

Nossos relatórios estão disponíveis em www.santander.com.br/economia

O último ato ou ajuste residual adiante?

- No exterior, mais uma semana de apreensão nos mercados financeiros, com aumento na percepção de riscos de uma segunda onda de contaminação pela covid-19 nos EUA e na China. As evidências são incipientes, porém requerem monitoramento. Do lado da economia, dados de vendas no varejo nos EUA surpreendem positivamente e mostram o consumo de bens por parte das famílias americanas tendo uma recuperação em “V”, sustentado por uma recuperação do mercado de trabalho e, principalmente, por fortes estímulos governamentais. Esta recuperação encontrará obstáculos caso uma segunda onda se confirme.
- Ruídos no ambiente político doméstico, menor diferencial entre taxas de juros, recrudescimento da COVID-19 em regiões previamente atingidas e alguma realização de lucros parecem ter sido as razões para o enfraquecimento do real nos últimos dias – a moeda brasileira deverá encerrar a semana com o pior desempenho entre as moedas emergentes.
- Nesta semana o Copom reduziu a taxa básica Selic em 75 p.b. para 2,25% (nova baixa histórica), como amplamente esperado. Na orientação sobre os próximos passos, o BC vê o espaço para novos estímulos de política monetária como “incerto” e provavelmente “residual”. A autoridade considera que o ajuste já implementado pode ter sido suficiente para combater o impacto econômico da pandemia. Para as próximas reuniões, a autoridade sinalizou que deverá avaliar o impacto da pandemia e o efeito dos estímulos do governo na economia. Se nosso cenário básico se materializar, este terá sido o último movimento neste ciclo de cortes. Seguimos projetando taxa Selic estável até (pelo menos) o 3T21.
- Em geral, os indicadores de atividade econômica publicados nesta semana mostraram forte deterioração em abril. Esses números confirmaram as nossas expectativas e as do mercado de um impacto econômico sem precedentes decorrente da crise do COVID-19.
- O IPCA-15 de junho será divulgado no dia 25 (quinta-feira) e projetamos -0,09% m/m (1,81% a/a). Ainda que o maior impacto deflacionário da quarentena, em termos mensais, tenha ficado para trás (maio -0.59% m/m), continuamos antevendo cenário benigno para inflação, tanto no curto como no médio prazo.
- Estimamos que as transações correntes em maio, cuja divulgação será no dia 24 (quarta-feira), reforcem o quadro de rápido ajuste das despesas externas na esteira da pandemia da COVID-19. Projetamos um superávit de US\$2,2 bilhões no período, levando o déficit acumulado nos últimos 12 meses para US\$40,8 bilhões frente a US\$49,5 bilhões em dezembro passado.



1) Ambiente Internacional

Os mercados internacionais vivenciaram mais uma semana de apreensão com a possibilidade de uma segunda onda de contaminação por covid-19 nos EUA e na China. De fato, alguns estados americanos do sul do país vêm apresentando um ritmo de crescimento acelerado de novos casos da doença, consideravelmente acima do ritmo de duas semanas atrás. Em alguns deles o número de novas hospitalizações também subiu de forma acentuada embora o número de mortes não tenha mostrado nenhuma mudança significativa de tendência até o momento. Na China, um pequeno novo surto (230 novos casos nos últimos 5 dias) da doença fez com que as autoridades do país elevassem o nível de resposta de emergência, fechando o principal mercado atacadista de Pequim – possível foco do novo surto – além de todas as escolas da capital.

A semana foi bastante leve em termos de divulgações econômicas relevantes na economia global. O principal destaque foi o relatório de vendas no varejo para maio nos EUA que mostrou uma alta bem acima do esperado. As vendas totais subiram 17,7% no mês e as vendas restritas (que excluem automóvel, gasolina e material de construção) subiram 11% em maio e já estão de volta ao patamar de fevereiro, antes do início do isolamento social. As vendas restritas têm sido sustentadas desde o início da crise pelo comércio online (alta de 25% desde fevereiro) embora no mês de maio as vendas de lojas tradicionais também tenham mostrado força, recuperando 40% da queda observada em março e abril. Esta recuperação rápida do consumo de bens vem sendo possível graças à recuperação mais rápida do mercado de trabalho e, principalmente, pela enorme ajuda do governo com transferências que vêm compensando a perda de renda do trabalho. Outra boa notícia para a economia americana foi a divulgação das duas primeiras sondagens empresariais regionais (Nova Iorque e Filadélfia) de junho que mostraram altas bem maiores que as expectativas, apontando para uma recuperação mais robusta da indústria em junho. Por outro lado, o dado de construção de novas casas para maio decepcionou os analistas, mostrando quase nenhuma recuperação (4,3% m/m) após uma queda de 26% no mês anterior. No entanto, indicadores qualitativos do setor apontam para uma retomada nos próximos meses.

Conforme temos destacado nesta publicação, o risco de segunda onda de covid-19 nas maiores economias do mundo segue sendo o principal risco que a economia global enfrenta neste momento inicial de recuperação. Índícios incipientes de um novo surto da doença nos EUA e na China já foram suficiente para aumentar a aversão ao risco nos mercados durante as últimas semanas. Monitorar este e demais riscos segue sendo fundamental para definir a direção das condições financeiras de países emergentes nos próximos meses.

2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: Após o rali que trouxe a taxa de câmbio dos virtuais R\$6,00/US\$ para aproximadamente R\$4,80/US\$ no começo da semana passada, os agentes econômicos parecem ter decidido realizar parte de seus lucros em nossa opinião. Esta decisão levou o real a encerrar a semana passada cotado a R\$5,05/US\$, que marcou a primeira desvalorização semanal desde 15/mai. Esta semana, além da dinâmica de realização de lucros, notícias sobre o recrudescimento da COVID-19 em regiões que já haviam começado a relaxar seus confinamentos e regras de distanciamento social também estimularam os agentes econômicos a buscar alguma proteção, movimento que usualmente penaliza o real.

Neste sentido, a decisão do Banco Central do Brasil (BC) de reduzir a taxa básica de juros para 2,25% a.a. na quarta-feira passada – maiores detalhes na seção de Política Monetária – diminuiu ainda mais a atratividade do real, assim gerando pressão adicional de enfraquecimento sobre a moeda brasileira. Por fim, mas não menos importante, novos ruídos no ambiente político doméstico também lembraram ao mercado as dificuldades para se aprovar as reformas estruturais. Este conjunto de fatores parece-nos ter sido a razão pela qual o real deverá encerrar a semana com o pior desempenho entre as moedas de economias emergentes. Porém, avaliamos que avanços com relação ao panorama da pandemia e progresso das reformas no segundo semestre do ano deverão levar o real a se valorizar até o final de 2020.

Taxas de Juros: A curva de juros nominais voltou a se inclinar nesta semana. A parte curta cedeu, talvez pressionada pelo fato de o Copom, na reunião desta semana, ter confirmado o corte de juros de 75 p.b. e ter deixado em aberto a possibilidade para um eventual (embora limitado) novo ajuste futuro. O segmento mais longo observou pressões altistas, em meio a renovadas tensões em relação ao cenário político. Como resultado, a inclinação entre os vértices jan/25 e jan/21 subiu novamente, atingindo a marca de 380 p.b., ante a 363 p.b. no final da semana passada. A curva de juros vinha em tendência de leve achatamento nas últimas três semanas.

Olhando para frente, acreditamos que o mercado deve seguir negociando a parte curta da curva de forma a apreçar uma probabilidade "no meio do caminho" entre um corte de 25 p.b. (de acordo com o ajuste "residual", sugerido pelo BC) e uma estabilidade de juros, para a reunião do Copom em agosto. Com avanços na aproximação entre os poderes executivo e legislativo, mantém-se compasso de espera de maiores sinais quanto ao avanço nas reformas macro e de medidas pró



ajuste fiscal. A ausência desses elementos ajuda a compor um quadro ainda incerto quanto à evolução dos fundamentos econômicos. Desta forma, entendemos que não é o momento de aplicar em juros de mais longo prazo ou projetar considerável achatamento da curva de juro nominal no Brasil.

3) Atividade Econômica

Um amplo conjunto de indicadores de atividade econômica referentes a abril foi publicado esta semana. Como a pandemia levou à adoção de medidas de distanciamento social durante todo o mês na maior parte do país, um acentuado declínio na atividade doméstica foi (em grande parte) esperado por nós e pelo mercado. Essas expectativas foram confirmadas, pois os números mostraram um impacto econômico sem precedentes decorrente da pandemia.

Em primeiro lugar, parte do setor de serviços caiu 11,7% m/m – com ajuste sazonal (a.s.) – em abril. Em relação a abril de 2019, houve uma queda de 17,3%, implicando que o setor de serviços recuou 9,1% no t/t (a.s.).

Com relação à Pesquisa Mensal do Comércio, as vendas no índice restrito contraíram apenas 16,8% m/m (a.s.) em abril. Em comparação com o mesmo mês de 2019, as vendas no índice restrito contraíram em 16,8%. Ademais, destacamos a acentuada queda trimestral de 7,3% t/t (a.s.). Todas as categorias registraram quedas acentuadas no mês. Apenas 'Supermercados' e 'Artigos Farmacêuticos' mostraram alguma resiliência, na medida em que puderam continuar operando durante a vigência das políticas de distanciamento social, na condição de serviços essenciais. No índice ampliado, que inclui 'Materiais de Construção' e 'Veículos', as vendas no varejo caíram 17,5% m/m (a.s.), levando a uma queda de 13,6% no t/t (a.s.).

Por fim, o IBC-Br (indicador de atividade econômica do BC, visto como uma proxy mensal do PIB) consolidou os indicadores de atividade econômica para o mês de abril, caindo 9,7% m/m (a.s.) e 6,9% t/t (a.s.). Com base nesses números, estimamos que o PIB brasileiro deva recuar mais de 10% no t/t (a.s.) no 2T20.

4) Política Monetária

Pela oitava reunião consecutiva, o Copom (comitê de política monetária do Banco Central) decidiu cortar a taxa básica Selic. Como esperado, a autoridade manteve o ritmo de 75 p.b., reduzindo o juro a um novo mínimo histórico de 2,25% a.a. Para os mercados, ainda mais importante do que a decisão, foi a orientação prospectiva ("forward guidance"), onde a autoridade monetária parece ter indicado uma provável pausa nos próximos meses, bem como uma aparente intenção de não reduzir as taxas de juros muito além destes níveis, já consideravelmente expansionistas.

O Banco Central (BC) acredita que "a conjuntura econômica continua a prescrever estímulo monetário extraordinariamente elevado". Mas o comitê vê o espaço para novos estímulos de política monetária como "incerto" e provavelmente "pequeno". O Copom afirma que "o Comitê considera que a magnitude do estímulo monetário já implementado parece compatível com os impactos econômicos da pandemia da Covid-19". O BC também indica que, para as próximas reuniões, "vê como 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".

O Copom cita um novo elemento no balanço de riscos, que pesa no lado altista (i.e. potencialmente inflacionário). A autoridade menciona que "os diversos programas de estímulo creditício e de recomposição de renda, implementados no combate à pandemia, podem fazer com que a redução da demanda agregada seja menor do que a estimada, adicionando uma assimetria ao balanço de riscos". Esse novo elemento se soma a outros fatores de risco destacados anteriormente pelo BC: de um lado uma deterioração fiscal permanente ou frustrações sobre reformas econômicas (riscos altistas para a inflação), e de outro lado uma persistência no grau de ociosidade econômica, além da possibilidade de um maior volume de poupança precaucional, caso a pandemia se prolongue (riscos baixistas para inflação).

Se nosso cenário básico se concretizar, com uma recuperação gradual da atividade no 3T20 e uma "normalização" no 4T20, entendemos que esse movimento do Copom terá sido o último do ciclo. Assim, vemos o comunicado reforçando nossa expectativa de taxa Selic em 2,25% até (pelo menos) o 3T21.

Os números de regras de Taylor padrão (que estimam a resposta do banco central aos desvios da atividade em relação ao potencial e da inflação projetada em relação à meta) apontam para taxa de juros zero neste momento. Contudo, vemos uma abordagem mais cautelosa do BC, possivelmente respeitando o limite mínimo efetivo (que não sabemos qual é exatamente, mas que deve estar próximo). Este último seria um limiar a partir do qual novos cortes de juros poderiam se tornar contraproducentes para a economia.

Ao navegar em águas desconhecidas, acreditamos que esta cautela do BC se justifica, e pode valer a pena no futuro. Ao fortalecer esse regime de baixa inflação visto hoje, o Copom ajuda a consolidar um cenário de baixa taxa de juros para o



médio prazo. Assumindo que o país retome a trajetória de reformas macroeconômicas para acelerar o crescimento e manter o teto constitucional de gastos intacto, a probabilidade de um cenário de “taxas mais baixas por ainda mais tempo” tende a se fortalecer com esta atuação do BC, em nossa opinião.

AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Ambiente internacional: Na próxima semana, os destaques serão: na Zona do Euro, as sondagens empresarias (PMI) de junho (23/6) e relatório de agregados monetários e crédito de maio (26/6). Nos EUA, vendas de casas existentes (22/6) e novas (23/6), encomendas das fábricas (25/6) e o relatório de consumo e renda (26/6), todos referentes a maio.

Ambiente doméstico: O IPCA-15 de junho será divulgado na quinta-feira (25/6). Acreditamos que a leitura de maio (-0,59% m/m) tenha sido o vale da variação mensal, com o maior impacto dos efeitos da quarentena, então esperamos ver uma desaceleração da queda dos preços em junho. Projetamos -0,09% m/m (1,81% a/a). Tanto os serviços como os bens industriais devem reduzir o ritmo de queda, mas continuar no campo negativo. Sendo assim, as medidas de núcleos devem continuar muito bem-comportadas, também ainda no campo negativo. Alimentação no domicílio deve continuar na tendência de desaceleração, porém ainda com uma variação ligeiramente positiva. Por fim, os preços administrados devem virar para o campo positivo – puxados por uma recuperação dos preços de gasolina. Em resumo, continuamos vendo um cenário muito benigno para inflação no curto e no médio prazo.

A forte desaceleração econômica provocada pela COVID-19 tem contido as despesas externas brasileiras tais como importações, turismo e, mais importante a remessa de lucros e dividendos. Ao mesmo tempo, tem afetado menos intensamente as receitas de exportações, que são a principal fonte de recursos externos para o país. Esperamos que o saldo em transações correntes de maio (a ser divulgado na quarta-feira, 24/6) confirme esta percepção: calculamos um superávit de US\$2,2 bilhões para o período, o que teria levado – caso nossas contas se mostrem corretas – o déficit acumulado nos últimos 12 meses para US\$40,8 bilhões no mês passado, sinalizando um encolhimento frente aos US\$49,5 bilhões de desequilíbrio registrados no final de 2019.

Dada nossa expectativa de que a economia brasileira se recupere de forma gradual nos próximos anos, enquanto o ambiente internacional deverá avançar mais rapidamente, esta tendência declinante para o déficit em transações correntes deverá perdurar por mais tempo. Além do resultado em si, a publicação também será um marco, pois trará uma nova revisão das séries históricas de dados como anunciado pelo BCB no ano passado. De agora em diante, a autoridade monetária brasileira promoverá duas revisões anuais nos números das contas externas brasileiras em junho e novembro de cada ano.

DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

Indicador	Divulgação	Projeção	Anterior
Ata do Copom	Ter, 23-jun	--	--
Transações correntes mai/20 (US\$ bilhões)	Qua, 24-jun	2,2	3,8
Investimento direto no país mai/20 (US\$ bilhões)	Qua, 24-jun	2,0	0,2
IPCA-15 jun/20 ($\Delta\%$ m/m)	Qui, 25-jun	-0,09	-0,59
IPCA-15 jun/20 ($\Delta\%$ a/a)	Qui, 25-jun	1,81	1,96
Arrecadação Federal mai/20 (R\$ bilhões)	22/26-jun	81,0	101,2

Fontes: Banco Central do Brasil, IBGE, Santander.



Últimas Publicações

Português

- Brasil – Análise econômica regional (jun/2020)
- IGet – Retomada à vista (jun/2020)
- 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)

Inglês

- 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)
- 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)

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.