

Sinais Mistos

- O número de novos casos de Covid-19 nos EUA continua subindo de forma acelerada, reforçando a interrupção da melhora dos indicadores de mobilidade urbana e atividade econômica de alta frequência. Em semana esvaziada em termos de divulgação de dados relevantes, o foco (inclusive de membros do banco central americano) tem sido o impacto do arrefecimento da mobilidade da população sobre os primeiros dados econômicos abrangentes de julho, que começam a ser divulgados na próxima semana.
- Na ausência de divulgações de dados relevantes no exterior e com um ambiente doméstico relativamente tranquilo, a taxa de câmbio deverá encerrar a semana próxima ao nível visto na sexta-feira anterior (R\$5,32/US\$). Contudo, o real continuou a registrar comportamento bastante volátil nesta semana, na esteira dos temores relacionados à escalada da pandemia de Covid-19 ao redor do mundo (especialmente nos EUA).
- A curva de juros seguiu em tendência de achatamento nesta semana, com alguns dados de atividade doméstica mais fortes do que o esperado gerando expectativas de uma política monetária ligeiramente menos expansionista nos próximos meses. Ainda que em patamares elevados, a inclinação da curva (medida pela diferença entre os vértices do futuro de DI Jan-27 e Jan-22) atingiu o nível mais baixo desde meados de abril.
- Enquanto o desempenho dos indicadores de comércio varejista surpreendeu positivamente em maio, as estatísticas do setor de serviços vieram abaixo das estimativas, reforçando a gradual e heterogênea recuperação que esperamos para a economia brasileira nos próximos meses.
- O IPCA de junho registrou variação de 0,26% m/m (2,13% a/a). O resultado veio ligeiramente abaixo da nossa projeção (0,29%) e da expectativa do mercado (0,30%). Com isso, a média móvel de três meses (dessazonalizada e anualizada) da nova média de núcleos de inflação ficou em apenas 0,2%, muito abaixo da meta de 4,0% estabelecida para 2020. Seguimos vendo um cenário benigno para a inflação, com destaque à dinâmica favorável das medidas de núcleo (inflação de demanda) em meio a uma ampla ociosidade econômica e expectativas bem ancoradas.

1) Ambiente Internacional

A semana nos mercados globais foi marcada pela ausência de direção clara nos preços dos principais ativos financeiros. 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 já abrange diversos estados nesta nova onda de contágio. O número de fatalidades diárias no país não apresenta alta significativa, embora em alguns estados já seja possível observar certa aceleração. Indicadores de alta frequência que medem mobilidade urbana e atividade econômica continuam a mostrar deterioração, fato comentado inclusive por alguns membros do banco central americano recentemente. Por outro lado, as médias móveis de sete dias destes indicadores de alta frequência provavelmente foram distorcidas pelo feriado da independência do país no último final de semana (04/07).

Durante esta semana foram divulgados poucos dados econômicos internacionais relevantes. A sondagem empresarial (ISM) de serviços nos EUA referente a junho mostrou, assim como para a manufatura, uma alta mais forte que as expectativas, variando de 45,4 para 57,1 pontos. Na Zona do Euro, as vendas no varejo subiram 17,8% em maio frente ao mês imediatamente anterior, resultado ligeiramente acima do esperado, superior ao nível de março e apenas 7% abaixo do patamar de fevereiro. Por outro lado, a produção industrial na Alemanha decepcionou as expectativas, subindo 7,8% em maio contra abril e permanecendo ainda 19% abaixo do nível pré-crise.

Enquanto a pandemia seguir em ritmo acelerado de contágio na maior economia do mundo, os investidores devem seguir reticentes em adicionar risco aos portfólios. Nossa expectativa ainda contempla uma retomada forte da atividade econômica global no segundo semestre deste ano, embora reconheçamos que os riscos para este cenário aumentaram no período recente, sobretudo com relação ao desempenho da economia americana nas próximas semanas.



2) Comentários de Mercado Local

Taxa de Câmbio: A análise das cotações de fechamento da taxa de câmbio neste mês dão a impressão de que o mercado cambial tem sido calmo ultimamente, com a moeda tendo aparentemente se estabilizado entre R\$5,30/US\$ e R\$5,35/US\$. Entretanto, a análise do comportamento intradiário demonstra que a alta volatilidade continuou sendo característica marcante da taxa de câmbio nesta semana. A paridade da moeda brasileira frente ao dólar oscilou de R\$5,24/US\$ a R\$5,40/US\$ nos últimos cinco dias e deverá encerrar esta semana próxima ao patamar de R\$5,32/US\$ - nível observado no final da semana passada.

Na ausência de divulgações de dados relevantes no exterior e com um ambiente doméstico relativamente tranquilo, os agentes econômicos reagiram a notícias relacionadas à escalada da Covid-19 ao redor do mundo – há áreas previamente afetadas que têm visto um aumento no número de casos novamente –, especialmente nos EUA, o que diminui a confiança na retomada rápida que os indicadores recentemente divulgados vinham apontando. Em nossa visão, como esta incerteza deverá prevalecer por algum tempo, a volatilidade cambial também deverá continuar elevada. Contudo, o Banco Central do Brasil (BCB) tem demonstrado desconforto com o fato de a volatilidade do real ser maior do que a vista em outras moedas de economias emergentes. Inclusive, o presidente do BCB declarou que a autoridade monetária está investigando as possíveis causas para esta discrepância com o intuito de tratar destas questões.

Taxas de Juros: A curva de juros seguiu em tendência de achatamento nesta semana, com alguns dados de atividade doméstica mais fortes do que o esperado gerando expectativas de uma política monetária ligeiramente menos expansionista nos próximos meses. A parte curta viu o vértice jan/22 nos futuros de DI fechar a semana em torno de 3,10% (+22 p.b. em relação à última sexta-feira), ao passo que o segmento de mais longo prazo oscilou, com o futuro de DI jan/27 negociando a 6,43% ao final desta semana (-1p.b. em relação à sexta-feira passada). A inclinação entre os vértices jan/27 e jan/22 diminuiu novamente, atingindo a marca de 333 p.b., ante a 356 p.b. no final da última semana. Ainda assim, 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.

Após o anúncio de uma recuperação parcial das vendas no varejo em maio (após fortes quedas registradas em março e abril), o mercado apreça uma probabilidade menor que 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), ainda acreditamos que a assimetria de riscos (predominantemente baixistas) para a atividade econômica e uma eventual melhora nas condições de mercado sejam consistentes com uma precificação “no meio do caminho” para um corte final (“residual”) na Selic.

3) Atividade Econômica

Em nossa opinião, aparentemente as vendas no varejo começaram a deixar para trás os maiores impactos da pandemia, em meio a uma flexibilização gradual das medidas de distanciamento social implementadas para evitar uma maior disseminação da Covid-19. Em maio, o índice de vendas no varejo ampliado subiu 19,6% m/m em termos dessazonalizados (a.s.) - o que significou uma queda de 14,9% a/a –, desempenho consideravelmente melhor do que esperávamos (10,2% m/m e -20,9% a/a) e acima da mediana das estimativas do mercado (6,7% m/m a.s e -22,5% a/a). Todos os dez setores que compõem o indicador ampliado apresentaram variações positivas na comparação mensal. Após a queda acentuada e generalizada registrada em março e abril, o resultado positivo de maio foi fortemente impulsionado pelos segmentos de Veículos (51,7% m/m a.s), Móveis e Eletrodomésticos (47,6% m/m a.s) e Vestuário (100,6% m/m a.s). Por sua vez, os segmentos de Supermercados e Artigos Farmacêuticos - que apresentaram certa resiliência nos últimos meses, uma vez que sua natureza “essencial” lhes permitiu operar mais próximo à normalidade - registraram expansões de 7,1% m/m a.s e 10,4% m/m a.s, respectivamente. Todavia, esses ganhos ocorreram em relação a níveis muito deprimidos, o que não levou o indicador agregado a compensar o declínio registrado nos dois meses anteriores. O índice de varejo restrito (o qual não considera as concessionárias de veículos, lojas de partes/peças automotivas e lojas de materiais de construção) exibiu alta de 13,9% m/m a.s, resultado significativamente acima da nossa estimativa (9,1% m/m a.s) e do consenso de mercado (5,9% m/m a.s). Em termos de tendência, o índice ampliado registrou acentuada queda trimestral de 19% – mínima histórica – e a média móvel de três meses caiu pelo terceiro mês consecutivo ao diminuir 5,9% m/m, depois de atingir seu pior resultado da série histórica de dados na leitura anterior (-10% m/m).

Com relação ao setor de serviços, a PMS (Pesquisa Mensal de Serviços) registrou contração de 19,4% a/a (-0,9% m/m a.s) em maio, resultado consideravelmente pior que a nossa projeção (-13,9% a/a) e o consenso de mercado (-14,2% a/a). O resultado negativo foi muito influenciado pelas categorias de Serviços de Informação (-2,5% m/m a.s), Serviços Administrativos (-3,6% m/m a.s) e Outros Serviços (-4,6% m/m a.s). Já os destaques positivos vieram das categorias de Serviços às Famílias e Transportes, que cresceram 14,9% m/m a.s e 4,6% m/m a.s no período, respectivamente. No entanto, esses ganhos também ocorreram em comparação a patamares muito deprimidos. Em termos de tendência, o



indicador registrou expressiva queda trimestral de 15,1% - menor nível da série de dados - e a média móvel de três meses recuou pelo quinto mês consecutivo (-6,8% m/m), registrando também o pior desempenho histórico.

Com a continuidade da reabertura das atividades produtivas, esperamos que a retomada gradual dos setores de varejo e serviços reverta a tendência observada até agora. Os dados preliminares de junho apontaram para melhorias contínuas, embora devamos levar em conta a base de comparação ainda baixa. Em suma, os dados sugerem uma mudança gradual da atividade econômica em direção ao seu “novo normal”.

4) Inflação

O IPCA de junho registrou variação de 0,26% m/m (2,13% a/a). O resultado veio ligeiramente abaixo da nossa projeção (0,29%) e da expectativa do mercado (0,30%). As maiores surpresas baixistas vieram de itens com preços voláteis. O grupo de Alimentação no Domicílio subiu 0,45% m/m (9,0% a/a) e contribuiu com -2p.b. para o desvio entre nossa projeção e o resultado efetivo. Porém, a maior surpresa veio do grupo de preços administrados, que registrou elevação de 0,89% m/m (0,1% a/a), enquanto esperávamos 1,07% - o item gasolina (-6p.b.) representou o maior desvio dentro deste grupo. Já o grupo de serviços mostrou recuo de 0,26% m/m (2,1% a/a), resultado ligeiramente acima da nossa projeção (-0,32% m/m). Por fim, o grupo de bens industriais também trouxe uma pequena surpresa altista, com elevação de 0,29% m/m (+0,3 a/a) ante a expectativa de 0,20% m/m.

A nova média dos núcleos de inflação (EX0, EX3, DP, MS e P55) subiu 0,11% m/m em junho, e a média móvel de três meses (dessazonalizada e anualizada) ficou em apenas 0,2%, muito abaixo da meta de 4,0% estabelecida para 2020. Particularmente, o núcleo EX3 – mais correlacionado com a atividade econômica – está ao redor de -0,9% com base na mesma métrica. O índice de difusão (dessazonalizado) também apresentou resultado contido (57,4%), ainda próximo aos patamares mais baixos da série histórica.

Apesar da mudança de sinal na leitura do IPCA de junho, continuamos vendo um cenário muito benigno para a inflação. Particularmente, observamos uma dinâmica bastante favorável para as medidas de núcleo (ou seja, inflação de demanda), já que a ociosidade econômica deverá permanecer elevada por período prolongado, a despeito do amortecimento da queda na demanda doméstica em função de estímulos governamentais e da reabertura econômica em algumas regiões. Expectativas de inflação ancoradas também ajudarão neste processo. Portanto, projetamos inflação (variação do IPCA) de 1,5% em 2020 (com riscos enviesados para cima, já que nosso *tracking* de alta frequência está próximo a 1,8%) e 2,7% em 2021 (neste caso, com riscos enviesados para baixo).

AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Ambiente internacional: Na próxima semana, os destaques da agenda econômica dos EUA serão os indicadores de inflação (14/7), vendas no varejo (16/7) e novas construções de casas (17/7) referentes a junho, além das primeiras sondagens empresariais regionais relativas a julho. Na Zona do Euro, os destaques serão a produção industrial de maio (14/7) e a reunião do Banco Central Europeu – BCE (16/7). Por fim, na China haverá a divulgação do PIB do 2º trimestre e dos dados mensais de atividade econômica relativos a junho (15/7).

Ambiente doméstico: Na próxima terça-feira (14/07), o BCB publicará seu índice de atividade econômica (IBC-Br), que visa replicar o comportamento do PIB em bases mensais. Levando em consideração os dados do comércio varejista e do setor de serviços publicados nesta semana, revisamos nossa projeção para o IBC-Br relativo a maio de 6,3% m/m a.s (-10,7% a/a) para 3,7% m/m a.s (-12,9% a/a).

DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

Indicador	Divulgação	Projeção	Anterior
IBC-BR mai/20 (% m/m a.s.)	Ter, 14-Jul	+3,7	-9,7
IBC-BR mai/20 (% a/a)	Ter, 14-Jul	-12,9	-15,1

Fontes: BCB, FGV 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.