

IMPACTOS DA PANDEMIA SOBRE A ATIVIDADE EM MARÇO

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

- Na ausência de surpresas no âmbito doméstico, os mercados locais foram movidos pelo ambiente global favorável aos ativos de risco, após a manutenção do tom acomodatório pelo Federal Reserve na reunião do FOMC. Na semana móvel encerrada em 29 de abril, este ambiente fez com que o desempenho do real fosse destaque entre as principais moedas, provocando também um movimento de queda e achatamento (*bull-flattening*) na estrutura a termos da taxa de juros.
- Os novos casos e mortes por COVID-19 permanecem elevados, mas as médias de 7 dias sugerem uma tendência de diminuição. Nas próximas semanas, o processo gradual de reabertura e aumento da mobilidade constituem risco para um ressurgimento nas infecções. A campanha de vacinação ganha tração, atingindo média diária de 895 mil doses (superando nosso cenário base).
- Uma mudança metodológica nos dados da balança comercial resultou em maior déficit nas transações correntes desde 2017, e particularmente em março (US\$4,0 bilhões versus nossa estimativa de US\$2,2 bilhões). Entretanto, o rebaixamento na série provocado pelas revisões não alterou a percepção quanto à dinâmica favorável das transações correntes em 2021.
- No 1T21, o governo central registrou o melhor resultado primário desde 2013. Esse resultado ocorreu na esteira de despesas discricionárias atipicamente baixas, devido a uma regra de execução mais rígida antes da aprovação do orçamento de 2021. Por sua vez, o aumento da inflação e a depreciação cambial também ajudaram no desempenho fiscal do 1T21, pelo lado das receitas.
- O IPCA-15 de abril registrou variação de 0,60% m/m (6,17% a/a), abaixo do consenso de mercado (0,65% m/m), e em linha com nossa projeção (0,62% m/m). As medidas de inflação subjacente tiveram melhora na margem, mas a leitura ainda nos pareceu desfavorável. A contínua pressão de alta nas *commodities* segue gerando riscos altistas para a inflação nos próximos meses.
- Segundo dados do BCB, os empréstimos livres às famílias recuaram em março, provavelmente refletindo as medidas de distanciamento social devido ao agravamento da pandemia. No segmento corporativo, as empresas recorreram mais a empréstimos de curto prazo, em meio a piores condições para a atividade econômica, em decorrência do aumento nas hospitalizações por Covid-19.
- Na próxima semana, o IBGE divulgará importantes indicadores de atividade econômica para março. A produção industrial estará disponível na quarta-feira (5 de maio), enquanto o resultado das vendas no varejo ampliado será divulgado na sexta-feira (7 de maio). Esperamos quedas sequenciais acentuadas, refletindo os impactos do recrudescimento da pandemia.
- Na quarta-feira (5 de maio), o BCB anuncia sua decisão de política monetária. A retirada de estímulo deverá prosseguir com uma nova alta da taxa Selic em 0,75 p.p. para 3,50%. Esta projeção está amplamente alinhada com os analistas de mercado, sendo ainda o resultado mais provável de acordo com o apreçamento da curva de juros (probabilidade implícita em torno de 80%). Acreditamos que o Copom irá enfatizar ainda mais a dependência dos dados para o seu “plano de vôo”, mesmo que o comitê opte por seguir sinalizando uma “normalização parcial” na postura monetária.


Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (03-07/mai)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
EUA: ISM Industrial (pontos)	ISM	abr/21	Seg, 03-mai	65,0	64,7
EUA: Preços Pagos (pontos)	ISM	abr/21	Seg, 03-mai	86,1	85,6
EUA: Novos Pedidos (pontos)	ISM	abr/21	Seg, 03-mai	69,5	68,0
EUA: Balança Comercial (USD bi)	C.Bureau	mar/21	Ter, 04-mai	-74,3	-71,1
EUA: Encomendas à Indústria (% m/m)	C.Bureau	mar/21	Ter, 04-mai	1,4	-0,8
Z.Euro: PPI (% m/m)	Eurostat	mar/21	Qua, 05-mai	1,1	0,5
Z.Euro: PPI (% a/a)	Eurostat	mar/21	Qua, 05-mai	4,2	1,5
EUA: Emprego no Setor Privado (mil)	ADP	abr/21	Qua, 05-mai	888	517
EUA: Sondagem ISM Serviços (pontos)	ISM	abr/21	Qua, 05-mai	64,2	63,7
Z.Euro: Vendas no Varejo (% m/m)	Eurostat	mar/21	Qui, 06-mai	1,5	3,0
Z.Euro: Vendas no Varejo (% a/a)	Eurostat	mar/21	Qui, 06-mai	9,4	-2,9
China: Sondagem PMI Agregado (pontos)	Caixin	abr/21	Qui, 06-mai	--	53,1
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	abr/21	Qui, 06-mai	54,2	54,3
EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)	BLS	abr/21	Sex, 07-mai	965	916
EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)	BLS	abr/21	Sex, 07-mai	5,7	6,0
EUA: Ganho Médio por hora (% m/m)	BLS	abr/21	Sex, 07-mai	0,0	-0,1
EUA: Ganho Médio por hora (% a/a)	BLS	abr/21	Sex, 07-mai	-0,5	4,2
EUA: Taxa de Participação (% PEA)	BLS	abr/21	Sex, 07-mai	61,6	61,5
EUA: Crédito ao Consumidor (USD bi)	Fed	mar/21	Sex, 07-mai	20,0	27,6
China: Balança Comercial (US\$ bi, Acum. Ano)	NBS	abr/21	06 a 07/mai	28,0	13,8
China: Exportação (% a/a)	NBS	abr/21	06 a 07/mai	23,5	30,6
China: Importação (% a/a)	NBS	abr/21	06 a 07/mai	43,9	38,1
China: Conta Corrente (US\$ bi)	NBS	1T21 (p)	06 a 07/mai	--	123,8
China: Inv. Direto Estrangeiro (% a/a)	CNY	abr/21	07 a 18/mai	--	--

Fonte: Santander.


Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (03-07/mai)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Sondagem PMI Industrial	Markit	abr/21	Seg, 03-mai	--	52,8
Balança comercial (US\$ bi)	SECINT	abr/21	Seg, 03-mai	12,1	6,5
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	abr/21	Seg, 03-mai	--	189
Produção Industrial (% m/m)	IBGE	mar/21	Qua, 05-mai	-4,0	-0,7
Produção Industrial (% a/a)	IBGE	mar/21	Qua, 05-mai	6,8	0,3
Sondagem PMI Agregado	Markit	abr/21	Qua, 05-mai	--	45,1
Sondagem PMI Serviços	Markit	abr/21	Qua, 05-mai	--	44,1
Copom - Taxa Selic (%)	BCB	--	Qua, 05-mai	3,50	2,75
Produção de veículos (milhares)	Anfavea	abr/21	Qui, 06-mai	--	200
IGP-DI (% m/m)	FGV	abr/21	Sex, 07-mai	--	2,17
IGP-DI (% a/a)	FGV	abr/21	Sex, 07-mai	--	30,63
PMC – Varejo Restrito (% m/m)	IBGE	mar/21	Sex, 07-mai	-8,1	0,6
PMC – Varejo Restrito (% a/a)	IBGE	mar/21	Sex, 07-mai	-4,1	-3,8
PMC – Varejo Ampliado (% m/m)	IBGE	mar/21	Sex, 07-mai	-13,5	4,1
PMC – Varejo Ampliado (% a/a)	IBGE	mar/21	Sex, 07-mai	4,3	-1,9

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

Semana movimentada no calendário econômico, com divulgações importantes, mas sem surpresas. Nos EUA, o principal evento da semana foi o discurso do presidente norte-americano, Joe Biden, detalhando o novo pacote fiscal (que já havia sido noticiado na semana passada), e enfatizando que os novos estímulos serão financiados por aumento de impostos, principalmente para grandes corporações e cidadãos de alta renda.

Do lado da política monetária, tivemos a decisão do Banco Central norte-americano (Fed), que manteve os juros e o ritmo de compra de ativos inalterados, com o comunicado ainda não indicando qualquer intenção de reduzir os estímulos no curto prazo. Em sua fala após a decisão, o Presidente do Fed, Jerome Powell, se mostrou confiante de que a alta recente na inflação – que deve se intensificar nos próximos meses – deve ser temporária, e que não deverá contaminar as expectativas.

Na Europa, após algum atraso, o Parlamento Europeu finalmente aprovou o acordo comercial pós-Brexit com o Reino Unido, o que deve ajudar a reduzir as tensões comerciais que vigoravam desde a separação.

O calendário econômico da semana foi movimentado. Nos EUA, além da decisão de política monetária, teve a divulgação do PIB do 1T21, apresentando um crescimento robusto anualizado de 6,4% t/t, próximo do esperado pelo mercado (6,7%). Os números de inflação de março (PCE) mostram tendência de alta, com a variação anual subindo para 1,8% (ante 1,4% em fevereiro). Na área do Euro, também tivemos a divulgação do PIB do primeiro trimestre, que teve queda de 0,6% t/t, refletindo os impactos das medidas restritivas impostas por conta da pandemia, em meio a um processo mais lento da vacinação (em comparação com os Estados Unidos e o Reino Unido). Talvez como reflexo (ainda que em parte) deste menor dinamismo na atividade, o número de inflação de abril na região seguiu fraco: a inflação subjacente ficou estável em 0,8% a/a. Na China, tivemos a divulgação das sondagens PMIs oficiais de abril, que mostrou queda tanto na atividade industrial (saindo de 51,9 para 51,1 pontos) quanto na atividade de serviços (saindo de 56,3 para 54,9 pontos). O número de PMI Industrial não oficial veio em alta, se situando em 51,9 (ante 50,6 em março).

Para a próxima semana, o calendário conta com divulgações importantes nos EUA: dentre os destaques, os números do mercado de trabalho de abril, que devem seguir apresentando recuperação vigorosa. Também serão divulgadas as sondagens ISM de abril, que seguirão apontando para uma forte retomada, em meio a avanços no processo de vacinação e elevados estímulos fiscais. Na Europa, será divulgado o número das vendas no varejo de março; na China serão divulgados os números de comércio exterior de abril, que devem seguir apontando para um forte dinamismo no mercado de bens.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em alta. Na curva de juros norte-americana, houve alta tanto na parte curta da curva como nos vencimentos mais longos. O dólar global encerrou a semana em queda.

"Wall Street não construiu este país. A classe média construiu este país. E sindicatos construíram a classe média". [...] "É hora de os EUA das corporações e de o 1% mais rico pagarem suas quantias justas. Só as quantias justas" [...] "É hora de fazer a economia crescer de baixo para cima." – Joe Biden (Presidente dos EUA)



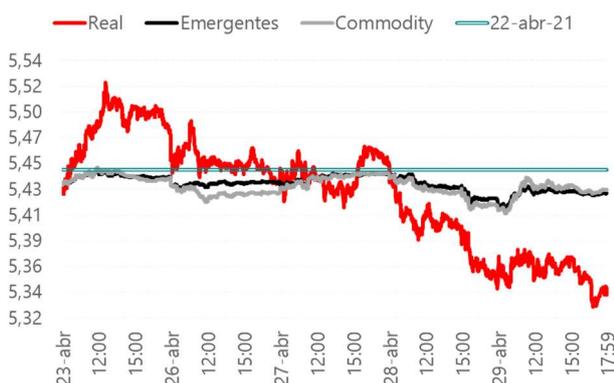
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A busca por ativos de risco que prevaleceu na semana móvel encerrada em 22 de abril foi estendida para o período findo em 29 de abril, provavelmente ajudada pela reafirmação da postura *dovish* feita pelo comitê responsável pela condução da política monetária norte-americana (FOMC) em sua última reunião na quarta-feira passada. Talvez refletindo seu padrão de beta elevado (i.e. flutuações mais intensas que a média do mercado, em ambas as direções), o real se beneficiou deste ambiente e registrou o segundo melhor desempenho entre as moedas globais (ou o melhor resultado entre as emergentes), com a taxa de câmbio encerrando o período cotada a R\$5,34/US\$. Este é o patamar mais apreciado desde meados de janeiro. O desempenho recente do real reforça a percepção quanto à vigência de um ambiente global temporariamente construtivo para a economia e os ativos financeiros brasileiros na segunda metade de 2021. Esta influência poderá continuar a ajudando na apreciação do real, até que o receio quanto à trajetória fiscal volte ao radar dos investidores (provavelmente no início de 2022).

MERCADOS LOCAIS — JUROS

Ainda que com menor intensidade, o movimento de achatamento da curva de juros teve continuidade nesta semana, seguindo um melhor apetite global por risco. A ponta curta da curva (DI Jan-22) caiu 2 p.b. para 4,61%, enquanto a ponta longa (DI Jan-27) caiu 9 p.b. para 8,33%. Como resultado, a inclinação neste trecho caiu para 373 p.b., vindo de 379 p.b. na quinta-feira anterior. Na ponta curta da curva, o IPCA-15 de abril surpreendeu um pouco para baixo e as medidas subjacentes mostram alívio marginal (detalhes na seção de inflação), permitindo mais uma rodada de acomodação das expectativas de alta de juros na próxima reunião do Copom (detalhes na seção de política monetária). Enquanto o Banco Central continua sinalizando uma alta de 75 p.b. para a Selic em maio (em linha com nossa projeção), o mercado apreça uma alta de 79 p.b. (vindo de 83 p.b. na semana passada). Importante ressaltar que essa expectativa ficou acima de 90 p.b. durante a primeira metade de abril. Na parte longa, o arrefecimento parece refletir o ambiente global favorável à tomada de risco. Contudo, acreditamos que esse movimento de alívio na taxa de juros longa doméstica 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 2.A. – R\$/US\$ - Cotações intradiárias

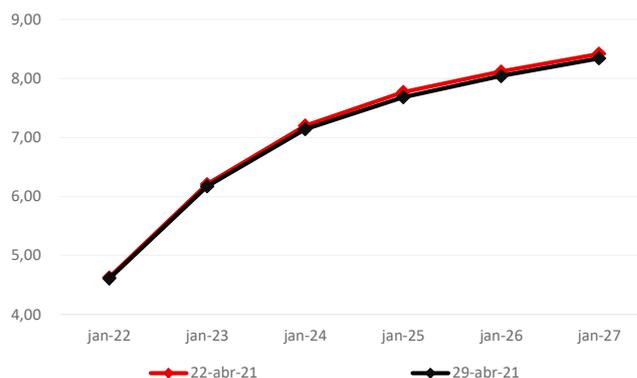


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 29/abr.

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

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



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 29/abr.



COVID-19

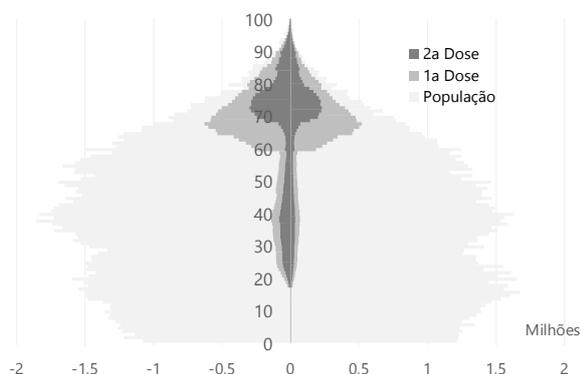
Nos EUA, novos casos e internações continuam caindo. O ritmo de vacinação está atualmente em 2,7 milhões por dia (média móvel semanal), com quase 42% da população recebendo pelo menos uma dose. Este número é de 49% no Reino Unido e 22% na União Europeia. Os novos casos estão estagnados ou diminuindo na maioria dos países da Europa Ocidental, à medida que se preparam para um processo de reabertura nas próximas semanas. No Reino Unido, a reabertura de atividades não essenciais até agora não provocou um ressurgimento de infecções.

No Brasil, a Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa), rejeitou por unanimidade o pedido de importação de estados e municípios, alegando falta de documentação e possíveis riscos por possíveis falhas no processo de fabricação. Se aprovada, a vacina acrescentaria 75 milhões de doses ao Plano Nacional de Imunização (PNI) em 2021.

Novos casos e mortes por COVID-19 seguem diminuindo na margem no país, mas permanecem em um nível elevado. A taxa de ocupação da UTI ainda está acima de 90% em 10 estados, ante 12 estados na semana passada (e 18 estados há cerca de um mês). Até a quarta-feira (28 de abril), 45 milhões de doses (de 62 milhões entregues) haviam sido aplicadas no país, com o ritmo mais recente de vacinação se situando em torno de 895 mil doses por dia (média móvel semanal), acima do nosso cenário base. Dados do Ministério da Saúde relataram uma média de 57 mil novos casos diários (média móvel semanal) na quarta-feira (28 de abril), queda de 11% em relação à semana anterior, enquanto as mortes diárias totalizaram 2.387 (média móvel semanal), queda de 14% na mesma comparação.

A mobilidade parece mostrar recuperação mais rápida do que o esperado. Após o aumento recente, nosso índice de *lockdown* tem mostrado uma tendência consistente de queda nas últimas semanas, indicando um ritmo de recuperação da mobilidade urbana mais rápido do que o esperado. Esta melhoria recente decorre principalmente do aumento da mobilidade nos segmentos de “Locais de Trabalho” e “Estações de Trânsito”. Na margem, o índice de *lockdown* recuou ligeiramente, atingindo 27,6 (média móvel de 7 dias) em 23 de abril, mas isso se deve a efeitos do feriado nacional de Tiradentes (21 de abril) e deve ser compensado nos próximos dias. Em suma, a manutenção desta trajetória de recuperação na mobilidade pode implicar riscos altistas para o nosso cenário no 2T21, desde que o processo de vacinação siga avançando em bons passos, a ponto de evitar um novo processo de aumento nas contaminações.

Figura 3.A. – Vacinação por idade
(27 de abril de 2021)



Fontes: PNAD, dataSUS, @eliaskrainski, Santander.

Figura 3.B. – Índice de *lockdown e projeções de mobilidade**
(fev/20=100, média móvel de 7 dias)



Fontes: Google, Santander.

* O índice é construído como uma média de segmentos selecionados do *Google Mobility Report* com escala invertida. Os dados estão disponíveis até 23 de abril de 2021.



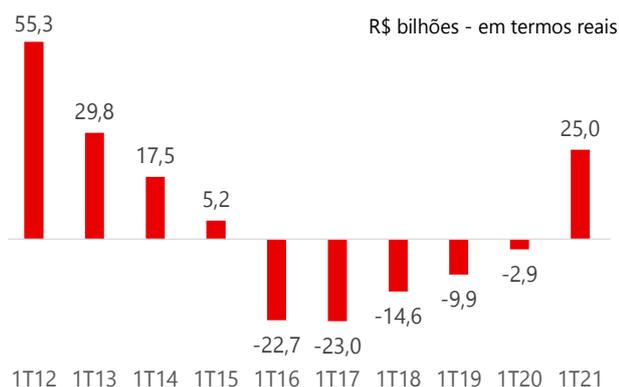
POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

No 1T21, o governo central registrou o melhor resultado primário desde 2013. Este resultado ocorreu na esteira de um menor nível de despesas discricionárias (patamar mínimo histórico em 12 meses) – em decorrência de uma execução restrita antes da aprovação do orçamento. Na parte da receita, houve ainda um efeito relevante da inflação mais alta (com recuperação das margens de lucro das empresas) e da depreciação do câmbio (melhorando resultados dos exportadores de *commodities* e elevando tributos sobre importações).

No dia 29 de abril, o Tesouro Nacional divulgou os dados primários do governo central de março. No mês houve um superávit primário de R\$ 2,1 bilhões, melhor do que nossa projeção (-R\$1,5 bilhão) e do mercado (-R\$5,4 bilhões). No 1T21, o superávit foi de R\$ 25 bilhões, primeiro resultado positivo após cinco anos de déficit (Figura 4.A.). A receita total aumentou 5,6% a/a, considerando o resultado positivo da arrecadação federal (impulsionada pela inflação e depreciação cambial), enquanto a despesa total caiu -0,4% a/a. Do lado das despesas, um fator importante foi o menor nível de gastos discricionários - no menor nível em 12 meses (R\$ 106 bilhões). As despesas discricionárias foram 34% menores que no 1T20 em termos reais (-R\$7,1 bilhões). É importante observar que o desembolso foi de apenas 1/18 do orçamento para essas despesas em 2021 - uma vez que o orçamento final ainda não tinha sido aprovado durante este período. Em 12 meses, o déficit atingiu R\$ 760 bilhões (9,5% do PIB). A meta do governo para 2021 é de R\$ 247 bilhões (3,0% do PIB); entretanto, é importante ressaltar que cerca de R\$ 70 bilhões em despesas não serão consideradas no cálculo oficial da meta primária, autorizado por leis recentemente aprovadas (PEC emergencial e PLN2 / 2021). Considerando todas as despesas para 2021, estimamos um déficit primário do governo central de R\$ 275 bilhões (3,2% do PIB).

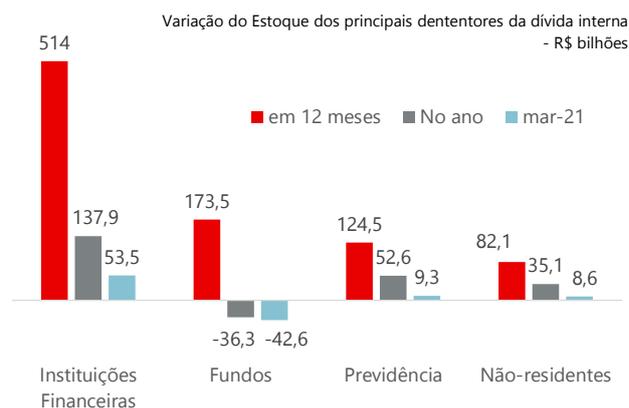
Em 28 de abril, o Tesouro Nacional divulgou o Relatório Mensal da Dívida de março de 2021. As novas emissões da Dívida Pública Federal (DPF) alcançaram R\$ 164,7 bilhões, o sétimo mês consecutivo acima de R\$ 150 bilhões, ante uma média de R\$ 63 bilhões mensais em 2019. A participação dos não residentes na dívida pública subiu para 9,5%, ante 9,4% em fevereiro, com fluxo positivo de R\$ 8,6 bilhões em março. Considerando a gestão da dívida, a dívida com vencimento até junho de 2021 totaliza R\$ 424 bilhões (ou 40% do nível esperado para 2021), sendo que a maior parte dos vencimentos da dívida concentra-se em abril (R\$ 331,2 bilhões). Em contrapartida, a reserva de liquidez (caixa para gestão da dívida) do Tesouro registrou aumento nominal de 20%, passando de R\$ 933,2 bilhões em fevereiro para R\$ 1,1 trilhão em março. Grande parte desse aumento deve-se às devoluções de R\$ 32 bilhões do BNDES ao Tesouro e à desvinculação dos fundos públicos por meio da PEC emergencial (R\$ 140 bilhões). Na entrevista coletiva, o Tesouro Nacional afirmou que parte desses recursos foram utilizados em abril, e o atual nível da reserva de liquidez é suficiente para cobrir até sete meses de vencimento da dívida. A elevação da taxa Selic pode elevar o custo médio das novas emissões nos próximos meses. Mesmo assim, o custo ainda deve ficar abaixo da taxa média de juros do estoque da dívida federal interna (que se manteve estável em 7,2% em março). A nosso ver, também sob a ótica da gestão da dívida, é fundamental aprovar reformas estruturais, pois isso facilitaria o alongamento dos prazos da dívida e a manutenção da taxa de juros em patamares reduzidos.

Figura 4.A. – Saldo primário do governo central



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

Figura 4.B. – Dívida pública federal - detentores



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.



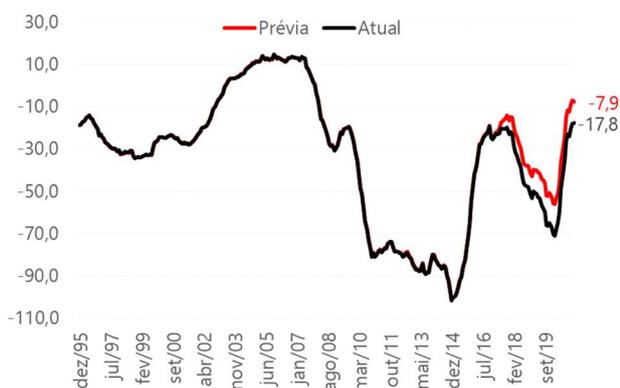
BALANÇO DE PAGAMENTOS

No início de abril, a Secretaria de Comércio Exterior (SECEX) promoveu melhorias estatísticas que alteraram os dados da balança comercial brasileira. Agora, para avaliar a dinâmica do comércio exterior, não será preciso excluir operações relacionadas às plataformas de petróleo, que se tratam na verdade de ajustes contábeis decorrentes de questões tributárias. Contudo, transações que eram antes negligenciadas ou subestimadas, a partir de agora serão contabilizadas. Ao final, as alterações resultaram em menor/maior volume de exportações/importações do que anteriormente anunciado, traduzindo-se em maiores déficits em transações correntes no mesmo período. Esta foi a principal razão para a discrepância entre nossa estimativa e o déficit efetivo em transações correntes no mês passado (US\$2,2 bilhões versus US\$4,0 bilhões, respectivamente). Nos últimos 12 meses encerrados em março, ao invés de sinalizar desequilíbrio de US\$7,9 bilhões, os números mostraram déficit de US\$17,8 bilhões.

Apesar do déficit mais elevado do que imaginado anteriormente, **a mudança metodológica não alterou a trajetória de melhora que o saldo em transações correntes tem apresentado ultimamente, reforçando nossa avaliação de que as perspectivas para o balanço de pagamentos brasileiro permanecem positivas (veja detalhes no link²)**. Afinal, projetamos que o saldo comercial registre superávit significativo neste ano, dadas as perspectivas de recuperação econômica relativamente rápida nos principais parceiros comerciais e a manutenção de termos de troca favoráveis por conta de preços ascendentes de *commodities*.

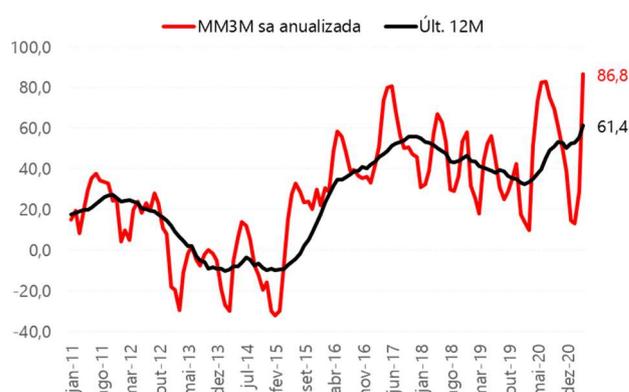
Aliás, a divulgação da balança comercial de abril na próxima segunda-feira, dia 3 de maio, deverá reforçar esta percepção. **De acordo com nossos cálculos, o Brasil deverá registrar superávit comercial de US\$12,1 bilhões no período – ou US\$61,4 bilhões nos últimos 12 meses, frente a US\$50,4 bilhões em dezembro passado**. Dado um provável efeito altista gerado pelas exportações de grãos nos próximos meses, acreditamos que o superávit comercial acumulado em 12 meses deverá continuar subindo, encerrando 2021 bem acima do patamar observado no ano anterior.

Figura 5.A. – Transações correntes (US\$ bilhões, 12m)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 5.B. – Balança comercial (US\$ bilhões)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

² Santander Brazil – External Sector: “Same Song, Different Key” – (26/abr/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-bop-mar21>



INFLAÇÃO

O IPCA-15 de abril registrou variação de 0,60% m/m (6,17% a/a), abaixo do consenso de mercado (0,65% m/m), e em linha com nossa projeção (0,62% m/m). As surpresas para baixo foram espalhadas entre preços administrados (-2 p.b. de desvio para a projeção do índice cheio), serviços (-2 p.b. de desvio) e bens industriais (-1 p.b. de desvio), enquanto alimentação no domicílio surpreendeu um pouco para cima (+2 p.b.).

Em termos de medidas subjacentes, houve continuidade de uma melhora marginal, mas a leitura ainda é desfavorável e a recente renovação da alta de commodities é sinal negativo para a inflação no médio prazo. Pelo lado positivo, o núcleo IPCA EX3 surpreendeu um pouco para baixo (0,31% m/m ante nossa projeção de 0,43%) e a tendência trimestral dessazonalizada e anualizada desacelerou de 5,8% para 4,9%. O núcleo de serviços também desacelerou, indo de 4,8% para 4,2% nesta métrica; o núcleo de industriais desacelerou de 7,3% para 6,2%. A média dos principais núcleos acompanhados pelo BCB subiu 0,34% m/m, o que significou também uma ligeira desaceleração da tendência para 5,0% (antes: 5,4%). O índice de difusão sazonalmente ajustado caiu de 61,0% para 58,3%. Portanto, as medidas de inflação subjacente mostraram melhora na margem, mas ainda permaneceram em níveis elevados.

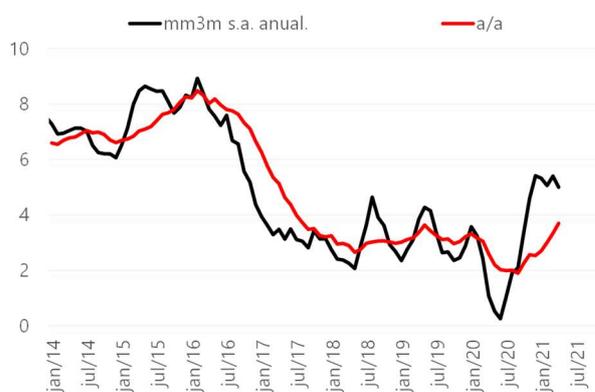
Revisamos nossas projeções de curto prazo para 0,27% m/m em abril (antes 0,31%), 0,72% m/m em maio (antes 0,62%) e 0,24% em junho (antes 0,16%). Olhando mais adiante, a recente renovação da tendência de alta de preços de commodities (em especial agrícolas e metálicas) aumentam o risco altista para a projeção do IPCA 2021; o nosso tracking de alta frequência se elevou de 5,3% para 5,4%. Importante destacar que a meta do BCB para este ano é 3,75% com intervalo de tolerância de até 5,25%. Para o IPCA 2022 seguimos acreditando que a maioria dos ruídos inflacionários relacionados a pandemia terão se dissipado e os preços voltarão a ser mais determinados pela demanda ainda suave, fazendo com que o IPCA fique perto da meta, em 3,7% (a meta do BCB é 3,5%). Contudo, a maior inércia vinda de 2021 e o cenário fiscal desafiador são riscos altistas para o IPCA 2022. [Veja detalhes no link³.](#)

Figura 6.A. – Detalhes do resultado do IPCA-15 (%)

	m/m			a/a	
	abr/21	Santander	Desv.	mar/21	abr/21
IPCA-15	0,60	0,62	-0,02	5,5	6,2
Administrados	1,55	1,62	-0,02	5,3	8,1
Livres	0,27	0,28	-0,01	5,6	5,5
Alimentação no domicílio	0,19	0,09	0,02	18,5	15,1
Industriais	0,46	0,52	-0,01	4,7	6,3
Serviços	0,18	0,22	-0,02	1,6	1,5
Núcleo EX3	0,31	0,43	-0,12	3,2	3,7
Média Núcleos	0,34	-	-	3,3	3,7

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 6.B. – Média dos núcleos IPCA-15 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

³ Santander Brazil – Inflation: “IPCA-15 April: Marginal Relief for Underlying Measures Don’t Improve Inflation Outlook Considerably” – (26/abr/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-ipca15-apr21>



CRÉDITO

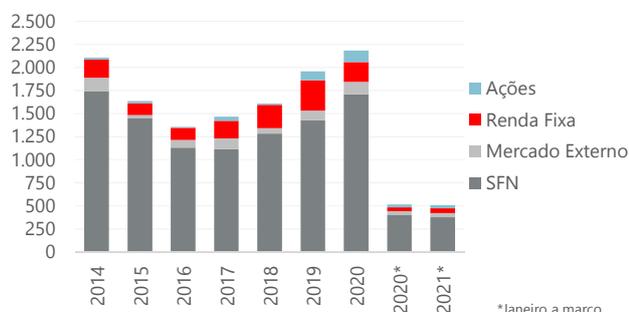
O saldo do crédito total em aberto do Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresentou crescimento real de 7,9% a/a em março (R\$ 4,1 trilhões), 5,6% a/a para as famílias e 11,0% a/a para empresas não financeiras. Os novos empréstimos ajustados pela inflação e sazonalidade (metodologia do Banco Central) aumentaram 0,2% em março, desaceleração em relação a fevereiro (5,1% m/m-sa). Para as famílias, o segmento livre viu uma redução de 5,5% m/m-sa, **provavelmente um efeito direto de novas medidas de distanciamento social em resposta ao agravamento da pandemia.**

No segmento com recursos direcionados, o financiamento imobiliário continua elevado (67,4% a/a), refletindo as condições financeiras favoráveis. Para as empresas, houve um aumento significativo de 23,1% m/m-sa em março no segmento livre, uma vez que elas contaram com capital de giro e desconto de duplicatas durante o período de restrições de atividades imposto pelos governos locais; no segmento direcionado, houve aumento de 12,1% m/m-sa. Importante ressaltar que **esperamos uma nova rodada de R\$ 5 bilhões do Pronampe nas próximas semanas.**

Considerando o total de financiamento corporativo acumulado no ano até março de 2021 (novos empréstimos no SFN, dívidas e emissões de ações no mercado de capitais) em relação ao mesmo período do ano anterior, as emissões no mercado de capitais estão 14% maiores, enquanto as concessões do SFN caíram 6%. Como resultado, o financiamento corporativo total caiu 2% em comparação com o mesmo período do ano anterior.

No crédito livre, a taxa de inadimplência dessazonalizada (créditos vencidos há mais de 90 dias) atingiu 4,2% e 1,7%, respectivamente, para PF e PJ, um aumento em relação a fevereiro. **O endividamento e o comprometimento de renda das famílias têm aumentado rapidamente, gerando riscos para a inadimplência e o crescimento do crédito nos próximos meses. *Veja detalhes no link*⁴.**

Figura 7.A. – Financiamento corporativo total (R\$ bilhões, real)

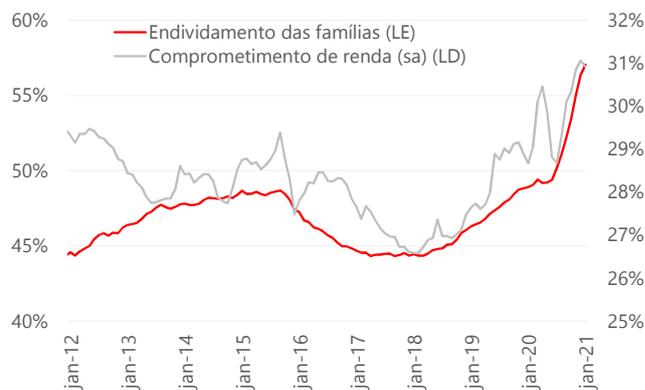


SFN - exclui conta garantida, cheque especial e cartão de crédito.
 Mercado externo - bonus, MTNs e securities.
 Renda Fixa - Debentures, NPs, LFs, CRAs, CRIs e FIDCs.
 Renda Variável - IPO e follow-on.

*Janeiro a março.

Fontes: Banco Central, Anbima, Santander.

Figura 7.B. – Endividamento do consumidor (% massa salarial ampliada)



Fontes: Banco Central, Santander.

⁴ Santander Brazil Credit - "Pandemic Restrictions Weigh on Credit" – (29/abr/2021) – Disponível no link (em inglês): <http://bit.ly/Std-credit-Mar21>



ATIVIDADE ECONÔMICA

Os dados de abril mostram queda na confiança industrial e alta na percepção de estoques. Conforme antecipado na última prévia, a confiança industrial caiu em abril (-0,7%), a terceira queda consecutiva, refletindo uma redução do otimismo dos empresários. Em relação aos impactos da pandemia, apesar da sequência de quedas, o índice ainda está 2,1% acima da marca pré-crise (fevereiro de 2020). Nos detalhes da pesquisa, o excedente de estoques (ou seja, porcentagem de respondentes que veem os estoques como excessivos menos os respondentes que veem os estoques como insuficientes) aumentou, atingindo 1,1 ponto (-2,2 em março). Sobre os indicadores para o consumidor e comércio, após as acentuadas quedas em março (devido ao recrudescimento da pandemia), observamos altas de 6,3% e 16,0%, respectivamente, embora insuficiente para compensar totalmente as quedas anteriores. Com relação aos impactos da pandemia, ambos os indicadores estão em níveis bem abaixo da marca pré-crise: na comparação com fevereiro de 2020, os índices do consumidor e comércio caíram 15,7% e 17,4%, respectivamente.

De acordo com o CAGED de março, a criação líquida de empregos formais foi de 184,1 mil (versus consenso +150 mil, estimativa do Santander +226 mil). Este resultado foi melhor do que a média histórica do mês (+52 mil) e abaixo do recorde histórico para o mês (+266 mil em 2010). Foi a primeira vez desde setembro de 2020 que um resultado CAGED não é um recorde histórico para o mês. Após nosso ajuste sazonal, a criação líquida de empregos formais diminuiu para +263 mil, contra +331 mil em fevereiro. Na nossa visão, o CAGED desacelerou na margem, mas ainda assim apresentou um resultado forte. Por outro lado, a PNAD Contínua de fevereiro do IBGE apontou taxa de desemprego de 14,4% (estimamos 14,3% com ajuste sazonal), mostrando sinais de precariedade no mercado de trabalho e ociosidade considerável, principalmente no setor informal, não coberto pelo CAGED. Desde meados de 2020, os dados do CAGED apresentam resultados muito melhores do que a PNAD. Acreditamos que os resultados do CAGED podem ter subnotificado demissões no período recente, especialmente ao longo do 2S20, conforme explorado em nosso relatório especial recente, [veja detalhes no link](#)⁵. No entanto, os resultados de fevereiro e março do CAGED mostram que o indicador pode estar se normalizando, apontando para uma recuperação mais alinhada com o ritmo da atividade mais ampla. A nosso ver, uma recuperação mais consistente do mercado de trabalho depende do desenrolar do processo de vacinação e de uma reabertura econômica mais disseminada.

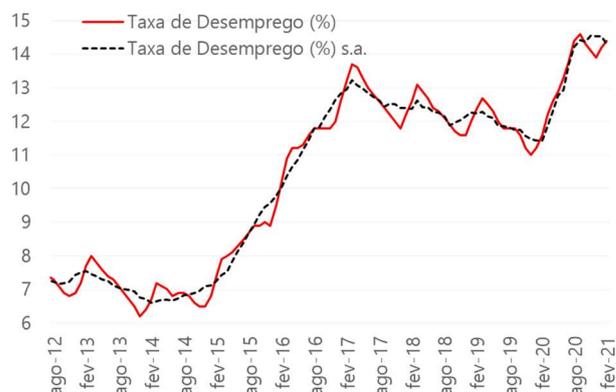
O IBGE divulgará na próxima semana os primeiros dados de atividade econômica de março. A produção industrial estará disponível na quarta-feira (5 de maio), enquanto as vendas no varejo ampliado serão divulgadas na sexta-feira (7 de maio). Esperamos quedas de 4,0% m/m-sa e 13,5% m/m-sa, respectivamente. [Para detalhes do cenário do Santander para a atividade econômica, consulte nosso último *chartbook*](#)⁶.

Figura 8.A. – Criação de Empregos Formais (sa)



Fontes: CAGED, Santander.

Figura 8.B. – Taxa de Desemprego



Fontes: IBGE, Santander.

⁵ 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>

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



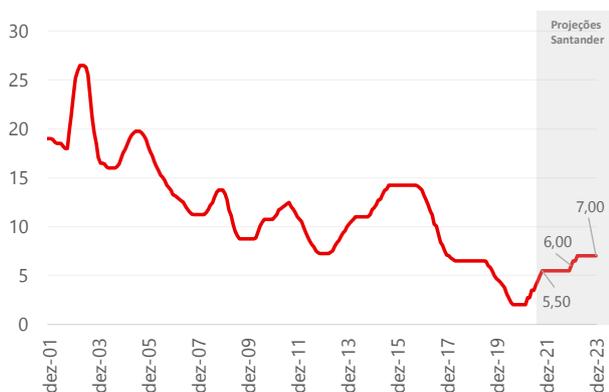
POLÍTICA MONETÁRIA

Na quarta-feira (5 de maio), o BCB anuncia sua decisão de política monetária. A retirada de estímulo deverá prosseguir com nova alta da taxa Selic em 0,75 p.p. para 3,50%. Esta projeção está amplamente alinhada com os analistas de mercado, sendo ainda o resultado mais provável de acordo com o apreçamento da curva de juros (probabilidade em torno de 80%). Na última reunião, o Copom elevou o juro em 0,75 p.p. para 2,75%, dando início ao processo de redução do grau “extraordinário” de estímulo monetário. Em termos de sinalização de política monetária, acreditamos que o Copom deverá elevar a ênfase na dependência dos dados quanto à velocidade e profundidade do ajuste adiante, garantindo flexibilidade para alterar o plano de voo se necessário, em meio a uma série de incertezas no cenário macro. Em nossa visão, isso poderá ocorrer mesmo se o BCB seguir apontando para um processo de “normalização parcial” da taxa de juros, indicando intenção de manter algum grau de estímulo ao final do processo. Para a reunião subsequente (junho), o BCB deverá sinalizar a continuidade do ajuste em passo de 0,50 ou 0,75 p.p..

No que concerne à avaliação de cenário, acreditamos que o BCB seguirá reconhecendo uma recuperação consistente da atividade econômica, talvez elevando – mesmo que temporariamente – a ênfase nos riscos baixistas para a economia em função de restrições à mobilidade após a forte alta nas hospitalizações por COVID-19. A velocidade da recuperação da atividade antes do agravamento da pandemia poderá ser visto como sinal de uma menor necessidade de estímulos monetários, com o BCB provavelmente mantendo uma visão construtiva para a retomada da economia no 2S21, após uma vacinação mais disseminada e um subsequente processo de reabertura. No lado da inflação, o elevado patamar do IPCA e de medidas subjacentes seguirá em destaque, com o BCB ainda sinalizando cautela. Ainda assim, não antevemos mudança na avaliação de que se tratam, em maior parte, de pressões inflacionárias temporárias, magnificadas por preços voláteis, e que tendem a se dissipar no horizonte relevante. É provável que o BCB reconheça uma intensidade e persistência ainda maior dos choques recentes, gerando a necessidade de atuação (via redução de estímulo) para conter efeitos secundários que possam contaminar o horizonte relevante, agora completamente focado em 2022. Em que pese a solução recente adotada para garantir a implementação do orçamento de 2021, a situação fiscal de médio prazo segue preocupante. Em nossa visão, as perspectivas fiscais pioraram um pouco mais desde a última reunião. Entendemos que o Copom deverá manter (se não elevar) o reconhecimento dos riscos fiscais. Desta forma, projetamos manutenção de viés altista no balanço de riscos para a inflação.

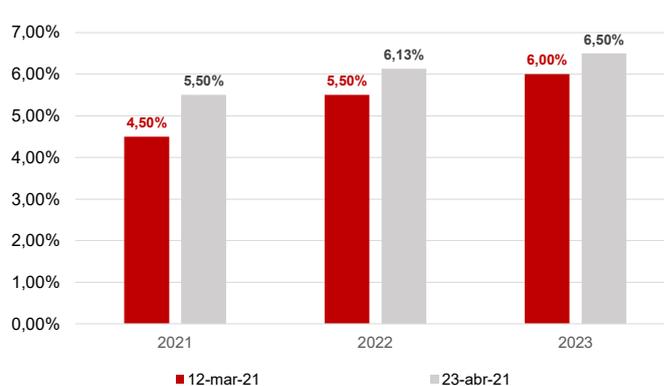
Em meio a contínuas surpresas inflacionárias altistas (em termos tendenciais), em ampla escala decorrentes de pressões de custos, e tendo em mente uma elevação dos riscos para a materialização de um processo ordenado de ajuste estrutural das contas públicas, vemos maiores chances de uma retirada ainda mais tempestivas de estímulos. Nosso cenário projeta taxa Selic de 5,50% ao fim deste ano, mas identificamos leve viés altista. Para o fim 2022, seguimos projetando Selic a 6,00%. [Veja detalhes no link⁷](#)

Figura 9.A. – Taxa básica Selic (% a.a., nominal)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 9.B. – Projeções para a Selic (mediana, % a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

⁷ Santander Brazil Copom Preview - “Keeping the Pace (and the Signal?)” – (28/abr/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-copomprev-May21>



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.

