

## APESAR DOS PESARES, UM PIB FORTE NO 1T21

Ana Paula Vescovi\* e  
Equipe de Macroeconomia  
[anavescovi@santander.com.br](mailto:anavescovi@santander.com.br)  
+5511 3553 8567

- Na semana encerrada em 27 de maio, o real apresentou um dos melhores desempenhos entre as principais moedas, valorizando-se 0,9% frente ao dólar americano, cotado a R\$5,24/US\$. Este movimento decorre da manutenção de um ambiente internacional construtivo e de expectativas otimistas quanto ao panorama econômico doméstico. Os mesmos fatores fizeram a estrutura a termo de taxas de juros no mercado local reduzir a inclinação, com um rali nos vencimentos mais longos.
- No Brasil, as novas infecções e fatalidades por COVID-19 permanecem em níveis elevados. Apesar de uma perda recente de velocidade no processo de imunização, ainda acreditamos que a vacinação irá acelerar novamente em direção ao nosso cenário base de 1 milhão por dia, dado um ritmo de entregas que segue superando a intensidade da distribuição de vacinas.
- O Tesouro Nacional anunciou uma revisão do Plano Anual de Financiamento (PAF 2021), com uma ligeira melhora nas metas de gestão da dívida. Abril foi marcado por um valor elevado de vencimentos, com o resgate total em nível recorde (R\$340 bilhões). Além disso, o governo central registrou o melhor resultado primário desde 2012 para os primeiros quatro meses do ano.
- Embora abaixo de nossa estimativa (US\$6,5 bilhões), o superávit em transações correntes de US\$5,7 bilhões de abril ilustrou a continuidade da trajetória de queda no déficit externo que projetamos para os próximos meses. Os dados da balança comercial de maio serão publicados na terça-feira (1 de junho), e projetamos um superávit de US\$9,8 bilhões, levando o saldo acumulado em 12 meses a US\$62,6 bilhões (dezembro: US\$50,4 bilhões).
- A PNAD mostrou uma taxa de desemprego estável em 14,5%, em termos dessazonalizados. O CAGED de abril indicou que a criação líquida de empregos formais desacelerou em termos dessazonalizados (+34,7 mil em abril, contra +216,5 mil em março). Avaliamos que o mercado de trabalho continua frágil, especialmente considerando o impacto da pandemia sobre os trabalhadores informais.
- O IPCA-15 de maio subiu 0,44% m/m (7,27% a/a), abaixo do consenso de mercado (0,55%) e da nossa projeção (0,56%). Porém, a surpresa baixista foi concentrada em um item muito volátil (passagens aéreas). Em termos qualitativos, continuamos a ver um quadro desfavorável para a inflação, com medidas de núcleo e a índices de difusão girando em níveis historicamente elevados.
- A atividade econômica surpreendeu positivamente no 1T21, mostrando resiliência em meio à retirada dos estímulos fiscais e ao recrudescimento da pandemia. Esses números são consistentes com uma perspectiva mais positiva para o crescimento do PIB no trimestre (a ser divulgado na próxima terça-feira, 1 de junho). Elevamos nossa projeção para +0,9% t/t-sa (0,5% a/a) de +0,4% t/t-sa (-0,2% a/a). Para a próxima semana, o IBGE divulgará também o seu primeiro dado oficial de atividade econômica do 2T21: a produção industrial deve sair na próxima quarta-feira (2 de junho), e esperamos uma leve queda mensal (-0,3% m/m-sa), indicando um fraco começo de trimestre no setor manufatureiro.


**Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (30/mai - 04/jun)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: PMI Serviços Oficial (Pontos)	NBS	mai/21	Dom, 30-mai	55,1	54,9
<b>China: PMI Industrial Oficial (Pontos)</b>	<b>NBS</b>	<b>mai/21</b>	<b>Seg, 30-mai</b>	<b>51,2</b>	<b>51,1</b>
China: PMI Composto Oficial (Pontos)	NBS	mai/21	Seg, 30-mai	--	53,8
China: Sondagem PMI Industrial (pontos)	Caixin	mai/21	Seg, 31-mai	51,9	51,9
Z. Euro: Taxa de Desemprego (%PEA)	Eurostat	abr/21	Ter, 01-jun	8,1	8,1
<b>Z. Euro: Núcleo CPI (%a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>mai/21</b>	<b>Ter, 01-jun</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>
<b>EUA: ISM Industrial</b>	<b>ISM</b>	<b>mai/21</b>	<b>Ter, 01-jun</b>	<b>60,8</b>	<b>60,7</b>
EUA: ISM Preços Pagos	ISM	mai/21	Ter, 01-jun	89,3	89,6
China: Sondagem PMI Composto (pontos)	Caixin	mai/21	Qua, 02-jun	--	54,7
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	mai/21	Qua, 02-jun	56,0	56,3
<b>EUA: ISM Serviços</b>	<b>ISM</b>	<b>mai/21</b>	<b>Qui, 03-jun</b>	<b>63,0</b>	<b>62,7</b>
Z. Euro: Vendas no Varejo (%m/m)	Eurostat	abr/21	Sex, 04-jun	25,0	12,0
<b>EUA: Geração de empregos líquidos (mil)</b>	<b>BLS</b>	<b>mai/21</b>	<b>Sex, 04-jun</b>	<b>659</b>	<b>266</b>
<b>EUA: Taxa de Desemprego (%)</b>	<b>BLS</b>	<b>mai/21</b>	<b>Sex, 04-jun</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>

Fonte: Santander.

**Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (31/mai - 04/jun)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Resultado Nominal - Setor Público (R\$ bi)	BCB	abri/21	Seg, 31-mai	18,2	5,0
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	abri/21	Seg, 31-mai	--	-44,5
Dívida Líquida - Setor Público (% PIB)	BCB	abri/21	Seg, 31-mai	60,6	61,3
Confiança do Comércio (índice)	FGV	mai/21	Seg, 31-mai	--	84,1
Confiança de Serviços (índice)	FGV	mai/21	Seg, 31-mai	--	81,7
Confiança do Empresariado (índice)	FGV	mai/21	Seg, 31-mai	--	89,8
<b>PIB (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>1T21</b>	<b>Ter, 01-jun</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>
<b>PIB (% t/t)</b>	<b>IBGE</b>	<b>1T21</b>	<b>Ter, 01-jun</b>	<b>0,9</b>	<b>3,2</b>
<b>PIB acumulado em 4 trimestres (%)</b>	<b>IBGE</b>	<b>1T21</b>	<b>Ter, 01-jun</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,1</b>
Balança Comercial (US\$ bi)	SECINT	mai/21	Ter, 01-jun	9,8	10,3
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	mai/21	Ter, 01-jun	--	175,1
<b>Produção Industrial (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>abr/21</b>	<b>Qua, 02-jun</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,4</b>
<b>Produção Industrial (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>abr/21</b>	<b>Qua, 02-jun</b>	<b>36,6</b>	<b>10,5</b>

Fonte: Santander.

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

<sup>1</sup> Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “Estímulo monetário deve se encerrar em breve” – (20/mai/21) – Disponível no “link”: <http://bit.ly/Std-revcenario-mai21>



## AMBIENTE INTERNACIONAL

Na semana após a divulgação da ata da última decisão de política monetária do banco central norte-americano (Fed), que veio com um tom menos acomodatório, com membros falando em reduzir o ritmo de compras de ativos, diversos membros do Fed adotaram discursos nesta direção. O principal destaque ficou para Richard Clarida, vice-presidente do Fed, que costuma ser dos membros que mais defendem políticas monetárias acomodatórias, argumentando que havendo progresso nos dados, chegará o tempo de discutir a redução do ritmo de compras de ativos, inclusive dentro de alguns meses.

Por outro lado, na área do Euro, diversos membros do banco central europeu (ECB) discursaram e sinalizaram que devem manter o ritmo de compras de ativos num ritmo mais acelerado no terceiro trimestre deste ano, mantendo o grau de estímulo elevado. A decisão será no mês de junho, mas o ECB já sinalizou que seguirá neste caminho.

Na China, o principal destaque da semana veio do governo, que em algumas ocasiões se mostrou incomodado com os elevados preços das *commodities*, principalmente com os seus potenciais impactos na inflação. A preocupação provocou turbulências nos mercados globais, uma vez que o país é o principal importador de *commodities*.

No calendário econômico, tivemos a divulgação dos números de encomendas de bens duráveis nos EUA, ficando bem abaixo do esperado, puxadas pelas encomendas de peças de automóveis, que estão sofrendo por conta dos problemas nas cadeias produtivas globais. Os núcleos vieram fortes e seguem apontando para uma atividade aquecida no país. Na China, os números de lucro industrial de abril ficaram em 57,0% a/a, caindo de 92,3% a/a em março. O número ainda está sendo impactado pelo efeito-base, por conta de dados fracos em 2020, mas já refletem uma maior pressão no lucro das empresas oriunda dos elevados preços das *commodities*.

Para a próxima semana, o calendário conta com divulgações importantes, com destaque para os números de mercado de trabalho de maio nos EUA, que serão acompanhados de perto após uma decepção em abril. Também serão divulgados os dados de ISM industrial de maio nos EUA, PMI Industrial de maio na China, inflação e vendas no varejo de abril na área do euro.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em alta. A curva de juros norte-americana ficou bastante volátil e encerrou a semana com a parte mais curta estável e com leve fechamento nos vencimentos mais longos. O dólar global encerra a semana com leve alta frente às moedas de países de G10.

**“Haverá um momento nas próximas reuniões em que estaremos no ponto de podermos começar a discutir a redução do ritmo de compras de ativos” – Richard Clarida (Vice-Presidente do Fed)**



## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

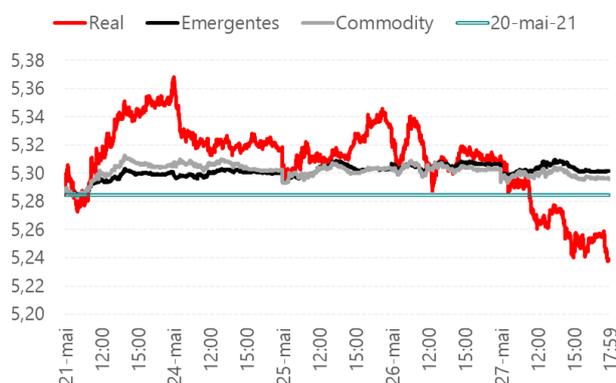
Na semana encerrada em 27 de maio, o real apresentou um dos melhores desempenhos entre as principais moedas mundiais, valorizando-se 0,9% frente ao dólar, sendo cotado a R\$5,24/US\$. Em nossa opinião, o movimento foi consequência da manutenção do ambiente internacional relativamente favorável e de conjecturas mais otimistas relativas ao crescimento da economia local e ao panorama da dívida do governo.

O modo *risk-on* (busca por ativos financeiros de maior risco) prevaleceu no âmbito internacional a despeito do ressurgimento de algumas preocupações no noticiário, tais como discussões iminentes sobre a retirada de estímulos monetários nos EUA, restrições creditícias (e “macroprudenciais”) na China e alguma realização de lucro nos mercados de *commodities*. Nenhuma delas foi capaz de alterar dramaticamente o nível de aversão a risco nesta semana, com o índice VIX – medida de aversão a risco dos investidores – tendo recuado para 16,7% frente a 20,7% no dia 20 de maio. Ao mesmo tempo, a divulgação de dados de atividade doméstica que reforçaram um maior otimismo quanto à dinâmica de crescimento em 2021 – que poderia trazer também algum alívio no âmbito fiscal – também ajudaram o real a cravar o quarto melhor desempenho entre as principais moedas mundiais no período.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A inclinação da curva de juros nominal teve a inclinação reduzida de forma relevante nessa semana. A ponta curta da curva (DI Jan-22) caiu 1 p.b. para 4,98%, enquanto a ponta longa (DI Jan-27) caiu 32 p.b. para 8,50%. Como resultado, a inclinação neste trecho diminuiu 31 p.b. para 352 p.b. Na ponta curta da curva, apesar da surpresa para baixo no IPCA-15 de maio, as medidas subjacentes, como núcleos e difusão, permaneceram consideravelmente desfavoráveis (veja detalhes na seção de Inflação), de forma que o mercado não alterou sua visão (*hawkish*) sobre as perspectivas para a política monetária de curto prazo. Na parte longa, embora o cenário fiscal de médio prazo siga frágil, o mercado continuou a reduzir parte do prêmio de risco embutido nas taxas de juros longas. Em nossa visão, esse movimento está relacionado a um otimismo crescente do mercado quanto ao crescimento do PIB, particularmente em termos nominais, que deve ajudar a relação dívida bruta/PIB a ficar mais baixa do que se estimava há alguns meses. Lemos este movimento como pontual – e vindo em boa parte por uma causa desfavorável: inflação maior --, enquanto o cenário fiscal de médio prazo segue arriscado e ainda dependente do avanço da agenda de reformas.

Figura 2.A. – R\$/US\$ - Cotações intradiária

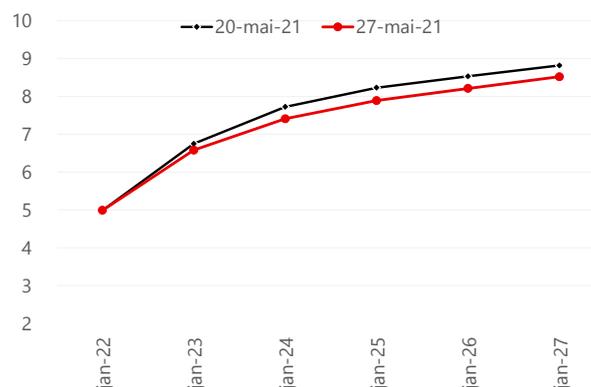


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 27/mai.

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, 27/mai.



## COVID-19

Nos EUA, o ritmo de vacinação tem diminuído e está atualmente em 1,7 milhão por dia (média móvel de 7 dias), com quase 49% da população tendo recebido pelo menos uma dose. Este número é de 56% no Reino Unido e 35% na União Europeia. No Reino Unido, uma revisão na flexibilização final do lockdown em 21 de junho está sendo discutida, uma vez que a variante indiana já se tornou a dominante no país.

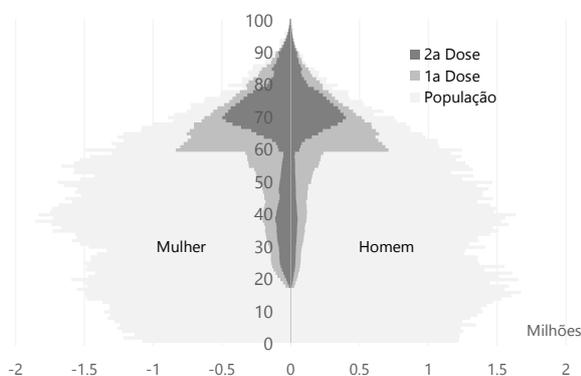
**Ministério da Saúde apresenta novo pedido de importação de Covaxin.** A Anvisa, Agência Nacional de Vigilância Sanitária, recebeu nesta segunda-feira (24 de maio) o pedido para importação de 20 milhões de doses. A agência terá 7 dias para decidir. Enquanto isso, o cronograma oficial do governo de entregas de vacinas revisou o número de junho para 44 milhões de doses (de 52 milhões). Dessa forma, a incerteza quanto à chegada dos insumos importados continua a trazer riscos para o cronograma do Plano Nacional de Imunizações.

**No Brasil, novas infecções e fatalidades por COVID-19 permanecem em níveis elevados.** A taxa de ocupação da UTI está acima de 90% em 8 estados, um aumento em relação a 6 estados na semana passada (pico de 18 estados na pior fase). Até quarta-feira (26 de maio), 65 milhões de doses (de 100 milhões entregues) haviam sido aplicadas no país, com o ritmo de vacinação em 637 mil por dia (média móvel de 7 dias). Apesar de lenta, ainda acreditamos que a vacinação aumentará novamente em direção ao nosso cenário base de 1 milhão por dia, na medida em que o ritmo de entregas continua acima do ritmo de vacinação, elevando os estoques para perto de 35 milhões de doses.

**A mobilidade cresceu ligeiramente na margem.** Nosso indicador de *lockdown* (com base no Relatório de Mobilidade do Google) vem mostrando desde abril uma consistente tendência de queda, atingindo recentemente 15,8 pontos (média móvel 7-dias, 9 de maio). Essa melhora decorre principalmente do aumento da mobilidade em categorias que sugerem uma estreita ligação com as atividades econômicas como Locais de Trabalho (que já está de volta aos níveis pré-pandemia) e Estações de Trânsito. Após atingir recentemente 16,4 pontos (14 de maio), o índice de *lockdown* declinou discretamente para 16 pontos (20 de maio), indicando que, apesar de a mobilidade estar aumentando, a velocidade desse processo mostra certa acomodação. Antes de uma vacinação mais disseminada, o risco de aumento das infecções deve ser monitorado nesse processo de reabertura.

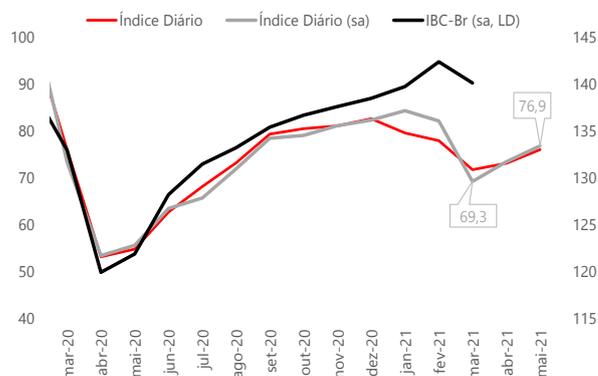
**Indicador diário de atividade continua melhorando ao longo do 2T21.** O índice - baseado em dados diários de consumo de energia, venda de carros e mobilidade - vem melhorando desde abril, apresentando tendência de alta nas últimas semanas. Em bases mensais, após ajuste sazonal, o índice cresceu 6,1% em maio (4,6% em abril), insuficiente para compensar integralmente as perdas de março (-15,7%) e posicionando o índice em níveis ainda 6,5% abaixo de fevereiro deste ano.

**Figura 3.A. – Vacinação por idade e gênero (24 de maio de 2021)**



Fontes: PNAD, dataSUS, @eliaskrainski, Santander.

**Figura 3.B. – Índice diário de atividade em base mensal\* (fev/20=100)**



Fontes: Google, Apple, Fenabreve, ONS, Santander.

\* Dados disponíveis até 20 de maio, 2021. Ajuste sazonal implementado utilizando os fatores sazonais do IBC-Br.



## POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

O Tesouro Nacional anunciou uma revisão do Plano Anual de Financiamento (PAF 2021), com uma ligeira melhora nas metas de gestão da dívida. Abril foi marcado por um valor elevado de vencimentos da dívida, com o resgate total em nível recorde (R\$340 bilhões). O governo central registrou o melhor resultado primário desde 2012 para os primeiros quatro meses do ano.

Em 26 de maio, o Tesouro divulgou a revisão do PAF 2021. No perfil da dívida, a instituição pretende ampliar a participação total dos títulos LFT (taxa flutuante) e NTN-B (índice de preços) na composição da dívida, em linha com a demanda atual por títulos, tendo em vista a alta tanto da inflação quanto da taxa Selic. Em contraste, o valor esperado para títulos prefixados no total diminuiu (ver Figura 4.A.). A previsão para o prazo médio apresentou ligeira melhora, devido à nova composição da dívida prevista pelo Tesouro (NTN-B tem prazo médio maior). Além disso, o total da dívida pública federal caiu R\$ 100 bilhões, na esteira de uma emissão recorde até abril (R\$ 672 bilhões), somada às devoluções de recursos pelo BNDES ao Tesouro no valor de R\$ 100 bilhões em 2021 (até abril totaliza R\$ 38 bilhões), bem como a desvinculação de fundos públicos (permitida pela PEC Emergencial), que aumentou as reservas de liquidez (R\$ 140 bilhões) e ajudou na gestão da dívida. Em nossa visão, embora as perspectivas para a gestão da dívida tenham melhorado no curto prazo, ela continua desafiadora no médio prazo, e continua dependendo da manutenção do atual arcabouço fiscal, do nível de reserva de liquidez do Tesouro, bem como de condições de mercado favoráveis. Adicionalmente, o Tesouro Nacional divulgou (em 26 de maio) o Relatório Mensal da Dívida de abril de 2021. O mês foi marcado por um nível recorde de resgate da dívida, que totalizou R\$ 340 bilhões, impulsionado pelo vencimento da LTN Abril/21 de R\$ 284 bilhões. Abril foi o pico mensal dos vencimentos de títulos em 2021. As novas emissões de dívida alcançaram R\$ 173 bilhões, o terceiro maior valor em termos nominais. Como resultado final, o estoque total da dívida caiu 2,6% em abril. No entanto, o nível de endividamento deve seguir subindo nos próximos meses. A reserva de liquidez da dívida pública diminuiu R\$ 150 bilhões em abril (totalizando R\$ 969 bilhões). O nível atual de reserva é suficiente para 9,9 meses à frente de vencimento.

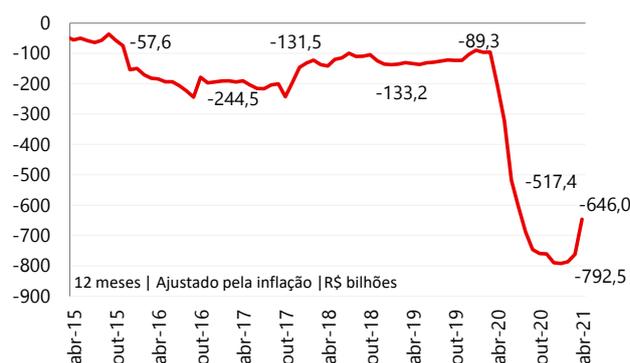
O governo central registrou superávit primário de R\$ 16,5 bilhões em abril de 2021. No acumulado do ano, foi o melhor resultado primário desde 2012. No período, a receita total cresceu 16,6% a/a em termos reais, considerando o resultado positivo da arrecadação federal (impulsionada pela inflação e depreciação cambial), além de receitas extraordinárias. A despesa total caiu 12,2% a/a (-34,4% a/a em abril). Do lado das despesas, um fator importante foi o menor nível de gastos discricionários (-35,2% a/a no ano) - atualmente no menor nível nominal em 12 meses (R\$ 98,5 bilhões). Por sua vez, o déficit em 12 meses atingiu R\$ 646 bilhões (7,9% do PIB). Para 2021, estimamos déficit primário do governo central de R\$ 265 bilhões (3,1% do PIB). A nosso ver, o resultado primário poderá ser um pouco melhor que nossa projeção atual, em função do nosso viés de alta sobre a atividade e do efeito mais intenso da inflação sobre a arrecadação federal, ambos elevando as receitas. No entanto, entendemos que é preciso cuidado ao se extrapolar as últimas surpresas positivas nas receitas para o ano todo. Em 31 de maio, o Banco Central divulgará os números fiscais do setor público: projetamos superávit primário consolidado de R\$ 18,2 bilhões para abril.

Figura 4.A. – Plano anual de financiamento (PAF)

Indicadores	2020	PAF 2021 (Jan/21)		PAF 2021 (revisado)	
		Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
Dívida Pública Federal (R\$ bi)	5.010	5.600	5.900	5.500	5.800
<b>Composição (% da DPF)</b>					
Prefixados	34,8	38,0	42,0	31,0	35,0
Índices de Preços	25,3	24,0	28,0	26,0	30,0
Taxa Flutuante	3,8	28,0	32,0	33,0	37,0
Câmbio	5,1	3,0	7,0	3,0	7,0
<b>Estrutura de Vencimentos</b>					
% Vencendo em 12 meses	27,6	24,0	29,0	22,0	27,0
Prazo Médio (anos)	3,6	3,2	3,6	3,4	3,8

Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

Figura 4.B. – Saldo primário do governo central



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.



## ATIVIDADE ECONÔMICA

A atividade econômica surpreendeu positivamente no 1T21, mostrando resiliência em meio à retirada dos estímulos fiscais e ao recrudescimento da pandemia. Esses números são consistentes com uma revisão altista da nossa projeção de crescimento do PIB no 1T21 para +0,9% t/t-sa (0,5% a/a), ante +0,4% t/t-sa (-0,2% a/a). Se confirmada nossa projeção na divulgação marcada para a terça-feira (1 de junho), o carregamento estatístico (*carryover*) será de 4,5% para o PIB de 2021, colocando a economia em patamares 0,4% abaixo do pré-pandemia (4T19). Ademais, acreditamos que os números já positivos do setor terciário no 2T21, juntamente com a materialização dos primeiros efeitos da nova rodada do auxílio emergencial, apontam para uma atividade melhor do que o esperado no 1S21. Portanto, esses números implicam sólidos riscos altistas para nossa projeção atual para o PIB de 2021 (3,6%). [Veja detalhes no link<sup>2</sup>.](#)

Segundo o IBGE, a PNAD apontou taxa de desemprego de 14,7% em março, um pouco acima da nossa estimativa (14,5%) e do consenso de mercado (14,6%). Calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal permaneceu estável em 14,5%, após aumentos de +0,2% m/m sa, tanto na população ocupada quanto na PEA. A taxa de participação ficou em 56,1% (sa), também estável em relação ao resultado de fevereiro, e segue em patamar deprimido. O CAGED de abril indicou que a criação líquida de empregos formais foi de +120,9 mil (consenso: +161,8 mil; estimativa Santander: +206,0 mil). Após recordes consecutivos de setembro de 2020 a fevereiro de 2021, este é o segundo resultado consecutivo do CAGED que não é o mais alto da série para o mês. Estimamos que a criação líquida de empregos formais com ajuste sazonal caiu para +34,7 mil em abril, de +216,5 mil em março. Avaliamos que o mercado de trabalho continua frágil, especialmente considerando o impacto da pandemia sobre os trabalhadores informais, não captados pelo CAGED. Apesar de ainda enfrentar problemas na coleta de dados neste período de pandemia, a PNAD ainda é o único indicador que sinaliza a atual precariedade do mercado de trabalho informal, que responde por mais de 40% do total de empregos em tempos de normalidade. Portanto, consideramos que o mercado de trabalho ainda apresenta considerável ociosidade, que devem diminuir apenas com uma retomada mais consistente da mobilidade. [Veja detalhes no link<sup>3</sup>.](#)

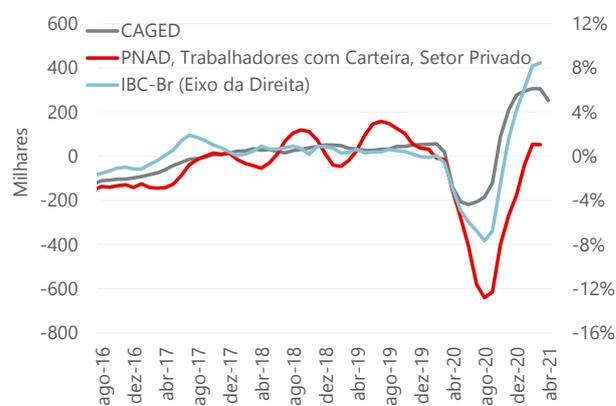
Para a próxima semana, o IBGE divulgará também o primeiro dado oficial de atividade econômica do 2T21. A produção industrial deve sair na próxima quarta-feira (2 de junho), e esperamos uma leve queda mensal (-0,3% m/m-sa), destacando um início de trimestre fraco para o setor. Em nossa opinião, a indústria continuará a sofrer com o impacto prolongado da pandemia e com a escassez generalizada de insumos na indústria, ainda criando um entrave à recuperação. [Para detalhes do cenário do Santander para a atividade econômica, consulte nosso último \*chartbook\*<sup>4</sup>.](#)

Figura 5.A. – Decomposição da projeção do PIB

	4Q20			1T21E	
	Pesos	% a/a	% t/t	% a/a	% t/t
<b>PIB</b>	<b>100%</b>	<b>-1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>
<b>Oferta</b>					
Impostos	15%	0,2	5,2	1,0	0,2
Agricultura	4%	-0,4	-0,5	4,1	5,0
Indústria	17%	1,2	1,9	2,4	0,3
Serviços	63%	-2,2	2,7	-0,3	0,8
<b>Demanda</b>					
Consumo	64%	-3,0	3,4	-3,1	-1,3
Governo	21%	-4,1	1,1	-1,1	2,2
FBKF	18%	13,5	20,0	8,8	-0,1
Exportações	17%	-4,3	-1,4	0,9	3,7
Importações	-17%	-3,1	22,0	0,5	5,6

Fontes: Santander.

Figura 5.B. – Criação de Empregos e IBC-Br (6m, sa)



Fontes: IBGE, CAGED, BCB, Santander.

<sup>2</sup> Santander Brazil Economic Activity - “GDP Preview: Expected Solid Growth in 1Q21 Means Resilience” – (27/mai/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-gdppreview1Q21>

<sup>3</sup> Santander Brazil Labor Market - “Almost No PNAD News; CAGED Decelerates” – (27/mai/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-labor-270521>

<sup>4</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – Positive Surprises with Risks On The Upside” – (25/mai/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-chart-econact-may21>



## INFLAÇÃO

O IPCA-15 de maio subiu 0,44% m/m (7,27% a/a), abaixo do consenso de mercado (0,55%) e da nossa projeção (0,56%). A inflação acelerou de 7,7% em abr/21 para 8,6% em termos de média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada (mm3m s.a.), evidenciando que a pressão altista segue firme na margem.

**A surpresa para baixo foi concentrada em um item (muito volátil).** Passagens aéreas caíram de preço 28,85% m/m, enquanto esperávamos uma queda de apenas 0,50%; essa surpresa sozinha foi responsável por 12 p.b. de desvio na projeção do índice cheio. Outras surpresas relevantes foram aluguel residencial (-3 p.b. de desvio) e seguro de veículos (-2 p.b.).

**Apesar dessa surpresa para baixo, lemos o número como desfavorável em termos qualitativos.** Mesmo com a surpresa para baixo no grupo de serviços, seu núcleo subiu 3,5% mm3m s.a., um nível persistentemente alto na margem, dadas as medidas de isolamento social ainda presentes. Além disso, bens industriais surpreenderam para cima e subiram 10,1% mm3m s.a., mostrando que ainda não há sinais de arrefecimento na margem; no acumulado em 12 meses, o grupo sobe 7,4% a/a, a alta mais forte desde 2005 (!).

**Medidas de núcleo permaneceram estáveis em níveis altos e a difusão também foi elevada.** A média de núcleos acompanhada pelo BCB acelerou de 3,6% a/a para 4,1% e a mm3m s.a. ficou estável no nível alto de 5,0%, indicando que as pressões altistas seguem firmes na margem. Adicionalmente, o índice de difusão (ajustado sazonalmente) – um indicador antecedente de inflação – subiu de 56,9% para 72,3%, um nível não visto desde 2015-2016, quando a inflação girava em torno de 10% a/a.

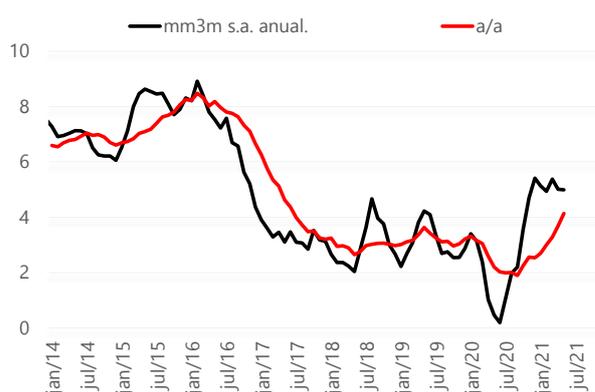
**Continuamos preocupados com a inflação de curto prazo, já que os choques continuam fortes e persistentes na margem e já que a distorção de preços relativos ainda continua a indicar uma pressão grande vindo do atacado/produtor para o nível do consumidor.** Ainda que esse IPCA-15 tenha surpreendido para baixo, mantivemos nossas projeções do IPCA 2021 e 2022 inalteradas em 5,9% e 3,9%, respectivamente. Nossa projeção para 2021 está acima do teto da banda de tolerância da meta do BCB (meta central 3,75%,  $\pm 1,50\%$ ) e para 2022 está acima da meta central (3,50%,  $\pm 1,50\%$ ). Estávamos enxergando o balanço de riscos como mais simétrico em torno de nossas projeções, porém a composição desta leitura nos faz voltar a ver riscos pendendo para cima. [Veja detalhes no link<sup>5</sup>.](#)

Figura 6.A. – Detalhes do resultado do IPCA (%)

	m/m			a/a	
	mai/21	Santander	Desv.	abr/21	mai/21
<b>IPCA-15</b>	<b>0,44</b>	<b>0,56</b>	<b>-0,12</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>
Administrados	1,06	1,12	-0,02	8,1	11,3
Livres	0,22	0,36	-0,10	5,5	5,9
Alimentação no domicílio	0,50	0,40	0,02	15,1	15,0
Industriais	0,99	0,70	0,07	6,3	7,4
Serviços	-0,38	0,13	-0,18	1,5	1,6
Núcleo EX3	0,45	0,41	0,04	3,7	4,1
Média Núcleos	0,37	-	-	3,7	4,1

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 6.B. – Média dos núcleos IPCA (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

<sup>5</sup> Santander Brasil – Inflation: “IPCA-15 May: Don’t Get Fooled by Lower than Expected Headline” – (25/mai/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-IPCA15-250521>



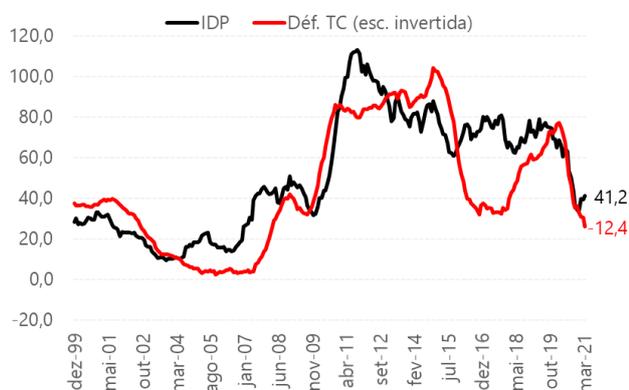
## BALANÇO DE PAGAMENTOS

O superávit de US\$5,7 bilhões em transações correntes registrado em abril ficou aquém da nossa estimativa (US\$6,5 bilhões) e da mediana do mercado (US\$6,1 bilhões) na esteira de importações superiores ao sinalizado pelos dados da SECINT e de pagamentos de juros mais elevados do que indicado pelo Banco Central. Embora menor do que o esperado, o resultado não alterou nossa avaliação de que as transações correntes do Brasil deverão registrar superávit em 2021 – projetamos saldo positivo de US\$4,9 bilhões neste ano (veja detalhes no link<sup>6</sup>).

Além da manutenção de déficits baixos nas contas de serviços e de renda primária por conta de baixas despesas de turismo e remessas de lucros e dividendos – comparadas aos padrões históricos – avaliamos que o saldo comercial registrará resultados vultosos na esteira de preços de *commodities* favoráveis e da sólida recuperação econômica em parceiros comerciais chaves, tais como a China. Neste âmbito, projetamos que os dados da balança que serão divulgados na próxima terça-feira (primeiro de junho) indiquem superávit de US\$9,8 bilhões em maio. Caso esta projeção seja confirmada, ela indicará um saldo de US\$110,5 bilhões de acordo com a média móvel trimestral anualizada, com ajuste sazonal. Este patamar é bastante superior à nossa projeção de US\$85,3 bilhões para 2021.

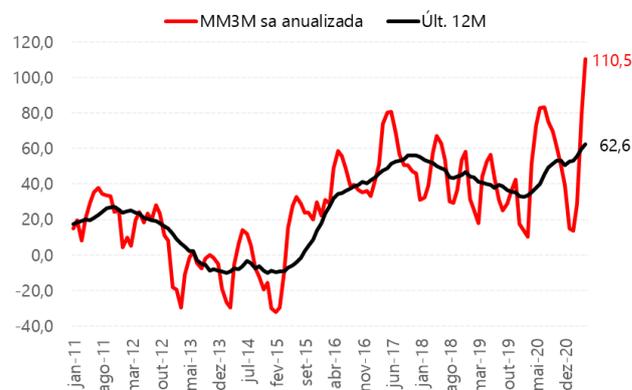
Além destes dados favoráveis, a conta financeira também indicou que o montante de investimentos diretos no país (IDP) acumulados nos últimos 12 meses continuou em trajetória ascendente e que as aquisições de ativos financeiros por parte de estrangeiros no mercado doméstico voltaram a acontecer. Em resumo, o balanço de pagamentos brasileiro continua sendo fonte de boas notícias.

**Figura 7.A. – Transações Correntes vs. IDP (US\$ bilhões, últ. 12M)**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

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



Fontes: Banco Central do Brasil, SECINT, Santander.

<sup>6</sup> Santander Brazil – Data Analysis - External Sector: “A (Tiny) Yellow Light” – 26 de maio, 2021- Disponível no *link* (em inglês): <http://bit.ly/Std-extsec-260521>



## 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.

