primeiro (e mais importante) passo para garantir a solvência fiscal seria o cumprimento da regra constitucional do teto de gastos.

5) Balança Comercial

O superávit comercial de US\$7,5 bilhões em junho foi superior à nossa estimativa de US\$6,9 bilhões, gerando um resultado positivo de US\$23,8 bilhões na primeira metade do ano e de US\$46,2 bilhões nos últimos 12 meses. Não obstante o fato de as exportações terem ficado aquém de nossas expectativas (US\$17,9 bilhões versus US\$18,2 bilhões, respectivamente), houve uma discrepância maior para as importações (US\$11,3 bilhões versus US\$10,4 bilhões, respectivamente). Isto ocorreu na esteira de uma aguda desaceleração nos últimos 7 dias de junho na média diária das importações relacionadas a itens das indústrias extrativa e de transformação – especialmente óleo bruto, combustíveis, fertilizantes e veículos. Avaliamos que o resultado de junho reforçou nossa percepção de que a pandemia deverá impactar as exportações de maneira mais branda do que as importações.

Tomando por base as médias diárias das exportações e importações nos últimos três meses – ambas deduzidas das operações relacionadas às plataformas de exploração de petróleo, que estão mais relacionadas a aspectos tributários do que a compras/vendas efetivas de bens – estes dados apontam para um superávit comercial anualizado de US\$72,3 bilhões, valor bem acima da nossa projeção de US\$60,5 bilhões para 2020. Entretanto, é importante ter em mente que avaliamos que a economia brasileira retomará uma trajetória de recuperação gradual no 2S20, o que deverá implicar em alguma elevação das importações mais à frente. Enquanto isto, do lado das exportações, dois fatores que contribuíram para sua maior resiliência no 1S20 – notadamente, vendas de soja e de proteínas animais (carnes bovina, suína e de aves) – deverão perder força no 2S20, já que a maior parte da safra de soja já foi embarcada e a demanda por proteínas animais têm mostrado alguma acomodação recentemente. Portanto, permanecemos confortáveis com nossa projeção para o superávit comercial em 2020.

6) Inflação

Na sexta-feira, o IBGE divulga a inflação do IPCA de junho. Esperamos variação de +0,29% m/m (+2,16% a/a), o que seria a primeira leitura positiva depois de dois meses de deflação. Este resultado deverá marcar, portanto, o fim dos maiores efeitos deflacionários da COVID-19. O resultado deverá ser impulsionado por preços administrados (+1,07% m/m), especialmente gasolina (+4,50% m/m).

Os preços livres também vão se recuperar levemente da queda de 0,16% em maio, mas ainda permanecerão perto de zero. Serviços devem continuar em território negativo (-0,32% m/m) – pois já sabemos pelo IPCA-15 que passagens aéreas tiveram uma queda forte (-26,1% m/m) no mês. Os bens industriais devem subir 0,20% 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*). Por fim, alimentação no domicílio deve acelerar para em torno de +0,59% m/m, contrastando com a desaceleração que projetávamos algumas semanas atrás.



Mesmo com a mudança de sinal esperada para o IPCA de junho, continuamos vendo um cenário benigno para a inflação. Particularmente, continuamos observando 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, os destaques serão a sondagem empresarial (ISM) de serviços nos EUA (6/7), vendas no varejo da Zona do Euro (6/7) e produção industrial na Alemanha (7/7), todos referentes a junho.

Ambiente doméstico: Na lado da atividade econômica, os destaques da próxima semana são as pesquisas de vendas no varejo e serviços para o mês de maio. A despeito da acentuada queda observada em abril, nós acreditamos que esse tenha sido o pior ponto em termos de impacto econômico da pandemia, uma vez que uma boa parcela do setor terciário (isto é, varejo e serviços) ficou fechada ou parcialmente operando devido às medidas de isolamento social. Portanto, e baseado quantitativamente no nosso índice proprietário Iget, nossa projeção mensal para o índice de varejo restrito é de um crescimento de 9,1% m/m com ajuste sazonal (-11,1% a/a). Para o índice ampliado, estimamos um ganho de 10,2% m/m com ajuste sazonal (-20,9% a/a).

DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

Indicador	Divulgação	Projeção	Anterior
PMC IBGE Mai/20 (% m/m a.s)	Qua,08-Jul	9,1	-16,8
PMC IBGE Mai/20 (% a/a)	Qua,08-Jul	-11,1	-16,8
PMC Ampliada IBGE Mai/20 (% m/m a.s)	Qua,08-Jul	10,2	-17,5
PMC Ampliada IBGE Mai/20 (% a/a)	Qua,08-Jul	-20,9	-27,1
PMS IBGE Mai/20 (% a/a)	Sex, 08-Jul	-	-17,2
IPCA Jun/20 (% m/m)	Sex, 08-Jul	+0,29	-0,38
IPCA Jun/20 (% a/a)	Sex, 08-Jul	+2,16	1,88

Fontes: IBGE 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)



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.