

NOVOS PICOS (COVID-19, INFLAÇÃO E INCERTEZAS FISCAIS)

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

- Na ausência de maiores surpresas vindas do exterior (com implicações nos mercados locais), e apesar de um ruidoso noticiário político e fiscal, o real encerrou o pregão de 31 de março próximo ao patamar visto em 25 de março, mostrando melhor desempenho do que a média de seus pares no período. Contudo, as incertezas relacionadas ao orçamento de 2021 aprovado no Congresso levou a curva de juros a se inclinar um pouco mais em comparação com a semana anterior.
- As contaminações por COVID-19 parecem ter atingido um pico, e o processo de vacinação segue acelerando – com uma média diária recente de ~673 mil. As fatalidades seguem em patamar muito elevado (e ainda em ascensão), com 17 estados registrando taxas de ocupação de UTI acima de 90%.
- Os números fiscais foram positivos no primeiro bimestre do ano, mostrando uma boa “foto”. No entanto, acreditamos que no “filme” (resultados anuais) esse quadro deverá ser afetado pelo aumento dos gastos públicos para mitigar os efeitos da pandemia. Além disso, o governo busca uma solução para o impasse alocativo no orçamento de 2021.
- A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) do IBGE mostrou uma taxa de desemprego em 14,2% nos três meses até janeiro – consistente com uma tendência de alta. A pesquisa CAGED apontou para uma criação líquida de empregos formais de +401,6 mil em fevereiro, um novo recorde histórico. A nosso ver, as condições do mercado de trabalho seguem adversas e a PNAD parece mostrar um quadro mais preciso da situação do emprego no Brasil.
- Em fevereiro, a produção industrial surpreendeu negativamente, caindo -0,7% m/m-sa e encerrando uma sequência de nove altas consecutivas. Apesar do resultado negativo na margem, a produção da indústria está 2,8% acima do patamar pré-pandemia.
- Dados do Banco Central do Brasil (BCB) de fevereiro mostram que o crédito livre às famílias se recuperou da queda em janeiro. No entanto, as restrições recentes devido ao agravamento da pandemia devem pesar nos números de março. O endividamento e o comprometimento de renda das famílias têm aumentado rapidamente, gerando risco para a inadimplência e para a oferta de crédito adiante.
- O IPCA de março deverá acelerar consideravelmente em termos mensais para +1,08% m/m (+6,26% a/a) contra +0,86% m/m (+5,20% a/a) em fevereiro, o que implica uma forte variação para esta época do ano. A medida de núcleo EX3 também deve se manter em nível elevado em termos tendenciais, com a média móvel trimestral dessazonalizada em torno de 5,8% anualizado. Os números reforçam um quadro desfavorável para inflação no curto prazo.

***** Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quarta-feira, 31 de março de 2021.**


Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (05-09/abr)

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
EUA: Sondagem ISM Serviços (pontos)	ISM	mar/21	Seg, 05-abr	58,5	55,3
EUA: Encomendas à Indústria (% m/m)	C.Bureau	fev/21	Seg, 05-abr	-0,5	2,6
China: Sondagem PMI Serviços	Caixin	mar/21	Seg, 05-abr	52,1	51,5
Z.Euro: Taxa de Desemprego (% PEA)	Eurostat	fev/21	Ter, 06-abr	8,1	8,1
EUA: Balança Comercial (USD bi)	C.Bureau	fev/21	Qua, 07-abr	-70,2	-68,2
EUA: Ata do FOMC	Fed	--	Qua, 07-abr	--	--
EUA: Crédito ao Consumidor (USD bi)	Fed	fev/21	Qua, 07-abr	2,4	-1,3
Z.Euro: PPI (% a/a)	Eurostat	fev/21	Qui, 08-abr	1,3	0,0
China: CPI (% a/a)	NBS	mar/21	Qui, 08-abr	0,2	-0,2
China: PPI (% a/a)	NBS	mar/21	Qui, 08-abr	3,5	1,7
China: Crédito Agregado (CNY trilhões)	NBS	mar/21	Qui, 08-abr	3,8	1,7
EUA: Núcleo do PPI (% m/m)	BLS	mar/21	Sex, 09-abr	0,2	0,2

Fonte: Santander.

Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (05-09/abr)

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Sondagem PMI Agregado	Markit	mar/21	Ter, 06-abr	--	49,6
Sondagem PMI Serviços	Markit	mar/21	Ter, 06-abr	--	47,1
IGP-DI (% m/m)	FGV	mar/21	Qua, 07-abr	2,50	2,71
IGP-DI (% a/a)	FGV	mar/21	Qua, 07-abr	31,05	29,95
Produção de veículos (milhares)	Anfavea	mar/21	Qua, 07-abr	--	197
IPCA (% m/m)	IBGE	mar/21	Sex, 09-abr	1,08	0,86
IPCA (% a/a)	IBGE	mar/21	Sex, 09-abr	6,26	5,20

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

O principal evento da semana foi o anúncio do novo pacote fiscal nos Estados Unidos, que foi separado em dois. A primeira parte do pacote, que deve ser o foco neste primeiro semestre, consiste em investimentos em infraestrutura e deve girar em torno de US\$ 2,3 trilhões. O pacote deve ser financiado com um aumento nos impostos corporativos ao longo de 15 anos, e a expectativa dos democratas é de que seja votado na câmara dos deputados até o dia 4 de julho. A segunda parte do pacote deve girar em torno de US\$ 1,5 trilhão, focando em investimentos em educação e saúde e deve ser, ao menos em parte, financiado com aumento de impostos em cima da população mais rica. Mais detalhes quanto à segunda parte do pacote devem vir apenas no segundo semestre. Somando ambos os pacotes, é esperado que o valor final fique entre US\$ 3 e 4 trilhões, e poderão dar um impulso adicional à economia norte-americana para os anos à frente.

Outro evento importante foi o desbloqueio do canal de Suez após quase uma semana de interrupção no tráfego por conta de um navio encalhado, permitindo a normalização do comércio entre Ásia e Europa.

No Bloco Europeu, embora o ritmo de vacinação tenha acelerado nos últimos dias, seguem muitos ruídos entre o Bloco e a farmacêutica AstraZeneca, com a Alemanha vetando a aplicação das doses na população abaixo de 60 anos por conta do risco de trombose. Esses ruídos seguem minando a confiança da população nas vacinas. E em meio a esse ruído, países como Alemanha e França seguem estendendo as medidas restritivas por mais tempo, adiando a recuperação econômica. No entanto, ainda é esperado que a vacinação acelere ao longo do segundo trimestre com o aumento das ofertas de vacinas.

No calendário econômico, o principal destaque da semana ficou para o número de ISM Industrial de março dos EUA, vindo muito forte e acima do esperado pelo mercado. Na China, os números de PMI Industrial de março vieram dissonantes, com o número oficial vindo muito forte e acima do esperado, e o não oficial mais fraco e abaixo do consenso de mercado, embora ainda em nível positivo. Já na área do Euro, o número de inflação de março veio em queda, abaixo do esperado pelo mercado, e ainda longe da meta de inflação.

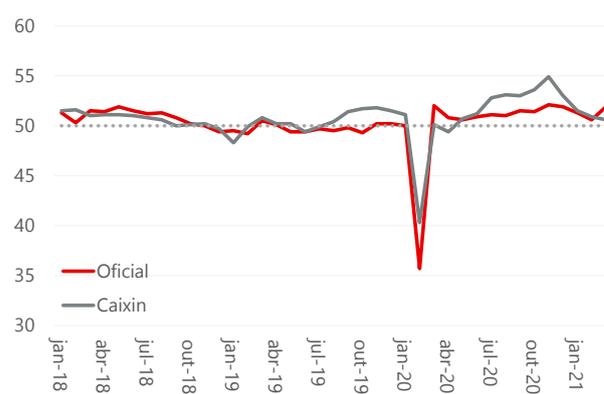
Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em alta. No mercado de juros norte-americanos, vimos abertura tanto da parte curta quanto da parte longa da curva. Por fim, o dólar global encerrou a semana com leve alta.

Figura 2.A. – EUA: Sondagem ISM industrial



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. – China: Sondagens PMI para a indústria



Fontes: Bloomberg, Santander.



MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na última sessão do 1T21, a taxa de câmbio encerrou o dia cotada a R\$5,63/US\$, registrando, assim, desempenho melhor que a média de seus pares, mas não muito distante do nível de R\$5,65/US\$ visto no fechamento de 25 de março – data de referência da última edição deste relatório. Apesar de leve apreciação no período, vale notar que este movimento foi observado principalmente no dia 31 de março.

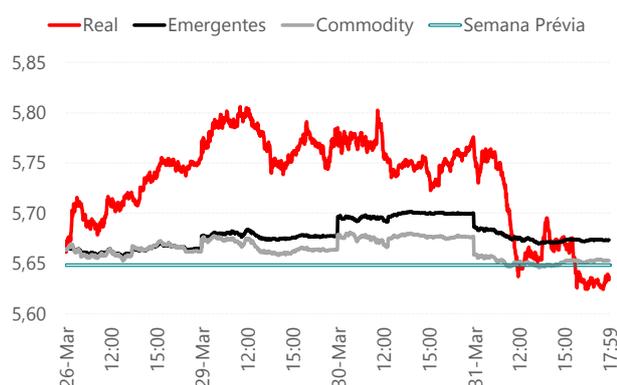
Avaliamos que o cenário internacional teve pouca influência nesta movimentação, já que, exceto pelas notícias relacionadas a perdas bancárias derivadas de insolvência de um *hedge fund*, não houve grande alteração nas tendências recentes. A China e os EUA continuaram apresentando sinais promissores quanto ao processo de recuperação econômica, enquanto a Zona do Euro ainda segue com um passo atrás. A discrepância entre estas economias continua ligada aos diferentes estágios no processo de vacinação contra a Covid-19.

No campo doméstico, o panorama da pandemia também continuou a pesar sobre o desempenho dos ativos brasileiros, com o noticiário político e as preocupações fiscais ajudando a influenciar o mercado cambial no início da semana. Por um lado, o rearranjo ministerial foi interpretado pelos agentes econômicos como sinal de melhor coordenação entre os poderes Executivo e Legislativo. Por outro lado, as dificuldades relacionadas ao orçamento recém aprovado no Congresso para 2021 suscitaram questionamentos entre os participantes de mercado, em um primeiro momento (mais detalhes na seção de Política Fiscal). Mas os sinais preliminares de ajuste nas emendas parlamentares previstas no orçamento ajudaram a amenizar as dúvidas iniciais, abrindo espaço para uma apreciação posterior da moeda (em 31 de março).

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros inclinou um pouco mais nesta semana. A ponta curta da curva (DI Jan-22) caiu 7 p.b. para 4,60%, enquanto a ponta longa (DI Jan-27) subiu 3 p.b. para 8,70%. Como resultado, a inclinação nesta parte da curva caiu subiu para 411 p.b., vindo de 401 p.b. na quinta-feira anterior. Na ponta curta da curva, o mercado reduziu um pouco a probabilidade de uma ação mais *hawkish* por parte do BCB na taxa de juros, já que comunicações recentes reforçaram a intenção do BCB de fazer uma “normalização parcial” (i.e. mantendo algum grau de estímulo). Na parte longa da curva, acreditamos que o principal determinante continue sendo o risco fiscal latente, que foi renovado com as incertezas em relação à execução do orçamento recentemente aprovado pelo Congresso.

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

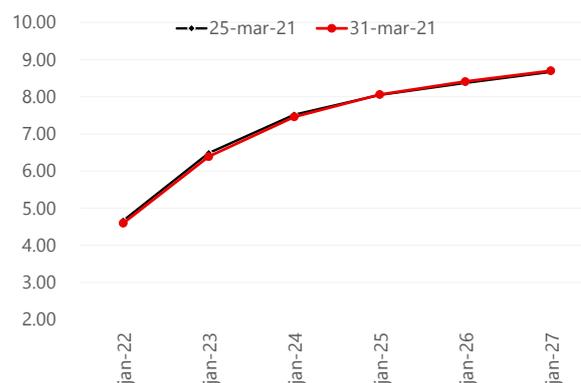


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 31/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, 31/mar.

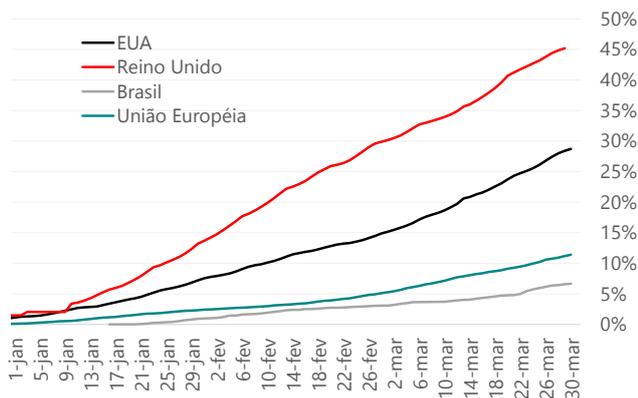


COVID-19

Nos EUA, enquanto os novos casos aumentam na margem, as curvas de mortes e hospitalizações estão estáveis. O ritmo de vacinação está atualmente em 2,7 milhões por dia (média móvel de 7 dias), com quase 28% da população tendo recebido pelo menos uma dose. Este número é de 44% no Reino Unido e 10% na União Europeia. Os casos estão caindo na Itália e começando a estabilizar na Alemanha e na França. No Reino Unido, as tendências de queda são consistentes, permitindo que o esquema de reabertura econômica siga como planejado.

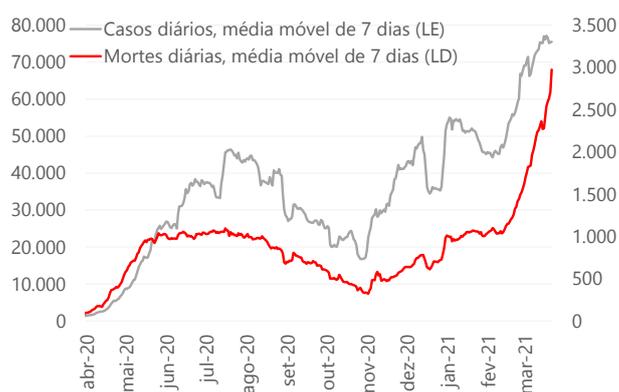
No Brasil, os novos casos de COVID-19 parecem estar próximos de um pico, mas o volume de fatalidades ainda segue bastante elevado. No último sábado (27 de março), os novos casos diários (média móvel de 7 dias) chegaram a 77.129, o maior desde o início da pandemia. A taxa de ocupação da UTI ainda é superior a 90% em pelo menos 17 estados. No entanto, no estado de São Paulo, a taxa de ocupação da UTI parece estar se estabilizando. Até quarta-feira (31 de março), 22,4 milhões de doses (de 43 milhões disponíveis) já haviam sido administradas no país, com o ritmo mais recente de vacinação em 673 mil por dia (média móvel de 7 dias). Dados do Ministério da Saúde registram uma média de 75 mil novos casos diários (média móvel de 7 dias) na quarta-feira (31 de março), o mesmo da semana anterior, enquanto as mortes diárias (média móvel de 7 dias) ficaram em 2.710, alta de 14,6% 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.



POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

Segundo dados divulgados pelo Banco Central (BCB) em 31 de março, o setor público consolidado registrou déficit primário de R\$ 11,8 bilhões em fevereiro, melhor do que nossa projeção (R\$ 19,4 bilhões) e a mediana do mercado (R\$ 20,0 bilhões). No acumulado em 12 meses, o déficit consolidado atingiu R\$ 691,7 bilhões (9,2% do PIB). Vale notar que a meta de déficit primário está atualmente em R\$ 247 bilhões (3,2% do PIB). No primeiro bimestre do ano, contudo, o resultado do setor público foi melhor da série do BCB (desde 2002, ajustado para inflação). Apesar de os números mostrarem uma situação positiva (i.e. a foto), acreditamos que os resultados anuais (i.e. o filme) serão afetados pelo aumento de gastos para mitigar os efeitos da pandemia. Somente a retomada do Auxílio Emergencial vai somar R\$ 44 bilhões em desembolsos entre abril e julho.

O governo central apresentou o melhor resultado primário no primeiro bimestre em muitos anos (desde 2013). Um elemento chave foi o nível mais baixo de gastos discricionários, que foi 36% menor do que em 2020 em termos reais. O desembolso dessas despesas foi de apenas 1/18 do orçamento previsto para 2021 - uma vez que o orçamento final ainda não havia sido aprovado durante este período. Uma vez mais, a principal surpresa no âmbito do setor público foi o resultado dos governos regionais (+R\$ 10,5 bilhões, ante + R\$ 4,9 bilhões no ano passado). Em 12 meses, o superávit primário dos entes subnacionais atingiu R\$ 48,7 bilhões (0,65% do PIB) - o maior valor como porcentagem do PIB desde junho de 2012. Em nossa visão, esses resultados foram provavelmente afetados pelo impacto das transferências fiscais e pelo sólido desempenho do PIB no 4T20 - que melhorou a arrecadação de impostos locais. No entanto, vemos um arrefecimento desses efeitos à frente.

A dívida bruta atingiu 90,0% do PIB em fevereiro, aumento de +0,6 p.p. em relação a janeiro. Já a dívida líquida ficou em 61,6% do PIB, alta de +0,2 p.p. na mesma base de comparação. Esperamos que a dívida bruta apresente uma queda no ano, no entanto, assumindo que o BNDES devolverá ao Tesouro pelo menos R\$ 100 bilhões e também que o governo cumprirá o teto de gastos. Outro fator positivo para a relação dívida/PIB será o aumento do PIB nominal, considerando o efeito do choque da inflação no deflator do PIB. Projetamos déficit primário de 3,2% do PIB em 2021. [Veja maiores detalhes no link².](#)

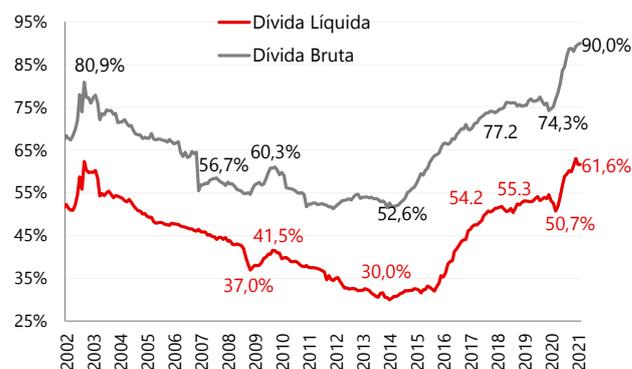
Na semana passada, o Congresso brasileiro aprovou o orçamento federal para 2021. A versão final trouxe algumas mudanças na proposta da equipe econômica, e cerca de R\$ 26 bilhões em despesas obrigatórias foram cortadas. Além disso, o primeiro relatório bimestral de avaliação de receitas e despesas (exigência da LRF) já apontava a necessidade de elevar a projeção de despesas obrigatórias em R\$ 17,6 bilhões. Agora, qualquer ajuste na composição dos gastos terá de ocorrer por veto presidencial, créditos suplementares ou congelamento de despesas discricionárias, o que geralmente cria debates alocativos das despesas. Atualmente, o governo está tentando superar o impasse orçamentário para o cumprimento das regras fiscais. Se o orçamento de 2021 não for alterado, acreditamos haverá a paralisação parcial de alguns serviços públicos nos próximos meses. O Executivo tem até o dia 9 de abril para sancionar o orçamento.

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



Fontes: BCB, Santander.

Figura 5.B. – Dívida Pública (% PIB)



Fontes: BCB, Santander.

² Santander Brazil Fiscal - "A Good Scene from a Movie Yet to Come" – (31/mar/2021) – Disponível no link (em inglês): <https://bit.ly/Sant-fiscal-mar21>



ATIVIDADE ECONÔMICA

Segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) do IBGE, a taxa de desocupação atingiu 14,2% nos três meses até janeiro, abaixo da nossa projeção (14,6%) e um pouco acima do consenso de mercado (14,0%), alta de 3,0 p.p. em comparação com o nível de janeiro de 2020. Estimamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal subiu para 14,7% em janeiro, ante 14,6% em dezembro. Tanto a força de trabalho (-0,1% m/m sa) quanto a população ocupada (-0,2% m/m sa) tiveram quedas na margem. A taxa de participação, que apresentou alguma recuperação nos últimos meses, voltou a cair na margem. O índice com ajuste sazonal ficou em 56,0% em janeiro, ante 56,2% em dezembro. A massa salarial real efetiva piorou adicionalmente em dezembro (dados defasados um mês em relação às demais séries da PNAD), com queda de 11,1% em relação ao ano anterior.

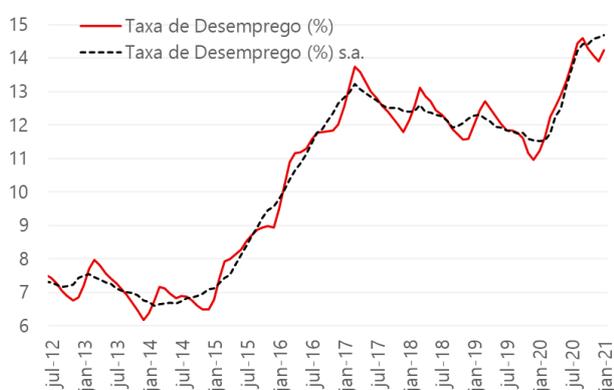
O CAGED de fevereiro de 2021 mostrou que a criação líquida de empregos formais (não ajustados) foi de +401,6 mil, consideravelmente melhor do que o consenso de mercado (+255 mil), nossa estimativa (+280 mil), a média histórica do mês (+117 mil) e o recorde histórico para o mês (+281k em 2011). Após ajuste sazonal, a criação líquida de empregos formais aumentou para 331,7 mil, de 254,2 mil em janeiro. É importante observar que, com o resultado de fevereiro, todos os principais setores econômicos do CAGED compensaram totalmente as perdas de empregos sofridas durante a pandemia.

Apesar da defasagem de um mês entre o CAGED e a PNAD devido à pandemia, os dados mais recentes mostraram diferenças marcantes nos resultados. Mantemos nossa visão de que a pesquisa CAGED pode estar subnotificando demissões, levando a números atipicamente altos de criação de empregos líquidos. Ressaltamos que essa diferença não pode ser atribuída à abrangência de cada pesquisa, uma vez que os dados sobre trabalhadores com carteira assinada na PNAD ainda são consideravelmente diferentes do que o CAGED vem reportando (Figura 6.B).

Mantemos nossa visão de que as condições seguem adversas no mercado de trabalho. E com as novas restrições de mobilidade em março e abril, o emprego deve sofrer novos impactos, e mesmo os dados do CAGED tendem a indicar alguma desaceleração nos meses subsequentes. [Veja detalhes no link](#)³.

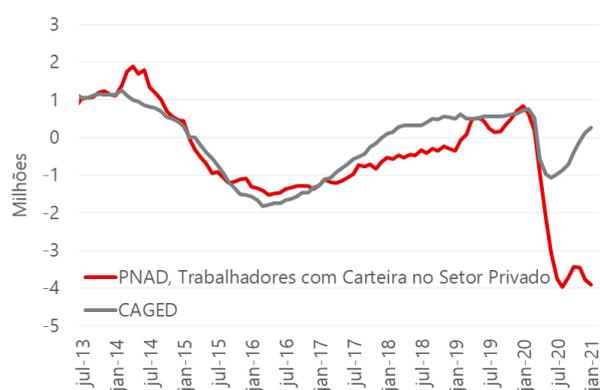
Em fevereiro, a produção industrial surpreendeu negativamente (-0,7% m/m-sa), encerrando uma sequência de nove altas consecutivas. Apesar da queda na margem, o setor ainda está 2,8% acima dos níveis pré-pandemia. Esperávamos que a produção industrial fosse sustentada no 1S21 por um processo de recomposição de estoque, apesar da demanda mais fraca. No entanto, a escassez generalizada de insumos, em meio a uma quebra nas cadeias globais de suprimentos, e o ressurgimento da pandemia podem comprometer o desempenho da indústria doméstica nos próximos meses.

Figura 6.A. – Taxa de desemprego (% da PEA)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 6.B. – Criação líquida de empregos (12m)



Fontes: IBGE, CAGED, Santander.

³ Santander Brazil Labor Market - "PNAD Slows Down, CAGED Speeds Up" – (31/mar/2021) – Disponível no [link](http://bit.ly/Sant-labor-Mar21) (em inglês): <http://bit.ly/Sant-labor-Mar21>



CRÉDITO

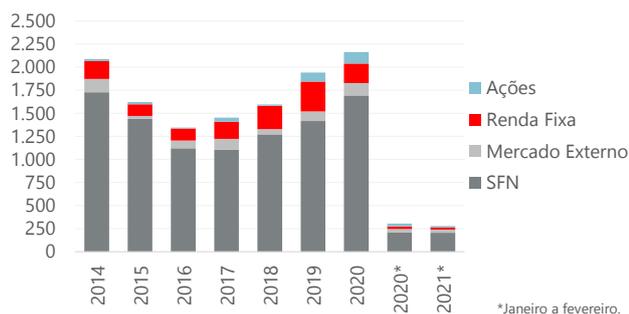
O saldo de crédito bancário no Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresentou crescimento real de 10,3% a/a em fevereiro (R\$ 4,0 trilhões), 5,7% a/a para as famílias e 16,8% a/a para empresas não financeiras. No segmento livre, a carteira das famílias cresceu 4,7% a/a em termos reais em fevereiro. Para pessoas jurídicas, o crescimento do saldo do crédito livre manteve-se elevado (+16,4% a/a), com destaque para capital de giro (+41,9% a/a, em termos reais). No segmento direcionado, o crescimento das famílias reflete financiamento imobiliário (+ 12,3% a/a, em termos reais), enquanto o aumento para as empresas deve-se aos programas emergenciais de apoio ao crédito (ex: Pronampe, PEAC).

Os novos empréstimos reais e dessazonalizados (pela metodologia do Banco Central) aumentaram 5,1% no mês, alta expressiva em relação a janeiro (+1,5% m/m-sa). Para as pessoas físicas, o segmento livre apresentou alta de 5,8% m/m-sa em fevereiro, impulsionado por cheque especial, crédito pessoal consignado e financiamento de veículos. No segmento direcionado, o financiamento imobiliário segue firme (+ 55,1% a/a), visto que as condições financeiras permanecem favoráveis. Para as empresas, houve aumento de 1,7% m/m-sa no segmento livre, com capital de giro recuperando na margem. No segmento direcionado, fevereiro observou uma alta de 47,7% m/m-sa. Apesar da desaceleração nessas modalidades de crédito relacionadas à pandemia, à medida que a atividade econômica se recupera, uma nova rodada de R\$16 bilhões do Pronampe (programa governamental de apoio ao crédito para pequenas empresas) é esperada nos próximos meses, o que deverá influenciar novamente estas estatísticas.

Considerando o financiamento corporativo total (novos empréstimos no SFN, dívidas e emissões de ações no mercado de capitais) em 2021 (até fevereiro), em comparação com o mesmo período de 2020, as emissões no mercado de capitais são 32% menores, enquanto as concessões do SFN recuam 3%. Como resultado, o financiamento corporativo total caiu 9% em comparação com o período do ano anterior.

No crédito livre, a taxa de inadimplência dessazonalizada atingiu 4,1% e 1,6%, respectivamente, para famílias e pessoas jurídicas, estável em relação a janeiro. É importante ressaltar que o endividamento e o comprometimento de renda das famílias têm aumentado rapidamente, o que gera risco para a inadimplência e para a oferta de crédito nos pós-pandemia. [Veja detalhes no link](#).

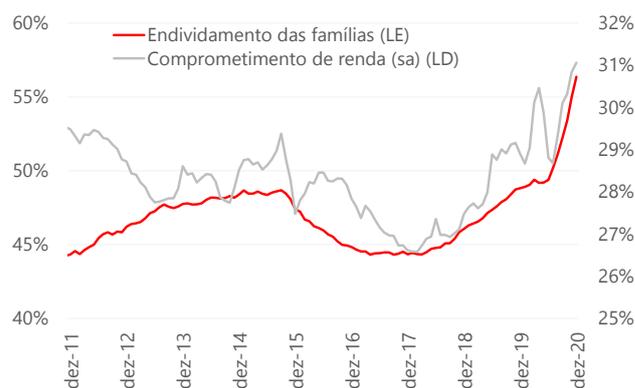
Figura 7.A. – Financiamento corporativo total (R\$ bilhões, real)



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.

Fontes: Banco Central, Anbima, Santander.

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



Fontes: Banco Central, Santander.



INFLAÇÃO

O IPCA de março deverá mostrar forte aceleração em termos mensais. Em um mês cuja sazonalidade aponta para desaceleração mensal, o IPCA de março – a ser divulgado na quinta-feira (25/mar) – deve subir +1,08% m/m (+6,26% a/a) contra +0,86% m/m (+5,20% a/a) em fevereiro. Este número reafirmará um cenário desfavorável para a inflação no curto prazo, resultando na maior variação em 12 meses desde 2016.

A maior pressão virá de preços administrados (+2,97% m/m), com a inflação de gasolina (+12,00% m/m) sendo o principal determinante desta alta e respondendo por mais da metade da variação do índice cheio. Bens industriais devem continuar em tendência de alta, subindo +1,28% m/m e pressionando as medidas de núcleo. Por outro lado, serviços devem desacelerar consideravelmente (+0,07% m/m), já que os efeitos dos reajustes em custos com educação de fevereiro já terão sido absorvidos. Adicionalmente, alimentação no domicílio também deve desacelerar (+0,02% m/m) – embora acreditemos que esse movimento seja temporário, pois provavelmente o grupo deve voltar a acelerar em abril.

Quanto às medidas subjacentes, estimamos que o núcleo EX3 deve subir +0,47% m/m, o que implicaria estabilidade da tendência (definida pela média móvel de 3 meses dessazonalizada e anualizada) em patamar elevado, de aproximadamente 5,8%. Este fator reforça o cenário desfavorável para inflação no curto prazo.

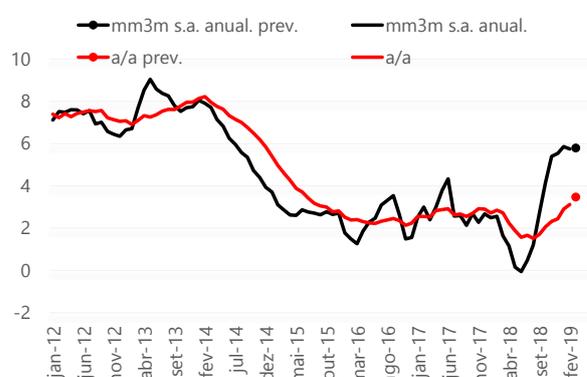
Olhando mais adiante, apesar de uma economia que segue longe do potencial (e.g. com hiato aberto no setor de serviços), vemos o IPCA 2021 mais pressionado por pressões de custo e de oferta. Nossa projeção oficial para o IPCA 2021 foi revisada na direção de nosso *tracking* de alta frequência, 5,0%. Para 2022, continuamos a acreditar que os ruídos relacionados à pandemia terão se encerrado e o efeito da ociosidade econômica voltará a prevalecer na determinação de preços. Contudo, também revisamos o IPCA 2022 para cima – 3,7% ante 3,2% --, considerando um transbordamento dos choques recentes para o ano que vem (inércia maior). [Veja detalhes no link](#)⁵.

Figura 8.A. – Detalhes da projeção do IPCA (%)

	m/m		a/a	
	mar/21	Contr.	fev/21	mar/21
IPCA	1,08	1,08	5,2	6,3
Administrados	2,97	0,76	3,8	7,1
Livres	0,44	0,32	5,7	6,0
Alimentação no domicílio	0,02	0,00	19,4	17,8
Industriais	1,28	0,30	4,6	6,0
Serviços	0,07	0,03	1,4	1,6
Núcleo EX3	0,47	0,47	3,1	3,5

Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

Figura 8.B. – Projeção do núcleo EX3 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central, Santander

⁵ Santander Brasil Revisão de Cenário - "Menor Ancoragem do Teto" – (31/mar/2021) – Disponível no [link](http://bit.ly/Std-revcen-abr21): <http://bit.ly/Std-revcen-abr21>



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.

