

**CRUZANDO ABAIXO DE 5,30**

Ana Paula Vescovi\* e  
Equipe de Macroeconomia  
anavescovi@santander.com.br  
+5511 3553 8567

- O apetite global por ativos de risco permaneceu firme na semana encerrada em 6 de maio, ajudando novamente o real a ter o melhor desempenho entre as principais moedas. A taxa de câmbio encerrou o período cotada a R\$5,28/US\$, rompendo o patamar de R\$5,30/US\$ pela primeira vez desde meados de janeiro. As perspectivas de novas altas de juros pelo Banco Central, propiciando maiores ganhos de carregamento em aplicações financeiras no mercado local, também ajudaram nesta dinâmica.
- As infecções e mortes por COVID-19 permanecem elevadas, mas as médias semanais parecem sugerir uma tendência de arrefecimento. Nosso índice de alta frequência aponta para aumento na mobilidade urbana e atividades econômicas. O principal risco para o processo de reabertura continua sendo a possibilidade de ressurgimento de contaminações, dado o estágio atual do processo de vacinação.
- O Copom novamente elevou a taxa básica Selic em 0,75 p.p., para 3,50%, em linha com as expectativas. A autoridade continua sinalizando uma “normalização parcial”, com os modelos indicando que uma trajetória de Selic em 5,50% ao final de 2021 e 6,25% ao final de 2022 poderia trazer a inflação de volta para o centro da meta no próximo ano. Mas o Banco Central reforçou a mensagem de que não há compromisso com este plano de voo, e sinalizou um aumento de mesma magnitude para a próxima reunião do Copom (15 a 16 de junho), levando a Selic de volta ao nível pré-pandemia (4,25%) no final do 1S21. Identificamos chances crescentes de uma normalização mais célere da taxa de juros.
- No 1T21, o setor público registrou o melhor resultado primário desde 2012, como reflexo de despesas discricionárias atipicamente baixas (devido a limitações para a execução de gastos antes da aprovação do orçamento de 2021). Além disso, o efeito da inflação e da depreciação cambial também ajudou no resultado pelo lado das receitas.
- Embora abaixo do esperado, o superávit comercial de abril foi recorde histórico, reforçando nossa avaliação de que o balanço de pagamentos seguirá sólido. A divulgação de dados sobre o fluxo cambial indicou que boa parte dos recursos de exportadores ainda não adentrou o país, o que poderá exercer potencial pressão (ainda que temporária) para valorização do real.
- A produção industrial apresentou recuo em março, encerrando o 1T21 em queda e gerando *carryover* negativo para o 2T21. As vendas no varejo surpreenderam positivamente, com queda menos acentuada no mês. Para abril, nosso indicador proprietário (IGet) já aponta para retomada parcial no varejo ampliado e nos serviços às famílias. Na próxima semana, o IBGE divulgará a receita real de serviços de março (quarta-feira, 12 de maio) e o BCB divulgará seu índice mensal de atividade (quinta-feira, 13 de maio). Projetamos resultados negativos, refletindo o impacto da pandemia.
- Esperamos que o IPCA de abril (a ser divulgado na terça-feira, 11 de maio) suba 0,24% m/m, consistente com uma aceleração em base anual para 6,68% a/a, o maior nível desde 2016. A inflação interanual segue se distanciando do limite superior da meta do BCB para 2021 (+3,75% com tolerância de  $\pm 1,50\%$ ). Nosso *tracking* aponta alta de 5,4% para o IPCA em 2021, com riscos enviesados para cima.



Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (10-14/mai)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: CPI (% a/a)	NBS	abr/21	Seg, 10-mai	1,0	0,4
China: PPI (% a/a)	NBS	abr/21	Seg, 10-mai	6,5	4,4
Z. Euro: Índice de Expectativas (pontos)	ZEW	mai/21	Ter, 11-mai	--	66,3
Z. Euro: Produção Industrial (% m/m)	Eurostat	mar/21	Qua, 12-mai	0,7	-1,0
Z. Euro: Produção Industrial (% a/a)	Eurostat	mar/21	Qua, 12-mai	11,7	-1,6
EUA: Núcleo do CPI (% a/a)	BLS	abr/21	Qua, 12-mai	2,3	1,6
EUA: Núcleo do PPI (% a/a)	BLS	abr/21	Qui, 13-mai	3,8	3,1
EUA: Núcleo das Vendas no Varejo (% m/m)	C.Bureau	abr/21	Sex, 14-mai	0,0	6,9
EUA: Produção Industrial (% m/m)	Fed	abr/21	Sex, 14-mai	1,3	1,4
EUA: Conf. Consumidor (pontos)	Michigan	mai/21 (p)	Sex, 14-mai	90,0	88,3
China: Inv. Direto Estrangeiro (% a/a)	MOFCOM	abr/21	07 a 18-mai	--	39,9
China: Crédito Agregado (CNY trilhões)	NBS	abr/21	08 a 15-mai	2,2	3,3

Fonte: Santander.

Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (10-14/mai)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Ata do Copom	BCB	--	Ter, 11-mai	--	--
IPCA (% m/m)	IBGE	abr/21	Ter, 11-mai	0,24	0,93
IPCA (% a/a)	IBGE	abr/21	Ter, 11-mai	6,68	6,10
PMS – Volume de Serviços (% m/m)	IBGE	mar/21	Qua, 12-mai	-5,3	
PMS – Volume de Serviços (% a/a)	IBGE	mar/21	Qua, 12-mai	-0,1	-2,0
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BCB	mar/21	Qui, 13-mai	-4,0	1,7
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	mar/21	Qui, 13-mai	5,0	1,0

Fonte: Santander.

Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão de cenário<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “Menor Ancoragem Do Teto” (01/abr/21) – Disponível no link: <http://bit.ly/Std-revcen-abr21>



## AMBIENTE INTERNACIONAL

Mais uma semana movimentada no calendário econômico, com divulgações importantes e surpresas relevantes. Nos EUA, os principais destaques da semana foram para as falas de membros do Banco Central (Fed), assim como da Secretária do Tesouro, Janet Yellen, que reforçaram a importância da implementação dos estímulos para a recuperação da economia, tanto do lado fiscal, quanto do lado monetário.

No campo da diplomacia, a discussão quanto à quebra das patentes das vacinas contra a covid-19 ganhou força entre os países desenvolvidos. A discussão teve início com o governo norte-americano apoiando a ideia. Porém, a proposta não é unanimidade entre os países do bloco europeu. A ideia seria de que, se aprovada, tal medida poderia acelerar o processo de vacinação nos países em desenvolvimento, que enfrentam dificuldades para adquirir doses. Mas há sérias dúvidas sobre a real eficácia desta medida.

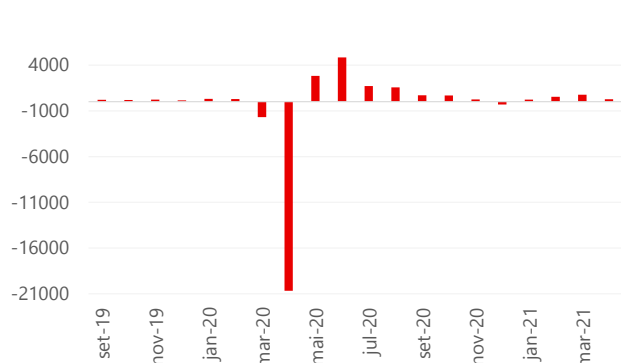
Do lado da pandemia, o processo de vacinação no continente europeu segue acelerando e a contaminação cai na maior parte dos países, melhorando o cenário para a atividade econômica no segundo trimestre.

No noticiário econômico, as atenções se voltaram para os números de mercado de trabalho de abril nos EUA, com geração de emprego abaixo do esperado e com leve aumento na taxa de desemprego. Ainda nos EUA os números das sondagens ISM de abril surpreenderam negativamente tanto do lado da atividade industrial, como na atividade de serviços, embora sigam em patamares elevados e sinalizando expansão na maior economia do mundo. Na China, os números de comércio exterior de abril seguiram fortes, com surpresa positiva nas exportações. Na Europa, as vendas no varejo cresceram acima do esperado em março.

Para a próxima semana, o calendário conta com divulgações dos números de inflação de abril (CPI) nos EUA, que devem seguir acelerando, assim como os números de vendas no varejo, para o mesmo mês. Na China, também serão divulgados os números de inflação e os números de crédito de abril. Estes últimos estão sendo monitorados de perto por conta do processo de retirada de estímulos por parte do governo. Na área do euro, será publicado o dado de produção industrial de março.

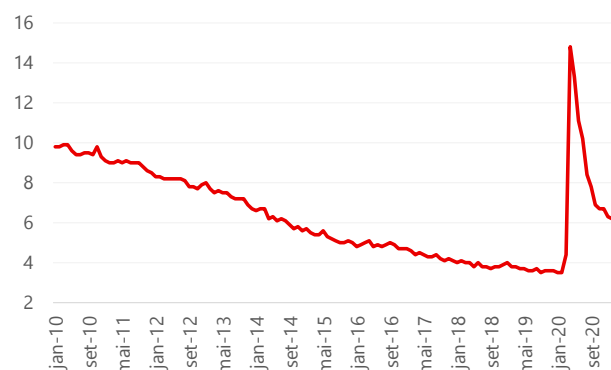
Nos mercados financeiros globais, as bolsas norte-americanas encerraram a semana em queda, enquanto as outras principais bolsas encerraram a semana em alta. A curva de juros norte-americana encerrou a semana em queda tanto na parte curta quanto nos vencimentos mais longos; o dólar global encerrou a semana registrando relativa estabilidade frente às moedas de países do G10.

**Figura 2.A. – EUA – Geração mensal de emprego (em milhares)**



Fontes: Bloomberg, Santander.

**Figura 2.B. – EUA – Taxa de desemprego (% população economicamente ativa)**



Fontes: Bloomberg, Santander.



## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

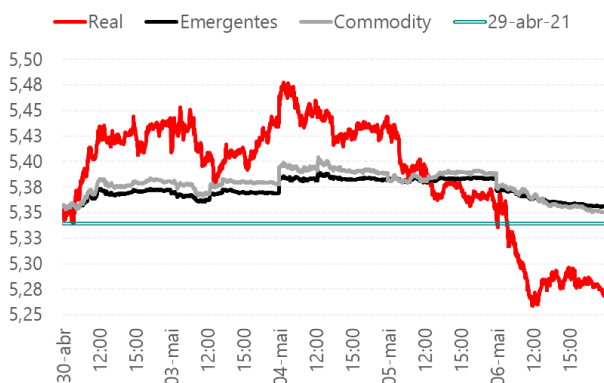
Durante a semana, o noticiário internacional seguiu mostrando trajetória recente de melhora quanto aos programas de imunização e recuperação econômica nas principais economias. Conseqüentemente, a estrutura a termo de juros nos EUA registrou redução no seu grau de inclinação, enquanto o índice DXY (que mede o valor do dólar frente às principais moedas globais) permaneceu relativamente estável na comparação com a semana anterior. O noticiário doméstico também foi relativamente calmo, com a decisão do Copom de elevar a taxa de juros na quarta-feira passada sendo um dos destaques – ver detalhes na seção Política Monetária.

A continuidade de uma postura *risk-on* (i.e. propensão à tomada de risco) por parte dos investidores no ambiente internacional e a sinalização de um alargamento adicional do diferencial entre a taxa de juros no Brasil e no exterior fez com que o real registrasse o melhor desempenho frente a seus pares nos últimos dias. **A taxa de câmbio encerrou a sessão de 6 de maio cotada a R\$5,28/US\$, rompendo o patamar de R\$5,30/US\$ pela primeira vez desde meados de janeiro. Não obstante o desempenho favorável do real desde meados de abril, continuamos avaliando que existe um prêmio de risco substancial na taxa de câmbio, que está relacionado ao ceticismo quanto às perspectivas da política fiscal no Brasil.** Infelizmente, consideramos que este ceticismo não irá diminuir substancialmente por ora, o que deverá limitar o espaço para uma valorização contínua do real.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

**Depois de alguns dias de achatamento, a curva de juros nominal voltou a inclinar um movimento de *bear-steepening*.** A ponta curta da curva (DI Jan-22) subiu 19 p.b. para 4,80%, enquanto a ponta longa (DI Jan-27) subiu 31 p.b. para 8,65%. Como resultado, a inclinação neste trecho aumentou 12 p.b. para 385 p.b. Na ponta curta da curva, apesar de termos interpretado o comunicado do Copom como relativamente neutro (detalhes na seção de Política Monetária), o mercado aumentou as expectativas de movimentos mais *hawkish* por parte do BCB nas próximas reuniões do Copom. Na parte longa, embora o fluxo de notícias tenha sido calmo tanto na parte global como no lado doméstico, os juros subiram consideravelmente. Temos argumentado que o movimento recente de queda da parte longa da curva parecia exagerado, de forma que enxergamos um movimento de ajuste, levando-se em conta o frágil cenário fiscal, que nos parece compatível com a manutenção de elevados prêmios de risco na ponta longa da curva.

Figura 3.A. – R\$/US\$ - Cotações intradiária

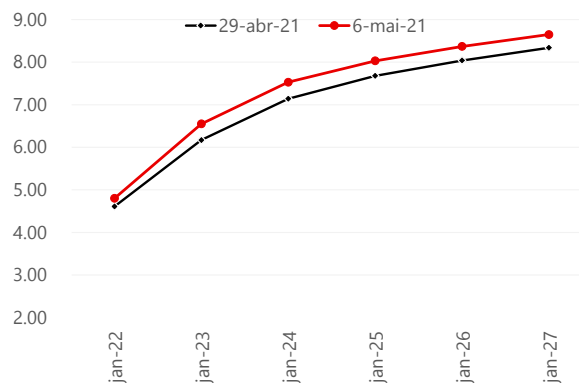


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 6/mai.

Nota 2: Para as demais moedas, usamos a cotação do dólar no Brasil como um "número índice".

Figura 3.B. – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 6/mai.



## COVID-19

**Nos EUA, novos casos e internações continuam diminuindo.** O ritmo de vacinação está desacelerando, atualmente em 2,1 milhões por dia (média móvel de 7 dias), com quase 44% da população recebendo pelo menos uma dose. Este número é de 51% no Reino Unido e 26% na União Europeia. É importante ressaltar que a vacinação tem acelerado no velho continente. Os novos casos seguem diminuindo na maioria dos países da Europa Ocidental, enquanto no Reino Unido o relaxamento gradual das restrições continua à medida que as infecções permanecem controladas.

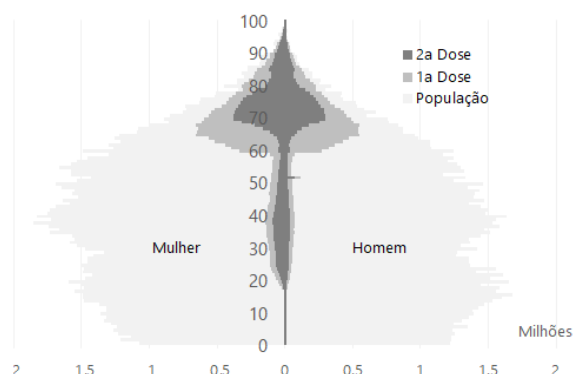
**No Brasil, o Ministério da Saúde confirma a compra de 100 milhões de doses da vacina da Pfizer.** A previsão é que as vacinas comecem a chegar este ano (possivelmente concentradas no 4T21), o que se somará ao primeiro contrato de 100 milhões firmado em março. Em maio, a Pfizer entregará remessas semanais de 630 mil doses ao país. A compra ocorre em meio a preocupações crescentes de que a chegada de mais suprimentos para a produção de vacinas possa sofrer atrasos em meio a uma escassez global, o que constitui um risco importante para o programa de imunização nos próximos meses.

**No Brasil, novos casos de COVID-19 estão estabilizando, enquanto o número de mortes continua diminuindo. No entanto, ambas estatísticas permanecem em níveis bem elevados.** A taxa de ocupação da UTI ainda está acima de 90% em 7 estados, ante 10 estados na semana passada. Até quarta-feira (5 de maio), 50 milhões de doses (de 75 milhões entregues) haviam sido administradas no país, com o ritmo de vacinação mais recente em 739 mil por dia (média móvel de 7 dias). Dados do Ministério da Saúde registraram uma média de 58 mil novos casos diários (média móvel de 7 dias) na quarta-feira (5 de maio), aumento de 2,6% em relação à semana anterior, enquanto as mortes diárias (média móvel de 7 dias) totalizaram 2.316, queda de 2,9% na mesma comparação.

**A mobilidade parece estar se recuperando mais rápido que o esperado.** Depois de iniciar abril em níveis elevados, próximos aos registrados em junho de 2020 (~40 pontos), nosso índice de *lockdown* (com base no Relatório de Mobilidade do Google) apresentou uma tendência consistente de queda nas últimas semanas. O índice encerrou o mês em 20,9 pontos (média móvel de 7 dias), com a melhora recente decorrendo principalmente do aumento da mobilidade nos segmentos “Locais de Trabalho” e “Estações de Trânsito”. Essas categorias sugerem um vínculo importante com as atividades econômicas. A manutenção desta trilha de recuperação na mobilidade é um bom presságio para a economia, embora o risco de aumento de infecções deva ser monitorado, antes de uma distribuição mais disseminada das vacinas.

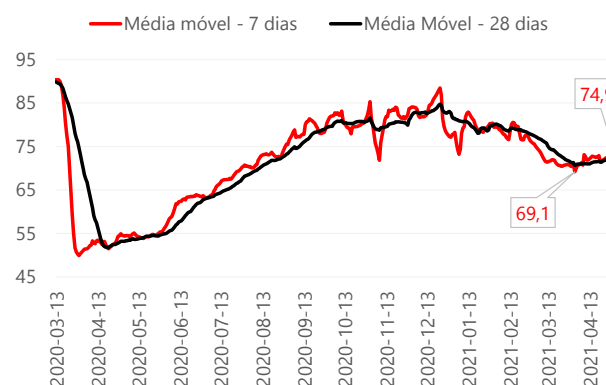
**Nosso índice de atividade diária já mostra evidências de retomada da recuperação.** O índice - baseado em dados diários sobre consumo de energia, vendas de carros e mobilidade - mostrou uma tendência de alta nas últimas semanas. Em 30 de abril, o índice atingiu 74,9 pontos (média móvel de 7 dias), após iniciar o mês com o mínimo local de 69,1 pontos.

**Figura 4.A. – Vacinação por idade (3 de maio de 2021)**



Fontes: PNAD, dataSUS, @eliaskrainski, Santander.

**Figura 4.B. – Índice diário de atividade\* (fev/20=100, nsa)**



Fontes: Google, Apple, ONS, Fenabreve, Santander.  
\* Dados disponíveis até 30 de abril de 2021



## POLÍTICA MONETÁRIA

**O Copom novamente elevou a taxa básica de juros (Selic) em 0,75 p.p., para 3,50%, em linha com as expectativas (praticamente unânimes) dos participantes do mercado, em geral.**

Embora a autoridade monetária siga sinalizando uma “normalização parcial” (i.e. intenção de manter o juro abaixo de 6,50% ao final do processo), o Banco Central esclarece que não há compromisso com este plano de voo, com os próximos passos da política monetária podendo ser “ajustados para assegurar o cumprimento da meta de inflação”. Desta forma, o tamanho do ciclo provavelmente será reavaliado ao longo do caminho.

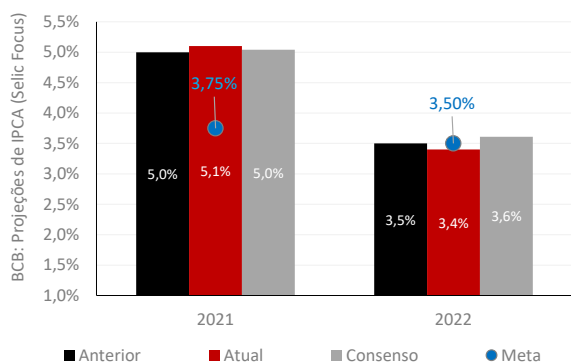
Por ora, a comunicação de uma manutenção de algum grau de estímulo é reforçada pelas simulações de inflação. Os modelos do BCB sugerem que, com a taxa de câmbio em torno de 5,40, uma trajetória da Selic de 5,50% ao final de 2021 e de 6,25% ao final de 2022 poderia constituir dosagem de aperto suficiente para manter a inflação abaixo do teto da meta inflacionária para este ano e, principalmente, trazer a inflação para um patamar em torno (ou levemente abaixo) da meta central para o próximo ano.

A autoridade projeta nova alta da Selic de 0,75 p.p. (para 4,25%) na próxima reunião do Copom, a ser realizada de 15 a 16 de junho. Entendemos que tal opção revela intenção de se retirar (pelo menos parte do) estímulo de maneira tempestiva. Com isto, a taxa Selic deverá voltar ao nível pré-pandemia (4,25%) no final do 1S21.

Nosso cenário projeta atualmente taxa Selic a 5,50% no final de 2021 e 6,00% no final de 2022. Dada uma perspectiva de deterioração no quadro inflacionário (via fortes aumentos nos custos dos insumos, e uma crescente incerteza na área fiscal), identificamos um viés altista para nossas estimativas para a taxa de juros. Assim, vemos chances maiores de uma normalização mais célere na postura da política monetária (em direção à nossa hipótese de taxa neutra de 7,00%, em termos nominais). [Veja detalhes no link<sup>2</sup>.](#)

Para a próxima semana, a ata do Copom (a ser publicada na terça-feira, 11 de maio) poderá calibrar o tom do BCB na avaliação de cenários e na sinalização de política monetária.

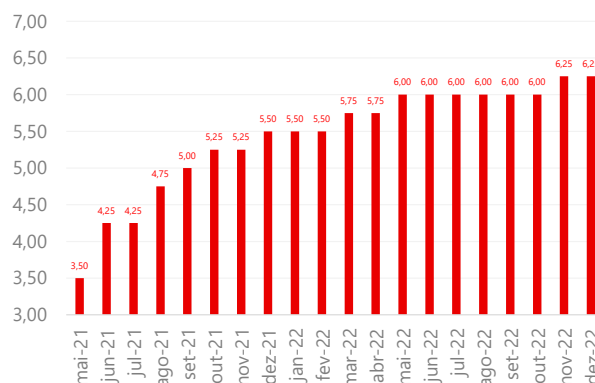
**Figura 5.A. – Projeções de inflação do BCB**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Simulações assumem taxa Selic da Focus, e taxa cambial partindo de 5,40 e evoluindo com a paridade de poder de compra.

**Figura 5.B. – Trajetória esperada para a taxa Selic**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Com base na pesquisa Focus de 30 de abril de 2021 (<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>)

<sup>2</sup> Santander Brazil – Monetary Policy: “Copom Meeting: Bound to Same Place, but at a Hectic Pace” – (06/mai/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-copom-060521>

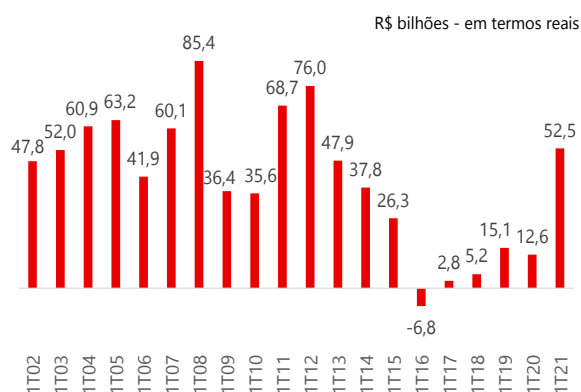


## POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

Segundo dados do BCB divulgados em 30 de abril, o setor público consolidado apresentou superávit primário de R\$ 5,0 bilhões em março, acima da nossa projeção (R\$ 4,2 bilhões) e da mediana do mercado (R\$ 2,1 bilhões). No 1T21, o resultado foi um superávit de R\$ 52,2 bilhões em termos reais, ante R\$ 12,6 bilhões registrados no mesmo período de 2020, o maior valor na série do BCB desde 2012 (Figura 6.A.). Por sua vez, em 12 meses o déficit atingiu R\$ 633,1 bilhões (8,8% do PIB). Vale destacar que a meta de resultado primário do setor público para o ano é de R\$ 250 bilhões (3,0% do PIB). No entanto, importante notar que cerca de R\$ 70 bilhões em despesas não serão considerados para a verificação do alcance da meta primária, de acordo com legislações recentemente aprovadas (PEC emergencial e PLN2/2021). Pelas nossas projeções, considerando as estatísticas oficiais (que contabilizam inclusive os gastos não considerados para o cumprimento das regras fiscais - teto de gastos e meta primária), o déficit do setor público consolidado deverá atingir R\$ 265 bilhões em 2021 (3,2% do PIB). O déficit nominal em 12 meses atingiu R\$ 973 bilhões (12,9% do PIB) em março. Com relação aos dados de dívida, a dívida bruta do governo geral atingiu 89,1% do PIB em março, queda de 0,9 pp em relação a fevereiro de 2021 - na esteira da desvinculação de fundos públicos permitida na PEC Emergencial (R\$ 140 bilhões que ajudaram na gestão da dívida) e nos pagamentos do BNDES de R\$ 32 bilhões para o Tesouro no mês. A dívida líquida alcançou 61,3% do PIB, 0,4 pp menor na mesma base de comparação. Esperamos que a dívida bruta caia este ano para 86,2% do PIB, devido à fatores exógenos da política fiscal e elementos parafiscais, como PIB nominal mais alto (devido ao aumento da inflação) e a devolução de recursos do BNDES ao Tesouro de pelo menos R\$ 100 bilhões (dos quais R\$ 38 bilhões já foram repassados). [Veja maiores detalhes no link<sup>3</sup>](#).

As despesas relacionadas com a pandemia e que não estão sujeitas ao teto de gastos constitucional (“extra-teto”) este ano totalizaram R\$ 11,9 bilhões em abril, a maior parte foram gastos com o novo auxílio emergencial (R\$ 9 bilhões), que teve início no mês passado. Esse programa de transferências atingiu cerca de 39,2 milhões de famílias, número inferior ao esperado pelo governo (45 milhões, considerando o total de recursos orçados). Acreditamos que o governo vai editar uma nova medida provisória para incluir mais 5 milhões de famílias que não estavam incluídas na versão do programa em 2020. Por sua vez, os gastos com saúde somaram R\$ 5,2 bilhões no ano até abril, de um total orçado de R\$ 14,4 bilhões (até agora). Acreditamos que o gasto com saúde pode chegar a R\$ 25 bilhões até o final do ano; no entanto, a execução naturalmente dependerá da evolução da pandemia. Por enquanto, o total de despesas “extra-teto” orçadas (incluindo restos a pagar do Orçamento de 2020 e novas medidas adotadas em 2021) é de R\$ 95,2 bilhões. A reedição do programa Pronampe (apoio ao crédito para PMEs) em 2021, que ainda está em elaboração, deve somar R\$ 5 a 10 bilhões a esse total. Consideramos um gasto “extra-teto” em nossas estimativas de cerca de R\$ 115 bilhões neste ano (próximo a 1,4% do PIB). Um risco relevante seria a renovação do auxílio emergencial para além de julho, o que exigiria a aprovação de uma nova legislação.

Figura 6.A. – Saldo primário do setor público



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 6.B. – Despesas ‘extra-teto’ em 2021

R\$ bilhões - Acumulado	jan-21	fev-21	mar-21	abr-21	Orçado	Executado
Auxílio Emergencial (MP 1.037/2021)	0,3	0,4	0,7	9,7	44,9	21,7%
Gastos com Saúde	1,3	1,5	3,7	5,2	14,4	35,7%
BEm - Programa de Emprego (MP 935/220 e MP 1.044/2021)	0,4	0,4	0,4	0,6	11,7	5,4%
Turismo - Infraestrutura (MP 963/2020)	0,1	0,1	0,4	0,4	1,9	19,8%
Aquisição de Vacinas (MP 1.015/2020)	0,1	0,7	3,5	4,6	22,3	20,7%
<b>Total Acumulado</b>	<b>2,2</b>	<b>3,0</b>	<b>8,6</b>	<b>20,5</b>	<b>95,2</b>	<b>21,5%</b>

Atualizado em 06/05/2021

Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

<sup>3</sup> Santander Brazil Fiscal - “Good Results in 1Q21, Winding Road Ahead” – (30/abr/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-fiscal-300421>

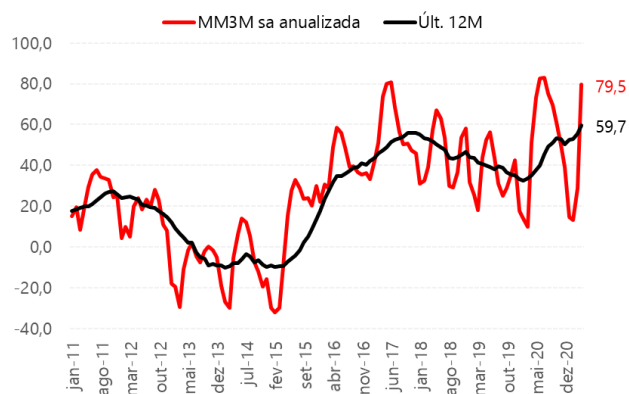


## BALANÇO DE PAGAMENTOS

Devido a uma acomodação na média diária das exportações e aceleração na de importações na última semana de abril, o superávit comercial observado no mês passado (US\$10,3 bilhões) ficou aquém da nossa estimativa (US\$12,1 bilhões). Entretanto, avaliamos que isto não deve ser considerado um desapontamento, haja vista que o resultado foi o pico histórico da série de dados e significou um superávit de US\$59,7 bilhões nos últimos 12 meses. Adicionalmente, com base na média móvel de três meses dos dados dessazonalizados, os números de abril indicam superávit anualizado de US\$79,5 bilhões, nível compatível com nossa atual projeção de US\$78,6 bilhões para 2021. Isto reforça nossa percepção de que o balanço de pagamentos brasileiro não deverá ser fonte de preocupação para os agentes econômicos tão cedo ([veja detalhes no link<sup>4</sup>](#)).

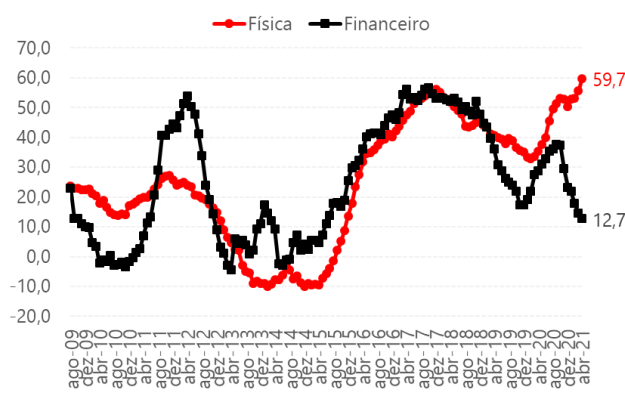
A despeito deste desempenho robusto do comércio exterior brasileiro, boa parte dos dólares dos exportadores não parece estar voltando ao mercado cambial nacional. Os dados do fluxo cambial no mercado à vista divulgados recentemente mostraram que houve ingresso líquido de apenas US\$3,5 bilhões em abril relacionados a transações comerciais. As operações cambiais relacionadas a transações financeiras alcançaram US\$0,5 bilhão no período. Nos últimos 12 meses, o fluxo de entrada de recursos pelo segmento comercial somou US\$12,7 bilhões, cerca de US\$47,0 bilhões abaixo do patamar indicado pelo superávit comercial. Assim, há evidências de um hiato importante entre o resultado da balança comercial “física” (ou seja, produtos enviados/recebidos do/pelo país) e as liquidações financeiras destas transações no mercado cambial à vista no Brasil. Avaliamos que as perspectivas de altas adicionais da taxa básica de juros poderão ajudar a estreitar este hiato nos próximos meses, exercendo alguma pressão de valorização sobre o real ([veja detalhes no link<sup>5</sup>](#)). Contudo, como expressamos na seção Mercados Locais - Câmbio, as incertezas relacionadas à condução da política fiscal no Brasil deverão limitar as entradas de recursos no país.

**Figura 7.A. – Balança comercial (US\$ bilhões)**



Fontes: SECINT, Santander.

**Figura 7.B. – Balança comercial “Física” vs. Financeira (US\$ bilhões, 12 meses)**



Fontes: Banco Central do Brasil, SECINT, Santander.

<sup>4</sup> Santander Brazil – External Sector: “Lower Than Expected, But At The Historical Peak” – (03/mai/21) – Disponível no [link](http://bit.ly/Std-Extsec-030521) (em inglês): <http://bit.ly/Std-Extsec-030521>

<sup>5</sup> Santander Brazil – External Sector: “A Yawning Gap” – (05/mai/21) – Disponível no [link](http://bit.ly/Std-external-050521) (em inglês): <http://bit.ly/Std-external-050521>





## ATIVIDADE ECONÔMICA

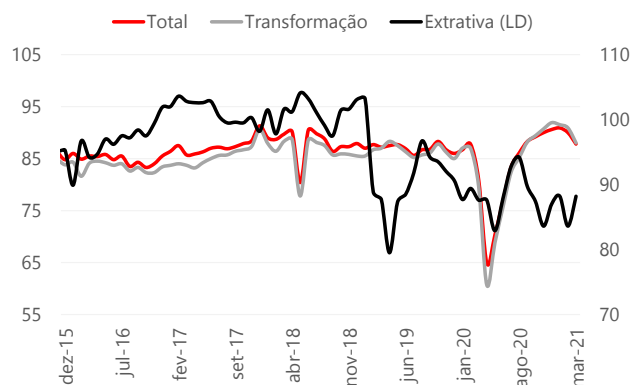
**A produção industrial observou queda acentuada em março, recuando 2,4% m/m-as (expectativas do mercado: -3,0%).** Esse resultado reflete, em larga escala, restrições de mobilidade adotadas em meio a um forte aumento nas hospitalizações relacionadas à Covid-19, além de uma escassez global de insumos. A queda de março foi parcialmente amortecida pelas atividades de mineração (+5,5%), enquanto a indústria de transformação caiu sequencialmente (-3,2%), como esperado. Esse resultado trouxe o índice de volta aos níveis pré-crise, após seis meses acima desse patamar. Em termos trimestrais, a produção industrial encerrou o 1T21 com redução de 0,4%, gerando *carryover* negativo importante (-2,0%) para o 2T21. Na composição, Bens Não Duráveis e Bens Duráveis destacaram-se com queda de 10,2% e 7,8%, respectivamente. Bens de capital registrou um valor fraco (-6,9%), destacando uma perda de ímpeto após os recentes aumentos acentuados. No detalhamento, os resultados negativos vieram principalmente da indústria automobilística, com Veículos apresentando quedas de 3,5% e 13,0% nas categorias Bens de Capital e Bens Duráveis, respectivamente. [Mais detalhes no link](#).

**As vendas no varejo surpreenderam positivamente em março.** O índice ampliado recuou 5,3% m/m-sa, resultado “melhor” que a forte queda esperada pelo mercado (-11,5%). O número de março foi impulsionado principalmente por supermercados (+ 3,3%), cujo crescimento sólido compensou a queda acentuada nos segmentos sensíveis ao crédito. Vestuário e Móveis se destacaram, recuando 41,5% e 22%, respectivamente, enquanto Veículos também observou um resultado bem fraco (-20%).

**Segmentos do setor terciário parecem ter se recuperado parcialmente em abril.** De acordo com nosso indicador proprietário (IGet), as vendas no varejo ampliado e os serviços às famílias cresceram em abril, principalmente na segunda quinzena do mês. Nosso *tracking* das vendas no varejo amplo e serviços às famílias em abril está em + 12,3% m/m-sa e + 16,8% m/m-sa, respectivamente. É importante ressaltar que o ganho de abril foi insuficiente para devolver integralmente a queda vista em março, resultando em um *carryover* negativo para o 2T21, como reflexo das restrições de mobilidade impostas pelo recente recrudescimento da pandemia. [Mais detalhes no link](#).

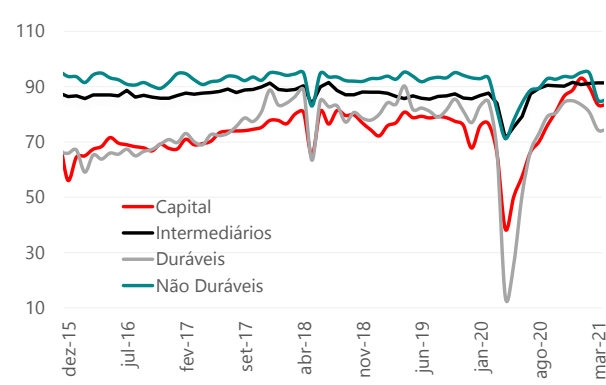
**Para a próxima semana, serão divulgados outros indicadores de atividade para março.** O IBGE divulgará na quarta-feira (12 de maio) a receita real de serviços. O BCB também divulgará seu indicador mensal (IBC-Br) na quinta-feira (13 de maio). Projetamos quedas mensais de 5,3% m/m-sa e 4,0% m/m-sa, respectivamente. Em que pese nossa estimativa de que a economia tenha se expandido no 1T21, o *carryover* negativo sugere uma provável contração no 2T21.

**Figura 8.A. – Produção industrial (sa, 2012=100)**



Fontes: IBGE, Santander.

**Figura 8.B. – Composição da produção industrial (sa, 2012=100)**



Fontes: IBGE, Santander.

<sup>6</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Industrial Production Ends 1Q21 with Quarterly Contraction” – (05/mar/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-econact-050521>

<sup>7</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Um Começo Positivo de Trimestre?” – (04/mar/2021) – Disponível no “link”: <http://bit.ly/Std-iget-serv-abril>



## INFLAÇÃO

**Esperamos que o IPCA de abril (a ser divulgado na terça-feira, 11 de maio) suba 0,24% m/m, o que implica uma aceleração anual para 6,68% a/a (de 6,10% a/a em março), o maior patamar desde 2016.**

Ao contrário das últimas leituras, quando preços administrados foram a maior pressão altista, desta vez o grupo deve desacelerar consideravelmente, registrando uma alta de 0,12% m/m (de 2,18% m/m em março). Essa desaceleração deve vir de um arrefecimento nos preços de combustíveis. Bens industriais devem continuar a desacelerar em termos mensais, subindo 0,15% m/m (de 0,82% em março). Por outro lado, os serviços devem acelerar um pouco, subindo 0,18% m/m (de 0,12% em março), porém essa ainda seria uma variação baixa, levando-se em conta a sazonalidade do período. A inflação de alimentação no domicílio também deve acelerar para 0,69% m/m (de -0,17% em março).

Quanto às medidas subjacentes, estimamos que o núcleo IPCA EX3 deve subir +0,35% m/m, equivalente a uma desaceleração de 5,6% para 4,8% na tendência do indicador (definida pela média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada). Apesar dessa desaceleração da tendência, este nível de variação ainda seria elevado, em nossa visão, tendo em vista a meta central de 3,50% para a inflação em 2022.

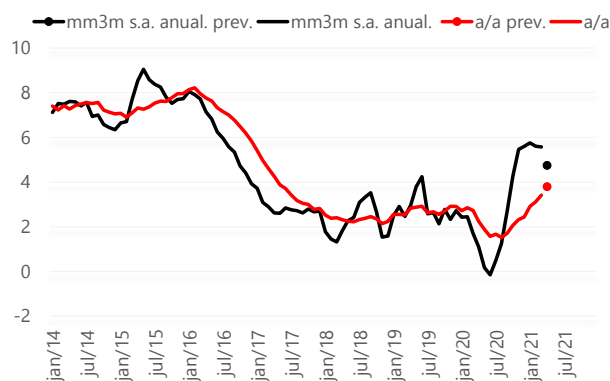
É importante ressaltar o IPCA de abril marcará a variação interanual mais alta desde 2016, e essa aceleração deve continuar até um pico de aproximadamente 8,0% a/a em meados deste ano. Depois, acreditamos que o IPCA deve desacelerar, e nossa projeção (gerada por nosso *tracking* de alta frequência) é de 5,4% a/a em dezembro de 2021. Este número significa que o IPCA interanual provavelmente ficará acima do limite superior da meta de inflação do BCB este ano (meta 3,75% com tolerância de  $\pm 1,50\%$ ) durante a maior parte do ano, e inclusive ao fim do ano-calendário.

Figura 9.A. – Detalhes da projeção do IPCA (%)

	m/m		a/a	
	Santander	Contrib.	mar/21	abr/21
<b>IPCA</b>	<b>0,24</b>	<b>0,24</b>	<b>6,1</b>	<b>6,7</b>
Administrados	0,12	0,03	7,0	9,3
Livres	0,28	0,21	5,8	5,8
Alimentação no domicílio	0,69	0,11	17,6	15,8
Industriais	0,15	0,03	5,5	6,5
Serviços	0,18	0,07	1,6	1,6
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,35</b>	<b>0,35</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 9.B. – Projeção do núcleo IPCA EX3 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.



## CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

### Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Oreng*	Head of Macro Research	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Jankiel Santos*	Economist – External Sector	jankiel.santos@santander.com.br	5511-3012-5726
Ítalo Franca*	Economist – Fiscal Policy	italo.franca@santander.com.br	5511-3553-5235
Daniel Karp Vasquez*	Economist – Inflation	daniel.karp@santander.com.br	5511-3553-9828
Tomas Urani*	Economist – Global Economics	tomas.urani@santander.com.br	5511-3553-9520
Lucas Maynard*	Economist – Economic Activity	lucas.maynard.da.silva@santander.com.br	5511-3553-7495
Felipe Kotinda*	Economist – Credit	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327
Raissa Freitas*	Business Manager	raifreitas@santander.com.br	5511-3553-7424

### Global Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro. Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@santander.pl	48-22-534-1888
Juan Cerruti *	Senior Economist – Argentina	jcerruti@santander.com.ar	54 11 4341 1272
Ana Paula Vescovi*	Economist – Brazil	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Juan Pablo Cabrera*	Economist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778
Guillermo Aboumrad*	Economist – Mexico	gjaboumrad@santander.com.mx	5255-5257-8170
Piotr Bielski*	Economist – Poland	piotr.bielski@santander.pl	48-22-534-1888
Mike Moran	Head of Macro Research. US	mike.moran@santander.us	212-350-3500

### Fixed Income Research

Juan Arranz*	Chief Rates & FX Strategist – Argentina	jarranz@santanderrio.com.ar	5411-4341-1065
Mauricio Oreng*	Senior Economist/Strategist – Brazil	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Juan Pablo Cabrera*	Chief Rates & FX Strategist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778

### Equity Research

Miguel Machado*	Head Equity Research Americas	mmachado@santander.com.mx	5255 5269 2228
Alan Alanis*	Head. Mexico	aalanis@santander.com.mx	5552-5269-2103
Andres Soto*	Head. Andean	asoto@santander.us	212-407-0976
Claudia Benavente*	Head. Chile	claudia.benavente@santander.cl	562-2336-3361
Walter Chiarvesio*	Head. Argentina	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Henrique Navarro*	Head. Brazil	havieira@santander.com.br	5511-3012-5756

### Electronic

Bloomberg  
Reuters

SIEQ <GO>  
Pages SISEMA through SISEMZ

This report has been prepared by Santander Investment Securities Inc. ("SIS"; SIS is a subsidiary of Santander Holdings USA, Inc. which is wholly owned by Banco Santander, S.A. "Santander"), on behalf of itself and its affiliates (collectively, Grupo Santander) and is provided for information purposes only. This document must not be considered as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any relevant securities (i.e., securities mentioned herein or of the same issuer and/or options, warrants, or rights with respect to or interests in any such securities). Any decision by the recipient to buy or to sell should be based on publicly available information on the related security and, where appropriate, should take into account the content of the related prospectus filed with and available from the entity governing the related market and the company issuing the security. This report is issued in Spain by Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment Bolsa"), and in the United Kingdom by Banco Santander, S.A., London Branch. Santander London is authorized by the Bank of Spain. This report is not being issued to private customers. SIS, Santander London and Santander Investment Bolsa are members of Grupo Santander.

**ANALYST CERTIFICATION:** The following analysts hereby certify that their views about the companies and their securities discussed in this report are accurately expressed, that their recommendations reflect solely and exclusively their personal opinions, and that such opinions were prepared in an independent and autonomous manner, including as regards the institution to which they are linked, and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report, since their compensation and the compensation system applying to Grupo Santander and any of its affiliates is not pegged to the pricing of any of the securities issued by the companies evaluated in the report, or to the income arising from the businesses and financial transactions carried out by Grupo Santander and any of its affiliates: Ana Paula Vescovi\*.

\*Employed by a non-US affiliate of Santander Investment Securities Inc. and not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules, and is not an associated person of the member firm, and, therefore, may not be subject to the FINRA Rule 2242 and Incorporated NYSE Rule 472 restrictions on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account.

The information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable, but, although all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading, we make no representation that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. All opinions and estimates included herein constitute our judgment as at the date of this report and are subject to change without notice.

Any U.S. recipient of this report (other than a registered broker-dealer or a bank acting in a broker-dealer capacity) that would like to effect any transaction in any security discussed herein should contact and place orders in the United States with SIS, which, without in any way limiting the foregoing, accepts responsibility (solely for purposes of and within the meaning of Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934) for this report and its dissemination in the United States.



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.. ©2021 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.

