

ESTENDENDO O CICLO?

Ana Paula Vescovi* e
Equipe de Macroeconomia
anavescovi@santander.com.br
+55 11 3553 8567

- Os esforços do governo chinês para conter a pandemia e os impactos na atividade seguem preocupando os mercados. Novos estímulos foram sinalizados, com foco no crédito e infraestrutura. Nos EUA, o PIB do 1T22 caiu 1,4% t/t a.s.a., e o custo do emprego no período subiu 1,4 t/t, o que corrobora com a postura menos acomodaticia sinalizada pelo banco central norte-americano (*Federal Reserve*). O anúncio do FOMC desta quarta-feira (4 de maio) deve trazer aceleração no aperto monetário via taxa de juros e o início do processo de redução de balanço (*quantitative tightening*).
- Os preços das *commodities* recuaram recentemente à medida que os temores de novas restrições na China (em meio ao aumento nos casos de COVID-19 em algumas cidades importantes) afetaram os mercados, implicando um possível impacto baixista na demanda. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional subiu 5,2% no período de 20 a 28 de abril, em função do real mais fraco. Em dólares, o índice caiu 1,6%, com o Subíndice de Agricultura praticamente inalterado, o Subíndice de Energia ganhando 0,2% e o Subíndice de Metais Industriais recuando 6,0%.
- Na semana móvel encerrada em 28 de abril, o real registrou o segundo pior desempenho frente ao dólar na cesta com as 31 moedas mais líquidas do mundo, apesar de duas intervenções do Banco Central (BCB) no mercado cambial local. A taxa de câmbio fechou o período cotada a R\$4,94/US\$ (desvalorização de 6,9%), reduzindo uma parte significativa do desempenho este ano – embora não o suficiente para tirar o real do posto de moeda mais forte em 2022. Em nossa opinião, a rodada recente de desvalorização foi ditada por uma onda global de aversão a risco (*risk-off*, inclusive com queda das cotações de *commodities*), o que provavelmente levou a algum movimento de realização de lucro, do ponto de vista técnico.
- Acreditamos que o mau humor nos mercados globais também levou a um aumento na inclinação da curva de juros domésticos, com a estrutura a termo apreçando nossa estimativa (e do consenso) de um aumento na Selic de 100 p.b. em maio e um aumento final de 50 p.b. em junho.
- A arrecadação federal apresentou forte desempenho em março, impulsionada pela alta das *commodities*. Por sua vez, o governo central registrou déficit primário de R\$ 6,3 bilhões em março, com aumento nas despesas com abono salarial. O resultado no ano é um superávit de R\$ 49,6 bilhões, o maior desde 2012. O relatório da dívida federal de março mostrou que, apesar de uma posição de liquidez confortável para o Tesouro Nacional, o perfil da dívida continua piorando e março foi marcado por elevados vencimentos de títulos atrelados à Selic.
- O IPCA-15 de abril ficou em 1,73% m/m, abaixo da nossa estimativa (1,90%) e do consenso (1,84%). No entanto, a surpresa negativa não traz nenhum alívio. Não somente a leitura mensal foi a mais alta para o mês de abril em 27 anos, mas também a leitura anual acelerou para 12,0%, nível mais alto desde o final de 2003. Um dos poucos aspectos alentadores no campo da inflação está no fato de nossa projeção indicar que este foi o pico do IPCA-15 neste ciclo. Nossa projeção para o IPCA 2022 se encontra em 8,3% (antes: 8,0%), e, para o IPCA 2023, nosso número atual é 4,2% (antes: 4,0%), por conta de efeitos inerciais.



- Com base no CAGED de março, estimamos que a geração de empregos formais com ajuste sazonal ficou em 232 mil, contra 209 mil em fevereiro. O número de contratações aumentou 0,4% m/m e as demissões diminuíram 0,9% m/m. Com base na PNAD do IBGE, estimamos uma taxa de desemprego dessazonalizada de março em 10,9%, queda de 0,3 p.p. frente a fevereiro, e o menor patamar desde 2016. Apesar das recentes surpresas positivas, mantemos nossa visão de que o emprego perderá força nos próximos meses, impactado pelos efeitos de uma política monetária mais restritiva.
- De acordo com as sondagens setoriais da FGV, a confiança econômica apresentou melhora em abril, com destaque para os índices do consumidor (+5,1%), construção (+5,2%) e dos serviços (4,3%). A confiança industrial também subiu favoravelmente (+2,5%), encerrando uma sequência de oito quedas consecutivas. Na próxima semana, o BCB divulgará a sua *proxy* de PIB mensal (IBC-Br) e esperamos uma alta de 0,6% m/m. O IBGE também divulgará a produção industrial de março e projetamos estabilidade.
- A balança comercial foi o destaque dos dados de balanço de pagamentos de fevereiro na sexta-feira (29 de abril), já que déficit em transações correntes ficou em patamar baixo frente aos padrões históricos. Esperamos que o saldo comercial de abril reforce a percepção de que essa será a regra neste ano: projetamos superávit de US\$ 10,0 bilhões. Se confirmado, este valor criará espaço para um vultoso superávit em transações correntes no mês (por ora, projetamos superávit de US\$ 4,0 bilhões em transações correntes em abril de 2022).
- O Copom anuncia decisão de política monetária na quarta-feira (4 de maio). Em linha com as expectativas de mercado (i.e., tanto a mediana das projeções de analistas quanto o apreçamento da curva de juros), projetamos uma nova elevação da taxa básica Selic em 1,00 p.p. para 12,75%. Vemos a evolução do cenário macro e das perspectivas para a inflação, desde a última reunião, consistentes com o passo sinalizado pelo Banco Central em março. No entanto, dado que as expectativas de inflação continuam subindo para o horizonte relevante (2023), acreditamos que o BCB pode revisar novamente seu plano de voo (de encerrar o ciclo em 12,75%), possivelmente sinalizando no comunicado uma alta de 0,5 p.p. (para 13,25%) para junho. Se isso acontecer, este sinal poderá vir acompanhado de uma indicação mais firme por parte do comitê de que o ciclo de aperto está, de fato, próximo do fim. E junho deverá ter o movimento final deste ciclo caso o cenário evolua como o BCB espera.

*** **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 28 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 (02/mai – 06/mai)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
EUA: ISM Industrial	ISM	abr/22	Seg, 02-mai	57,6	57,1
Z. Euro: PPI (% a/a)	Eurostat	mar/22	Ter, 03-mai	36,3	31,4
Z. Euro: Taxa de Desemprego (%PEA)	Eurostat	mar/22	Ter, 03-mai	6,8	6,8
Z. Euro: Vendas no Varejo (% a/a)	Eurostat	mar/22	Qua, 04-mai	1,8	5,0
EUA: Emprego no Setor Privado (mil)	ADP	abr/22	Qua, 04-mai	400	455
EUA: ISM Serviços	ISM	abr/22	Qua, 04-mai	58,5	58,3
EUA: FOMC – Fed Funds (% lim. Sup.)	FED	--	Qua, 04-mai	1,00	0,50
China: Sondagem PMI Industrial (pontos)	Caixin	abr/22	Qua, 04-mai	47,3	49,5
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	abr/22	Qua, 04-mai	41,0	42,0
EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)	BLS	abr/22	Sex, 06-mai	385	431
EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)	BLS	abr/22	Sex, 06-mai	3,5	3,6
EUA: Ganho Médio por Hora (% a/a)	BLS	abr/22	Sex, 06-mai	5,5	5,6
EUA: Taxa de Participação (% PEA)	BLS	abr/22	Sex, 06-mai	62,5	62,4
China: Conta Corrente (US\$ bi)	NBS	1T22(p)	05 a 06-mai	--	118

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 16h00 da sexta-feira, 29 de abril.


Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (02/mai – 06/mai)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BCB	fev/22	Seg, 02-mai	0,6	-1,0
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	fev/22	Seg, 02-mai	0,7	0,0
Dívida Líquida - Setor Público (% PIB)	BCB	fev/22	Seg, 02-mai	57,4	56,6
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	fev/22	Seg, 02-mai	-8,6	101,8
Balança comercial (US\$ bi)	SECINT	abr/22	Seg, 02-mai	10,0	7,4
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabrave	abr/22	Ter, 03-mai	--	184,8
Produção Industrial (% m/m)	IBGE	mar/22	Ter, 03-mai	0,0	0,7
Produção Industrial (% a/a)	IBGE	mar/22	Ter, 03-mai	-3,0	-4,3
Copom - Taxa Selic (%)	BCB	mai/22	Qua, 04-mai	12,75	11,75
Produção de veículos (milhares)	Anfavea	abr/22	Sex, 06-mai	--	184,8
IGP-DI (% m/m)	FGV	abr/22	Sex, 06-mai	0,96	2,37
IGP-DI (% a/a)	FGV	abr/22	Sex, 06-mai	14,15	15,57

Fonte: Santander, Bloomberg. ** Consenso de mercado

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

¹ 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-abr/2021	sim
Trimestral sequencial anualizada	% mm3m-a.s.a.	% 3MMA-saar	mai-jul/2021 contra fev-abr/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

A evolução da pandemia na China segue preocupando. Mesmo com os números de casos arrefecendo em Xangai, o número de mortes aumentou e as restrições à mobilidade na cidade continuam. Além disso, o surgimento de casos ligados à variante Ômicron em Beijing levou as autoridades a realizarem testagens em massa, com o intuito de evitar *lockdowns* mais severos como ocorreu em Xangai. Para conter os danos das restrições na atividade, o governo segue sinalizando medidas para estimular a economia, que devem se concentrar em liberação de crédito e investimento em infraestrutura.

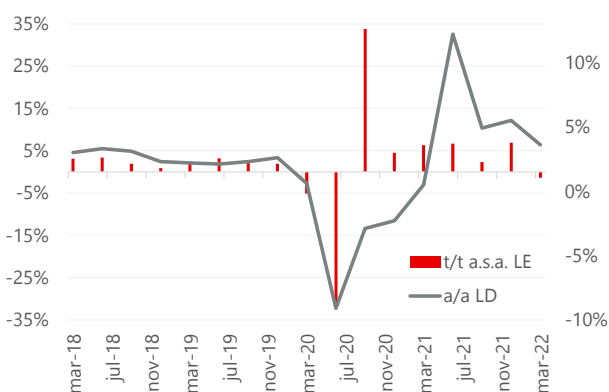
Na França, o presidente Macron foi reeleito com vantagem maior do que o esperado em cima de Marine Le Pen. O foco agora é nas eleições legislativas, que ocorrem em julho, e devem ser mais acirradas do que o usual. Ainda na Europa, reportagens da imprensa internacional relatam que fontes do Banco Central Europeu (BCE) indicaram que o programa de compras de ativos deve se encerrar em junho, e os juros podem subir no mês seguinte, com os planos atuais incluindo uma taxa terminal de 1,25% a ser alcançada em 2023.

No calendário econômico, foi publicado o PIB do 1T22 nos EUA, que contraiu 1,4% t/t a.s.a., principalmente por conta as exportações líquidas, e com a demanda doméstica ainda mostrando robustez. O principal indicador de inflação (núcleo do PCE) surpreendeu para baixo, marcando uma leve desaceleração (embora ainda muito pressionado), ficando em 5,2% a/a. Ainda nos EUA, o indicador de custo do emprego (ECI) veio muito acima das expectativas, subindo 1,4% t/t, indicando um mercado de trabalho sobreaquecido. Na área do Euro, a inflação surpreendeu para cima, acelerando para 3,5% a/a, maior patamar da série histórica. Por fim, também na área do Euro, o crescimento do PIB veio em linha com as expectativas e subiu 0,2% t/t a.s..

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em forte queda, com destaque para os índices norte-americanos. A curva de juros norte-americana viu leve abertura de taxas nos vértices mais curtos, com os mais longos ficando estáveis. O dólar seguiu se fortalecendo, tanto contra moedas de países desenvolvidos assim como contra emergentes.

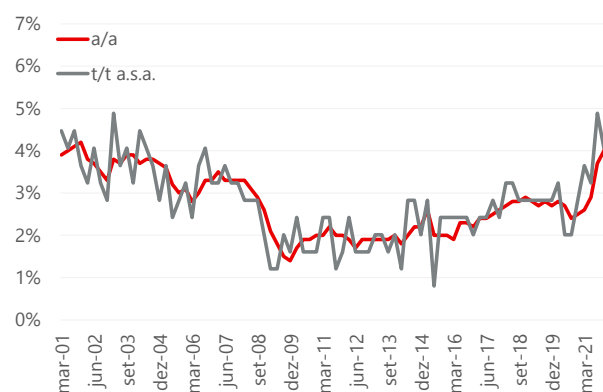
Na próxima semana, o foco estará na decisão de política monetária do banco central norte-americano (Federal Reserve). É amplamente esperado que o Fed acelere o passo, subindo os juros em 50 p.b. (para o intervalo de 0,75% a 1,00%), além de anunciar o início do enxugamento do seu balanço de ativos (*quantitative tightening*). Ainda nos EUA, serão divulgados os números do mercado de trabalho referentes ao mês de abril.

Figura 4 – EUA: variação do PIB



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: Custo do Emprego



Fontes: Bloomberg, Santander.



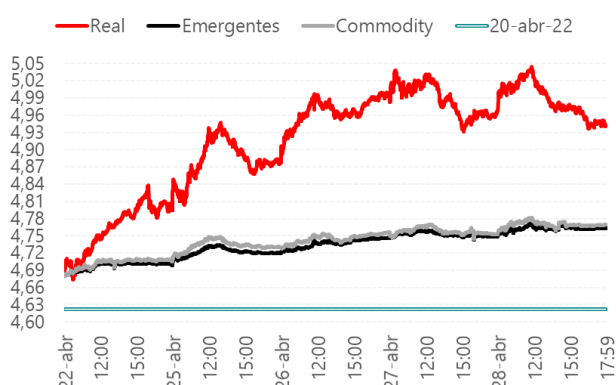
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Há pouco tempo, havia a discussão sobre a possibilidade de a taxa de câmbio recuar para baixo do patamar de R\$4,50/US\$, após o real ter obtido desempenho amplamente mais favorável que seus pares no 1T22. Contudo, na semana móvel encerrada em 28 de abril, o real registrou o segundo pior desempenho frente ao dólar na cesta com as 31 moedas mais líquidas do mundo. A taxa de câmbio desvalorizou-se para R\$4,94/US\$ (perda de 6,9%), apesar das intervenções feitas pelo BC no mercado cambial (US\$ 0,6 bilhão no mercado à vista e US\$ 0,5 bilhão por meio de *swaps* cambiais). Embora o real permaneça ostentando o melhor desempenho entre as principais moedas este ano, parte importante deste desempenho estelar foi revertido nos últimos dias. Em nossa opinião, o movimento não esteve ligado a temas locais, mas sim com temores ampliados de uma desaceleração econômica global mais forte na esteira do agravamento da COVID-19 na China, do resultante declínio nos preços das moedas e dos comentários mais *hawkish* (contracionistas) de outras autoridades monetárias além do FOMC (em particular, o BCE). Nem mesmo o resultado negativo do PIB americano no 1T22 reduziu as expectativas quanto a condições monetárias mais restritivas à frente, já que a demanda doméstica segue firme e as pressões inflacionárias permanecem sob os holofotes. Estas circunstâncias adversas lá fora acenderam o modo *risk-off* nos mercados globais, que – juntamente com o declínio das cotações de *commodities* – provavelmente levaram a alguma realização de lucros no real. Avaliamos que a moeda não deverá se desvalorizar muito mais dado o amplo diferencial de juros e os níveis ainda favoráveis dos preços de *commodities*. Entretanto, julgamos que o movimento foi um lembrete importante de que a volatilidade não deve desaparecer diante de um mar de incertezas (tanto em nível local como global).

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros local encerrou a quinta-feira (28 de abril) com ligeira inclinação no segmento de 2 a 5 anos da curva. Desde a última quarta-feira (20 de abril), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) caiu 8 p.b. para 12,59%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em jan/27) subiu 4 p.b., para 11,84%, provavelmente devido aos preços de *commodities* mais baixos (talvez refletindo a possibilidade de menores receitas futuras do governo relacionadas a matérias primas). A inclinação da curva neste segmento aumentou 12 p.b., reduzindo a inversão para -75 p.b.. Na ponta curta, uma influência pode ter vindo da leitura do IPCA-15 de abril ficou em 1,73% m/m, surpreendendo o mercado em cerca de -11 p.b.. A leitura do IGP-M de abril também surpreendeu para baixo. A precificação de mercado para o próximo Copom segue em linha com nossa projeção (e com o consenso) de alta de 100 p.b. na reunião da próxima semana, seguida de uma alta de 50 p.b. em junho (encerrando o ciclo em 13,25%). 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

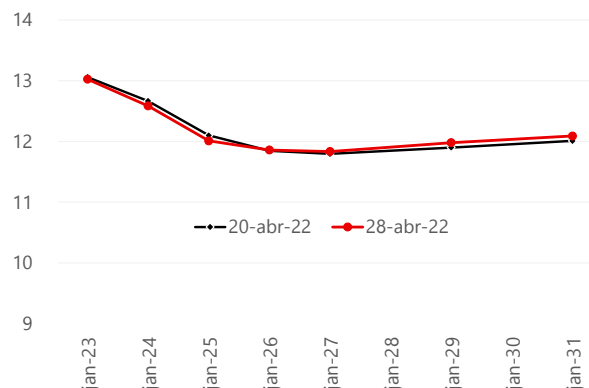


Nota 1: Dados com fechamento na quarta-feira, 28/abr/2022.

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 quinta-feira, 28/abr/2022.

Fontes: Bloomberg, Santander.



COMMODITIES

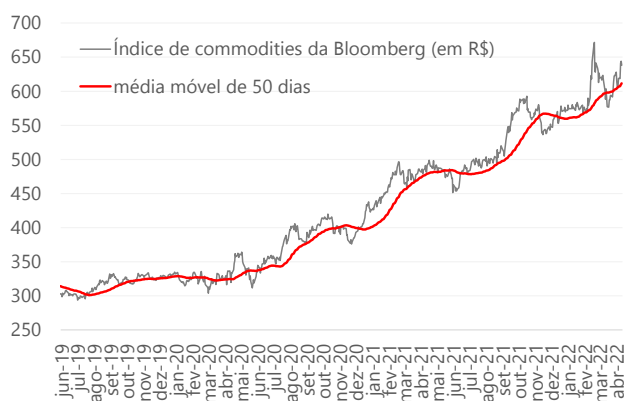
Os preços das *commodities* recuaram à medida que os temores de novas restrições na China (em meio ao aumento nos casos de COVID-19 em algumas cidades importantes) afetaram os mercados, implicando em um possível impacto para a demanda. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional subiu 5,2% no período de 20 a 28 de abril. Em dólares, o índice caiu 1,6%, com o Subíndice de Agricultura praticamente inalterado, o Subíndice de Energia ganhando 0,2% e o Subíndice de Metais Industriais recuando 6,0%.

A Rússia cortou o fornecimento de gás natural para a Polônia e para a Bulgária, com os dois países se recusando a pagar pela *commodity* em rublo. Segundo especialistas², essa ação da Rússia foi vista como uma manobra de retaliação contra vizinhos europeus, dadas as sanções ocidentais impostas a Moscou após a invasão da Ucrânia. Apesar dos planos da UE de reduzir sua grande dependência do gás russo no longo prazo (40% do gás da UE vem da Rússia), os membros têm enfrentando dificuldades para manter o grupo uníssono, já que empresas e governos não chegaram a um consenso sobre as demandas russas.

O óleo de soja atingiu um preço recorde na medida em que a Indonésia proibiu as exportações de óleo de palma. A Indonésia, um dos principais exportadores de óleo de palma, irá proibir a exportação do óleo de palma bruto a partir de quinta-feira (28 de abril) até que os preços domésticos caiam. A política adotada pelo país pode vir a aumentar ainda mais os preços de óleos vegetais alternativos (como o óleo de soja), pressionando as indústrias de alimentos e combustíveis. Além disso, as preocupações têm crescido com o clima adverso na América Latina (falta de chuva nas principais regiões) e nos EUA (temperaturas frias retardando o avanço do plantio), enquanto a forte demanda da China por safras futuras já aparece nos números de exportação semanais nos EUA.

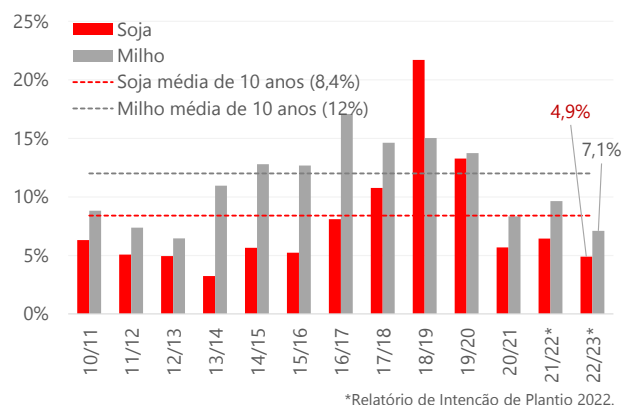
Minério de ferro e metais básicos recuam com as crescentes preocupações com as restrições na China. Os preços de minério de ferro, cobre, alumínio e zinco caíram após temores de que as restrições por conta do aumento de casos de COVID-19 na China (agora se espalhando para Pequim) possam pesar sobre a demanda. As promessas do governo de aumentar os gastos com infraestrutura e do PBoC de intensificar os incentivos por meio da política monetária aliviaram um pouco as preocupações dos mercados, mas ainda assim os preços dos metais tiveram uma semana negativa.

Figura 8 – Índice de *commodities* da Bloomberg



Fontes: Bloomberg, Santander.

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



Fontes: USDA, Santander.

² <https://www.npr.org/2022/04/28/1095113387/what-russia-cutting-off-energy-to-poland-and-bulgaria-means-for-the-world>



POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

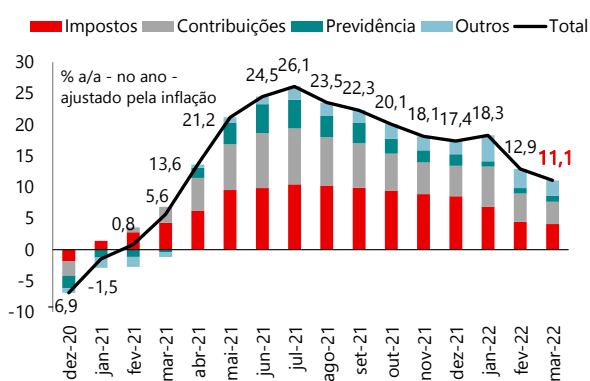
A arrecadação federal apresentou desempenho positivo em março, impulsionada pela alta dos preços das commodities. A receita cresceu 6,9% a/a em termos reais, a maior já registrada para o mês desde 1995. Em 28 de abril, a Receita Federal divulgou os dados e o resultado (R\$ 164,1 bilhões) foi superior à nossa projeção (R\$ 161,2 bilhões). O desempenho foi impulsionado novamente pelo efeito preço (inflação e termos de troca), refletindo a alta dos preços das commodities. Para os próximos meses, embora continuemos esperando resultados positivos na arrecadação, esperamos uma desaceleração da atividade e um processo de desinflação, principalmente a partir do 2T22, o que pode levar a um arrefecimento da receita do governo. Projetamos arrecadação cresça cerca de 1,0% a/a em termos reais em 2022.

O mês de março foi marcado por um elevado vencimento de títulos atrelados à Selic. Em 28 de abril, o Tesouro Nacional divulgou o Relatório Mensal da Dívida de março. As emissões semanais de títulos atingiram a média de R\$ 24,6 bilhões, acima do necessário para manter as reservas de liquidez estáveis até o final do ano (R\$ 23 bilhões por semana, segundo nossa estimativa). As emissões líquidas totalizaram -R\$ 204,6 bilhões em março, com destaque para o resgate de R\$ 270 bilhões em títulos pós-fixados (com elevado vencimento em março). Diante disso, a reserva de liquidez da dívida pública caiu R\$ 205 bilhões para R\$ 1,07 trilhão, que correspondem a 9,8 meses de vencimento da dívida. Além disso, o custo de novas emissões domésticas subiu para 10,5% a.a., de 9,5% a.a. em fevereiro (com altas do IPCA e da Selic). Por sua vez, os não residentes registraram fluxo negativo de R\$ 45,7 bilhões em março, totalizando -R\$63 bilhões no ano e +R\$26,3 bilhões nos últimos 12 meses. Com isso, a participação dos não residentes como detentores de dívida caiu para 9,4%, de 10,0% em fevereiro. Em nossa visão, apesar dos níveis confortáveis de reservas de liquidez para enfrentar as incertezas de 2022, as perspectivas para a gestão da dívida continuam desafiadoras no médio prazo, com as estimativas de Selic e IPCA mais elevadas. No entanto, achamos que a duração do atual ciclo das commodities pode ajudar a aliviar os ventos contrários de curto prazo.

De acordo com os dados divulgados pelo Tesouro em 28 de abril, o governo central registrou déficit primário de R\$ 6,3 bilhões em março (Santander: -R\$ 8,0 bilhões, Mediana de Mercado: -R\$ 10,5 bilhões). Com esse resultado, o resultado acumulado do ano atingiu superávit de R\$ 49,6 bilhões, o maior desde 2012. No mês, as despesas cresceram 13,5% a/a em termos reais, com maiores pagamentos do abono salarial no mês. A receita aumentou 7,2% a/a, impulsionadas pelos preços das commodities. Para 2022, nossa projeção de déficit do governo central é de R\$ 45 bilhões (0,5% do PIB), baseado no aumento das despesas e algum arrefecimento nas receitas, mas com viés de alta devido às commodities.

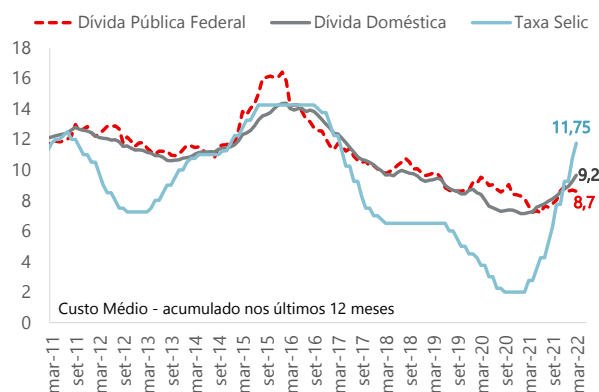
A divulgação pelo BCB dos dados consolidados do setor público em fevereiro, antes prevista para 31 de março, deverá ser publicada na segunda-feira (2 de maio). Esperamos um déficit de R\$ 8,6 bilhões. Para detalhes sobre o cenário de política fiscal do Santander, consulte nosso último *chartbook*.

Figura 10 – Arrecadação federal



Fontes: Receita Federal, Santander.

Figura 11 – Custo médio da dívida - % a.a.



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

³ Santander Brasil: “Better Short Term, Still Challenging Outlook” – (27/abr/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-fiscal-apr22>



INFLAÇÃO

O IPCA-15 de abril ficou em 1,73% m/m, abaixo da nossa projeção (1,90%) e do consenso de mercado (1,84%). Na comparação anual, o IPCA-15 acelerou para 12,0%, no que deve ser o pico da inflação do IPCA-15.

A principal surpresa baixista foi em preços administrados. Mais especificamente, os preços da gasolina subiram 7,5% m/m (contra 10,0% estimado), tornando-se a principal surpresa de queda. Nos preços livres, “cuidados pessoais” (um grupo muito volátil) teve importante contribuição para a surpresa baixista. Enquanto isso, os serviços vieram em linha com a nossa projeção.

As medidas subjacentes pioraram ainda mais na margem. Em termos tendenciais, a média das principais medidas de núcleo acelerou para 10,3% mm3m-a.s.a. (de 9,5%), atingindo nova alta. Por fim, o índice de difusão subiu para 74,4% (dados dessazonalizados), bem próximo das máximas.

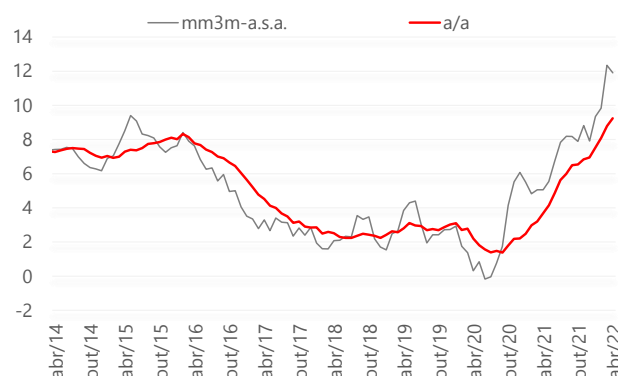
Em suma, essa é mais uma leitura inflacionária desfavorável, que reforça nossa visão já cautelosa quanto ao cenário de inflação. Contudo, ainda esperamos um pico claro em abril. Como o nível e a composição da inflação devem continuar sendo uma fonte de preocupação, mantendo o risco de alta para a projeção de final de ano. Apesar da surpresa baixista, revisamos nossa trajetória do IPCA 2022 para cima devido aos recentes anúncios de reajustes tarifários acima do esperado em energia elétrica. Nosso *tracking* de alta frequência está agora em 8,3% para 2022, e 4,2% para 2023, devido aos efeitos inerciais subsequentes. [Veja detalhes no link⁴.](#)

Figura 12 – Detalhes do IPCA-15 (%)

	m/m			a/a	
	abr/22	Santander	Desv.	mar/22	abr/22
IPCA-15	1,73	1,90	-0,17	10,8	12,0
Administrados	3,23	3,69	-0,12	14,1	16,0
Livres	1,18	1,24	-0,04	9,6	10,6
Alim. no dom.	3,00	2,83	0,03	12,3	15,4
Industriais	0,87	1,22	-0,08	13,2	13,7
Serviços	0,59	0,57	0,01	6,2	6,7
Núcleo EX3	0,73	0,97	-0,09	8,8	9,2

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 13 – Núcleo IPCA EX3 (subjacentes*)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

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

⁴ Santander Brazil Inflation: “*Inflation - April’s IPCA-15: A Downward Surprise, Though the Picture Is Still Unfavorable*” – (27/abr/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-IPCA15-apr22>
Santander Brazil Inflation: “*Inflation - April’s IGP-M: Commodities Shock Cushioned by BRL Appreciation*” – (28/abr/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-IGPM-apr22>



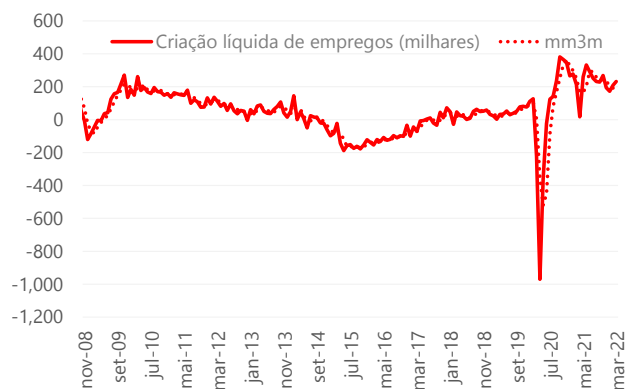
ATIVIDADE ECONÔMICA

Confiança econômica melhora em abril. A sondagem da FGV apontou crescimento generalizado entre os setores no começo do 2T22, com destaque para os índices de confiança do consumidor (+5,1%), serviços (+4,3%) e construção (+5,2%). Ademais, a confiança industrial encerrou uma sequência de oito quedas consecutivas e cresceu 2,5%. Apenas a confiança do comércio decepcionou, retraindo pelo segundo mês consecutivo (-1,0%). Ainda com relação aos dados de atividade para abril, a prévia do nosso indicador proprietário (IGet) apontou um começo positivo de 2T22 para o setor terciário, que continuamos vendo como o grande fator por trás de um PIB positivo este ano. [Veja detalhes no link⁵.](#)

A criação líquida de empregos formais acelerou em março. De acordo com o CAGED, a geração líquida de empregos formais foi de 136,2 mil (consenso: 130 mil, Santander: 200 mil). Usando nosso próprio ajuste sazonal, estimamos que a criação líquida de empregos formais acelerou para 232 mil, de 209 mil em fevereiro. A média de três meses agora aponta para um ritmo de criação de empregos de 204 mil vagas por mês, ante 192 mil em fevereiro. A nosso ver, o resultado do CAGED de março não apresentou mudança de tendência, que por ora segue favorável. **De acordo com a PNAD do IBGE, a taxa de desemprego ficou em 11,1% nos três meses até março, mostrando continuidade na trajetória de queda.** O resultado ficou abaixo da nossa estimativa e do consenso de mercado (ambos em 11,4%). Calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal ficou em 10,9%, queda em relação ao patamar de fevereiro (11,2%) e menor patamar desde 2016. Todos os dados da PNAD são baseados em médias móveis de três meses, e estimamos que a taxa mensal de desemprego tenha sido de 10,7% (a.s.) em março, ante 11,0% em fevereiro, acompanhando variações de +1,5% e +1,3% m/m da população ocupada e da força de trabalho, respectivamente. A massa salarial real teve variação de +0,6% m/m em março. O resultado da PNAD de março mostra que o mercado de trabalho superou totalmente o impacto do surto da variante Ômicron sobre a população ocupada e a força de trabalho em janeiro. Contudo, acreditamos que a normalização da taxa de participação (ainda abaixo da norma) e a desaceleração do emprego pressionem para cima a taxa de desemprego nos próximos meses.

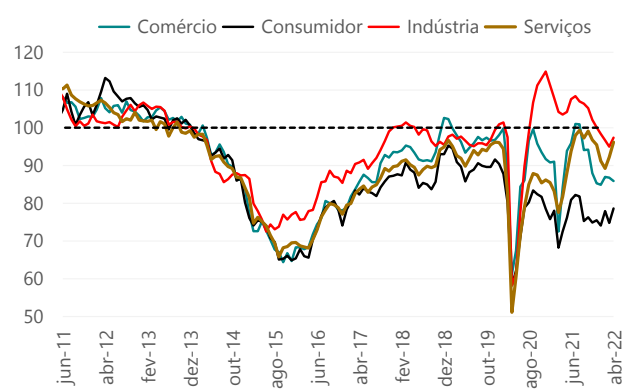
Na próxima semana, o BCB divulgará a sua proxy de PIB mensal (IBC-Br) para fevereiro – após atraso por conta da greve do funcionalismo. Esperamos uma alta de 0,6% m/m, refletindo os resultados positivos dos setores de bens (varejo e indústria), porém insuficientes para compensar integralmente a contração de 1,0% m/m observada em janeiro. Ademais, o IBGE divulgará a produção industrial para março e esperamos estabilidade (0% m/m), implicando uma variação trimestral sequencial nula no 1T22 (mas sendo o primeiro resultado não-negativo desde o 4T20). [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último chartbook⁶.](#)

Figura 14 – Criação líquida de empregos (a.s.)



Fontes: Ministério do Trabalho, Santander.

Figura 15 – Confiança econômica FGV (a.s., pontos)



Fontes: FGV, Santander.

⁵ Santander Brazil Economic Activity: “Serviços mostram começo de trimestre positivo” – (27/abr/2022) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGETser-p-abr22>

Santander Brazil Economic Activity: “Varejo mostra começo positivo de trimestre” – (26/abr/2022) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGET-p-abr22>

⁶ 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>



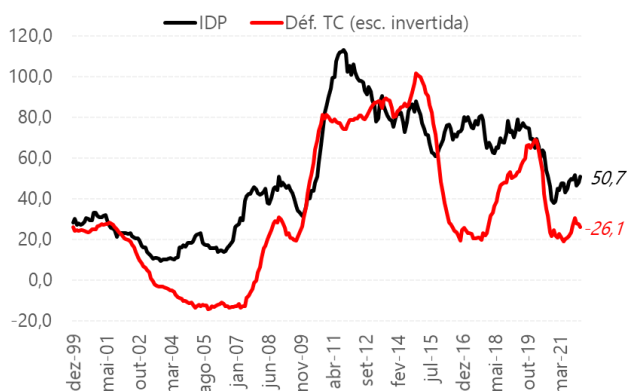
BALANÇO DE PAGAMENTOS

O déficit de US\$ 2,4 bilhões registrado pelas transações correntes em fevereiro ficou bem abaixo da média de US\$ 4,5 bilhões observada entre 2011-2019, principalmente devido ao desempenho robusto da balança comercial no período (US\$ 3,5 bilhões versus média de US\$ 0,8 bilhões entre 2011-19). Esperamos que este padrão se repita nos próximos meses de 2022 na esteira do bom desempenho que antecipamos para a balança comercial neste ano. A divulgação do resultado comercial de abril na próxima segunda-feira (2 de maio) deverá reforçar esta percepção, caso nossa projeção de superávit de US\$ 10,0 bilhões seja confirmada, já que criará espaço para um amplo superávit em transações correntes neste período (projetamos saldo positivo de US\$ 4,0 bilhões, por ora).

O déficit de US\$ 2,4 bilhões em transações correntes visto em fevereiro de 2022 superou nossa estimativa (-US\$ 1,6 bilhão) devido a pagamentos de juros e remessas de lucros e dividendos superiores ao que estimávamos, que levou o resultado acumulado nos últimos doze meses a um déficit de US\$ 26,1 bilhões (1,6% do PIB). Embora acima da nossa estimativa, o resultado ficou bem abaixo da média histórica observada na década anterior (excluimos 2020 em virtude da influência da pandemia). Este resultado positivo adveio do desempenho robusto da balança comercial no período, que superou sua média histórica na década anterior (novamente, excluindo o número de 2020). O resultado comercial observado em fevereiro de 2022 compensou grande parte do déficit observado na conta de renda primária, o que significa que o comércio exterior gerou parte relevante dos recursos necessários para saldar as obrigações com pagamentos de juros e remessas de lucros. Como esperamos que a economia siga um ritmo gradual nos próximos anos, o déficit em serviços deverá permanecer baixo e, conseqüentemente, o déficit em transações correntes também deverá ser baixo. Projetamos um déficit de US\$ 21,6 bilhões em transações correntes para 2022 (1,2% do PIB), mas a materialização desta projeção dependerá crucialmente do comportamento da balança comercial.

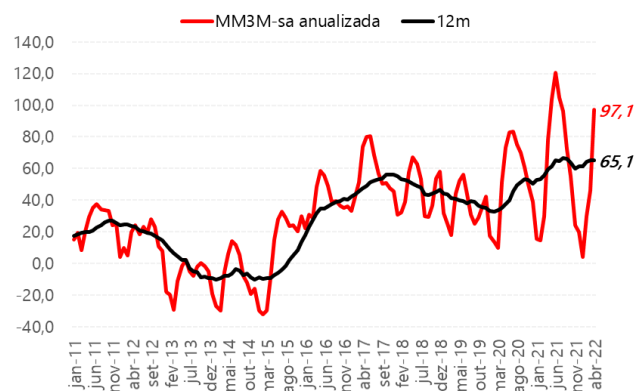
Em nossa opinião, a divulgação da balança comercial de abril na próxima segunda-feira (2 de maio) deverá reforçar nossa percepção de que o comércio exterior está apto para cumprir esta tarefa. Projetamos um superávit comercial de US\$ 10,0 bilhões no período, que – se confirmado – traduzir-se-á em superávit de US\$ 65,1 bilhões nos últimos 12 meses. Mais ainda, a medida de tendência anualizada indicará superávit de US\$ 97,1 bilhões, bem superior à nossa projeção de US\$ 73,5 bilhões para 2022. Em suma, preços de *commodities* crescentes e a manutenção de sólida demanda por estes produtos têm gerado um pano de fundo bastante favorável para que o recorde observado em 2021 (US\$ 61,4 bilhões) seja superado neste ano.

Figura 16 – Saldo em transações correntes vs. Investimento direto no país (US\$ bilhões, 12m)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 17 – Balança comercial (US\$ bilhões)



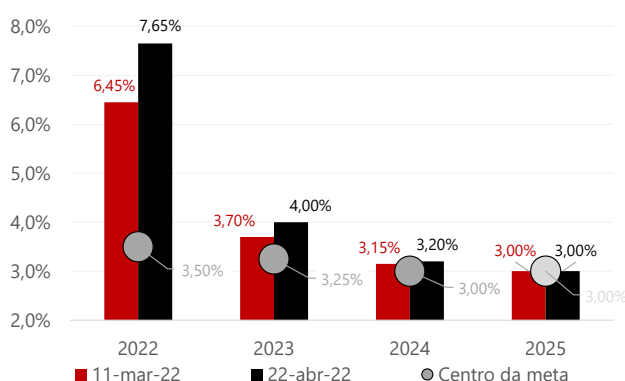
Fontes: SECINT, Santander



POLÍTICA MONETÁRIA

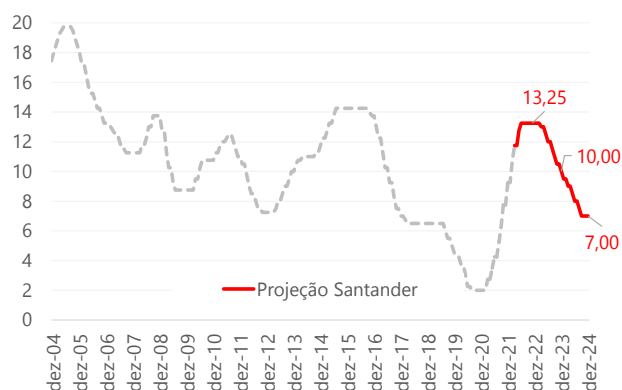
Na última reunião do Copom (15 a 16 de março), a decisão de política monetária veio em linha com as expectativas, com o BCB aumentando a Selic em 1,00 p.p. para 11,75%, maior patamar do juro básica desde 2017. Na ocasião, a autoridade simulou um cenário alternativo assumindo preços do petróleo praticamente estáveis em termos reais a partir do fim de 2022, partindo de US\$ 100 p.b.. O BCB calculou que esse cenário era consistente com uma estimativa de inflação do IPCA de 3,1% para o próximo ano, assumindo uma taxa Selic terminal no ciclo de 12,75%. Assim, a autoridade acreditava na época que um aperto adicional de 1,00 p.p. – conforme sinalizado para esta reunião da próxima semana (3 a 4 de maio) – poderia ser suficiente para o BCB atingir seu objetivo de trazer o IPCA de volta ao centro de meta (de 3,25%) no próximo ano. Desde o Copom de março, a pesquisa Focus do BCB mostra que as estimativas de inflação para 2022 subiram 1,2 p.p. para 7,65% (teto da meta: 5,00%), o que implica em maior (chance de) inércia inflacionária para o horizonte relevante (2023). Para o próximo ano, a estimativa mediana do IPCA subiu 0,3 p.p. para 4,00%. Em geral, considerando as demais variáveis e premissas relevantes dos modelos do BCB, estimamos um aumento de cerca de 0,3 p.p. na estimativa do IPCA a ser apontada pelos modelos do BCB para 2023. É importante ressaltar que, caso estejamos corretos nesta estimativa, essa revisão altista do IPCA 2023 deveria levar a autoridade a recalculer o plano de voo, incluindo uma dose adicional de aperto neste ciclo (para junho). Os demais fatores que condicionam a evolução das perspectivas inflacionárias também não ajudaram a atenuar as preocupações. O ambiente global é complexo, com sinais de aperto monetário (ainda) mais rápido nas economias avançadas e riscos crescentes para o funcionamento das cadeias de suprimentos globais. Os preços das *commodities* permanecem sob pressão predominantemente altista. Em nível local, contudo, a apreciação da taxa de câmbio aparentemente ajudou a conter a nova rodada de alta nos preços em dólares das matérias-primas. Ainda assim, a julgar pela evolução dos preços das *commodities* em moeda local desde a última reunião do Copom, a principal fonte da inflação de custos pode estar perdendo um pouco de força. Quanto aos dados, embora a inflação anual do IPCA esteja próxima do pico (ao redor de 12% a/a, maior patamar em 18 anos), os números da inflação corrente seguem bem preocupantes, especialmente na composição inflacionária, tendo em vista que importantes medidas subjacentes do IPCA continuam apontando para uma tendência de inflação anualizada em torno de 12% nos últimos meses, com índices de difusão (superando 70% a.s., contra média histórica de 62%). Em suma, acreditamos que a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas de inflação ainda são consistentes com o movimento sinalizado pelo BCB para a reunião do Copom de maio – alta de 100 pb na Selic. Quanto à sinalização a ser dada no comunicado, em meio a um mar de incertezas, acreditamos que o BCB deverá fazer reconhecimento de uma deterioração adicional das perspectivas de inflação observadas desde o Copom de março. Apesar de acreditarmos que o BCB continuará mencionando o estágio avançado do ciclo de política monetária e os efeitos defasados das altas cumulativas da Selic até aqui, acreditamos que o Copom poderá sinalizar uma nova alta de 0,5 p.p. para junho. Se isso ocorrer, essa mensagem provavelmente viria com um sinal reforçado de que o ciclo de aperto está, de fato, próximo do fim. E uma alta na Selic em junho possivelmente seria posta como movimento final caso o cenário evolua conforme as expectativas do BCB.

Figura 18 – Expectativas de inflação (mediana)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 19 – Taxa Selic: trajetória e projeção (% a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.



CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Oreng*	Head of Macro Research	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Jankiel Santos*	Economist – External Sector	jankiel.santos@santander.com.br	5511-3012-5726
Ítalo Franca*	Economist – Fiscal Policy	italo.franca@santander.com.br	5511-3553-5235
Daniel Karp*	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.