

REAL DEPRECIA EM MEIO A TENSÕES LOCAIS

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

- Apesar das condições favoráveis nos mercados internacionais nos últimos dias (em um ambiente de *risk-on*), o real se desvalorizou – e mostrou desempenho pior que seus pares – na esteira de preocupações latentes acerca do panorama fiscal e da situação da pandemia no Brasil.
- Refletindo as mesmas preocupações, a curva de juros nominal teve um aumento na inclinação, em um movimento de *bear-steepening*. Na parte curta da curva, a alta do juro foi atrelada a uma composição desfavorável no resultado do IPCA de março, enquanto na parte longa o risco fiscal latente segue alimentando a formação de prêmio.
- Os novos casos e mortes por COVID-19 permanecem muito altos, mas as médias móveis de 7 dias parecem sugerir uma tendência de arrefecimento, possivelmente refletindo medidas de distanciamento social em vigor há algumas semanas. A campanha de vacinação está ganhando força, atingindo uma média diária de cerca de 770 mil por dia (um pouco acima do nosso cenário base).
- Em 15 de abril, o Ministério da Economia divulgou o projeto da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para 2022, propondo uma meta de déficit primário de R\$ 170,5 bilhões (1,9% do PIB) para o próximo ano, o que marcará o 9º ano consecutivo de saldo negativo. Enquanto isso, o governo ainda busca solução para o impasse do orçamento 2021, com prazo para decisão até 22 de abril (quinta-feira).
- Em um relatório recente (“*CAGED vs. PNAD: Which Labor Survey is Right?*” – publicado em 12 de abril de 2021), examinamos os sinais ambíguos gerados por indicadores de mercado de trabalho. Concluímos que a PNAD traça um quadro mais preciso das atuais condições de emprego, que possivelmente se encontra em mínimas históricas, e longe da tendência de longo prazo. Atualizamos nossas estimativas para a massa salarial real ampliada (incluindo estímulos extraordinários): estimamos que a renda tenha crescido 2,2% em 2020 e projetamos uma queda de 6,2% em 2021.
- Os indicadores de atividade do setor terciário mostraram crescimento sequencial em fevereiro. O varejo ampliado surpreendeu positivamente, impulsionado principalmente pelos segmentos sensíveis ao crédito. A receita real dos serviços registrou forte alta, com destaque para os serviços às famílias. Para março, nosso índice proprietário (IGet) já mostra fortes quedas no comércio e nos serviços às famílias.
- Para a próxima semana, o BCB divulgará o IBC-Br (19 de abril), seu índice mensal de atividade ampla, encerrando o ciclo de indicadores para fevereiro. Esperamos um crescimento de 0,9% m/m-sa, o décimo consecutivo, posicionando a economia cerca de 1% acima do patamar pré-crise.

*** *Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 15 de abril de 2021.*


Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (18-24/abr)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
Z.Euro: Conta Corrente (EUR bi)	BCE	fev/21	Seg, 19-abr	--	30,5
China: Taxa de Juros (1 ano)	PBoC	--	Seg, 19-abr	3,85	3,85
China: Taxa de Juros (5 anos)	PBoC	--	Seg, 19-abr	4,65	4,65
Z.Euro: Taxa de Juros	BCE	--	Qui, 22-abr	--	-0,5
EUA: Vendas de Imóveis Usados (% m/m)	NAR	mar/21	Qui, 22-abr	0,1	-6,6
Z.Euro: PMI Industrial (pontos)	Markit	abr/21 (p)	Sex, 23-abr	62,0	62,5
Z.Euro: PMI de Serviços (pontos)	Markit	abr/21 (p)	Sex, 23-abr	49,1	49,6
EUA: PMI Industrial (pontos)	Markit	abr/21 (p)	Sex, 23-abr	60,0	59,1
EUA: PMI de Serviços (pontos)	Markit	abr/21 (p)	Sex, 23-abr	61,0	60,4
EUA: Vendas de novas casas (% m/m)	C.Bureau	mar/21	Sex, 23-abr	12,5	-18,2

Fonte: Santander.

Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (19-23/abr)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BCB	fev/21	Seg, 19-abr	0,9	1,04
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	fev/21	Seg, 19-abr	-0,4	-0,46
Prévia da Sondagem da Indústria (índice)	FGV	abr/21	Qui, 22-abr	--	104,2
Orçamento 2021: Data-limite para sanção presidencial	--	--	Qui, 22-abr	--	--
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	mar/21	19 a 23-abr	123,8	127,8

Fonte: Santander.

Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão de cenário¹.

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



AMBIENTE INTERNACIONAL

A semana foi marcada por uma melhora do otimismo no cenário internacional. Do lado da vacinação, houve uma importante aceleração no ritmo de aplicação das doses na Europa, que conta com um aumento de oferta neste segundo trimestre, enquanto nos EUA, o ritmo segue muito acelerado. Surgiram alguns contratemplos com os EUA suspendendo a aplicação das doses da farmacêutica Johnson & Johnson por conta de casos isolados de coagulação. Por sua vez, a empresa também suspendeu as exportações para a Europa para poder investigar as ocorrências. Porém o revés é pequeno, ainda mais diante de um aumento da produção por parte da farmacêutica Pfizer.

O congresso norte-americano retornou às atividades após duas semanas de recesso e o presidente Biden iniciou as negociações com os senadores republicanos em torno do seu novo projeto fiscal. Biden tenta conseguir apoio bipartidário para a proposta, mas possui mecanismos para aprovar o projeto apenas com os votos dos senadores democratas, se necessário. Do lado da política monetária, diversos membros do Fed discursaram ao longo da semana, com destaque para o presidente Powell, que falou em duas ocasiões. Powell adotou um tom ainda mais otimista, destacando que a economia norte-americana se encontra perto de um ponto de inflexão. No entanto, manteve a sinalização para os estímulos, que devem permanecer em vigor até que o Fed observe uma recuperação completa da economia (e demonstrada por dados concretos, não apenas expectativas).

No calendário econômico, a semana contou com a divulgação de diversos números importantes nas maiores economias do mundo. Nos EUA, os números de inflação de março surpreenderam para cima, com a inflação subjacente acelerando para 1,6% a/a (ante 1,3% em fevereiro). O número reflete o efeito do estímulo fiscal realizado no mês, com pressão tanto na parte de bens, como no componente de serviços. A tendência de maior pressão inflacionária deve permanecer nos próximos meses, refletindo não apenas a melhora na atividade econômica, mas também influenciada por um efeito-base, à medida em que a estatística de inflação anual deixe para trás os resultados negativamente afetados pela pandemia em 2020. Os números de venda no varejo também vieram bastante fortes, com o grupo de controle (núcleo) se expandindo a uma taxa de 6,9% m/m, um dos três melhores resultados na série histórica. Na China, a taxa de crescimento do PIB no 1T21 mostrou uma robusta recuperação, registrando um recorde na variação interanual: 18,3% a/a, refletindo a forte retomada da economia e também o efeito-base de um primeiro trimestre muito fraco em 2020. Outros números de atividade também confirmam a retomada da segunda maior economia do mundo, com as vendas no varejo na China crescendo 32,2% a/a e a produção industrial crescendo 14,1% a/a.

Para a próxima semana, o calendário conta com as divulgações das sondagens PMIs do mês de abril tanto dos EUA como na área do Euro, onde deve ser observado de perto principalmente o componente de serviços, que vem tendo recuperação mais lenta em função de restrições à mobilidade urbana como forma de reduzir as contaminações por Covid-19. Ainda na área do Euro, o Banco Central deverá manter inalterados os principais parâmetros de política monetária (taxas de juros e o ritmo de compras de ativos).

Nos mercados globais, as principais bolsas fecharam o período de uma semana encerrado na última nesta quinta-feira (15 de abril) com importante alta. A curva de juros norte-americana teve leve alta nos vencimentos mais curtos, com queda relevante na parte mais longa. Por sua vez, o dólar global encerrou a semana em queda.

" O que estamos vendo agora é realmente uma economia que parece estar em um ponto de inflexão, e isso por causa da vacinação generalizada e forte apoio fiscal, forte apoio à política monetária" – Jerome Powell (Presidente do Fed)



MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

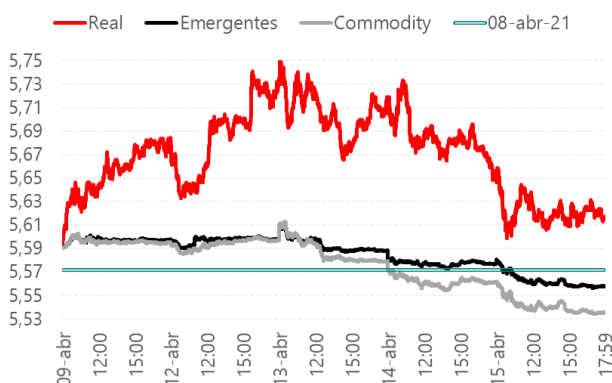
O ambiente internacional propiciou condições favoráveis para os ativos de risco nos últimos dias. Afinal, apesar de divulgações de dados robustos de atividade econômica nos EUA, a inclinação da estrutura a termo da taxa de juros ficou menor, o que desencadeou uma busca por ativos arriscados (*risk-on*, no jargão técnico). Adicionalmente, informações sobre a China e Zona do Euro também trouxeram evidências de melhora da economia mundial, impulsionando o desempenho de moedas emergentes e ligadas às *commodities*.

Entretanto, o real seguiu trajetória distinta e encerrou a sessão de 15 de abril em patamar mais depreciado do que na semana anterior (R\$5,62/US\$ versus R\$5,57/US\$, respectivamente). Em nossa opinião, dificuldades no ambiente doméstico, em meio ao impasse orçamentário e ao volume de contaminações e mortes ainda elevado nesta pandemia, são fatores por trás de tal desempenho. Além disso, o ambiente político conturbado também tem pesado sobre a dinâmica do real, em meio a percepções de mercado de maiores riscos para o avanço da agenda reformista no futuro próximo. O tipo de solução a ser dada ao imbróglio orçamentário e os acontecimentos relativos à pandemia (e.g. eventual reabertura da economia) deverão ser os principais catalisadores do mercado cambial nas próximas semanas.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

Apesar do cenário global favorável à tomada de risco, a curva de juros nominal doméstica ficou mais inclinada, em um movimento de *bear-steepening*. A ponta curta da curva (DI Jan-22) subiu 2 p.b. para 4,68%, enquanto a ponta longa (DI Jan-27) subiu 5 p.b. para 8,80%. Como resultado, a inclinação nesta parte da curva subiu para 412 p.b., vindo de 409 p.b. na quinta-feira anterior. Na ponta curta, apesar de o IPCA (cheio) de março ter vindo abaixo do esperado pelo mercado, a inflação subjacente reforçou um cenário desfavorável (veja detalhes na seção de inflação) e o mercado continua apreçando uma alta probabilidade de um movimento mais *hawkish* do BCB na próxima reunião do Copom (ou seja, uma alta de 100 p.b. na taxa Selic). Na parte longa, o risco fiscal latente, recentemente aumentado pelo impasse com relação ao orçamento deste ano, continua a levar a uma maior formação de prêmio de risco.

Figura 2.A. – R\$/US\$ — Cotações intradiárias

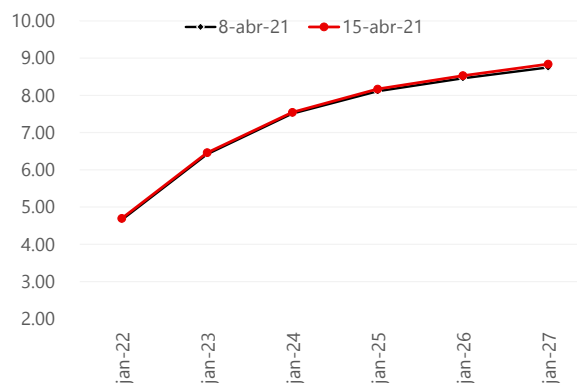


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 15/abr.

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

Figura 2.B. – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 15/abr.

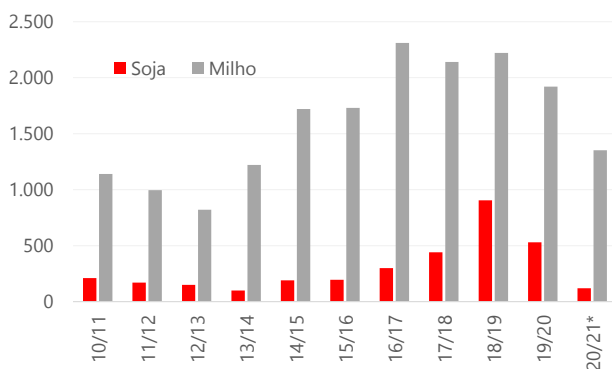


COMMODITIES

USDA reduz a estimativa de estoques de milho dos EUA. No seu relatório mensal de oferta e demanda (WASDE) de abril, o departamento reduziu sua estimativa para o final da safra 2020/21. Ainda assim, novas revisões são esperadas, dado que os EUA já exportaram o número projetado de exportação desse último relatório. Quanto à soja, não houve revisão na estimativa de estoque para o final da safra 2020/21, o que mantém a relação estoque/uso na mínima histórica. Importante ressaltar que, dado os números de produtividade assumidos no relatório, maiores problemas climáticos nos EUA ou na América Latina poderiam ter impacto relevante nesta estimativas (e, logicamente, nos preços).

A Administração Nacional Oceânica e Atmosférica (NOAA) divulgou na quinta-feira (15 de abril) a sua previsão para maio e para o longo prazo. Para maio, a NOAA aponta clima mais quente que o normal, porém com chuvas acima do esperado para a maioria do Meio Oeste americano. Já para o trimestre junho-agosto, a previsão é de clima seco que, se confirmado, traz riscos para a produtividade nos principais estados produtores de grãos.

Figura 3.A. – EUA: Estoques de grãos (bushels, mi.)



*Relatório WASDE, Abril de 2021.

Fontes: Agroconsult, Santander.



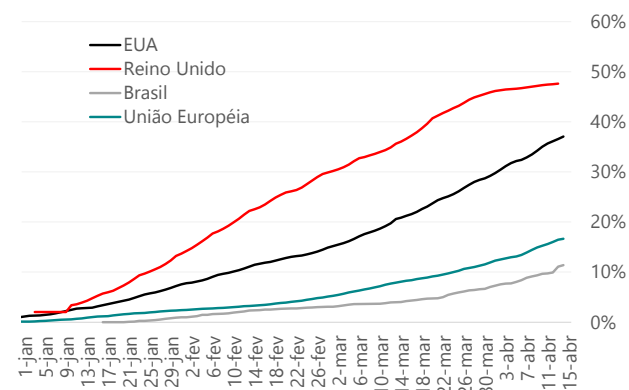
COVID-19

Nos EUA, as contaminações estão aumentando lentamente. A maior parte do aumento é puxado por alguns estados do norte do país, com destaque para o Michigan. O ritmo de vacinação está atualmente em 3,3 milhões por dia (média móvel de 7 dias), com quase 36% da população tendo recebido pelo menos uma dose. Este número é de 47% no Reino Unido e 16% na União Europeia. Novos casos estão aumentando na França e na Alemanha, enquanto no Reino Unido a tendência é de queda, com níveis já significativamente baixos. Mas o efeito da reabertura de atividades não essenciais na região pode aparecer nos próximos dias.

O Instituto Butantan receberá mais suprimentos de vacinas para 5 milhões de doses na próxima semana. O centro de pesquisas deve retomar as entregas ao Ministério da Saúde no início de maio, cumprindo o primeiro contrato de 46 milhões de doses. Outras 54 milhões são esperadas até o final de agosto. Enquanto isso, a Fiocruz deve entregar 5 milhões de doses nesta semana. Por fim, 2 milhões de doses da Pfizer, antes previstas para o 2S21, foram antecipadas para o 2T21.

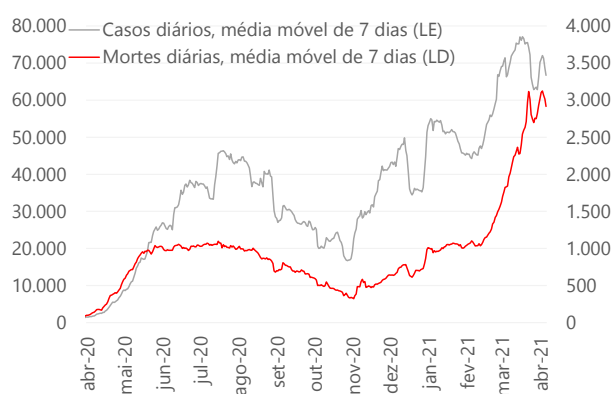
No Brasil, a tendência de novos casos e mortes por COVID-19 parecem sugerir certa perda de força, apesar de um patamar ainda bastante elevado. A taxa de ocupação da UTI ainda se encontra acima de 90% em 16 estados, ante 18 estados na semana passada. Até quarta-feira (14 de abril), 33 milhões de doses (de 54 milhões entregues) haviam sido aplicadas no país, com o ritmo mais recente de vacinação de 770 mil por dia (média móvel de 7 dias), ficando um pouco acima do nosso cenário base. Dados do Ministério da Saúde registram uma média de 68 mil novos casos diários (média móvel de 7 dias) na quarta-feira (14 de abril), um aumento de 8% em relação à semana anterior, enquanto as mortes diárias (média móvel de 7 dias) foram 3.015, aumento de 9% na mesma comparação. Mas esta comparação ainda reflete distorções nos dados geradas pelo feriado da Páscoa.

Figura 4.A. – População com ao menos uma dose (%)



Fontes: Our World in Data, Santander.

Figura 4.B. – COVID-19: Casos e mortes diárias (totais)



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.



POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

Em 15 de abril, o Ministério da Economia divulgou o projeto da Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) para 2022, enquanto o governo ainda busca solução para o impasse quanto ao Orçamento de 2021.

Legalmente, o governo deve enviar ao Congresso (até 15 de abril de cada ano) o PLDO com as diretrizes fiscais e projeções para o ano subsequente. Em um ano normal, o Congresso deve aprovar o projeto de lei antes do recesso de julho. Considerando o conteúdo do PLDO 2022, o próximo ano deve ser o 9º ano consecutivo em que o governo central e o setor público registram déficit primário; a legislação também prevê resultados negativos até 2024. A lei estabelece meta de déficit primário de R\$ 170,5 bilhões (1,9% do PIB) para o governo central. Para 2023, o PLDO projeta déficit de R\$ 144,9 bilhões; para 2024, déficit de R\$ 102,2 bilhões. Comparando com o nosso cenário, projetamos um déficit primário R\$ 30 bilhões superior à meta estipulada pelo PLDO 2022 (Figura 5.A.). A receita total na nossa estimativa é cerca de R\$ 11,3 bilhões abaixo da PLDO, e parte dessa diferença pode ser explicada pela projeção do PIB: antevemos alta de 2,0% em 2022 ante 2,5% projetados pelo governo. Do lado da despesa, temos como hipótese um aumento real de 1,5% nos salários dos servidores públicos, enquanto o PLDO propõe estabilidade em termos reais. Outra diferença é o limite das despesas sujeitas ao teto de gastos para 2022: o PLDO estima que esse limite cresça 7,1%, ante 8,0% em nossos cálculos². Isso significa um espaço adicional para despesas de R\$ 12,8 bilhões, se o nosso número se confirmar. É importante ressaltar que todas essas estimativas dependerão da evolução das perspectivas econômicas e das decisões políticas nos próximos meses. Ainda assim, o PLDO o explicita um quadro fiscal desafiador. O projeto traz ainda uma projeção oficial para a dívida bruta do governo em 87,2% do PIB para 2021 (2020: 88,8%), ante nossa estimativa de 86,2% do PIB: a principal diferença é a projeção do PIB nominal, pois prevemos variação maior no deflator do PIB (ver Figura 5.B.). Enquanto isso, no que se refere ao orçamento de 2021, praticamente não houve progresso nas negociações. A nosso ver, se o orçamento atual fosse sancionado, o governo teria que cortar despesas discricionárias em cerca de R\$ 30 bilhões, dos R\$ 92 bilhões orçados. Assim, o valor ficaria muito abaixo do que consideramos ser o limite mínimo de gastos para manter o bom funcionamento dos serviços públicos (R\$ 85 bilhões). O prazo final para se chegar a uma solução para esse impasse é 22 de abril, considerando a possibilidade de vetos presidenciais ao projeto de lei orçamentária e posterior envio ao Congresso de legislação para reestimar os gastos obrigatórios. O acordo final entre governo e Congresso deve buscar alguma combinação de cortes nas emendas parlamentares e contingenciamento de outras despesas discricionárias.

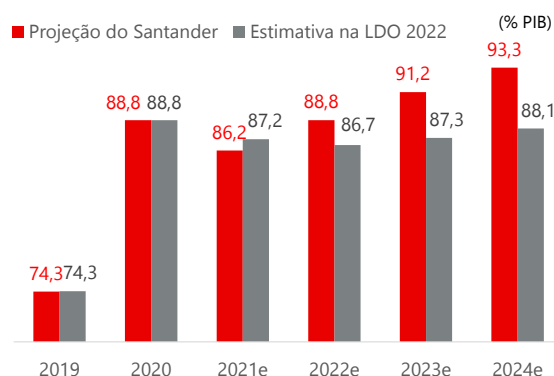
Em 14 de abril, publicamos um *Chartbook* com detalhes das projeções fiscais contempladas em nossa última revisão de cenário. Continuamos a observar um aumento no risco fiscal, com a regra do teto de gastos perdendo parte de seu poder de ancoragem, em decorrência de choques inflacionários. [Veja detalhes no link](#).

Figura 5.A. – Lei de Diretrizes Orçamentárias 2022

(R\$ bilhões)	2022e		
	PLDO 2020 abr-21	Projeção Santander	Diferença
Receita Bruta Total	1.772,5	1.761,2	-11,3
Receita Administrada pela RFB	1.103,1	1.096,4	-6,7
Arrecadação Líquida para o RGPS	475,0	467,8	-7,2
Receitas Não Administradas pela RFB	194,4	200,1	5,7
Transferências a E&M	312,9	314,8	1,9
Receita Líquida	1.450,6	1.446,4	-4,2
Despesa Primária	1.621,0	1.646,6	25,6
Benefícios previdenciários	762,9	756,6	-6,4
Pessoal e encargos sociais	346,3	354,7	8,3
Outras Despesas Obrigatórias	346,7	351,6	5,0
Sujeitas à Programação Financeira	165,1	189,2	24,0
Discricionárias do Executivo	96,7	120,0	23,3
Resultado Primário	-170,5	-200,3	-29,8

Fontes: Ministério da Economia, Santander.

Figura 5.B. – Dívida Bruta do Governo Geral



Fontes: Ministério da Economia, Santander.

² Com base em nosso cenário de inflação Nota: o teto de gastos de 2022 é ajustado pelo IPCA 12 meses acumulado em junho de 2021.

³ **Santander Brazil Fiscal Policy - “Chartbook: On a Tightrope 2.0—Flirting with Fiscal Dominance”** – (14/abr/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chartbook-fiscal-apr21>



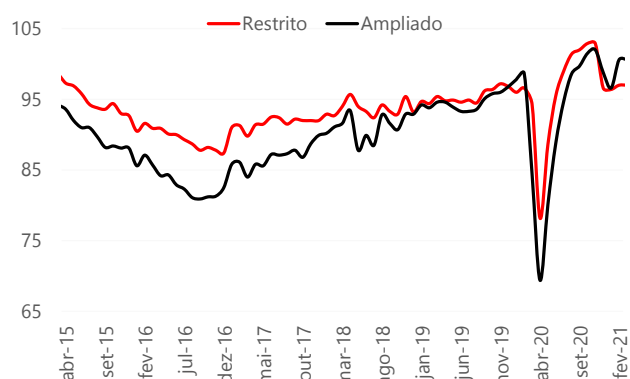
ATIVIDADE ECONÔMICA

As vendas no varejo ampliado surpreenderam positivamente em fevereiro. O índice registrou um ganho m/m-sa de 4,1%, consideravelmente acima do consenso de mercado de 1,8%. Em relação ao varejo restrito (excluindo automóveis e materiais de construção), o índice teve alta de 0,6% m/m-sa (consenso: 0,7%). Ambos os indicadores estão acima do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020). O resultado de fevereiro foi impulsionado principalmente pelas vendas nos segmentos sensíveis ao crédito. Móveis e veículos destacaram-se, com altas de 9,3% e 8,8%, respectivamente. Vestuário teve forte alta (7,8%). Nos detalhes, seis dos dez segmentos que compõem o varejo ampliado apresentaram crescimento mensal. Olhando adiante, esperamos uma forte deterioração trimestral das vendas no varejo no 1T21, à medida que o *fiscal cliff* se materializa e com o retrocesso no processo de reabertura da economia após o ressurgimento da pandemia. Com base em nosso índice proprietário de vendas no varejo (IGet), nosso *tracking* para o varejo ampliado em março está em -12,8% m/m-sa. [Veja detalhes no link⁴.](#)

A receita real de (parte do setor de) serviços também surpreendeu positivamente, ultrapassando o patamar pré-crise. O índice mostrou alta sequencial de 3,7% m/m-sa (-2,0% a/a) consideravelmente acima do consenso (-3,5% a/a). Com este resultado, o índice superou o patamar pré-pandemia em 0,9%. Entre os subsetores, a alta de fevereiro foi bastante generalizada, com a receita real se expandindo em todos os segmentos. Os serviços às empresas continuaram a melhorar, com os serviços profissionais (3,3%) e os transportes (4,4%) registrando ganhos sequenciais. Os serviços às famílias também apresentaram forte crescimento (8,8%), após duas quedas consecutivas, embora as perspectivas para março sejam bem negativas, por conta das restrições de mobilidade impostas para combater o recrudescimento da pandemia. Entendemos que uma recuperação mais consistente neste segmento provavelmente ocorrerá somente depois que a campanha de vacinação progredir de forma mais expressiva. Em termos de perspectivas, o resultado de fevereiro implica um *carryover* (herança estatística) de 3,6% de crescimento para o 1T21. [Veja detalhes no link⁵.](#)

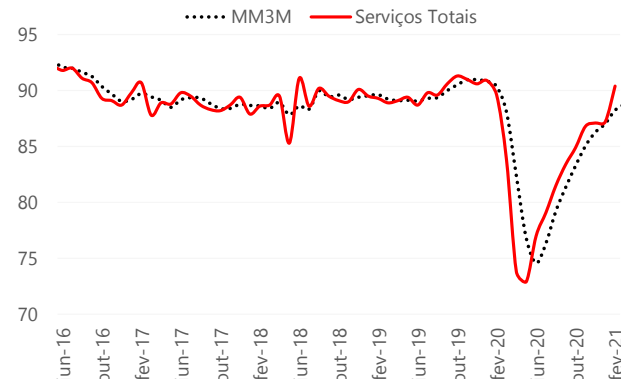
Para a próxima semana, o Banco Central divulgará (19 de abril) seu indicador mensal de atividade ampla (IBC-Br), encerrando o ciclo de divulgações sobre atividade econômica para fevereiro. Esperamos um crescimento de 0,9% m/m-sa, o décimo consecutivo, posicionando a economia 1,1% acima do patamar pré-pandemia, de acordo com este indicador. [Para obter detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último *chartbook*⁶.](#)

Figura 6.A. – Vendas do Varejo (sa, 2014=100)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 6.B. – Receita Real dos Serviços (sa, 2014=100)



Fontes: IBGE, Santander.

⁴ Santander Brazil Economic Activity - "A Strong February Precedes a Worrisome March" – (13/abr/2021) – Disponível no "link" (em inglês): <http://bit.ly/STD-retail-feb21>

⁵ Santander Brazil Economic Activity - "Strong Growth in February" – (15/abr/2021) – Disponível no "link" (em inglês): <http://bit.ly/Std-pms-feb21>

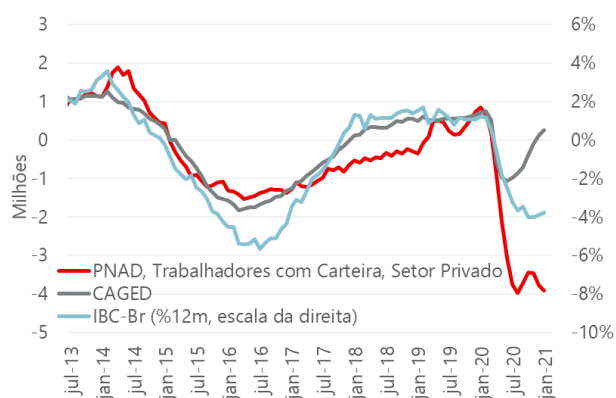
⁶ Santander Brazil Economic Activity - "Chartbook: Lingering Impacts to Keep Recovery at a Slow Pace" – (13/abr/2021) – Disponível no "link" (em inglês): <http://bit.ly/STD-chartbook-Act-apr21>



MERCADO DE TRABALHO

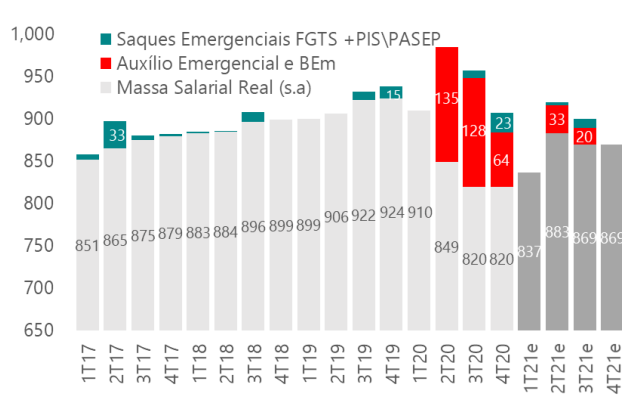
Desde o início da pandemia, as duas principais pesquisas sobre mercado de trabalho no Brasil, o CAGED e a PNAD, mostraram sinalização divergente sobre as condições do emprego. Enquanto o CAGED indica um mercado de trabalho robusto e em rápida recuperação, com ociosidade cada vez menor, os dados da PNAD ainda apontam para um recorde histórico no desemprego, baixa taxa de participação e um hiato crescente. Em nossa opinião, ambas as pesquisas tiveram problemas relacionados à pandemia que podem estar levando a resultados enviesados. Por um lado, o CAGED pode estar subestimando as demissões devido ao grande número de empresas que fecharam as portas. Por outro lado, a pesquisa da PNAD está sendo feita por telefone, o que pode estar superestimando o desemprego. Ainda assim, consideramos que a PNAD indica um quadro mais preciso do mercado de trabalho atual. Mesmo considerando que os números “reais” estão próximos da média entre as pesquisas, ainda assim isto implicaria em uma situação precária, com o emprego possivelmente em mínimas históricas e longe de sua tendência de longo prazo. **Veja detalhes no link⁷. Atualizamos nossas estimativas para a massa salarial real ampliada**, que inclui benefícios sociais, explorada inicialmente em dois de nossos relatórios recentes, **veja detalhes nos links^{8,9}**. Estimamos que a massa salarial real ampliada teve um crescimento de 2,2% no acumulado do ano em 2020, um pouco abaixo da nossa última projeção (+3,1%), refletindo o desempenho do mercado de trabalho pior que o esperado ao longo do 4T20. Desconsiderando os efeitos do estímulo fiscal extraordinário, calculamos uma queda de -6,9% na renda agregada, também abaixo da nossa estimativa anterior (-6,3%). Para 2021, projetamos que a massa salarial real ampliada se reduzirá em 6,2%, um pouco acima de nosso cenário anterior (-6,6%). Excluindo o estímulo fiscal esperado para esse ano, projetamos um crescimento de 1,8% para 2021, um pouco abaixo de nossa última projeção (+2,1%). Nossas projeções para o mercado de trabalho para 2021 pioraram nos últimos tempos, com a recuperação do emprego atrasada adicionalmente em função das medidas de distanciamento social verificadas entre o 1T21 e o 2T21, o que também deve impactar a recuperação da massa salarial real. Nossos cálculos levam em consideração o Auxílio Emergencial aprovado na PEC Emergencial, que totalizou R\$ 44 bilhões em repasses governamentais entre abril e julho (ante R\$ 25 bilhões em nossa última atualização). Nossos números presumem que os pagamentos do programa Bolsa Família retornarão com valores um pouco mais altos e para um maior número de beneficiários a partir de agosto. Também acreditamos que o 'Programa Emergencial de Manutenção de Emprego e Renda' (BEm) será retomado em 2021, embora em um tamanho menor do que o observado em 2020, com R\$ 10 bilhões previstos para ajudar 4 milhões de trabalhadores (contra R\$ 33,5 bilhões e mais de 10 milhões de empregos beneficiados em 2020). Outros estímulos ao consumo virão dos novos saques do FGTS (R\$ 12 bilhões) e da antecipação do 13º salário dos aposentados para maio e junho (R\$ 50 bilhões).

Figura 7.A. – Criação de Empregos e IBC-Br (12m)



Fontes: CAGED, IBGE, Santander.

Figura 7.B. – Renda Real Ampliada (R\$ bilhões)



Fontes: Tesouro Nacional, IBGE, Ministério da Economia, Santander.

⁷ Santander Brazil Labor Market - “CAGED vs. PNAD: Which Labor Survey is Right?” – (12/abr/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/STD-pnad-caged-apr21>

⁸ Santander Brazil Economic Activity - “The Real Wage Bill and the Impact of Emergency Aid” – (16/set/2020) – Disponível no “link” (em inglês): bit.ly/Sant-rwb_Sep20

⁹ Santander Brazil Economic Activity - “Labor Market – 2021 Thermometer” – (04/fev/2021) – Disponível no “link” (em inglês): bit.ly/Sant-lbrmkt-040221

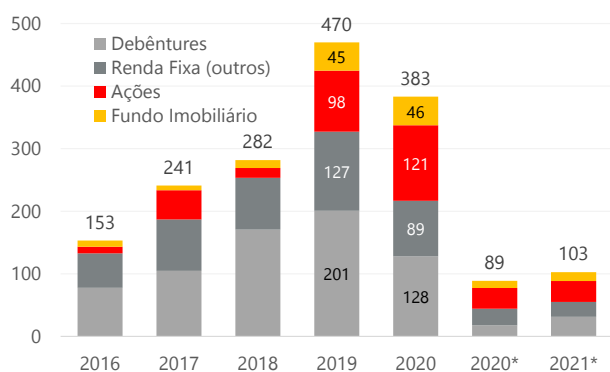


CRÉDITO

Os dados da Anbima sobre a movimentação do mercado de capitais em março mostram que as novas emissões somaram R\$ 53,1 bilhões. Comparando o primeiro trimestre de 2021 com o mesmo período do ano passado, houve um aumento de 21,8%, embora deva ser considerado o efeito base gerado pelo início da pandemia no ano passado. Emissões em renda fixa somaram R\$ 28,2 bilhões; em renda variável totalizaram R\$ 18,8 bilhões; e em fundos imobiliários, R\$ 5,9 bilhões.

O volume de R\$ 18,8 bilhões em ações veio integralmente de IPOs, e é o maior resultado mensal em termos históricos. As ofertas em andamento somam mais R\$ 6,2 bilhões. Olhando para a alocação dos recursos das emissões de ações no primeiro trimestre, 58% foram alocados para aquisição de ativos e atividade operacional, contra 17% no primeiro trimestre de 2020. As emissões de debêntures somaram R\$ 14,3 bilhões, levando o total no primeiro trimestre para R\$ 30 bilhões, quase o dobro do mesmo período do ano passado. Quanto aos fundos imobiliários, após fraco desempenho em fevereiro, o volume de emissões atingiu R\$ 5,9 bilhões, nível comparável ao observado no final de 2020.

Figura 8.A. – Emissões no mercado de capitais (R\$ bilhões, real)



Renda Fixa (outros): NPs, LFs, CRAs, CRIs e FIDCs.

Fontes: Anbima, Santander.



INFLAÇÃO

O IPCA de março (divulgado na última sexta-feira, 9 de abril) registrou variação de 0,93% m/m (6,10% a/a), abaixo do consenso de mercado (1,03% m/m), e ainda mais abaixo da nossa projeção (1,08% m/m).

Apesar da surpresa para baixo no índice cheio, as medidas de núcleo continuaram a subir. Destacamos a alta na tendência do núcleo de serviços. Portanto, em nossa opinião, ainda que a surpresa para baixo sugira alguma descompressão para a próxima divulgação do IPCA (abril), em termos de medidas qualitativas a inflação segue preocupante no médio prazo. [Veja detalhes no link¹⁰](#).

Revisamos nossas projeções de IPCA de curto prazo para 0,35% em abril (antes 0,47%), 0,54% para maio (antes 0,32%) e 0,16% para junho (antes 0,37%). Para abril a redução foi baseada nas surpresas com a leitura do IPCA de março, com combustíveis e remédios vindo abaixo do esperado. Para maio, mudamos nossas hipóteses de bandeira tarifária para energia elétrica para vermelha 1 (antes amarela), com junho permanecendo em vermelha 1.

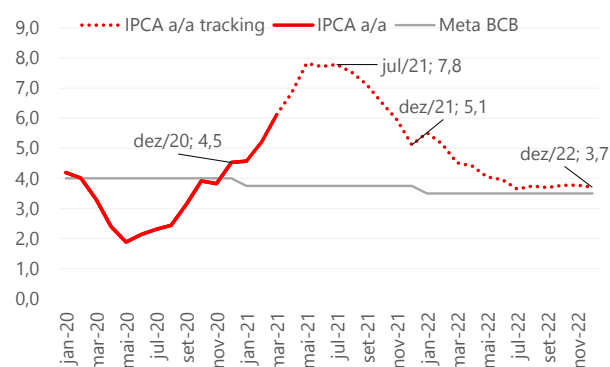
Também revisamos nosso tracking de alta frequência para o fim do ano de 5,0% para 5,1% (com riscos ainda enviesados para cima), na esteira de preços de energia mais pressionados ao longo do ano, dado o cenário mais difícil para a geração de energia hidrelétrica, por conta das chuvas fracas ao longo do período chuvoso que se encerra neste mês. Isso nos fez mudar a bandeira tarifária de dezembro de verde para amarela, gerando impacto de +10 p.b. no IPCA 2021. Sendo assim, continuamos a ver um cenário de inflação pressionada ao longo do ano por conta dos diversos choques recentes (preços de *commodities* em alta, depreciação da taxa de câmbio, rupturas nas cadeias de suprimentos). Para o IPCA 2022, seguimos projetando uma inflação de 3,7%.

Figura 9.A. – Detalhes do resultado do IPCA (%)

	m/m		
	mar/21	Santander	Desv.
IPCA	0,93	1,08	-0,15
Administrados	2,81	2,97	-0,04
Líbvres	0,28	0,44	-0,12
Alimentação no domicílio	-0,17	0,02	-0,03
Industriais	0,82	1,28	-0,11
Serviços	0,12	0,07	0,02
Núcleo EX3	0,41	0,47	-0,06

Fontes: IBGE, BCB, Santander.

Figura 9.B. – Projeção para o IPCA em 12 meses (%)



Fontes: IBGE, BCB, Santander.

¹⁰ Santander Brazil Inflation - “*IPCA March: Lower than Expected, but Not Enough to Change the Unfavorable Outlook*” – (12/abr/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-ipca-mar21>



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.

