



CHOQUES INFLACIONÁRIOS SE INTENSIFICAM (E SE ESPALHAM)

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

- O real se enfraqueceu nos últimos dias, embora relativamente em linha com as moedas emergentes na quinta-feira, em resposta à maior inclinação da curva de juros nos EUA e às incertezas relacionadas ao regime fiscal brasileiro. Da mesma forma, a curva de juros nominal observou forte volatilidade durante a maior parte da semana, mas ao final acabou se estabilizando. Na parte curta, o mercado continua a apreçar probabilidade crescente de ações mais *hawkish* (ou menos acomodáticas) por parte do BCB nas próximas reuniões do Copom.
- O aumento das hospitalizações e o número recorde de mortes no Brasil levaram muitos estados a impor restrições de mobilidade mais rígidas. Essa piora da pandemia pesará, provavelmente, ainda mais sobre a atividade no 1T21. No lado das vacinas, o governo federal deverá adquirir mais 138 milhões de doses, mas a maior parte das entregas está prevista para o 2S21. Até 4 de março, aproximadamente 9,6 milhões de doses (das quais 2,3 milhões referentes à segunda dose) haviam sido aplicadas no país.
- O Senado aprovou a PEC Emergencial, que estabelece condições e regras para um regime fiscal emergencial. A legislação permitirá que o auxílio emergencial seja estendido, mas dentro de um limite orçamentário fixado em R\$44 bilhões. Agora, encaminhada para a Câmara, a proposta cria também “gatilhos” que podem favorecer o cumprimento do teto de gastos constitucional no médio prazo.
- O superávit comercial de US\$1,2 bilhão de fevereiro compensou o déficit de janeiro. Os dados sinalizam crescimento mais rápido das exportações e desaceleração das importações, uma dinâmica compatível com nossa expectativa de superávit comercial de US\$78,4 bilhões em 2021.
- Com base nos dados da PNAD contínua, calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal subiu para 14,8% em dezembro ante 14,6% em novembro – novo recorde na série histórica. A taxa de desemprego deverá aumentar significativamente ao longo do 1S21, à medida que a PEA retorne aos níveis pré-pandemia e a população ocupada se recupere em ritmo moderado. O PIB do 4T20 cresceu 3,2% t/t-sa (acima do consenso de 2,8%). Embora forte, este ritmo foi insuficiente para compensar integralmente o impacto da pandemia (-1,1% na variação interanual). A contração em 2020 foi de 4,1%. O forte resultado na margem implica um maior *carryover* (3,6%) para 2021, que deve ser parcialmente mitigado pela deterioração da atividade econômica no 1T21 (nossa estimativa é de -0,4% t/t-sa).
- Para a próxima semana, diversos indicadores de atividade para janeiro serão divulgados. Do lado do mercado de trabalho, teremos a divulgação do CAGED e esperamos a criação de 210 mil postos de trabalho. O IBGE divulgará resultados para o varejo e o setor de serviços. Projetamos números fracos.
- O IPCA de fevereiro deverá acelerar para 0,73% em termos mensais (5,1% a/a), reforçando o cenário desfavorável para a inflação no curto prazo. O IGP-DI de fevereiro será divulgado também e esperamos uma variação elevada, de 2,27% m/m (29,4% a/a), reforçando a pressão altista no atacado/produtor que tem afetado os preços ao consumidor.

*** *Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 04 de março de 2021.*


Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (06-13/mar)

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Exportação (% a/a)	NBS	fev-21	Sab, 06-mar	40,0	-17,4
China: Importação (% a/a)	NBS	fev-21	Sab, 06-mar	16,0	-4,1
China: Balança Comercial (USD bi, Acum. Ano)	NBS	fev-21	Sab, 06-mar	59,0	7,4
China: CPI (% a/a)	NBS	fev-21	Ter, 09-mar	-0,3	-0,3
China: PPI (% a/a)	NBS	fev-21	Ter, 09-mar	1,4	0,3
EUA: Núcleo do CPI (% m/m)	BLS	fev-21	Qua, 10-mar	0,2	0,0
EUA: Núcleo do CPI (% a/a)	BLS	fev-21	Qua, 10-mar	1,4	1,4
Z. Euro: Taxa de juros (refinanciamento)	BCE	11-mar	Qui, 11-mar	0,0	0,0
Z. Euro: Produção Industrial (% m/m)	Eurostat	jan-21	Sex, 12-mar	0,3	-1,6
China: Crédito Agregado (CNY trilhões)	NBS	fev-21	08 a 15-mar	0,9	5,2

Fonte: Santander.

Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (01-05/mar)

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
IGP-DI (% m/m)	FGV	fev-21	Seg, 08-mar	2,27	2,91
IGP-DI (% a/a)	FGV	fev-21	Seg, 08-mar	29,41	26,55
Endividamento das Famílias	BC	dez-20	Ter, 09-mar	52,0	51,0
PMS - Volume de Serviços (m/m%)	IBGE	jan-21	Ter, 09-mar	0,0	-0,2
PMS - Volume de Serviços (a/a%)	IBGE	jan-21	Ter, 09-mar	-5,5	-3,3
Empregos Formais (milhares)	CAGED	jan-21	Ter, 09-mar	210,0	-67,9
IPCA (% m/m)	IBGE	fev-21	Qui, 11-mar	0,73	0,25
IPCA (% a/a)	IBGE	fev-21	Qui, 11-mar	5,06	4,56
PMC - Varejo Restrito (% m/m)	IBGE	jan-21	Sex, 12-mar	-0,5	-6,1
PMC - Varejo Restrito (% a/a)	IBGE	jan-21	Sex, 12-mar	-1,0	1,2
PMC - Varejo Ampliado (% m/m)	IBGE	jan-21	Sex, 12-mar	-0,9	-3,7
PMC - Varejo Ampliado (% a/a)	IBGE	jan-21	Sex, 12-mar	-2,0	2,6

Fonte: Santander.

Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão de cenário¹
Para nossas principais visões e hipóteses para 2021, consulte nossas proposições macro²

¹ Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “A Persistência dos Riscos (Fiscais)” (11/fev/21) – Disponível no “link”: <http://bit.ly/Sant-RevCen-fev21>

² Santander Brasil – Proposições Macro – “Novo Ano, Mesmas Incertezas” (03/fev/21) – Disponível no “link”: <http://bit.ly/Sant-prop-macro-2021>



AMBIENTE INTERNACIONAL

O pacote fiscal proposto pelo presidente norte-americano Joe Biden segue em tramitação no Senado. A votação deve ocorrer nos próximos dias e o pacote deve ser aprovado com pouca desidratação. O pacote, que hoje é de US\$ 1,9 trilhão deve ser um pouco reduzido pois os próprios senadores democratas são contra alguns pontos. Mas o valor deve permanecer muito elevado. Do lado da política monetária, diversos membros do Federal Reserve discursaram, com destaque para a fala do presidente, Jerome Powell, nesta quinta-feira, último dia antes do período de silêncio que precede a próxima decisão. Na ocasião, Powell não se mostrou desconfortável com a alta na curva de juros norte-americana, afirmando que seria um problema apenas se apertasse as condições financeiras ou que tornasse os mercados disfuncionais. O mercado reagiu à fala com uma abertura ainda maior de taxas, principalmente na parte mais longa da curva de juros.

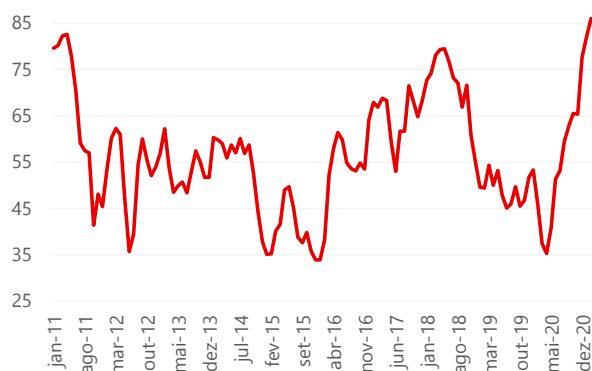
Na China, os líderes do governo iniciaram o seu encontro anual nesta sexta-feira e já anunciaram algumas das metas para o ano. Foi estabelecida uma meta mínima de 6% para o crescimento do PIB em 2021. As autoridades também anunciaram um plano de retirada gradual de estímulos (fiscais e monetários) da economia, o que deve ocorrer ao longo do ano.

A reunião da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) também foi destaque, com o grupo decidindo não aumentar a produção de petróleo, o que provocou impacto positivo nos preços.

No calendário econômico, foram divulgados os números das sondagens empresariais PMI de fevereiro na China, que apontam para queda inesperada em relação ao mês de janeiro, embora os índices ainda permaneçam em nível expansionista. O número reflete principalmente um aperto da pandemia ocorrido em fevereiro no país, mas que já foi controlado. Nos EUA, o número de ISM industrial de fevereiro veio muito forte, acima das expectativas de mercado, e com destaque para o componente de preços pagos, reforçando o cenário inflacionário no curto prazo. Já na Europa, os números de vendas no varejo de janeiro mostraram queda forte, em linha com o cenário de recuperação econômica mais lenta no velho continente.

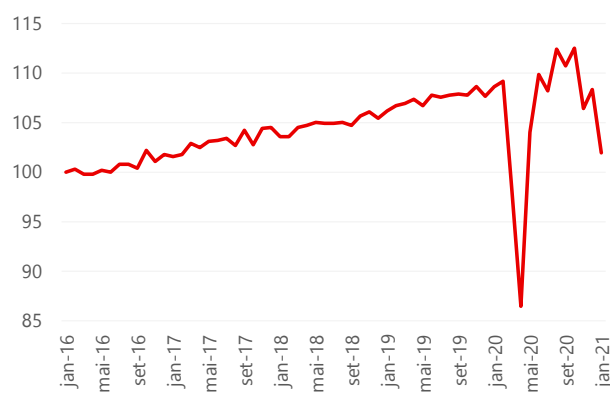
Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas globais encerraram a semana em queda, enquanto o dólar global registrou alta frente às moedas de economias avançadas.

Figura 2.A. – EUA: ISM Manufaturas, Preços Pagos, Índice



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. – Europa: Vendas no Varejo, Índice (jan/16 = 100)



Fontes: Bloomberg, Santander.



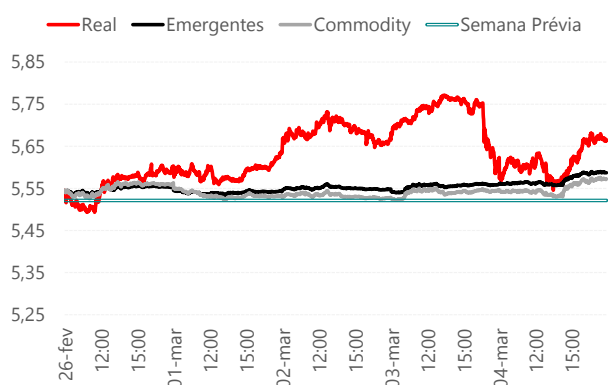
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A taxa de câmbio encerrou a quinta-feira (04 de março) abaixo do pico semanal de R\$5,77/US\$, mas acima do fechamento observado no dia 25 de fevereiro. Em nossa visão, a forte movimentação esteve relacionada com a maior inclinação da curva de juros nos EUA e, mais importante, com temores de mercado acerca dos debates em torno de uma nova rodada de estímulos fiscais e de medidas orçamentárias compensatórias (detalhes na seção de Política Fiscal). Como afirmamos em nossa última revisão de cenário ([veja maiores detalhes no link](#)), avaliamos que a trajetória do real dependerá, em larga escala, das perspectivas para a política (e para o regime) fiscal no médio prazo. Isto explica o fortalecimento da moeda na esteira da votação da PEC Emergencial no Senado, que reforçou a manutenção do arcabouço fiscal. O Banco Central (BCB) interveio quatro vezes na semana passada e vendeu US\$3,1 bilhões no mercado cambial à vista, repetindo esta ação na terça e quarta-feira passadas, e tendo vendido outros US\$4,1 bilhões – embora aproximadamente a metade deste montante tenha sido feito com derivativos cambiais. A taxa de câmbio rompeu a barreira dos R\$5,70/US\$ e divergiu consideravelmente da trajetória das moedas emergentes e ligadas aos preços de *commodities*, mas moveu-se relativamente em linha com estas na tarde de quinta-feira. Estas intervenções contrastam com os dados recentes que indicaram entrada líquida de recursos no mercado à vista em janeiro e fevereiro. [Veja maiores detalhes no link](#).

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros verificou leve redução na inclinação, depois de uma semana de forte volatilidade. A ponta curta da curva (DI Jan-22) subiu 17 p.b. para 3,83% (+17 p.b. desde quinta-feira passada), enquanto a ponta longa (DI Jan-27) caiu 1 p.b. para 7,83%. Como resultado, a inclinação nesta parte da curva caiu para 400 p.b., vindo de 418 p.b. na quinta-feira anterior. Nas duas pontas da curva, houve alta volatilidade, sendo negociadas em patamares elevados durante alguns dias da semana. No final, contudo, após a redução da probabilidade de ruptura no regime fiscal, na ocasião da votação da PEC Emergencial no Senado ([veja mais detalhes na seção de Política Fiscal](#)), a curva achatou. Na ponta curta da curva, os participantes de mercado continuando apreçando uma maior probabilidade de ação mais *hawkish* por parte do BCB nas próximas reuniões do Copom – de fato, nossa expectativa é de uma alta de +50 p.b. na Selic na próxima reunião, mas com probabilidade não negligenciável de +75 p.b. dependendo do cenário fiscal. Na ponta longa da curva, os mercados permaneceram apreensivos quanto à possibilidade do avanço de uma nova rodada de auxílio emergencial sem a concomitante contrapartida em termos de reformas/medidas fiscais compensatórias, mas a redução marginal desse risco permitiu um leve arrefecimento. Continuamos a ver potencial de volatilidade à frente, em meio às incertezas remanescentes sobre os próximos passos da política fiscal no Brasil, especialmente com a pandemia piorando e gerando novas rodadas de medidas de isolamento social.

Figura 3.A. – Taxa Cambial (R\$/US\$) Intra-diária

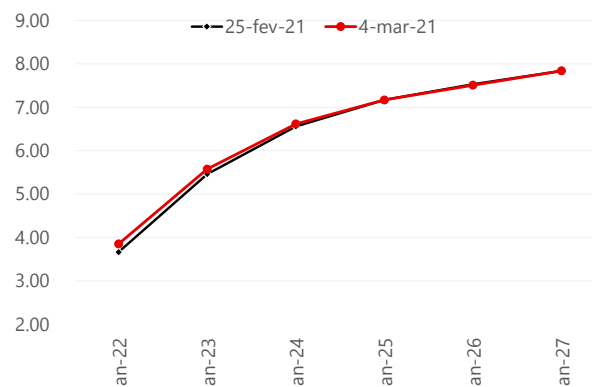


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 04/mar.

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

Figura 3.B. – Vértices Líquidos nos Futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 4/mar.

³ Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “A Persistência dos Riscos (Fiscais)” (11/fev/21) – Disponível no “link”: <http://bit.ly/Sant-RevCen-fev21>

⁴ Santander Brazil – External Sector: “It’s Been Some Time” (03/Mar/21) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-extsec-030321>



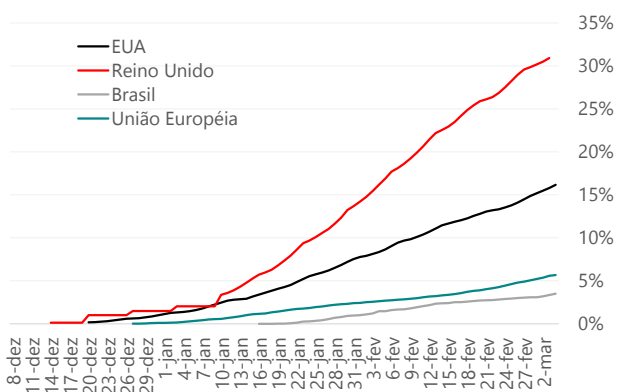
COVID-19

Nos EUA, cinco estados revogaram obrigatoriedade do uso de máscaras. Uma reabertura total do comércio está em andamento em vários estados em meio a um ritmo acelerado de vacinação (2 milhões por dia, média móvel semanal), com quase 16% da população tendo recebido pelo menos uma dose. Este número é de 30% no Reino Unido e apenas 5% na União Europeia. Novos casos têm aumentado na Itália e na França, mas estão relativamente estáveis em outros países da Europa Ocidental, em meio a medidas ainda em vigor de restrição à mobilidade.

O aumento das hospitalizações em todo o Brasil e um número recorde de mortes levaram os estados a imporem restrições mais rígidas. A taxa de ocupação de UTI está acima de 90% em pelo menos oito estados, enquanto que 1.910 mortes foram registradas na quarta-feira (3 de março), o maior número desde o início da pandemia. O estado de São Paulo voltou à fase vermelha - que somente permite a abertura de serviços essenciais - e adotou um “toque de restrição” noturno (das 20h às 5h) na semana passada. Essas restrições devem durar até 19 de março. Em nossa opinião, essa piora da pandemia e da mobilidade em nível nacional deve pesar ainda mais sobre a atividade (terciária) no 1T21.

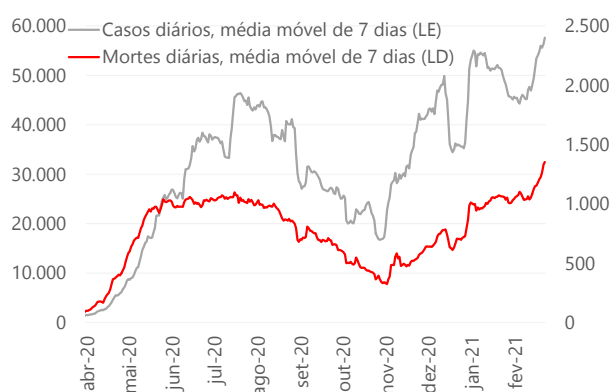
O governo federal garantiu acordo para aquisição de 138 milhões de doses adicionais de vacinas. Segundo o Ministério da Saúde, podem chegar este ano mais 100 milhões de doses da Pfizer e 38 milhões de doses da Janssen, a maior parte para o 2S21. Na quinta-feira (4 de março), o Butantan recebeu insumos para 14 milhões de doses. Importante ressaltar que a Câmara dos Deputados aprovou na terça-feira (2 de março) uma Proposta de Lei que permite que estados e municípios comprem vacinas, desde que estas tenham o registro definitivo ou uso emergencial aprovado pela Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa). Isso tem incentivado os estados a buscarem acordos de vacinas em paralelo ao governo federal. Até quinta-feira (4 de março) haviam sido aplicadas no país 9,6 milhões de doses⁵ (das 19 milhões disponíveis), com o ritmo de vacinação em 220 mil por dia (média móvel de 7 dias). Dados da Universidade de John Hopkins para o Brasil relatam uma média de 56 mil novos casos diários (média móvel de 7 dias) na quarta-feira (3 de março), um aumento de 14,2% em relação à semana passada, enquanto as mortes diárias (média móvel de 7 dias) ficaram em 1.331, alta de 18,4% na mesma comparação.

Figura 4.A. – População com ao menos uma dose - %



Fontes: Our World in Data, Santander.

Figura 4.B. – COVID-19: Casos e mortes diárias (totais)



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.

⁵ Das 9,6 milhões de doses já aplicadas, aproximadamente 2,3 milhões são referentes a 2ª dose.



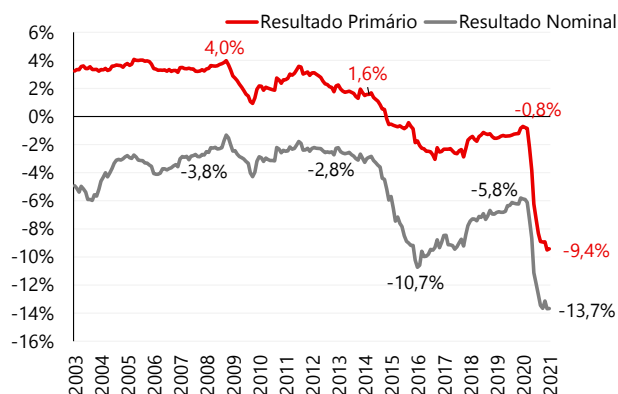
POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

Em 4 de março, o Senado finalizou a votação da PEC Emergencial, que estabelece as condições e regras para um regime fiscal emergencial. Houve mais de 60 votos favoráveis no primeiro e segundo turnos (mínimo para aprovação: 49 votos, de um total de 81 Senadores). Todas as emendas ao projeto foram rejeitadas. Até a aprovação do relatório final, havia pressões e rumores sobre uma hipotética exclusão de despesas relacionadas ao programa Bolsa Família (R\$ 35 bilhões) do teto de gastos neste ano, o que poderia prejudicar significativamente a credibilidade do regime fiscal. Ao final, em meio a um *sell-off* de ativos brasileiros, a equipe econômica do governo conseguiu evitar o avanço da proposta, de forma que a legislação aprovada manteve a ideia central, principalmente quanto à regulamentação dos gatilhos fiscais. Estes últimos poderão permitir ao governo federal cumprir o teto de gastos no médio prazo. O projeto também limitou em R\$ 44 bilhões o orçamento total a ser alocado para a retomada do auxílio emergencial - o que foi positivo, a nosso ver. A PEC Emergencial segue para a Câmara dos Deputados, que deverá aprová-la até o final de março. Após a aprovação final no Congresso, o governo enviará posteriormente uma medida provisória para definir os parâmetros do novo programa de renda.

Em 1 de março, o governo editou uma medida provisória (MP 1.034) que zera o imposto federal (PIS/Cofins) sobre o diesel por dois meses e sobre o GLP (“gás de cozinha”) de forma permanente. Essas medidas reduzirão a arrecadação federal em cerca de R\$3,8 bilhões em 2021, com base em nossas estimativas. Para compensar esse incentivo fiscal - e respeitando a Lei de Responsabilidade Fiscal - a administração elevou em 5 p.p. a CSLL de instituições financeiras (de 20% para 25%), com vigência de 1º de julho a 31 de dezembro. Além disso, foram extintos incentivos fiscais na venda de automóveis para pessoas com deficiência e para o setor petroquímico. Essa MP deverá ser debatida no Congresso em até 120 dias.

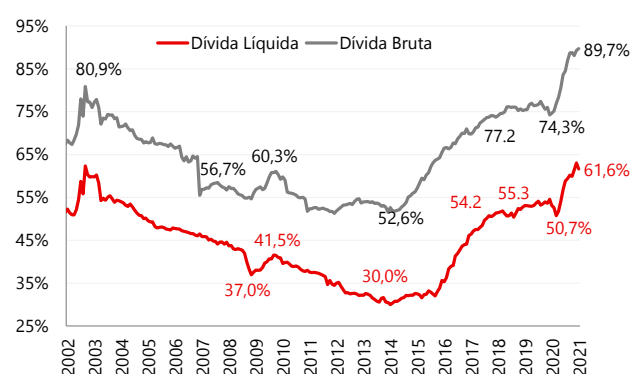
Segundo dados divulgados em 28 de fevereiro pelo BCB, o setor público consolidado apresentou superávit primário sazonal de R\$ 58,4 bilhões em janeiro. Esse resultado é semelhante ao registrado em janeiro de 2020 e reflete a recuperação da atividade no 4T20 e a forte redução dos estímulos fiscais no fim do ano. No acumulado em 12 meses, o déficit primário atingiu R\$ 701 bilhões (9,4% do PIB), enquanto o déficit nominal subiu para R\$ 1,02 trilhão (13,7% do PIB), recorde da série histórica. A dívida bruta atingiu 89,7% do PIB em janeiro de 2021, um aumento de 0,5 p.p. em relação a dezembro de 2020, enquanto a dívida líquida atingiu 61,6% do PIB. Pelas nossas projeções, o déficit primário deve cair para R\$ 250 bilhões em 2021 (3,1% do PIB) - o que significa um possível retorno à uma consolidação fiscal gradual, após o forte estímulo fiscal de 2020. Esperamos que a dívida bruta permaneça praticamente estável este ano, no entanto, assumindo que o BNDES devolverá ao Tesouro cerca de R\$ 100 bilhões. [Veja maiores detalhes no link.](#)

Figura 5.A. – Resultado do Setor Público (12m % do PIB)



Fontes: BCB, Santander.

Figure 5.B. – Dívida Pública (12m % do PIB)



Fontes: BCB, Santander.

⁶ Santander Brazil Fiscal - “Seasonally Driven Primary Surplus in January” – (26/fev/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-fiscal-260221>



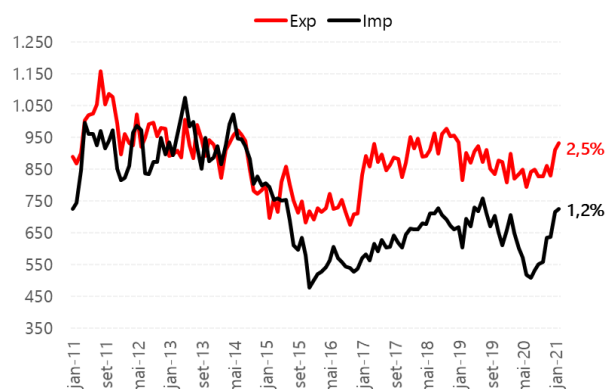
BALANÇA COMERCIAL

Em virtude de receitas de exportações mais robustas do que esperávamos e importações em linha com nossas estimativas, a balança comercial registrou superávit de US\$1,2 bilhão em fevereiro, superando nossa estimativa (US\$0,7 bilhão) e compensando o déficit observado em janeiro.

O superávit acumulado nos últimos 12 meses alcançou o patamar de US\$50,3 bilhões e ficou bem próximo aos US\$50,9 bilhões vistos em dezembro passado. Curiosamente, o mesmo quadro pode ser visto se excluirmos as operações relativas às plataformas de petróleo tanto de importações quanto exportações, embora em patamar mais elevado (aproximadamente US\$62,0 bilhões). Ainda que o desempenho no último mês da média móvel de três meses dos dados dessazonalizados em termos anuais tenha indicado superávit de US\$50,0 bilhões, avaliamos que sua trajetória sugere que um ponto de inflexão está prestes a se materializar, o que favoreceria nossa expectativa de superávit comercial de US\$78,4 bilhões em 2021.

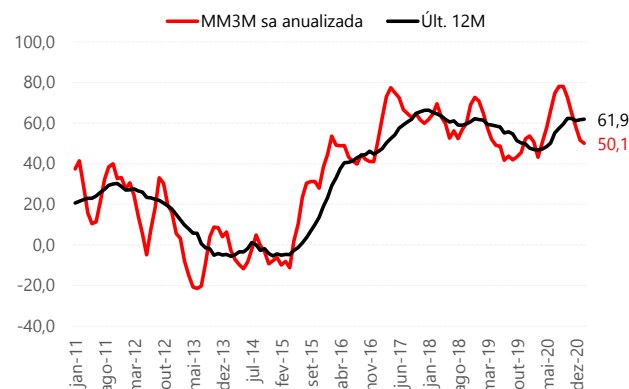
Além da contínua solidez no desempenho das exportações de proteínas animais e o início do embarque da safra de soja – que tem sido atrasado por problemas climáticos e de logística – também temos visto demanda firme por outras *commodities*, como minério de ferro. Como esperamos que os preços de *commodities* permaneçam em ascensão durante 2021, esta combinação de demanda forte e preços favoráveis deverá fazer com que as receitas de exportações cresçam mais rapidamente que as despesas de importações, especialmente porque estas já têm apresentado sinais de desaceleração na esteira da expansão mais gradual da economia brasileira nos últimos meses. [Veja maiores detalhes no link⁷.](#)

Figura 9.A. – Balança Comercial Ex-Plataformas (US\$ milhões, média dia útil, s.a.)



Fontes: SECINT, Santander.

Figura 9.B. – Balança Comercial Ex-Plataformas (US\$ bilhões, 12 meses)



Fontes: SECINT, Santander.

⁷ Santander Brazil – External Sector: “Turning Point” (01/Mar/21) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-extsec-010321>



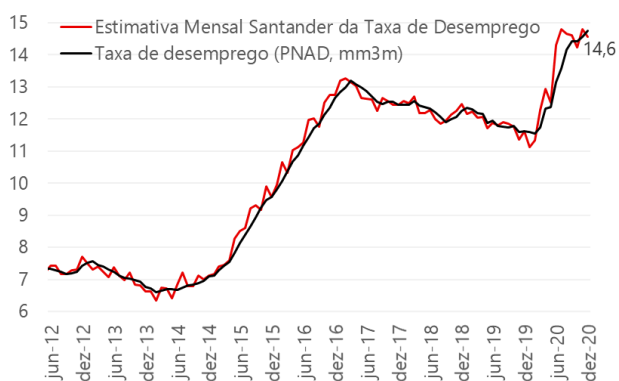
ATIVIDADE ECONÔMICA

De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), do IBGE, a taxa de desemprego ficou em 13,9% nos três meses até dezembro, em linha com nossa estimativa. Calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal aumentou ligeiramente para 14,8% ante 14,6% em novembro - novo recorde histórico para a série. Os resultados com ajuste sazonal mostraram altas de 0,1% e 0,3% na população ocupada e na PEA, respectivamente. A massa salarial real efetiva⁸ registrou queda de 10,0% a/a. A taxa média de desemprego em 2020 foi de 13,2%, bem acima do resultado de 2019 (11,9%). Isso reflete os impactos da pandemia, porém não totalmente, devido à baixa participação no mercado de trabalho ao longo do ano. Os resultados da PNAD do 2S20 vieram em linha com o nosso cenário, uma vez que o emprego e a PEA tiveram ligeiras recuperações na esteira de alguns relaxamentos nas restrições de mobilidade, bem como da redução de casos e óbitos de Covid-19. Olhando para frente, esperamos que a taxa de desemprego aumente significativamente ao longo do 1S21, à medida que a força de trabalho retorne aos níveis pré-pandemia e o emprego se recupere gradualmente. [Veja maiores detalhes no link⁹.](#)

O PIB do 4T20 cresceu 3,2% t/t-sa. Embora sólido, este crescimento foi insuficiente para compensar o impacto da crise, com o PIB se situando 1,1% abaixo do marco pré-crise (4T19). Com relação aos números anuais, a contração do PIB foi de 4,1% em 2020. A composição do resultado mostra uma performance sólida nos setores ex-agro. Os serviços mostraram ganhos sequenciais (+2,7%), embora o setor ainda esteja longe de atingir recuperação integral (-2,2% a/a); a indústria (+1,9%) consolidou sua recuperação, com forte crescimento no 2S20. Pelo lado da demanda, destacamos a forte alta dos investimentos (+20%) – embora esteja contaminada por efeitos contábeis de importação de plataformas de petróleo. [Veja maiores detalhes no link¹⁰.](#) O resultado do 4T20 implica um *carryover* de 3,6% para 2021, que possivelmente será mitigado pela deterioração da atividade econômica esperada para o 1T21, principalmente por conta do setor terciário, considerando a forte redução dos estímulos fiscais e o retrocesso no processo de reabertura econômica com o recrudescimento da pandemia. Nossa estimativa atual é de -0,4% t/t-sa. [Veja maiores detalhes no link¹¹.](#)

O IBGE divulgou na sexta-feira (5/mar) a produção industrial para janeiro, com crescimento de 0,4% m/m-sa. Para a próxima semana, importantes dados de atividade para janeiro serão divulgados. No que tange ao emprego, teremos a divulgação do CAGED (9/mar), e esperamos a criação de 210 mil postos de trabalho. O IBGE também divulgará os resultados para o setor de serviços (9/mar) e para o comércio varejista (12/mar), e esperamos números fracos (veja Figura 1.B).

Figura 7.A. – Taxa de Desemprego (% sa)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 7.B. – Decomposição do PIB

	4T20			2020
	Pesos	% a/a	% t/t	% ano
PIB	100%	-1,1	3,2	-4,1
Oferta				
Impostos	15%	0,2	5,2	-4,9
Agricultura	4%	-0,4	-0,5	2,0
Indústria	17%	1,2	1,9	-3,5
Serviços	63%	-2,2	2,7	-4,5
Demanda				
Consumo	64%	-3,0	3,4	-5,5
Governo	21%	-4,1	1,1	-4,7
FBKF	18%	13,5	20,0	-0,8
Exportações	17%	-4,3	-1,4	-1,8
Importações	-17%	-3,1	22,0	-10,0

Fontes: IBGE, Santander.

⁸ Dados defasados um mês em relação às demais séries da PNAD.

⁹ Santander Brazil Labor Market - "Stage Set for Labor Market Deterioration in 1H21" – (26/fev/2021) - Disponível no "link" (em inglês): <http://bit.ly/Sant-labor-260221>

¹⁰ Santander Brazil Economic Activity - "Solid growth but only partial recovery" – (3/mar/2021) – Disponível no "link" (em inglês): <http://bit.ly/Sant-econact-030321>

¹¹ Santander Brazil Economic Activity - "Economic Activity Chartbook - Lingering impacts to slow the recovery" – (23/fev/2021) – Disponível no "link" (em inglês): <http://bit.ly/Sant-econact-chart-fev21>



INFLAÇÃO

O IPCA de fevereiro deverá acelerar em termos mensais. Embora parte do movimento seja sazonal (por conta do reajuste de mensalidades escolares), a contínua alta do IPCA reforça um cenário inflacionário desfavorável no curto prazo. Na quinta-feira (11/mar), o IBGE divulga a inflação do IPCA de fevereiro e esperamos uma variação de +0,73% m/m (+5,06% a/a, a maior variação anual em 4 anos). A maior pressão altista virá de preços administrados (+1,58% m/m), com a inflação de combustíveis sendo o principal determinante. Bens industriais devem continuar pressionados, subindo 0,54% m/m. Serviços devem subir 0,49% m/m e continuar a trajetória de recuperação gradual. Finalmente, alimentação no domicílio deve registrar variação de 0,05% m/m, porém acreditamos que essa tendência de desaceleração em alimentos deva se encerrar nesta leitura, com março já voltando a mostrar uma aceleração.

Quanto às medidas subjacentes, o núcleo EX3 deve subir +0,30% m/m, o que deve gerar uma ligeira desaceleração na tendência (definida pela média móvel de 3 meses dessazonalizada e anualizada), puxada principalmente por um arrefecimento em serviços, enquanto bens industriais ainda contribuem para uma pressão altista nos núcleos.

Olhando mais adiante, apesar de uma economia que segue longe do potencial (e.g. com hiato aberto no setor de serviços), vemos o IPCA 2021 mais pressionado por pressões de custo e de oferta. Nossa projeção oficial divulgada em 11/fev já ficou desatualizada rapidamente e o *tracking* de alta frequência já aponta para um IPCA 2021 de 4,6%. Para 2022, continuamos a acreditar que os ruídos relacionados a pandemia terão se encerrado e o efeito da ociosidade econômica voltará a prevalecer na determinação de preços. Sendo assim, por ora mantemos nossa projeção de 3,2% para o IPCA 2022, embora reconhecamos que o balanço de riscos está pendendo para cima, por conta da inércia vinda do IPCA 2021 e por conta de um cenário fiscal mais arriscado.

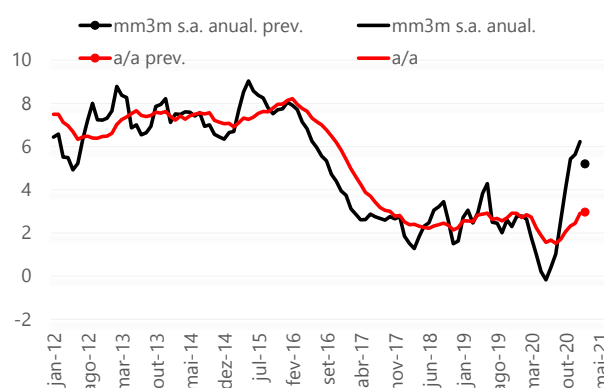
O IGP-DI de fevereiro também será divulgado, na segunda-feira (8-mar) e esperamos variação de 2,27% m/m (29.43% a/a). A inflação ao atacado/produtor deve arrefecer se comparada com leituras anteriores, tanto no setor industrial como na agropecuária. Mas a inflação cheia do IGP-DI ainda permanecerá elevada, reforçando as pressões vindas do atacado/produtor que estão chegando na ponta do consumidor.

Figura 6.A. – Projeção Santander para o IPCA (%)

	m/m		a/a	
	fev/21	Cont.	jan/21	fev/21
IPCA	0.73	0.73	4.6	5.1
Administrados	1.58	0.41	1.8	3.7
Livres	0.44	0.33	5.5	5.5
Alimentação no domicílio	0.05	0.01	19.2	19.2
Industriais	0.62	0.14	4.1	4.4
Serviços	0.49	0.18	1.5	1.3
Núcleo EX3	0.30	0.30	2.9	3.0

Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

Figura 6.B. – Inflação do Núcleo EX3 anual (%)



Fontes: IBGE, Banco Central, 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 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
Daniel Gewehr*	Head, Brazil	dhgewehr@santander.com.br	5511-3012-5787

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.

