

## COMMODITIES, MOEDA E INFLAÇÃO EM ALTA

Ana Paula Vescovi\* e  
Equipe de Macroeconomia  
[anavescovi@santander.com.br](mailto:anavescovi@santander.com.br)  
+55 11 3553 8567

- Nas últimas semanas, os sinais sobre os rumos da política monetária norte-americana seguiram no foco dos mercados financeiros internacionais. Os investidores anteveem uma aceleração no processo de aumento de juros promovido pelo Federal Reserve (banco central norte-americano) na próxima reunião. Por ora, a expectativa predominante é de alta de juros de 50 p.b. nas próximas reuniões do FOMC (comitê de política monetária), mas o mercado já começa a considerar a possibilidade de altas de maior magnitude (75 p.b.), mesmo com membros da ala mais *hawkish* (i.e., preocupados com a inflação) do comitê afirmando que um ajuste desta magnitude é improvável.
- Após ter registrado o melhor desempenho da cesta com as 31 moedas mais negociadas do mundo no 1T22, o real segue superando os pares em abril, com a taxa de câmbio tendo recuado para R\$4,62/US\$ em 20 de abril, patamar mais baixo desde maio de 2020. Em comparação com 7 de abril – data da última edição deste relatório – houve valorização de ~3%. O bom desempenho contrastou com riscos globais importantes, tais como o conflito entre Rússia e Ucrânia, incertezas relativas à corrida presidencial na França, além das perspectivas de um aperto monetário mais célere nos EUA e do resultante fortalecimento do dólar em escala global. Em nossa visão, o desempenho do real deriva da manutenção da tendência ascendente dos preços de *commodities* e de chances de uma política monetária ainda mais contracionista que o indicado pelo BCB, em virtude de surpresas inflacionárias adversas recentes.
- Os preços das *commodities* subiram nas últimas duas semanas, uma vez que a guerra no Leste Europeu continua a elevar os riscos para a oferta global de matérias-primas. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional subiu 2,0% no período de 7 a 20 de abril. Em dólares, o índice subiu 4,9%.
- Nas últimas duas semanas, a curva local de juros nominais registrou um *sell-off* considerável (i.e., elevação generalizada de taxas), especialmente nos vértices mais longos. Tendo como pano de fundo a continuidade do rali nos preços de *commodities*, esta recente elevação nos juros de mercado parece refletir o impacto de leituras desfavoráveis do IPCA (o que pode ter ajudado a reduzir a convicção do BCB em seu plano de vôo de encerrar o ciclo de aperto após mais uma alta de 1,0 p.p. em maio), além dos sinais crescentes de um aperto monetário ainda mais célere nos EUA.
- Calculamos que a massa salarial real “ampliada” caiu 8,0% em 2021, principalmente devido a uma normalização no total de transferências governamentais no ano passado. Para 2022, esperamos alta de 3,2%, impulsionada pela recuperação do mercado de trabalho, a implementação de um novo programa social (Auxílio Brasil) e correção inflacionária das aposentadorias. Avaliamos que o aumento da renda real, em que pese a desaceleração da atividade e a persistência inflacionária, será um dos fatores de sustentação da economia em 2022, principalmente no 1S22.



- Ainda do lado da atividade, a semana passada trouxe sinais mistos para o setor terciário em fevereiro. A atividade varejista ampla surpreendeu positivamente ao subir 2,1% m/m, superando as expectativas do mercado (+1,1%) e mostrando um crescimento generalizado entre as categorias. Por outro lado, a receita real de serviços decepcionou ao recuar 0,2% m/m, abaixo das expectativas do mercado (+0,7%), mas com o enfraquecimento concentrado em alguns segmentos. Para o (ainda não publicado) IBC-Br de fevereiro, agora estimamos uma alta de +0,5% m/m (anteriormente: +0,4%), com nosso *tracking* do PIB do 1T22 mantido em +0,3% t/t.
- Na próxima semana, as atenções se voltam para os dados do mercado de trabalho em março. Na quinta-feira (28 de abril), o Ministério do Trabalho divulgará os dados do CAGED, e nossa estimativa é de +282 mil, de acordo com nosso ajuste sazonal preliminar (janeiro: +216 mil). Na sexta-feira (29 de abril), será divulgada a PNAD: estimamos 0,2 p.p. de redução da taxa de desemprego para 11,1% em nossa série com ajuste sazonal. Além disso, a FGV divulga dados de confiança econômica para abril: os resultados da confiança do consumidor e da confiança da indústria serão divulgados na segunda-feira (25 de abril) e quarta-feira (27 de abril), respectivamente.
- Na parte fiscal, o Ministério da Economia divulgou detalhes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) para 2023, fixando uma meta de déficit primário para o governo central em R\$ 66 bilhões (0,7% do PIB), o que será o décimo resultado anual negativo em sequência. A próxima semana está repleta de publicações de política fiscal.
- Projetamos uma alta de 1,90% m/m para o IPCA-15 de abril, que será divulgado na quarta-feira (27 de abril). Esta será uma inflação muito alta em termos sazonais, levando a tendência da inflação cheia ao patamar de 15% mm3m-a.s.a. No acumulado em doze meses, esse número implica aceleração para 12,21% a/a, maior nível do indicador desde 2003. Contudo, estimamos que este será o pico da inflação em 12 meses para o IPCA-15 neste ciclo.
- Com uma pausa de duas semanas anunciada recentemente na greve de certas categorias no serviço público federal, alguns relatórios macroeconômicos poderão ser divulgados no futuro próximo. A lista inclui os dados de fevereiro do BCB sobre balanço de pagamentos, política fiscal, crédito bancário e atividade econômica. As pesquisas semanais de expectativas entre analistas (Focus), cujos últimos números datam do final de março, estão programadas para publicação na terça-feira (26 de abril). Os números atualizados, principalmente quanto à mediana das projeções de IPCA para 2023, trarão sinais sobre a probabilidade de eventuais mudanças no plano de voo indicado nas últimas comunicações do Copom – a saber, fim do ciclo de aperto com Selic a 12,75%, após uma alta de 100 p.b. em maio.

\*\*\* **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quarta-feira, 20 de abril de 2022**

\*\*\* **Em caso de dúvida sobre termos citados neste relatório, consulte o glossário do Banco Central (BCB):**

<https://bit.ly/BCB-Glossario> e <https://bit.ly/BCB-Moedas>

**Figura 1 – Agenda macro: indicadores internacionais da semana (25/abr – 29/abr)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
Z.Euro: Atividade na Construção Civil (% a/a)	Eurostat	fev/22	Seg, 25-abr	--	4,1
EUA: Envios de Bens de Capitais (% m/m)	USCB	mar/22(p)	Ter, 26-abr	0,4	-0,2
EUA: Pedidos de Bens de Capitais (% m/m)	USCB	mar/22(p)	Ter, 26-abr	0,5	0,3
EUA: Confiança Econômica (pontos)	C.Board	abr/22	Ter, 26-abr	108,3	107,2
EUA: Vendas Novas Casas (mil/ano)	C.Bureau	mar/22	Ter, 26-abr	775	772
China: Lucros da Indústria (% a/a)	NBS	mar/22	Ter, 26-abr	--	4,2
Z. Euro: Indicador de Confiança	EC	abr/22	Qui, 28-abr	108,0	108,5
<b>EUA: PIB (% t/t anualizado)</b>	<b>BEA</b>	<b>1T22</b>	<b>Qui, 28-abr</b>	<b>1,0</b>	<b>6,9</b>
EUA: Núcleo do PCE (% t/t)	BEA	1T22	Qui, 28-abr	5,6	5,0
China: Sondagem PMI Industrial (pontos)	Caixin	abr/22	Qui, 28-abr	47,0	48,1
<b>Z. Euro: Núcleo CPI (%a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>abr/22(p)</b>	<b>Sex, 29-abr</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>
<b>Z. Euro: PIB (% a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>1T22</b>	<b>Sex, 29-abr</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>
EUA: Renda Pessoal (% m/m)	BEA	mar/22	Sex, 29-abr	0,4	0,5
EUA: Gasto Pessoal (% m/m)	BEA	mar/22	Sex, 29-abr	0,7	0,2
<b>EUA: Deflator PCE núcleo (% a/a)</b>	<b>BEA</b>	<b>mar/22</b>	<b>Sex, 29-abr</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>
<b>China: PMI Industrial Oficial (pontos)</b>	<b>NBS</b>	<b>abr/22</b>	<b>Sex, 29-abr</b>	<b>48,0</b>	<b>49,5</b>
China: PMI Serviços Oficial (pontos)	NBS	abr/22	Sex, 29-abr	46,2	48,4

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 16h00 da sexta-feira, 22 de abril.


**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (25/abr – 29/abr)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Confiança do Consumidor (índice)	FGV	abr/22	Seg, 25-abr	--	68,2
Confiança da Construção (índice)	FGV	abr/22	Ter, 26-abr	--	88,8
Confiança da Indústria (índice)	FGV	abr/22	Qua, 27-abr	--	104,2
<b>IPCA-15 (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>abr/22</b>	<b>Qua, 27-abr</b>	<b>1,90</b>	<b>0,95</b>
<b>IPCA-15 (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>abr/22</b>	<b>Qua, 27-abr</b>	<b>12,21</b>	<b>10,79</b>
Relatório Mensal da Dívida (R\$ tri)	STN	mar/22	Qua, 27-abr	--	5,7
Confiança dos Serviços (índice)	FGV	abr/22	Qui, 28-abr	--	77,6
Confiança do Comércio (índice)	FGV	abr/22	Qui, 28-abr	--	72,5
IGP-M (% m/m)	FGV	abr/22	Qui, 28-abr	1,69	1,74
IGP-M (% a/a)	FGV	abr/22	Qui, 28-abr	14,98	14,77
<b>Empregos Formais (milhares)</b>	<b>CAGED</b>	<b>mar/22</b>	<b>Qui, 28-abr</b>	<b>200</b>	<b>328</b>
<b>Empregos Formais (milhares, a.s.)</b>	<b>CAGED</b>	<b>mar/22</b>	<b>Qui, 28-abr</b>	<b>282</b>	<b>216</b>
Resultado Primário – Gov. Central (R\$ bi)	STN	mar/22	Qui, 28-abr	-2,0	-20,6
<b>Taxa de Desemprego (% PEA)</b>	<b>IBGE</b>	<b>mar/22</b>	<b>Sex, 29-abr</b>	<b>11,4</b>	<b>11,2</b>
<b>Taxa de Desemprego (% PEA, a.s.)</b>	<b>IBGE</b>	<b>mar/22</b>	<b>Sex, 29-abr</b>	<b>11,1</b>	<b>11,3</b>
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	mar/22	20 a 27-abr	161,2	148,7
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BCB	fev/22	n.d.*	0,5	-1,0
Transações Correntes (US\$ bi)	BCB	fev/22	n.d.*	-1,6	-8,1
Relatório de Crédito Bancário	BCB	fev/22	n.d.*	--	--
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	fev/22	n.d.*	-8,6	101,8

\* Devido à greve de servidores federais, estas divulgações foram postergadas sem data definida de publicação. No entanto, com uma pausa recentemente anunciada de duas semanas na greve, é possível que estes relatórios pendentes sejam divulgados nas próximas semanas.

Fonte: Santander, Bloomberg. \*\* Consenso de mercado

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

<sup>1</sup> Santander Brasil – Atualização de Cenário– “Surfando a onda (estendida) das commodities” – (14/abr/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-abr22>


**Figura 3 – Glossário macro: convenções e abreviações usadas em nossos relatórios**

Base de comparação	Grafia em português	Grafia em inglês	Exemplo	Ajuste sazonal?
Mensal sequencial	% m/m	% MoM	mai/2021 contra abr/2021	sim
Trimestral sequencial	% t/t	% QoQ-sa	mai-jul/2021 contra fev-abri/2021	sim
Trimestral sequencial anualizada	% mm3m-a.s.a.	% 3MMA-saar	mai-jul/2021 contra fev-abri/2021, “multiplicado” por 4	sim
Acumulado no ano	% acum.	% YTD	jan-ago/2021 contra jan-ago/2020	não
Interanual	% a/a	% YoY	mai/2021 contra mai/2020	não
Segundo trimestre de 2021	2T21	2Q21	abril a junho/2021	--
Segundo semestre de 2021	2S21	2H21	julho a dezembro/2021	--
Pontos base	p.b.	bp	--	--
Pontos percentuais	p.p.	pp	--	--
Dado com ajuste sazonal	a.s.	sa	--	--

Fonte: Santander.



## AMBIENTE INTERNACIONAL

**Os discursos de membros do comitê de política monetária (FOMC, em inglês) do Federal Reserve (banco central norte-americano) vêm evoluindo na direção de uma alta de 50 p.b. (para 0,75-1,00%) na taxa básica de juros (Fed Funds) na reunião de maio.** Até mesmo membros que antes defendiam uma política monetária mais acomodatória sinalizaram que o Fed deve acelerar o ritmo de alta nas próximas duas reuniões, e já indicam levar os juros para perto do nível neutro (estimado em torno de 2,5%) no final do ano. Com isso, os mercados já precificaram altas de 50 p.b. nas próximas duas reuniões, e mais de 25 p.b. em média para as reuniões remanescentes do FOMC em 2022. Por sua vez, os investidores já apreçam a possibilidade de altas em ritmo de 75 p.b., mesmo diante do fato de que membros do Fed (inclusive aqueles que defendem uma política monetária mais restritiva) ainda consideram tal possibilidade remota.

**Na Europa, o conflito entre Rússia e Ucrânia segue no foco da atenção.** Os russos concentraram a maior parte dos ataques no Leste e sul do país, com o objetivo de tomar as regiões separatistas de Donbass e Luhansk e de conquistar um acesso ao mar na cidade de Mariupol. Ambas as partes sinalizaram que as negociações para um acordo de paz não evoluíram positivamente, e que um armistício segue muito distante.

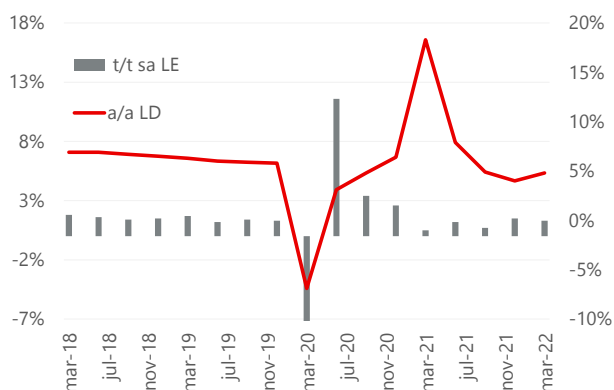
**Na China, as políticas implementadas pelo governo para conter a contaminação pelo coronavírus já estão impactando na atividade, principalmente no setor de serviços.** As restrições também estão começando pesar sobre o bom funcionamento das cadeias produtivas, principalmente por conta de gargalos no porto de Shanghai. Além disso, cresce a insatisfação popular na população confinada.

**Em termos de dados econômicos, os números de inflação ao consumidor de março nos EUA (CPI, divulgado em 12 de abril) vieram um pouco abaixo do esperado, mas ainda assim muito pressionados, com o núcleo se situando em 6,5% a/a, maior patamar desde 1982.** O número marca um provável pico da inflação neste ciclo, ainda que a desaceleração deva ser lenta a partir do mês de abril. Na China, os dados de atividade de março desaceleraram principalmente nas vendas do varejo, que caíram 3,5% a/a. Mas o PIB do 1T22 surpreendeu positivamente, subindo 4,8% a/a. Na área do Euro, novas surpresas positivas nas sondagens empresarias (PMIs) que se mostraram resilientes mesmo diante do conflito no continente. O índice industrial recuou para 55,3 pontos, e o indicador de serviços acelerou para 57,7 pontos.

**Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas de valores tiveram performances mistas ao longo das últimas semanas,** com queda nas bolsas norte-americanas europeias. A curva de juros norte-americana observou forte abertura em todos os vértices e o dólar seguiu se fortalecendo diante das moedas de países de G10.

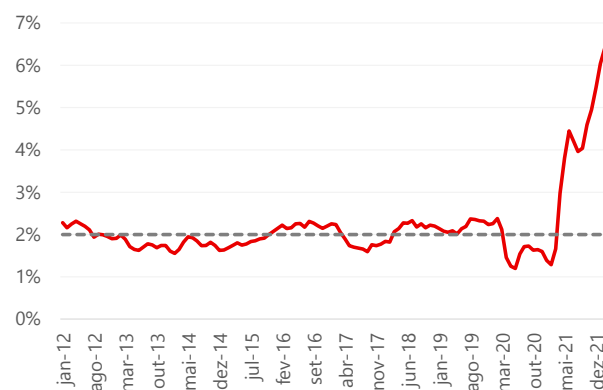
**Na próxima semana, será divulgado o PIB do 1T22 nos EUA, assim como o principal indicador de inflação (PCE) de março.** Na área do Euro também será divulgado o PIB do primeiro trimestre e os dados de inflação (CPI) de março. Na China, serão publicados os números de PMI industrial e de serviços referentes ao mês de abril. Por fim, teremos o segundo turno das eleições presidenciais na França, com as pesquisas de intenção de voto apontando o atual presidente Emanuel Macron como favorito para a reeleição.

Figura 4 – China: variação do PIB



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: Núcleo do CPI a/a



Fontes: Bloomberg, Santander.



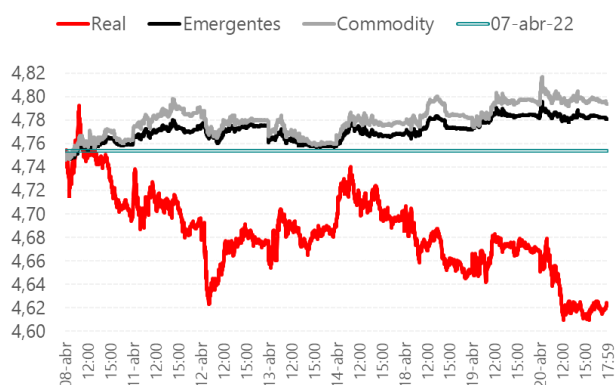
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Após ter registrado o melhor desempenho da cesta com as 31 moedas mais negociadas do mundo no 1T22, o real segue superando os pares em abril, com a taxa de câmbio tendo recuado para R\$4,62/US\$ em 20 de abril, patamar mais baixo desde maio de 2020. Em comparação com 7 de abril – data da última edição deste relatório – houve valorização de ~3%. O bom desempenho contrastou com riscos globais importantes, tais como o conflito entre Rússia e Ucrânia, incertezas relativas à corrida presidencial na França, além das perspectivas de um aperto monetário mais célere nos EUA e do resultante fortalecimento do dólar em escala global. Avaliamos que a recente valorização do real está ligada à manutenção da trajetória altista dos preços de *commodities*, em conjunto com a possibilidade de um grau de aperto monetário superior ao indicado pelo BCB na última reunião do Copom, em meio a números de inflação que continuam surpreendendo de maneira adversa. Apesar da combinação de altos preços de *commodities* e taxa de juros doméstica elevada sustentarem a valorização do real no curto prazo, ainda avaliamos que o ciclo de aperto monetário do Fed vai reduzir o dinamismo do rali das matérias primas e gerar um estreitamento do diferencial de juros (doméstico X externo), contribuindo para um enfraquecimento da moeda nacional, especialmente no 2S22. Seguimos projetando taxa de câmbio de R\$5,00/US\$ para o final de 2022.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

Nas duas últimas semanas, a curva de juros local observou um forte deslocamento para cima, especialmente na parte mais longa. Desde 7 de abril (última edição deste relatório), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) subiu 51 p.b. para 12,67%, enquanto a ponta longa (futuro de DI com vencimento em jan/27) subiu 49 p.b. para 11,80%. A inclinação neste permaneceu praticamente estável em -87 p.b., ainda consideravelmente invertida. Na ponta curta, a leitura do IPCA de março foi consideravelmente adversa (tanto no índice cheio como na composição), registrando alta de 1,62% m/m e surpreendendo o mercado em torno de +30 p.b.. A tendência dos núcleos avançou para em torno de 11% mm3m-a.s.a. Depois desta leitura, a diretoria do BCB parece ter sinalizado menor convicção no plano de voo atual de subir a Selic mais 100 p.b. (para 12,75% a.a.) em maio e parar o ciclo por aí. Nosso cenário já conta com mais uma alta de 50 p.b. in junho (finalizando o ciclo em 13,25%). Estes fatores alimentaram a alta da parte curta da curva de juros no período, com o mercado voltando a apreçar uma alta de 50 p.b. em junho: no mercado de opções, a probabilidade de Selic estável em junho caiu para 27%, ante mais de 60% no início de abril. Na ponta longa da curva, a alta na taxa de juros americana (com os juros das *U.S. Treasuries* de 10 anos em alta de 30 p.b. desde 7 de abril) ajudou a impulsionar os juros domésticos. Discussões sobre gastos fiscais adicionais (e.g., reajuste salarial do funcionalismo) também podem ter contribuído para a alta dos juros longos. Mantemos nossa visão de que, com o ciclo de alta se aproximando do fim e com a inflação do IPCA perto de um pico, a curva de juros local em breve poderá voltar a inclinar, à medida que os desafios macroeconômicos (especialmente fiscais) de médio prazo permanecem e, em particular, as taxas de juros globais deverão seguir em tendência altista.

Figura 6 – R\$/US\$ - Cotações intradiárias

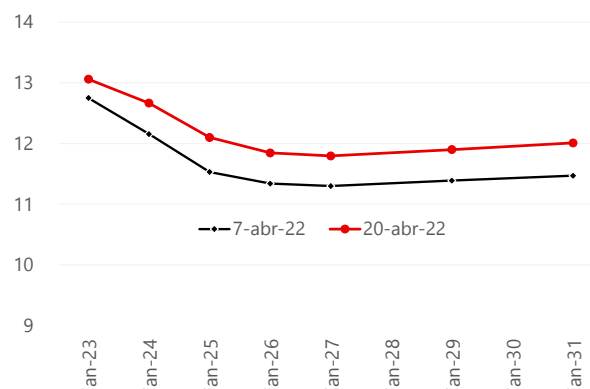


Nota 1: Dados com fechamento na quarta-feira, 20/abr/2022.

Nota 2: Cotação do dólar no Brasil como um "número índice".

Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 7 – Vértices nos futuros de DI (% a.a.)



Nota 3: Dados com fechamento na quarta-feira, 20/abr/2022.

Fontes: Bloomberg, Santander.





## COMMODITIES

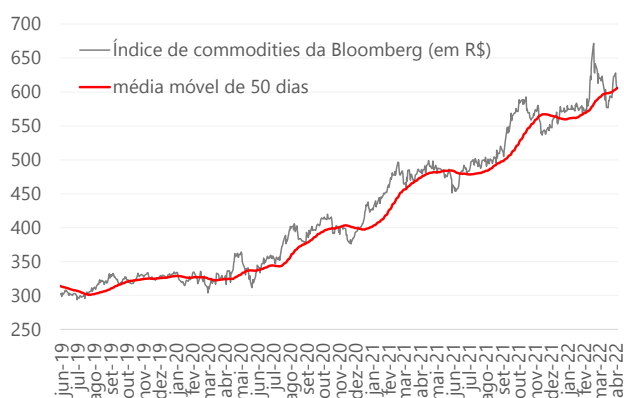
Os preços das *commodities* subiram nas últimas duas semanas, uma vez que a guerra no Leste Europeu continua a aumentar os riscos para a oferta global de matérias-primas. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional subiu 2,0% no período de 7 a 20 de abril. Em dólares, o índice subiu 4,9%, com o Subíndice de Agricultura avançando 5,2%, o Subíndice de Energia ganhando 9,0% e o Subíndice de Metais Industriais caindo 0,2%.

O preço do milho subiu para o maior nível em uma década, como consequência da guerra e das incertezas climáticas. O *bushel* está agora acima de US\$ 8,00, um nível semelhante aos preços de 2012, quando uma forte seca dizimou colheitas em todo o meio oeste dos EUA. Desta vez, o conflito Rússia-Ucrânia prejudicou os embarques da região, um importante centro de exportação da *commodity*. As exportações de grãos da Ucrânia por ferrovias têm sido uma alternativa, mas sua capacidade é limitada a 20% do comércio marítimo normal. Somando-se ao rali, no Brasil a safra de inverno (safrinha) de milho observa riscos devido às chuvas abaixo da média nas últimas semanas. Em suma, a percepção de balanços globais apertados permanece, de modo que qualquer problema adicional na safra do Hemisfério Norte pode levar a novos movimentos de preços.

O óleo de soja também atinge um novo recorde. O clima seco nas principais regiões de cultivo do grão, bem como problemas na Argentina (um dos principais exportadores), pressiona os balanços globais já impactados pelo conflito Rússia-Ucrânia. Os trabalhadores portuários da Argentina decidiram entrar em greve no meio das colheitas de soja e milho, aumentando as preocupações com a oferta global, já que as exportações do país são dependentes do comércio marítimo.

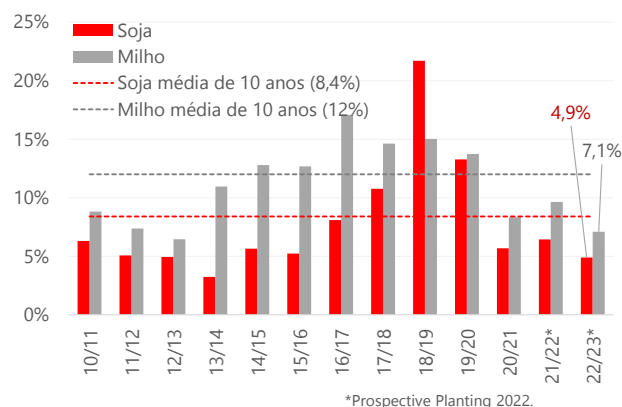
A OPEP+ produziu um volume de barris abaixo da meta em março. A produção russa começou a cair após as sanções impostas pelo Ocidente. O país produziu 10 milhões de barris por dia (b.p.d.) em março, 300 mil b.p.d. abaixo da meta e o nível mais baixo desde o início de 2021. Embora apenas os EUA e o Reino Unido tenham proibido as importações de petróleo russo e seus derivados, outros países compradores estão procurando fornecedores alternativos. Além disso, a produção de petróleo da Líbia caiu 500 mil b.p.d. com o agravamento da crise política que fechou o maior campo de petróleo do país. Ainda vemos o mercado de petróleo em déficit de produção, uma vez que os estoques globais estão baixos e os principais produtores passam por dificuldades para elevar a oferta após anos de baixos investimentos.

Figura 8 – Índice de *commodities* da Bloomberg



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 9 – EUA: Estoque/uso de grãos (%)



Fontes: USDA, Santander.





## ATIVIDADE ECONÔMICA

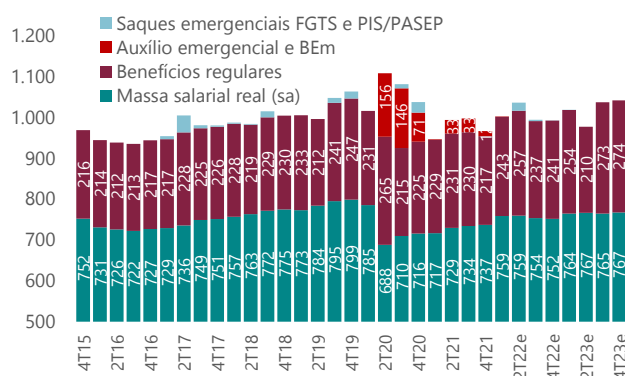
**Atualizamos nossas estimativas para a massa salarial real “ampliada” no Brasil.** A medida abrange renda do trabalho, contribuições previdenciárias e outras transferências governamentais. Desde a última revisão de nossas estimativas, o choque inflacionário reduziu significativamente a renda real do trabalho. Simulamos o impacto na massa salarial real das projeções de inflação e os efeitos do estímulo fiscal. Observamos que a massa salarial real apresentou queda de 8,0% em 2021. Para 2022, esperamos alta de 3,2%, impulsionada pela recuperação do mercado de trabalho, pelo novo programa social (Auxílio Brasil) e pela correção monetária de benefícios previdenciários. Simulamos cenários com 5,0% e 9,0% para o IPCA, o que gerou uma variação de +2,5% (9% IPCA) a +4,6% (5% IPCA). Consideramos o comportamento do mercado de trabalho um fator-chave no processo de recuperação da atividade econômica doméstica este ano, e as perspectivas de inflação seguem afetando diretamente as estimativas de renda. [Veja detalhes no link.](#)

**Serviços decepcionam em fevereiro com mais uma queda.** A receita real dos serviços retraiu 0,2% m/m, abaixo das expectativas de mercado (+0,7%) porém permanecendo 5,4% acima do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020). O resultado de fevereiro implica um carregamento estatístico (*carryover*) de +0,4% t/t para o 1T22, sugerindo uma contínua contribuição positiva dos serviços mais cíclicos para a atividade. [Veja detalhes no link.](#)

**Atividade varejista mostrou crescimento forte e generalizado em fevereiro.** O varejo amplo cresceu 2,1% m/m, acima das expectativas (+1,1%) e superando o patamar pré-pandemia em 1,1%. Os detalhes mostram alta em sete das dez categorias pesquisadas. Em termos trimestrais, o resultado de fevereiro implica para o varejo amplo um *carryover* de +1,8% t/t para o 1T22, sugerindo uma melhora após recentes contribuições negativas do setor de bens para a atividade ampla. [Veja detalhes no link.](#)

**Na próxima semana, os dados do mercado de trabalho de março serão destaque.** Na quinta-feira (28 de abril), o Ministério do Trabalho divulgará os dados de geração de empregos formais do CAGED, e nossa estimativa é de 200 mil. Essa previsão é equivalente a +282 mil a.s., de acordo com nosso ajuste sazonal preliminar (fevereiro: +216 mil). Na sexta-feira (29 de abril), será divulgada a PNAD do IBGE: estimamos a taxa de desemprego em 11,4%, o que implica 0,2 p.p. queda para 11,1% em nossa série com ajuste sazonal. Além disso, a FGV divulga os dados de confiança do consumidor e confiança da indústria na segunda (25 de abril) e na quarta (27 de abril), respectivamente. [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último chartbook.](#)

Figura 10 – Massa salarial real “ampliada” (R\$ bi)



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

Figura 11 – Crescimento anual da massa salarial

	2020	2021	2022(E)	2023(E)	2024(E)
Massa salarial real (inflação baixa)			+4,6%	+2,2%	+2,8%
Massa salarial real (inflação cenário base)	+3,1%	-8,0%	+3,2%	+1,1%	+1,8%
Massa salarial real (inflação alta)			+2,5%	-1,0%	+0,4%

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

<sup>2</sup> Santander Brazil Labor and Fiscal: “Real Wage Bill: Update and Inflation Effect” – (13/abr/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-SPECIAL-041322>

<sup>3</sup> Santander Brazil Economic Activity: “A Negative Surprise for Services in February” – (12/abr/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-04122022>

<sup>4</sup> Santander Brazil Economic Activity: “A Stronger Result, With Widespread Growth” – (13/abr/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-041322>

<sup>5</sup> Santander Brazil: “Resilience in 2022, but with Concerns Regarding 2023” – (19/abr/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-Econact-apr22>



## POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

Em 19 de abril, o Ministério da Economia divulgou os detalhes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) para 2023. Os números apontam para o décimo ano consecutivo de déficit primário do governo central; e a perspectiva é de um resultado primário negativo até (pelo menos) 2024. A lei estabelece meta de déficit primário de R\$ 65,9 bilhões para o governo central em 2023. Para 2024, o PLDO contempla déficit de R\$ 27,9 bilhões; a meta para 2025 fixa um superávit de R\$ 33,7 bilhões. Para 2023, projetamos déficit de R\$ 85 bilhões, abaixo do saldo primário estabelecido pela PLDO. Do lado das despesas, uma diferença significativa entre nossa projeção e os números oficiais é o total de gastos sujeitos ao teto constitucional: o PLDO estima que esse limite crescerá 6,5%, ante 7,9% em nossos cálculos, com base em nossa projeção de inflação (acumulada em doze meses em dezembro de 2022). Isso significa que as despesas do governo central podem se elevar adicionalmente em R\$ 25,2 bilhões, implicando um espaço adicional para despesas em relação ao PLDO. Outro ponto é que o governo não irá contabilizar os pagamentos “extra-teto” de precatórios na meta do saldo primário, apesar do fato de que os encontros de contas permitidos pela PEC dos Precatórios afetarão as estatísticas de saldo primário (estimamos gastos em R\$ 20 bilhões nessa linha para 2023). Além disso, as chamadas “emendas do relator” (RP09), que totalizaram R\$ 16,8 bilhões em 2022, não foram consideradas no PLDO. Acreditamos que o Congresso buscará incluir esse tipo de gasto na votação final do projeto. Em suma, acreditamos que o governo enfrentará dificuldades para acomodar as demandas por gastos na proposta orçamentária de 2023, de modo que o PLDO destaca uma perspectiva fiscal desafiadora para o próximo ano. Outro risco advém das premissas para a atividade real, já que o governo projeta um crescimento real do PIB de 2,5% para 2023 (nossa estimativa é -0,3%), o que significa que as receitas podem eventualmente ser revisadas para baixo à medida em que os dados de atividade apontem para um ritmo menos dinâmico de expansão.

Em 20 de abril, o Fundo Monetário Internacional (FMI) divulgou o Monitor Fiscal, no qual reforçou as perspectivas desafiadoras para as contas públicas no Brasil, apesar de uma melhora nos números em relação às últimas estimativas. O FMI prevê que a dívida bruta/PIB brasileira atinja 94% em 2027 (+6,4 p.p. em relação a 2019). O FMI estima que a diferença entre a dívida brasileira com as economias emergentes em média diminuirá para +19 p.p. em 2027, de +28 p.p. em 2021. No entanto, a distância para o endividamento médio das economias avançadas reduzirá para -18 p.p. em 2027, de -27 p.p. em 2021. O FMI projeta que o país atinja superávit primário apenas em 2025, de forma semelhante ao nosso cenário.

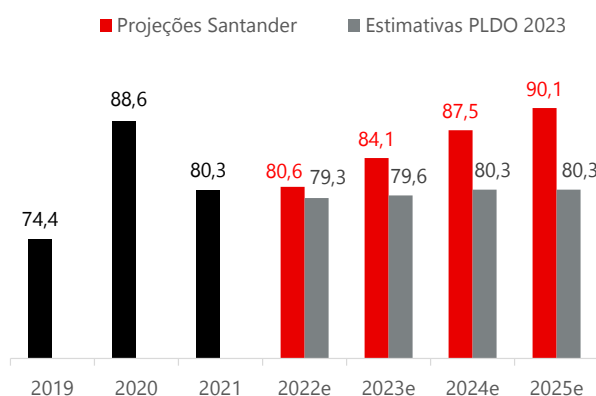
A próxima semana está repleta de publicações de política fiscal. A arrecadação federal de março deve ser divulgada pela Receita Federal na próxima semana, projetamos o melhor resultado para o mês na série real, totalizando R\$ 161,2 bilhões (ou +5% a/a, em termos reais), impulsionada pelos preços mais elevados das *commodities* (especialmente petróleo). No dia 27 de abril (quarta-feira), o Tesouro Nacional divulgará o Relatório Mensal da Dívida de março. No dia 28 de abril (quinta-feira), a autoridade fiscal divulga o resultado primário do governo central: esperamos um déficit de R\$2,0 bilhões em março. No dia 29 de abril (sexta-feira), o BCB poderá divulgar o saldo fiscal do setor público consolidado de fevereiro (ainda em atraso) e março (a ser confirmado).

Figura 12 – Estimativas do PLDO 2023

R\$ bilhões	2023e		Delta (b - a)
	PLDO 2023 (a)	Santander (b)	
<b>Receita Bruta Total</b>	<b>2.230,0</b>	<b>2.237,4</b>	<b>7,4</b>
Transferências a E&M	429,4	429,1	-0,3
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.800,9</b>	<b>1.808,3</b>	<b>7,4</b>
<b>Despesa Primária</b>	<b>1.866,8</b>	<b>1.893,0</b>	<b>26,2</b>
Benefícios previdenciários	849,5	860,2	10,7
Pessoal e encargos sociais	356,4	365,8	9,4
Outras Despesas Obrigatórias	423,9	421,4	-2,5
Desp. Executivo Sujeitas à Programação Financeira	237,0	245,7	8,7
Discricionárias do Executivo	108,2	120,0	11,8
<b>Resultado Primário Gov. Central</b>	<b>-65,9</b>	<b>-84,7</b>	<b>-18,8</b>
<b>Limite do teto de gastos</b>	<b>1.789,1</b>	<b>1.814,3</b>	<b>25,2</b>
IPCA dez % - 2022	6,5	7,9	1,4

Fontes: Ministério da Economia, Santander.

Figura 13 – Dívida bruta (% PIB)



Fontes: Ministério da Economia, Santander.



## INFLAÇÃO

**Projetamos uma alta de 1,90% m/m para o IPCA-15 de abril, que será divulgado na quarta-feira (27 de abril). Esta será uma inflação muito alta em termos sazonais, que levará a tendência da inflação cheia ao patamar de 15% mm3m-a.s.a. No acumulado em doze meses, esse número implica aceleração para 12,21% a/a, maior nível do indicador desde 2003. Contudo, estimamos que este será o pico da inflação em 12 meses para o IPCA-15 neste ciclo.**

Na comparação com o IPCA-15 de março (+0,95% m/m), esperamos uma aceleração em termos mensais, por conta dos preços administrados (+3,69% m/m ante 0,65% mês passado). O principal responsável por essa aceleração no grupo será a gasolina, já que esta leitura deve marcar o impacto máximo do último reajuste. Nos preços livres a inflação deve acelerar para 1,24% m/m (ante 1,06% mês passado). A inflação de alimentos deve ter forte alta, de 2,83% m/m, um pouco acima da última leitura (2,51% m/m). Em bens industriais, a inflação deve permanecer relativamente estável em 1,22% m/m (ante 1,26% em março). Finalmente, serviços devem acelerar para 0,57% m/m (ante 0,31% mês passado). Se estivermos corretos na nossa projeção de serviços dentro do IPCA, a tendência do grupo não deve acelerar consideravelmente (permanecendo ao redor de 8% mm3m-a.s.a.).

Quanto às medidas de inflação subjacente, esperamos que o núcleo IPCA EX3 suba em torno de 0,97% m/m, o que implica uma aceleração tendencial para em torno de 13,0% mm3m-a.s.a. Se esta estimativa se mostrar correta, abril seria o 20º mês consecutivo em que o núcleo EX3 fica acima do centro da meta do BCB (o centro da meta é 3,50% para 2022 e 3,25% para 2023).

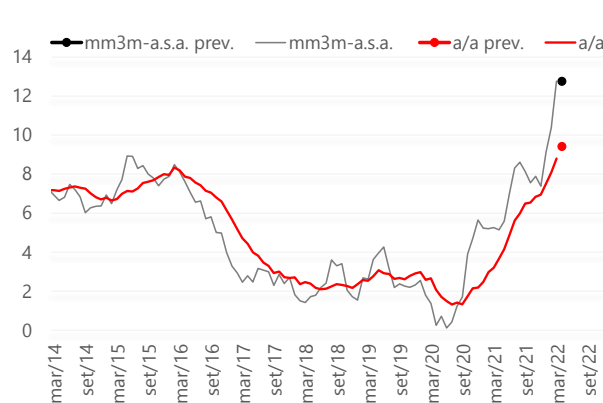
Ainda projetamos recuo da inflação ao longo do 2S22, mas o nível e composição desta provavelmente continuarão como fontes de preocupação. Especialmente tendo em vista o último choque dos preços das *commodities*, mantendo o balanço de riscos com um viés altista, tanto para 2022 como para 2023.

**Figura 14 – Detalhes da projeção do IPCA-15 (%)**

	m/m		a/a	
	abr/22	Contrib.	mar/22	abr/22
<b>IPCA-15</b>	<b>1,90</b>	<b>1,90</b>	<b>10,8</b>	<b>12,2</b>
Administrados	3,69	1,00	14,1	16,5
Livres	1,24	0,90	9,6	10,7
Alim. no dom.	2,83	0,42	12,3	15,2
Industriais	1,22	0,28	13,2	14,1
Serviços	0,57	0,19	6,2	6,6
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,97</b>	<b>0,34</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

**Figura 15 – Núcleo IPCA EX3 (subjacentes\*)**



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: O núcleo IPCA EX3 inclui bens industriais e serviços subjacentes.



## 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*	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 – Commodities	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Fabiana Moreira*	Economist – Credit	fabiana.de.oliveira@santander.com.br	5511-3553-6120
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327

### Global Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro, Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@santander.pl	48-22-534-1888
Rodrigo Park *	Economist – Argentina	rpark@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
Walter Chiarvesio*	Head, Argentina	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Mariana Cahen Margulies*	Head, Brazil	mmargulies@santander.com.br	5511 3553 1684

### 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.



O presente material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não se configura um relatório de análise para os fins da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Ele tem como objetivo único de fornecer informações macroeconômicas e não constitui e não deve ser interpretado como 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. As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes públicas consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não é garantida a sua integridade, confiabilidade, completude ou exatidão dessas informações.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório material refletem única e exclusivamente nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente documento. O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste documento e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

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, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento e expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2022 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.