

INFLAÇÃO NO MAIOR PATAMAR DESDE 2016

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

- O real teve o melhor desempenho entre as principais moedas globais na semana móvel encerrada em 22 de abril. A taxa de câmbio fechou cotada a R\$5,45/US\$, patamar mais baixo (de fechamento) desde o final de fevereiro, refletindo o cenário global em *risk-on* e a solução para o impasse do orçamento 2021. Continuamos avaliando que a incerteza relativa às perspectivas para a dívida pública continuará gerando volatilidade para o real e limitando o espaço para uma valorização expressiva à frente.
- Com praticamente os mesmos determinantes do câmbio, a curva de juros nominal mostrou um forte movimento de *bull-flattening*. Apostas em uma alta de 100 p.b. na taxa Selic para a próxima reunião do Copom foram reduzidas (nossa projeção: 75 p.b.) e prêmio de risco (ainda elevado) na parte longa também recuou levemente.
- Novos casos e mortes por COVID-19 permanecem muito altos, mas a média móvel de 7 dias parece sugerir uma tendência de queda gradual, possivelmente refletindo as medidas mais duras de isolamento social. A campanha de vacinação segue ganhando tração, atingindo uma média diária de 745 mil doses (um pouco acima do nosso cenário base).
- A arrecadação federal teve forte alta de 18,5% a/a em março, impulsionada pelo desempenho dos impostos corporativos. No entanto, esperamos alguma moderação nos próximos meses, devido ao impacto do recrudescimento da pandemia. O Executivo sancionou o Orçamento 2021 com vetos parciais. Na próxima semana, os resultados fiscais de março serão divulgados.
- O IBC-Br surpreendeu positivamente em fevereiro, provavelmente refletindo os bons resultados do setor terciário no mês. O resultado deixou um sólido *carryover* para o 1T21, reforçando a probabilidade de um PIB positivo, mesmo considerando uma provável queda acentuada em março. Para abril, nosso índice proprietário (IGet) aponta para números ligeiramente positivos, porém dificilmente a economia deverá “escapar” de uma contração no 2T21.
- Para a próxima semana, a FGV divulgará os primeiros dados de confiança econômica para abril. Também serão divulgadas as duas principais pesquisas de mercado de trabalho. O CAGED de março sai na quarta-feira (28 de abril), e a PNAD Contínua de fevereiro, na sexta-feira (30 de abril).
- Esperamos que o IPCA-15 de abril (a ser divulgado na terça-feira, 27 de abril) suba 0,62% m/m, equivalente a uma aceleração anual para 6,19% 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 5,3% para o IPCA em 2021.
- Na segunda-feira, dia 26 de abril, os dados do balanço de pagamentos de março serão publicados. Estimamos que o saldo em transações correntes tenha sido deficitário em US\$2,2 bilhões, enquanto o fluxo de investimentos diretos no país deverá ter somado US\$7,5 bilhões. Avaliamos que os números reforçarão a solidez dos fundamentos externos da economia brasileira (em forte contraste com o complicado panorama fiscal).


Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (26-30/abr)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
EUA: Encomendas de Bens Duráveis (% m/m)	C.Bureau	mar/21 (p)	Seg, 26-abr	2,3	-1,2
EUA: Pedidos de Bens de Capitais (% m/m)	USCB	mar/21 (p)	Seg, 26-abr	1,5	-0,9
EUA: Envios de Bens de Capitais (% m/m)	USCB	mar/21 (p)	Seg, 26-abr	1,5	-1,1
China: Lucros da Indústria (% a/a)	NBS	mar/21	Seg, 26-abr	--	20,1
EUA: Confiança do Consumidor (pontos)	C.Board	abr/21	Ter, 27-abr	112,0	109,7
EUA: Balança Comercial (USD bi)	C.Bureau	mar/21	Qua, 28-abr	-87,5	-86,7
EUA: FOMC – Taxa de Juros (% lim. superior)	FED	--	Qua, 28-abr	0,00	0,00
EUA: FOMC – Taxa de Juros (% lim. inferior)	FED	--	Qua, 28-abr	0,25	0,25
EUA: PIB (% t/t anualizado)	BEA	1T21	Qui, 29-abr	6,5	4,3
EUA: Núcleo do PCE (% t/t)	BEA	1T21	Qui, 29-abr	2,4	1,3
China: PMI Serviços Oficial (pontos)	NBS	abr/21	Qui, 29-abr	55,9	56,3
China: PMI Industrial Oficial (pontos)	NBS	abr/21	Qui, 29-abr	51,7	51,9
Z.Euro: Núcleo do CPI (% a/a)	Eurostat	abr/21 (p)	Sex, 30-abr	0,8	0,9
Z.Euro: PIB (% t/t)	Eurostat	1T21	Sex, 30-abr	-0,8	-0,7
Z.Euro: PIB (% a/a)	Eurostat	1T21	Sex, 30-abr	-2,0	-4,9
EUA: Renda Pessoal (% m/m)	BEA	mar/21	Sex, 30-abr	20,0	-7,1
EUA: Gasto Pessoal (% m/m)	BEA	mar/21	Sex, 30-abr	4,1	-1,0
EUA: Deflator núcleo do PCE (% m/m)	BEA	mar/21	Sex, 30-abr	0,3	0,1
EUA: Deflator núcleo do PCE (% a/a)	BEA	mar/21	Sex, 30-abr	1,8	1,4

Fonte: Santander.


Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (26-30/abr)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Transações Correntes (US\$ bi)	BCB	mar/21	Seg, 26-abr	-2,2	-2,3
Investimento Direto (US\$ bi)	BCB	mar/21	Seg, 26-abr	7,5	9,0
IPCA-15 (% m/m)	IBGE	abr/21	Ter, 27-abr	0,62	0,93
IPCA-15 (% a/a)	IBGE	abr/21	Ter, 27-abr	6,19	5,52
Confiança da Construção (índice)	FGV	abr/21	Ter, 27-abr	--	88,8
Confiança do Consumidor (índice)	FGV	abr/21	Qua, 28-abr	--	68,2
Confiança do Comércio (índice)	FGV	abr/21	Qua, 28-abr	--	72,5
Dívida Pública Federal (R\$ bi)	STN	mar/21	Qua, 28-abr	--	5,2
Empregos Formais (milhares)	CAGED	mar/21	Qua, 28-abr	226	401
IGP-M (% m/m)	FGV	abr/21	Qui, 29-abr	--	2,94
IGP-M (% a/a)	FGV	abr/21	Qui, 29-abr	--	31,10
Confiança da Indústria (índice)	FGV	abr/21	Qui, 29-abr	--	104,2
Novas Concessões (%m/m)	BCB	mar/21	Qui, 29-abr	2,0	6,0
Primário Governo Central (R\$ bi)	STN	mar/21	Qui, 29-abr	-1,5	-21,2
Primário Setor Público (R\$ bi)	BCB	mar/21	Sex, 30-abr	0,5	-11,8
Dívida Líquida (% PIB)	BCB	mar/21	Sex, 30-abr	61,1	61,6
Taxa de Desemprego (% PEA)	IBGE	fev/21	Sex, 30-abr	14,8	14,2
Confiança de Serviços (índice)	FGV	abr/21	Sex, 30-abr	--	83,2

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

Notícias sobre uma possível nova rodada de aumento de impostos nos EUA voltaram a agitar os mercados internacionais. Após apresentar um pacote fiscal no valor de US\$ 2,3 trilhões, que deve ser financiado com aumento de impostos corporativos e ainda segue em negociação no congresso, surgiram notícias com detalhes adicionais sobre um outro aumento de impostos, desta vez sobre ganhos de capital de pessoas físicas, com o propósito de financiar um pacote fiscal adicional, ainda não apresentado, focando em investimentos em saúde e educação. Mais informações sobre o projeto fiscal e o aumento de impostos devem vir na semana que vem.

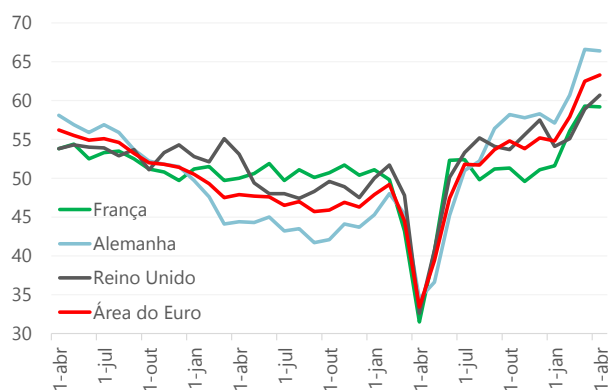
Na Europa, as tensões na fronteira entre a Ucrânia e a Rússia, que vinham aumentando ao longo das últimas semanas, gerando temores quanto à uma possível escalada no conflito, voltaram a ceder com a Rússia anunciando a retirada das suas tropas da fronteira na última quinta-feira

No calendário econômico, a principal divulgação recente foi a dos PMIs de abril na área do Euro. A atividade industrial seguiu em ritmo acelerado, como esperado, com o indicador ficando em 63,3 pontos (ante 62,5 no mês de março). Porém, o maior destaque fica para a atividade de serviços, também surpreendendo positivamente, ficando em 50,3 pontos (ante 49,6 em março). A volta para o nível acima de 50 indica uma atividade em expansão, mesmo em um cenário onde muitos países ainda enfrentam fortes restrições de mobilidade, indicando não apenas uma melhor adaptação do setor de serviços às restrições impostas, mas também uma melhora das perspectivas com progressos na vacinação. Ainda na área do Euro, a decisão de política monetária do Banco Central Europeu resultou em nenhuma mudança, nem na postura de política monetária nem na comunicação. A autoridade segue indicando um ritmo mais forte de compra de ativos no 2T21.

Para a próxima semana, o calendário conta com divulgações importantes nos EUA: o destaque será a decisão de política monetária do banco central norte-americano (Fed), que deve vir com poucas mudanças em relação ao último encontro. Também será divulgado o PIB do 1T21, que deve seguir crescendo em ritmo robusto. Na Europa também será divulgado o PIB do 1T21, que ainda deve vir em contração. Por fim, serão divulgados os números de PMIs de abril da China, que devem continuar apontando para um bom ritmo de atividade na segunda maior economia do mundo.

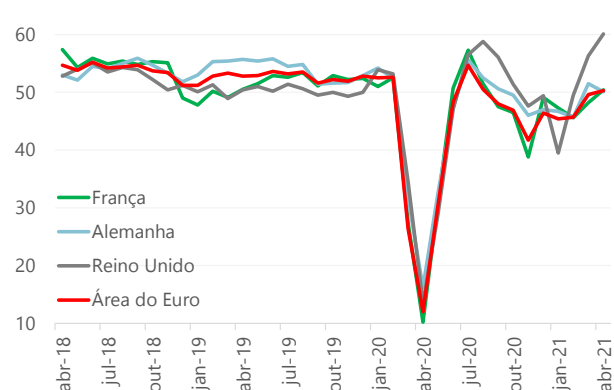
Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas europeias encerraram a semana em alta, enquanto as bolsas norte-americanas ficaram estáveis. A curva de juros norte-americana teve queda tanto nos vencimentos curtos, como nos mais longos. O dólar global encerrou a semana em queda.

Figura 2.A. – Europa – PMI Industrial



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. – Europa – PMI de serviços



Fontes: Bloomberg, Santander.



MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

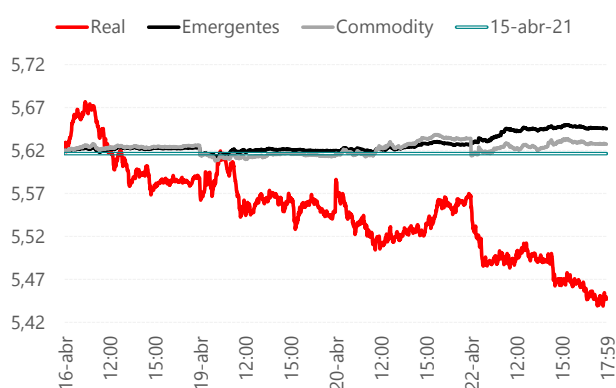
O ambiente internacional permaneceu construtivo para ativos de risco nos últimos dias, apesar do surpreendente anúncio feito pelo banco central do Canadá (BoC, na sigla em inglês) acerca da redução no ritmo de injeção de liquidez (via compra de ativos) e, nos EUA, de indicações de uma possível elevação na carga tributária (mais detalhes na seção Ambiente Internacional). No Brasil, os agentes econômicos viram os poderes Executivo e Legislativo chegando a um acordo quanto ao orçamento de 2021 (mais detalhes na seção de Política Fiscal). Embora as incertezas acerca da (extremamente necessária) consolidação fiscal permaneçam bastante elevadas, a aparente solução para o impasse do orçamento reduziu as chances de problemas maiores, tanto na execução orçamentária quanto no ambiente político.

Esta combinação favorável de acontecimentos nos âmbitos internacional e doméstico fez com que a taxa de câmbio encerrasse a sessão de 22 de abril cotada a R\$5,45/US\$, mostrando o melhor desempenho entre as principais moedas frente ao nível de fechamento de 15 de abril (R\$5,62/US\$). Avaliamos que este desempenho também deriva do padrão de alto *beta* do real (i.e. mostrando variações mais intensas que a média do mercado, em ambas as direções). A taxa de câmbio atingiu seu patamar mais baixo em termos intradiários desde 19 de março. Porém, ainda consideramos que as dúvidas relativas à trajetória da dívida pública continuarão implicando em volatilidade da moeda e limitando o espaço para apreciação significativa do real.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

Com um cenário global favorável a tomada de risco e um alívio (de curto prazo) no fluxo de notícias domésticas, a curva de juros nominal teve um forte movimento de *bull-flattening* (deslocamento para baixo com redução da inclinação). A ponta curta da curva (DI Jan-22) caiu 7 p.b. para 4,63%, enquanto a ponta longa (DI Jan-27) caiu 42 p.b. para 8,42%. Como resultado, a inclinação nesta parte da curva caiu para 379 p.b., vindo de 415 p.b. na quinta-feira anterior. Na ponta curta, sinais mistos para inflação – preços de *commodities* agrícolas e metálicas subiram para máximas históricas, mas o câmbio apreciou. Isto levou o mercado a reduzir a expectativa de um movimento mais *hawkish* por parte do BCB na próxima reunião do Copom. Enquanto o Banco Central continua sinalizando uma alta de 75 p.b. para a Selic em maio (em linha com nossa projeção), o mercado está apreçando uma alta de 83 p.b. Na parte longa, com o desfecho do impasse sobre o orçamento (veja detalhes na seção de Política Fiscal) e um cenário global favorável para ativos de risco, o mercado reduziu um pouco o (ainda elevado) prêmio de risco nas taxas longas. Embora esses fatores alimentem uma queda temporária da taxa de juros longa, acreditamos que esse movimento pode não durar muito, dado que o cenário fiscal de médio prazo segue frágil, o que nos parece compatível com a manutenção de prêmios de risco em patamares elevados.

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

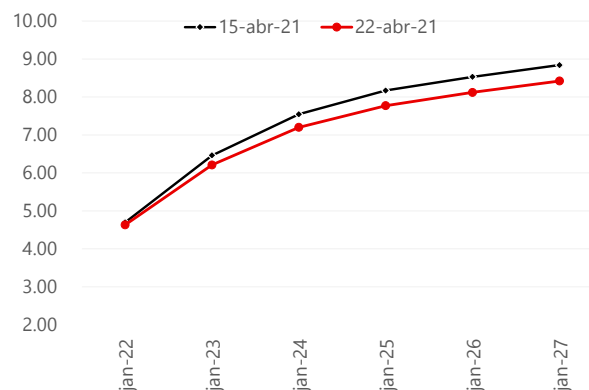


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 22/abr.

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, 22/abr.



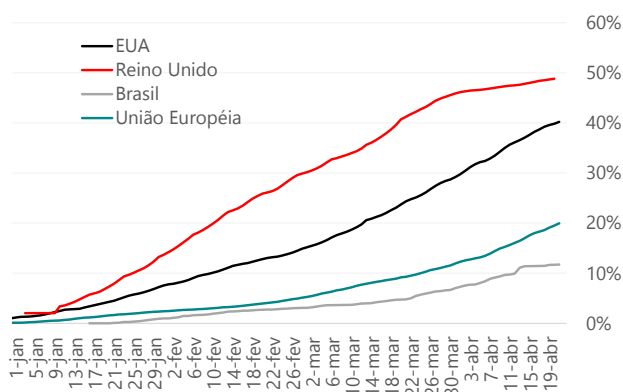
COVID-19

Nos EUA, novos casos estão diminuindo, enquanto as hospitalizações seguem estáveis. A transmissão está diminuindo nos estados do norte. O ritmo de vacinação é atualmente de 3 milhões por dia (média móvel de 7 dias), com quase 40% da população tendo recebido pelo menos uma dose. Este valor é de 49% no Reino Unido e de 20% na União Europeia. Os novos casos estão estáveis ou diminuindo na maioria dos países da Europa Ocidental à medida que as restrições de mobilidade das últimas semanas começam a fazer efeito. No Reino Unido, a reabertura de atividades não essenciais até agora não gerou um ressurgimento de infecções.

No Brasil, o Ministério da Saúde prorrogou o prazo previsto para a vacinação do “grupo prioritário” (de maio para setembro). O grupo prioritário conta com 77 milhões de pessoas, entre idosos, adultos com comorbidades, professores, profissionais de saúde, indígenas, quilombolas, caminhoneiros, agentes de segurança pública. Esta semana foi divulgada a informação de que o Brasil deve receber 4 milhões de doses (AstraZeneca) no início de maio por meio do consórcio COVAX. Outras 4 milhões de doses também podem vir até o final de maio. Este é um desdobramento relevante, uma vez que as doações para o consórcio estão em risco desde que os principais países exportadores sinalizaram priorização da distribuição doméstica.

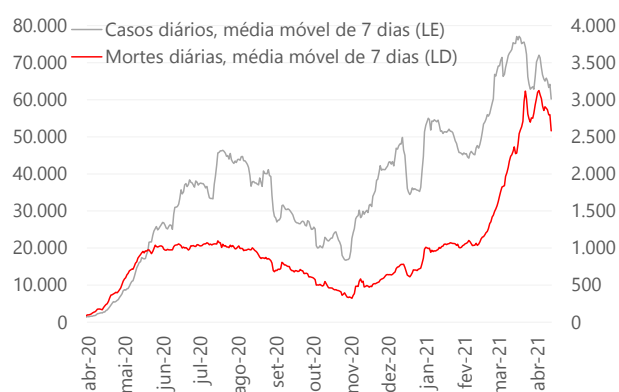
No Brasil, novos casos e mortes por COVID-19 continuam a diminuir na margem, mas seguem em nível bastante alto. A taxa de ocupação da UTI ainda está acima de 90% em 12 estados, ante 16 estados na semana passada. Até quarta-feira (21 de abril), 38 milhões de doses (de 57 milhões entregues) haviam sido aplicadas no país, com o ritmo mais recente de vacinação em 745 mil por dia (média móvel de 7 dias), acima do nosso cenário base. Dados do Ministério da Saúde registram uma média de 64 mil novos casos diários (média móvel de 7 dias) na quarta-feira (21 de abril), queda de 6% em relação à semana anterior, enquanto as mortes diárias (média móvel de 7 dias) totalizaram 2.798, queda de 7% na mesma comparação. Ainda assim, as médias de casos e mortes podem estar um pouco distorcidas (para baixo) em função do feriado nacional de Tiradentes na quarta-feira.

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)



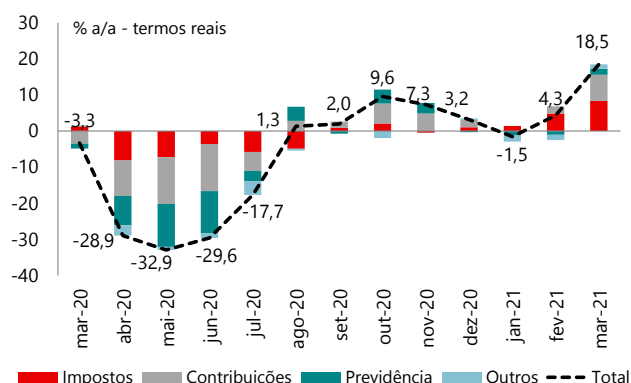
Fontes: Ministério da Saúde, Santander.



POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

Em 20 de abril, a Receita Federal divulgou os dados de arrecadação de impostos federais de março. Foi o melhor resultado para o mês, totalizando R\$ 137,9 bilhões (+18,5% a/a), acima do teto das expectativas do mercado (R\$ 128,9 bilhões). Diante desse resultado robusto, o 1T21 (+4,3% t/t) observou o maior valor de arrecadação da série histórica (1995) para o período em termos reais. Esse bom desempenho foi impulsionado por uma arrecadação extraordinária de R\$ 10,5 bilhões no 1T21, principalmente relacionada às atividades de fusões e aquisições, ofertas iniciais de ações (IPOs), e reestruturação societária. Também houve um efeito importante da alta da inflação (com repasse de custos maior por parte das empresas) e a depreciação cambial (maior arrecadação sobre exportadoras de *commodities* e aumento do valor em reais arrecadado via impostos de importação). Por fim, este dado também reflete a alta da atividade em fevereiro. Nos próximos meses, esperamos certa moderação na arrecadação, devido ao impacto da pandemia e o concomitante aumento das medidas de isolamento social em março, o que deverá se traduzir em redução da atividade econômica e das receitas fiscais. Além disso, em 24 de março, foi anunciado que, para o período de abril a junho, serão diferidos os tributos das empresas participantes do Simples Nacional (regime especial de tributação), totalizando cerca de R\$28 bilhões. Para 2021, considerando o efeito da inflação e dos preços das *commodities* sobre as receitas das empresas, projetamos uma alta da arrecadação de +5,0% a/a, e com viés de alta. No dia 29 de abril, o Tesouro Nacional deve divulgar o resultado primário do governo central de março. Projetamos déficit de R\$1,5 bilhão no mês, com base neste forte resultado da arrecadação. Do lado das despesas, os desembolsos relacionados com a pandemia devem somar R\$ 5,4 bilhões no mês, dos quais R\$ 2,7 bilhões referem-se à aquisição de vacinas. Por sua vez, as despesas discricionárias mantiveram-se reduzidas devido à falta de um orçamento aprovado, o que permitiu a execução de 1/18 das despesas previstas. Se nossa estimativa de março se confirmar, será o melhor resultado para o primeiro trimestre desde 2012. Em 30 de abril, o BCB divulgará o saldo fiscal do setor público consolidado: projetamos um superávit primário de R\$ 0,5 bilhão para março. O Presidente Bolsonaro sancionou o orçamento para 2021 em 22 de abril. As negociações durante a semana entre governo e Congresso resultaram em um acordo de veto parcial (totalizando R\$ 19,8 bilhões), principalmente sobre emendas parlamentares (R\$ 11,9 bilhões), que permitem uma reestimativa mais precisa das despesas obrigatórias que foram eliminadas sem suporte técnico ou aprovação legal prévia (R\$ 26,5 bilhões). Nesse acordo, as emendas parlamentares serão mantidas R\$ 37 bilhões. Além disso, em 20 de março, o Executivo sancionou uma lei (PLN 2/2021) que permitirá ao governo cortar R\$ 9 bilhões em despesas discricionárias, o que ajudará no cumprimento das regras fiscais. Acreditamos que será necessário um contingenciamento adicional em outras despesas discricionárias, resultando em um provável nível de discricionárias abaixo do que consideramos um limite mínimo para o funcionamento adequado dos serviços públicos (R\$ 85 bilhões). O PLN 2/2021 também permitiu ao governo retomar programas como o BEm, de apoio ao emprego formal e o Pronampe, de empréstimos para pequenas empresas. Essas despesas não serão contabilizadas para fins de verificação do cumprimento das regras fiscais (meta de resultado primário e teto de gastos). A partir de agora, o foco será sobre o controle dos gastos do governo para cumprir das regras fiscais.

Figura 5.A. – Arrecadação federal (R\$ bilhões)



Fontes: Receita Federal do Brasil, Santander.

Figura 5.B. – Resumo do orçamento 2021

Ajustes no Orçamento de 2021 - R\$ bilhões	Santander est. Preliminar
1. Ajuste necessário no Orçamento de 2021 (I+II)	35,0
1.1 Ajuste por parâmetros (inflação) e novas despesas (I)	8,4
1.2 Emendas extras (II)	26,5
(-) Adiantamento: abono salarial de 2021 para 2022 (aprovado legalmente)	7,4
Ajuste sem Abono Salarial (III)	27,6
Necessidade extra para cumprir com Teto de Gastos (IV)*	9,7
Vetos presidenciais	
(-) Corte nas despesas discricionárias (do Governo)**	7,9
(-) Corte nas Emendas do Relator	10,5
(-) Corte em outras emendas não obrigatórias	1,4
Total dos Vetos Presidenciais (V)	19,8
Possibilidade de congelar desp. discricionárias (PLN2/2021)*** (VI)	9,0
Necessidade Extra Final (III + IV - V - VI)	8,5
Novas despesas discricionárias (sem emendas e VI não incluídas) ****	85

* Estimativa do Santander sobre insuficiência de orçamento para cumprimento do teto de gastos

** Cortar despesas discricionárias do governo, preservando as emendas parlamentares.

*** Uma nova lei aprovada para congelar despesas discricionárias durante a execução do orçamento.

**** O limite das despesas discricionárias para manter o bom funcionamento dos serviços públicos: R\$ 85 bilhões

Fontes: Ministério da Economia, Santander.



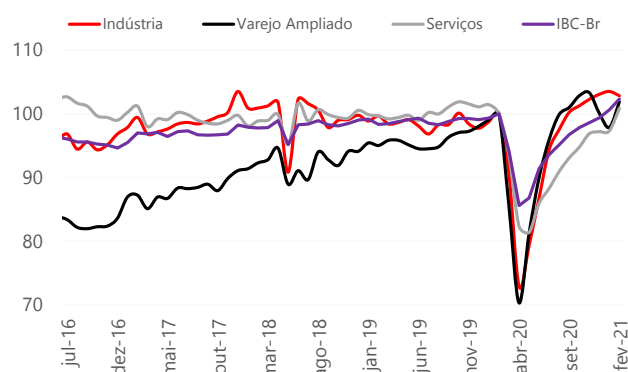
ATIVIDADE ECONÔMICA

O indicador de atividade ampla do Banco Central do Brasil (BCB) surpreendeu positivamente em fevereiro. O IBC-Br registrou sólido ganho mensal de 1,7% m/m-sa, bem acima das expectativas do mercado (0,9%) e consistente com o crescimento do varejo ampliado (4,1%) e da receita real de serviços (3,7%), mais do que compensando a queda da produção industrial (-0,7%). A alta de fevereiro foi a décima consecutiva, colocando a economia em níveis 2,3% acima do patamar pré-pandemia. Este resultado deixa um sólido *carryover* de 3,2% para o 1T21, significando, em nossa visão, que uma contração no 1T21 é improvável, mesmo com nossa expectativa de deterioração da atividade em março. Nosso tracking para o IBC-Br em março é de -4,5% m/m-sa (3,8% a/a). [Veja detalhes no link](#).

Nosso indicador proprietário (IGet) já mostra números positivos para abril, na sequência de quedas de dois dígitos projetadas para março. Com base no IGet, nosso *tracking* para varejo ampliado é de 7,9% m/m-sa (33,8% a/a), enquanto o *tracking* para serviços às famílias é de 0,3% m/m-sa (29,9% a/a). [Veja detalhes no link](#) ⁴. Ainda avaliando os indicadores de atividade de abril, a FGV divulgará na próxima semana os primeiros dados de confiança econômica: os índices para o consumidor e para o comércio serão divulgados na próxima quarta-feira (28 de abril), enquanto o índice para a indústria estará disponível na quinta-feira (29 de abril). [Para detalhes do cenário do Santander para a atividade econômica, consulte nosso último *chartbook*](#) ⁵.

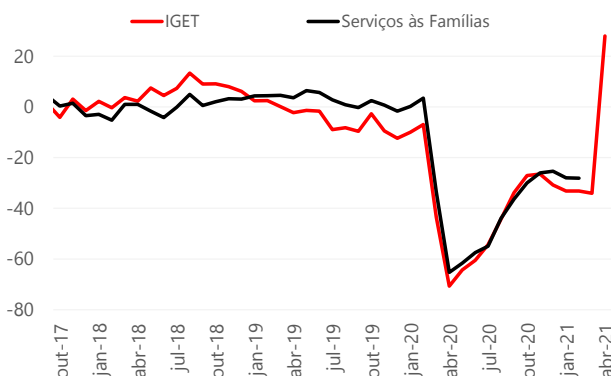
Serão divulgadas na próxima semana as duas principais pesquisas relativas ao mercado de trabalho, o CAGED de março, que sai na quarta-feira (28 de abril), e a PNAD de fevereiro, que sai na sexta-feira (30 de abril). Esperamos uma criação líquida de empregos formais de 226 mil para o CAGED, o que consideramos um número ainda forte. Já para a PNAD, esperamos taxa de desemprego de 14,8%, um número bastante elevado para a taxa de desocupação. [Para mais detalhes sobre a divergência nas estatísticas do mercado de trabalho brasileiro, consulte nosso relatório especial](#) ⁶.

Figura 6.A. – Índices de atividade econômica (sa, fevereiro 2020=100)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 6.B. – IGET-Serviços x serviços às famílias (nsa, a/a %)



Fontes: IBGE, Santander.

² Santander Brazil Economic Activity - “Solid Growth Driven by Tertiary Sector” – (19/abr/2021) – Disponível no “link” (em Inglês): <http://bit.ly/Std-ibcbr-feb21>

³ Santander Brazil Economic Activity - “IGET-Serviços (Prévia): Um fraco começo de trimestre” – (20/abr/2021) – Disponível no “link”: <https://tinyurl.com/m9cfhzye>

⁴ Santander Brazil Economic Activity - “IGET (Prévia): Um discreto começo do 2T21” – (22/abr/2021) – Disponível no “link”: <http://bit.ly/Std-igetprev-abr21>

⁵ 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>

⁶ 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>



INFLAÇÃO

Esperamos que o IPCA-15 de abril (a ser divulgado na terça-feira, 27 de abril) suba 0,62% m/m, o que implica uma aceleração anual para 6,19% a/a (de 5,52% a/a em março), o maior patamar desde 2016.

A maior pressão ainda virá de preços administrados, embora o grupo vá desacelerar em termos mensais (+1,62% m/m vs. +2,66% em março), puxado por uma menor inflação de combustíveis. Bens industriais também devem desacelerar em termos mensais (+0,52% m/m vs. +1,00% em março), mas essa ainda será uma variação alta em termos sazonais, levando a média móvel de 3 meses dessazonalizada e anualizada a se manter em torno de 9,0%. Por outro lado, tanto serviços (+0,22% m/m vindo de +0,08% em março) como alimentação no domicílio (+0,09% m/m vindo de -0,03% no mês anterior) devem acelerar em termos mensais, mas se mantendo em níveis sazonalmente baixos.

Quanto às medidas subjacentes, estimamos que o núcleo IPCA EX3 deve subir +0,43% m/m, o que implicaria relativa estabilidade da tendência (definida pela média móvel de 3 meses dessazonalizada e anualizada) mas ainda em patamar elevado, de aproximadamente 5,3%, nível em que vem girando desde novembro de 2020. Este dado reforça o cenário desfavorável para inflação no curto prazo.

É importante ressaltar o IPCA-15 de abril marcará a variação interanual mais alta desde 2016, e essa aceleração deve continuar até um pico de aproximadamente 8,0% a/a no meio do ano. Depois o IPCA deve desacelerar até chegar em nossa projeção (*tracking* de alta frequência) de 5,3% a/a em dezembro de 2021. Isso significa que o IPCA interanual ficará acima do limite superior da meta de inflação do BCB (meta 3,75% com tolerância de $\pm 1,50\%$) durante a maior parte do ano (10 meses), com uma probabilidade não-negligenciável (e crescente) de finalizar o ano acima do limite superior da meta.

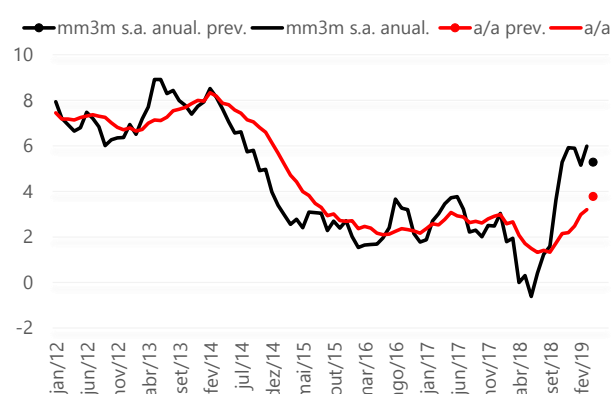
Em relatório recém-publicado (19 de abril, 2021), tratamos do comportamento dos erros de projeção de inflação em sondagens de analistas ([veja detalhes no link 7](#)). Acreditamos que essa é uma ferramenta útil que deve aprimorar o processo de tomada de decisão de participantes de mercado que lidam com projeção de inflação no Brasil (gestores de portfólio buscando otimizar suas posições no mercado, a autoridade monetária buscando gerenciar as expectativas para manter a inflação na meta e até mesmo economistas buscando fazer projeções mais precisas do que o consenso).

Figura 7.A. – Detalhes da projeção do IPCA (%)

	m/m		a/a	
	Santander	Contrib.	mar/21	abr/21
IPCA-15	0,62	0,62	5,5	6,2
Administrados	1,62	0,42	5,3	8,2
Livres	0,28	0,21	5,6	5,5
Alimentação no domicílio	0,09	0,01	18,5	15,0
Industriais	0,52	0,12	4,7	6,3
Serviços	0,22	0,08	1,6	1,5
Núcleo EX3	0,43	-	3,2	3,8

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 7.B. – Projeção do núcleo IPCA EX3 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

⁷ Santander Brazil Inflation Special Report - "The Anatomy of Inflation Expectations in Brazil" – (19/abr/2021) – Disponível no "link" (em Inglês): <http://bit.ly/Std-special-inf-abr21>



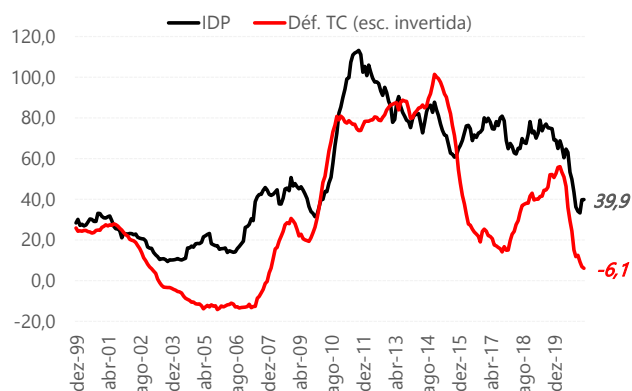
BALANÇO DE PAGAMENTOS

A trajetória de melhora no balanço de pagamentos deve ter continuado em março, de acordo com nossos cálculos. Estimamos que o saldo em transações correntes tenha registrado déficit de US\$2,2 bilhões no mês passado, o que – caso a estimativa seja confirmada – teria levado o déficit acumulado nos últimos 12 meses a recuar para US\$6,1 bilhões frente a US\$6,6 bilhões na divulgação anterior. Não fosse as importações (fictas) de plataformas de petróleo em março, o superávit comercial no período poderia ter sido US\$5,8 bilhões maior do que o registrado (veja detalhes no link⁸). Assim, excluindo este detalhe técnico, calculamos que o saldo em transações correntes acumulado nos últimos 12 meses estaria praticamente equilibrado em março, quadro consistente com nossa projeção de superávit em conta corrente de US\$17,6 bilhões em 2021.

Adicionalmente, estimamos que o fluxo de investimentos diretos no país (IDP) tenha somado US\$7,5 bilhões no mês passado, que significará entrada de US\$39,9 bilhões nos últimos 12 meses frente a US\$34,2 bilhões em dezembro passado. O resultado – se confirmado – também estará compatível com nossa projeção para o ano de 2021 (IDP de US\$60,6 bilhões). Ou seja, além do potencial superávit em transações correntes, a fonte mais confiável de financiamento externo do país também apontará para trajetória de melhora. Esta combinação deverá manter os agentes econômicos confortáveis quando à solidez do balanço de pagamentos brasileiro.

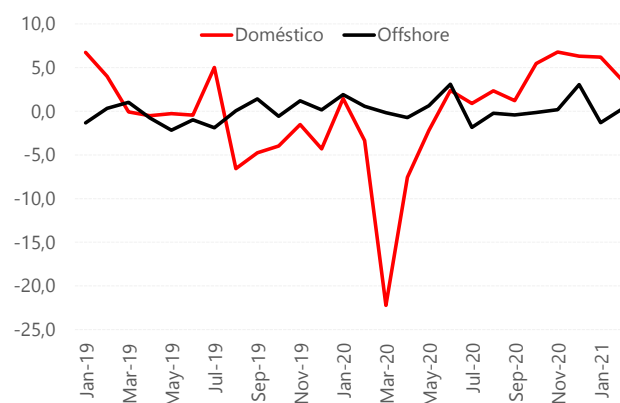
Entretanto, avaliamos que um aspecto do balanço de pagamentos deverá nos lembrar da importância de avançarmos com a agenda de reformas estruturais no país: volume de compras/vendas de ativos financeiros no mercado doméstico feitas por estrangeiros. De acordo com dados preliminares do BCB, houve venda líquida de US\$2,0 bilhões em março. Se confirmado, este terá sido o primeiro registro negativo nesta rubrica desde junho de 2020. Em nossa opinião, não será por acaso, dada a maior nebulosidade no quadro fiscal. Acreditamos que, se o país não prover sinais consistentes de que a dívida pública seguirá trajetória sustentável no médio e longo prazo, os fluxos de saídas de capitais pela conta de portfólio deverão se tornar ainda mais robustos.

Figura 8.A. – Déficit em transações correntes x investimento direto no país (US\$ bi, 12m)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 8.B. – Investimento estrangeiro em portfólio (US\$ bilhões, fluxos mensais)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

⁸ Santander Brazil External Sector - "A (Fake) Negative Surprise" – (01/abr/2021) – Disponível no "link" (em inglês): [http://bit.ly/ Std-external-010421](http://bit.ly/Std-external-010421).



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.

