



TROCANDO A MARCHA NA POLÍTICA MONETÁRIA

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

- Na esteira de intervenções mais agressivas do Banco Central (BCB) e da aprovação da PEC Emergencial com algumas medidas de contenção fiscal, a taxa de câmbio recuou nesta semana (após testar máximas no ano), com o real figurando entre as moedas emergentes de melhor desempenho desde a terça-feira. Na mesma linha, a curva de juros também observou alta volatilidade durante a maior parte da semana, mas acabou mostrando menor inclinação. A ponta curta apreça probabilidade ainda maior de uma postura mais *hawkish* do Copom, com a ponta longa ainda apreçando elevado risco fiscal.
- A situação do COVID-19 no Brasil continua a piorar à medida que mais estados relatam ocupação hospitalar próxima da capacidade máxima. O Butantan anunciou estudo preliminar mostrando que a vacina Butantan/Coronovac pode ser eficaz contra novas variantes do COVID-19. Até 11 de março, cerca de 12,1 milhões de doses de vacinas haviam sido aplicadas no país (das quais 3,1 milhões são em segunda dose).
- A Câmara dos Deputados aprovou a PEC Emergencial, que estabelece condições e regras para um regime fiscal de “urgência”. A legislação final teve o potencial de economias fiscais diluído em meio a negociações para evitar um revés maior para a reforma. Na lei, o limite orçamentário para estímulos extra-texto foi fixado em R\$44 bilhões. Do lado político, uma decisão do Supremo Tribunal Federal restaurou, possivelmente ainda de forma liminar, os direitos políticos do ex-presidente Lula.
- Os primeiros dados de atividade em 2021 mostraram ganhos sequenciais. A produção industrial cresceu pelo nono mês consecutivo, porém mostrando um arrefecimento na margem, provavelmente refletindo efeitos de restrições na oferta de insumos para a cadeia produtiva. Os serviços também mostraram uma alta, porém ainda não se recuperaram integralmente da crise. Na próxima semana, serão publicados indicadores de atividade para janeiro: o Banco Central divulgará o seu indicador de atividade (IBC-Br), e esperamos uma alta de 0,4% m/m-sa (-1,8% a/a), a nona em sequência.
- O IPCA de fevereiro registrou alta de 0,86% m/m (5,20% a/a), significativamente acima do consenso de mercado (0,71%) e da nossa projeção (0,73%), com as surpresas espalhadas por diversos grupos e com as medidas de núcleo ainda sob pressão. A leitura reforça um cenário desfavorável para a inflação no curto prazo.
- Na quarta-feira (17 de março), o Banco Central (BCB) anuncia decisão de política monetária. Em linha com o consenso de mercado, antevemos o início de um processo de retirada de estímulos, com uma alta na taxa Selic de 0,5 p.p., para 2,50%. No comunicado, o Copom deverá sinalizar continuidade do ajuste nas próximas reuniões, com a velocidade e tamanho do ciclo dependendo da evolução do cenário prospectivo para a inflação e balanço de riscos, particularmente no que concerne à pandemia, atividade, riscos fiscais e inflação subjacente. Enxergamos viés altista para nossa projeção de Selic em 4,00% ao final de 2021.

*** *Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 11 de março de 2021.*


Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (14-20/mar)

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Produção Industrial (% a/a)	NBS	fev-21	Dom, 14-mar	31,6	2,8
China: Invest. em ativos fixos urbanos (% a/a)	NBS	fev-21	Dom, 14-mar	41,0	2,9
China: Taxa de Desemprego (%)	NBS	fev-21	Dom, 14-mar	5,2	5,2
China: Vendas do Varejo (% a/a)	NBS	fev-21	Dom, 14-mar	32,0	-3,9
China: Crédito Agregado (CNY trilhões)	NBS	fev-21	08 a 15-mar	0,9	5,2
EUA: Empire Manufacturing	NY Fed	mar-21	Seg, 15-mar	12,1	12,1
Z. Euro: Índice de Expectativas (pontos)	ZEW	mar-21	Ter, 16-mar	--	69,6
EUA: Núcleo das Vendas do Varejo (% m/m)	C.Bureau	fev-21	Ter, 16-mar	-1,1	6,0
EUA: Produção Industrial (%)	Fed	fev-21	Ter, 16-mar	0,4	0,9
EUA: Concessões de Alvarás (% m/m)	C.Bureau	fev-21	Qua, 17-mar	-8,5	10,4
EUA: Novas Construções (% m/m)	C.Bureau	fev-21	Qua, 17-mar	-1,6	-6,0
EUA: Reunião do FOMC	Fed	--	Qua, 17-mar	--	--
EUA: Sondagem Industrial	Fed Filadélfia	mar-21	Qui, 18-mar	20,0	23,1

Fonte: Santander.

Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (15-19/mar)

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BC	jan-21	Seg, 15-mar	0,4	0,6
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BC	jan-21	Seg, 15-mar	-1,8	1,3
IGP-10 (% m/m)	FGV	mar-21	Ter, 16-mar	n/d	2,97
Empregos Formais (milhares)	CAGED	jan-21	Ter, 16-mar	210	-68
Copom - Taxa Selic (%)	BCB	--	Qua, 17-mar	2,50	2,00
Sondagem da Indústria (índice)	FGV	mar-21 (p)	Sex, 19-Mar	n/d	107,9

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

A semana foi marcada pela aprovação do pacote fiscal de US\$ 1,9 trilhão nos EUA. O pacote sofreu pouca desidratação no senado, sendo ratificado pela câmara dos deputados na quarta-feira e assinado pelo presidente Joe Biden na quinta-feira. O pacote deve impulsionar o crescimento econômico no curto prazo, uma vez que a pandemia está cada vez mais controlada no país e com vários estados relaxando gradualmente as medidas restritivas. No segundo semestre Biden deve propor um novo pacote fiscal, com impactos mais de longo prazo por focar em investimentos de infraestrutura.

Na Europa, o foco esteve na reunião do Banco Central Europeu (BCE) nesta quinta-feira. Na decisão, os juros foram mantidos inalterados, como era amplamente esperado, mas o BCE afirmou que deve acelerar o ritmo de compras de ativos nos próximos meses, ressaltando também que há flexibilidade no tamanho do programa, podendo ser menor ou maior do que o anunciado conforme as condições vigentes. No seu discurso, a presidente do BCE, Christine Lagarde, ressaltou que, no momento, os riscos estavam mais balanceados, vendo um melhor cenário por conta do melhor controle da pandemia.

No calendário econômico, foram divulgados os números de crédito de fevereiro da China, que surpreenderam positivamente. O número é importante pois, com a recuperação econômica no país, o governo deve retirar gradualmente o estímulo via o canal de crédito, portanto, surpresas positivas podem impactar no cenário de crescimento. Ainda na China, os números de inflação de fevereiro vieram um pouco acima do esperado pelo mercado, mas continuam muito baixos. Por fim, nos EUA, os números de inflação subjacente de fevereiro vieram um pouco abaixo do esperado, mas puxados por itens relacionados à pandemia, que devem voltar a subir conforme a economia reabre.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas globais fecharam a semana em alta, com o S&P alcançando a máxima histórica na quinta-feira. Por outro lado, o dólar teve leve queda contra as moedas de países desenvolvidos, puxado por uma queda nos juros norte-americanos, tanto na parte mais curta da curva quanto nos vencimentos mais longos. Um quadro mais favorável aos ativos arriscados.

**“No geral, os riscos em torno das perspectivas de crescimento da área do euro no médio prazo tornaram-se mais equilibrados, embora os riscos de baixa permaneçam no curto prazo” –
Christine Lagarde (Presidente do BCE)**



MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

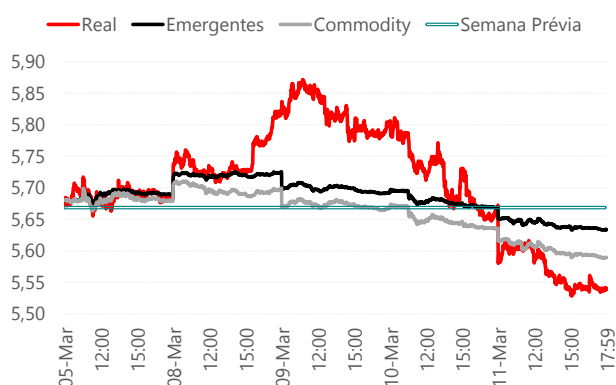
A taxa de câmbio encerrou a sessão de 11/mar em R\$5,54/US\$, nível mais apreciado do que o observado em 04/mar, data de referência de nossa última publicação semanal. A aprovação da emenda constitucional que abriu caminho para que a União conduza um programa de auxílio emergencial em 2021, com algumas medidas de aperto fiscal em contrapartida (e.g., gatilhos) teve uma influência importante neste desempenho. Contudo, o processo de aprovação gerou bastante discussão no Congresso e volatilidade no mercado cambial, levando a taxa de câmbio a atingir seu pico no ano na terça-feira, dia 09-mar (R\$5,87/US\$ na cotação intradiária).

Outro fator que contribuiu para a valorização do real nos últimos dias foi a abordagem mais agressiva do BCB em suas intervenções no mercado cambial. O BCB vendeu *swaps* cambiais (US\$2,0 bilhões) e dólares (US\$0,4 bilhão) no mercado à vista entre 05 e 11/mar, embora o real já estivesse em trajetória de valorização. Isto difere ligeiramente da estratégia usual adotada pelo BCB, com as atuações recentes aparentemente visando desestimular apostas unidirecionais de compra de dólar. Consequentemente, a moeda brasileira teve desempenho melhor que as moedas emergentes e às ligadas às *commodities*, alcançando o quarto melhor resultado entre as moedas emergentes no *ranking* da semana (até a quinta-feira).

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros observou menor inclinação, depois de mais uma semana de alta volatilidade. A ponta curta da curva (DI Jan-22) subiu +28 p.b. para 4,13%, enquanto a ponta longa (DI Jan-27) subiu +6 p.b. para 7,90%. Como resultado, a inclinação nesta parte da curva caiu para 377 p.b., vindo de 399 p.b. na quinta-feira anterior. Na ponta curta da curva, os participantes de mercado continuam apreçando uma maior probabilidade de ação mais *hawkish* por parte do BCB nas próximas reuniões do Copom, especialmente após uma leitura do IPCA mais alta do que o esperado (veja mais na seção de inflação). 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.. Na ponta longa da curva, os mercados permaneceram apreensivos durante a votação da PEC Emergencial. Ainda que medidas de restrição também tenham sido aprovadas, os impactos fiscais destas foram diluídos e as discussões resultaram em menos ajustes (veja mais na seção fiscal), fazendo o mercado apreçar um risco fiscal maior. Continuamos a ver potencial de alta volatilidade à frente, em meio à crescentes incertezas no cenário fiscal.

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

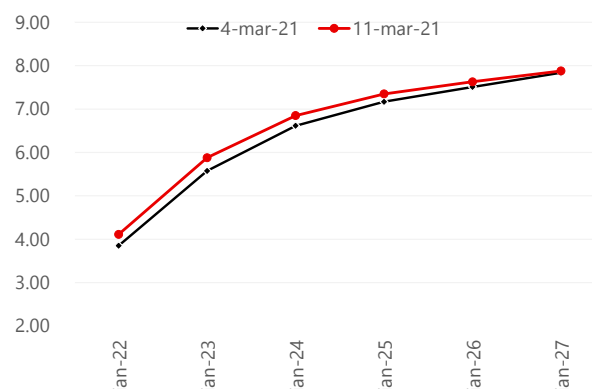


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 11/mar.

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, 11/mar.

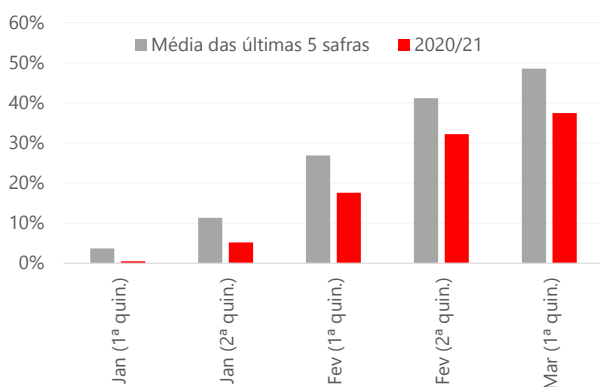


COMMODITIES

Em meio a fortes importações chinesas, o USDA manteve as estimativas de estoques finais de milho e soja para 2020/21 inalterados. A expectativa é que em algum dos próximos relatórios a agência americana revise seus números para baixo. O mercado continua observando se a forte demanda recente da China por grãos seguirá pelo resto do ano. O volume alto de vendas antecipadas de milho (90% da projeção de exportações da safra 2020/21 já está comprometido) e de soja (99%) são um bom indicador dessa tendência. A semana viu ainda um aumento das preocupações com novas variantes da peste suína africana que, se confirmadas, poderiam diminuir o apetite chinês.

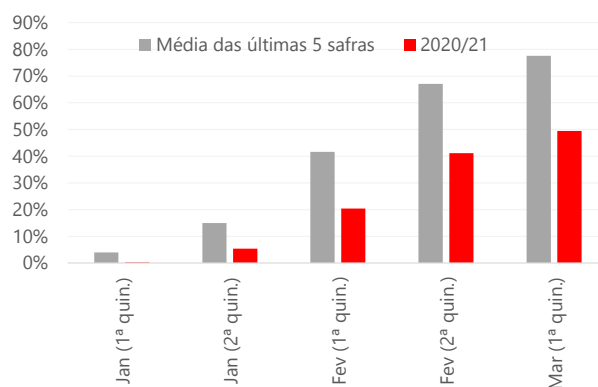
O mercado global de grãos nessa época do ano tem suas atenções voltadas para a entrada da produção da América do Sul. Na Argentina, o tempo seco continua a alimentar o risco de safras menores. No Brasil, chuvas tem atrasado o ritmo de colheita de soja, que segue abaixo da média dos últimos anos. Como consequência, o plantio da 2ª safra (safriinha) de milho também sofre atraso, o que preocupa pelo fato de a janela ideal para seu desenvolvimento ser mais estreita, gerando riscos para a produtividade. Na agenda, a primeira pesquisa oficial de intenção de plantio do USDA (safra 2021/22) será divulgada no dia 31 de março.

Figura 3.A. – Colheita de soja – evolução %



Fontes: Agroconsult, Santander.

Figura 3.B. – Plantio de milho (2ª Safra) – evolução %



Fontes: Agroconsult, Santander.



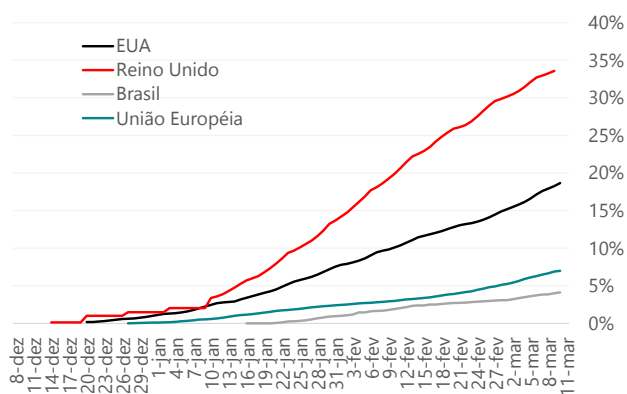
COVID-19

Nos EUA, as contaminações estão diminuindo rapidamente nos estados do sul, provavelmente devido a temperaturas mais altas e aos efeitos iniciais da vacinação. O ritmo de imunização de 2,5 milhões por dia (média móvel de 7 dias) é animador, com quase 18% da população recebendo pelo menos uma dose. Este número é de 33% no Reino Unido e de apenas 6% na União Europeia. O Reino Unido continua reportando queda de novos casos e mortes, sugerindo que a vacinação está funcionando. Em outros países da Europa Ocidental, o cenário é positivo e semelhante ao da semana passada, com exceção da Itália, onde novos casos e hospitalizações vem aumentando.

A situação do COVID-19 no Brasil continua a piorar à medida que mais estados reportam ocupação hospitalar próxima da capacidade máxima. A taxa de ocupação de UTIs está acima de 90% em pelo menos 13 estados, 5 a mais do que o relatado na semana passada. Restrições mais rígidas à mobilidade urbana já estão em vigor em todo o país. No estado de São Paulo, o governo decretou uma “fase emergencial”, onde mais restrições são impostas, como a obrigatoriedade de teletrabalho para todas atividades administrativas não essenciais. Essa fase deve durar até 30 de março. Na quarta-feira (10 de março), o número diário de mortos foi de 2.286, o maior desde o início da pandemia. No mesmo dia, o Butantan anunciou um estudo preliminar mostrando que a vacina Butantan/Coronavac pode ser eficaz contra novas variantes do COVID-19. O resultado é positivo, pois essa vacina responde por cerca de 80% das doses atualmente disponíveis no país.

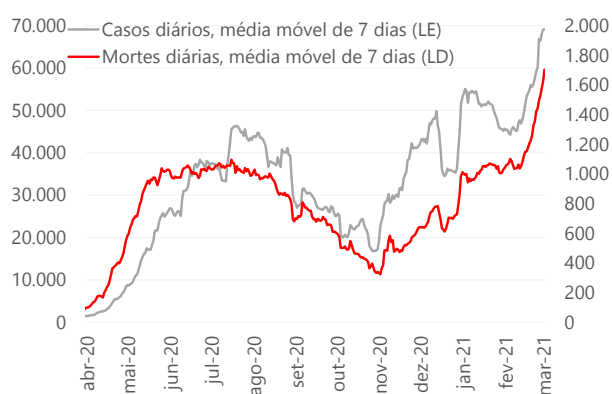
Governo federal confirma acordo de 13 milhões de doses com a Moderna para 2021. Segundo o Ministério da Saúde, estão previstas 3 milhões de doses para o 3T21 e 10 milhões para o 4T21. No curto prazo, o Brasil provavelmente acelerará o ritmo da vacinação à medida que a produção e entrega de doses da Fiocruz/AstraZeneca se junte às entregas em andamento do Butantan/Coronavac. Considerando os insumos já presentes no país, o total de doses disponíveis pode chegar a 60 milhões até o final de abril. Até quinta-feira (11 de março), 12,1 milhões de doses³ (das 20 milhões disponíveis) haviam sido aplicadas no país, com o ritmo de vacinação em 335 mil por dia (média móvel de 7 dias). Dados da Universidade de John Hopkins para o Brasil relatam uma média de 69 mil novos casos diários (média móvel de 7 dias) na quarta-feira (10 de março), um aumento de 23,2% em relação à semana anterior, enquanto as mortes diárias (média móvel de 7 dias) ficaram em 1.626, alta de 22,1% 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.

³ Das 12,1 milhões de doses já aplicadas, cerca de 3,1 milhões são referentes à segunda dose.



POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

Em 11 de março, a Câmara dos Deputados concluiu a votação da PEC Emergencial, emenda constitucional que estabelece as condições e regras para um regime fiscal emergencial. Depois de um longo debate, os legisladores da Câmara concluíram a votação do primeiro turno com uma margem de 341-121 a favor, enquanto o segundo turno terminou com 366-127 votos para sua aprovação - são necessários 308 votos de 513 deputados para aprovar mudanças na constituição. Como a legislação já havia sido aprovada no Senado, o projeto deverá ser sancionado nos próximos dias, sem precisar da sanção do presidente, como é o caso para as emendas constitucionais. O texto final apresentou uma diminuição da potência fiscal em comparação com a proposta inicial da equipe econômica do governo. Durante a análise das emendas, após o primeiro turno, os legisladores retiraram uma cláusula que desvinculava as receitas dos fundos públicos (fluxo). No entanto, o governo segue autorizado a desvincular o estoque e utilizar o montante de R\$130 bilhões para fins exclusivos de gestão da dívida, o que significa um possível instrumento para reduzir a emissão de títulos em condições de mercado desfavoráveis.

Em outro destaque ao texto da PEC Emergencial, para evitar alteração no núcleo da proposta (os chamados gatilhos fiscais, importantes para a execução do teto de gastos), os líderes partidários fecharam um acordo para excluir a possibilidade de congelar a progressão de carreira dos servidores públicos (isto é, aumentos salariais automáticos, que têm como critério o tempo no cargo) quando os gatilhos são acionados, embora ainda mantendo o congelamento de salários. Os gatilhos fiscais também incluem a proibição de novas despesas obrigatórias e novas contratações para todos os níveis de governo (federal e subnacionais). De acordo com nossas estimativas, a economia fiscal potencial foi reduzida de cerca de R\$ 13 bilhões para R\$ 10 bilhões por ano para o Governo Central. Além disso, o projeto de lei final manteve a limitação do valor total (R\$ 44 bilhões) a ser alocado por fora do teto de gastos para a reintrodução do auxílio emergencial - um elemento positivo, em nossa opinião. Há a expectativa de que o governo apresente, em alguns dias, uma medida provisória para definir os parâmetros do programa temporário de transferência de renda.

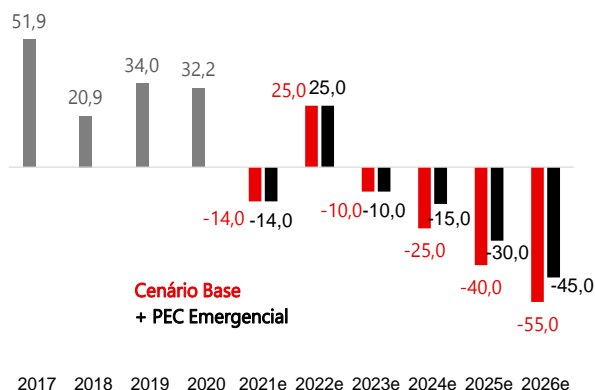
Com relação aos gatilhos, em nosso cenário, eles serão acionados não antes de 2024, quando a proporção "despesas obrigatórias em relação às despesas totais" estiver acima de 95%. Esse valor era de 92,6% em 2020, e estimado pelo governo em 93,5% em 2021. Em nossa visão, os gatilhos permitirão uma economia fiscal de R\$ 30 bilhões durante 2024-26, o que significa que governo ainda precisa aprovar reformas estruturais e manter a disciplina fiscal. Estimamos uma insuficiência de cerca de R\$ 100 bilhões para cumprir com a regra do teto de gastos até 2026.

Do lado político, no dia 08 de março, uma decisão judicial do Supremo Tribunal Federal (STF) anulou as sentenças contra o ex-presidente Lula. A decisão pode abrir caminho para Lula concorrer à presidência em 2022. Esta pode não ser uma deliberação final, pois uma votação ainda pode ocorrer no plenário do STF ou na segunda turma.

Figura 5.A. – Resumo da PEC Emergencial

- Permite Auxílio Emergencial em 2021 ('extrateto') - limitado a R\$ 44 bilhões.
- Gatilhos Fiscais para União quando 'Despesas obrigatórias / Despesas totais' estiver acima de 95% (~ em 2024)
- Gatilhos fiscais para os entes subnacionais (~ em 2023)
- Prazo de 6 meses para criar um plano para reduzir os incentivos fiscais,
- Cria uma 'cláusula' de calamidade que poderia ser usada pelo Congresso,
- Desindexação do estoque de Fundos Públicos (R\$130 bilhões) para uso na Gestão da Dívida
- Revoga a "Lei Kandir" (transferências);
- Revogação do financiamento de precatórios dos entes subnacionais pelo Tesouro Nacional.

Figura 5.B. – Margem para cumprimento do teto (R\$ bilhões)



Fontes: Congresso Nacional, Santander.

Fontes: BCB, Santander.

Nota: (+) Suficiência; (-) Insuficiência



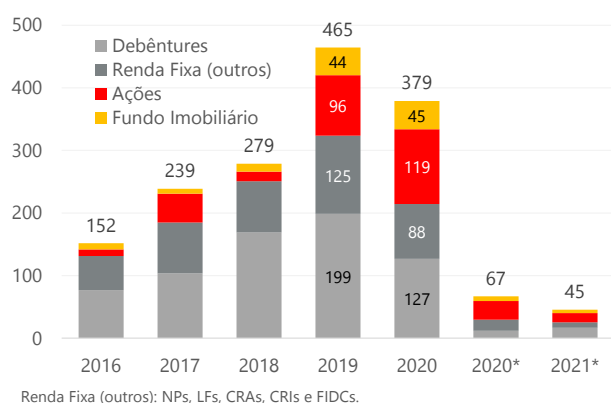
CRÉDITO

Os dados da Anbima sobre transações do mercado de capitais em fevereiro mostram que as novas emissões somaram R\$ 26,2 bilhões, 45% abaixo do volume de fevereiro de 2020 (i.e. R\$ 47,9 bilhões, influenciado por uma única emissão da Petrobrás de R\$ 22 bilhões). Emissões em renda fixa somaram R\$ 16,2 bilhões; em renda variável totalizaram R\$ 8,7 bilhões; e em fundos imobiliários, R\$ 1,2 bilhão. Importante ressaltar ofertas em andamento no valor de por R\$ 24,6 bilhões.

As emissões de títulos locais (debêntures) somaram R\$ 12,6 bilhões, um aumento em relação a janeiro (R\$ 4 bilhões). Olhando para a alocação dos recursos das emissões de debêntures até agora em 2021, observamos que 37% foram alocados para investimentos em infraestrutura, contra 12% em 2020. Isso é provavelmente um resultado de emissões no âmbito da lei 12.431, uma iniciativa do governo de fomentar financiamentos a prazo no mercado de capitais para projetos de infraestrutura. Alocação para capital de giro também sofreu uma mudança significativa: 22% em 2021, de 51% em 2020. Para os fundos imobiliários o volume de emissões diminuiu, uma acomodação de pelo menos quatro fortes números consecutivos.

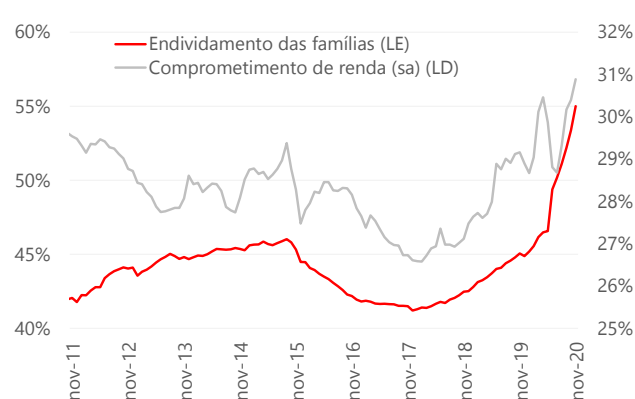
Endividamento do consumidor em alta. Dados do BCB de novembro mostram endividamento das famílias em 55,0%, alta de +1,6 p.p. de outubro (+9,9 p.p. de novembro de 2019), acima da média histórica (41,8%). O comprometimento de renda ficou em 30,9%, +0,5 p.p. de outubro (+1,7 p.p. de novembro de 2019), também acima da média histórica (27,8%).

Figura 6.A. – Emissões no mercado de capitais (R\$ bilhões, real)



Fontes: Anbima, Santander.

Figura 6.B. – Endividamento do consumidor (% massa salarial ampliada)



Fontes: Banco Central, Santander.



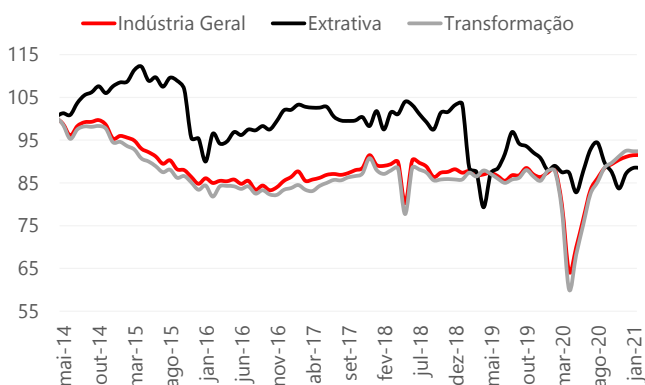
ATIVIDADE ECONÔMICA

A produção industrial confirmou as expectativas de uma nova alta no começo de 2021. O índice geral cresceu 0,4% m/m-sa, destacando a plena recuperação do setor ante os impactos da crise e levando a produção industrial para níveis 3,7% acima do patamar observado antes da pandemia (fev/20). O destaque positivo foi a produção de bens de capital (+4,5%), o que reforça a probabilidade de um aumento nos investimentos. O segmento de bens duráveis decepcionou (-0,7%), com a primeira queda em oito meses, refletindo, parcialmente, a piora observada na produção automobilística. Em termos de perspectivas, esperamos que a produção industrial seja sustentada no 1S21 por um ciclo de recomposição de estoques, apesar da menor demanda por bens industriais. Um risco baixista para esse cenário é uma restrição de insumos disseminada, afetando a capacidade de oferta da indústria doméstica. **Veja maiores detalhes no link⁴.**

A receita real dos serviços mostrou uma nova alta, mas permanece abaixo do patamar pré-crise. O índice cresceu 0,6% m/m-sa (-4,8% a/a), porém ainda insuficiente para compensar integralmente as perdas com a crise. O resultado de janeiro destaca que o setor ainda é o mais atrasado na recuperação: o volume de serviços ainda está 3,0% abaixo do marco pré-pandemia, enquanto indústria e varejo chegaram a superar tal patamar. Em termos de perspectivas, o resultado de janeiro implica um *carryover* de 1,4% para o 1T21, porém esperamos uma deterioração sequencial da atividade, dado o retrocesso na reabertura da economia e a queda da mobilidade. Nossa estimativa para o PIB do 1T21 está em -0,4% t/t-sa. **Veja maiores detalhes no link⁵.**

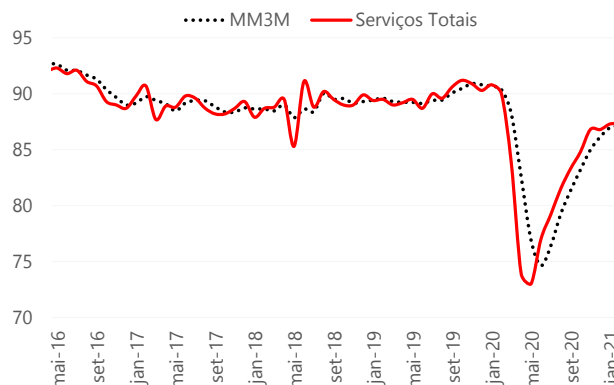
O IBGE divulgou na sexta-feira (12/mar) os dados para o varejo ampliado de janeiro: o indicador amplo caiu 2,1% MoM-sa, consistente com nosso cenário de deterioração do setor terciário no 1T21. Na próxima semana, alguns indicadores de atividade para janeiro serão divulgados. O Banco Central divulgará seu índice amplo de atividade (IBC-Br) e esperamos uma alta de 0,4% m/m-sa (-1,8% a/a), a nona em sequência, posicionando a economia 1,0% abaixo do patamar pré-crise, de acordo com esse indicador. O Ministério da Economia divulgará o CAGED, e esperamos uma criação líquida de 210 mil postos de trabalho. **Veja maiores detalhes no link⁶.**

Figura 7.A – Produção industrial (sa, 2012=100)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 7.B – Serviços (sa, 2014=100)



Fontes: IBGE, Santander.

⁴ Santander Brazil Economic Activity - “Sequential Increase at the Start of 2021” – (05/mar/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-econact-050321>

⁵ Santander Brazil Economic Activity - “Sequential Increase at the Start of 2021, but Still the Laggard” – (09/mar/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-econact-090321>

⁶ 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

Sem trégua para a inflação. O IPCA de fevereiro registrou variação de 0,86% m/m (5,20% a/a). O resultado veio bem acima da nossa expectativa (0,73%) e do consenso de mercado (0,71%). As surpresas foram espalhadas entre diversos grupos. Alimentação no domicílio contribuiu com +4 p.b. de desvio para a projeção, assim como bens industriais. Já serviços contribuíram com +2 p.b. de desvio e administrados com +3 p.b.

As medidas subjacentes continuaram pressionadas. A média dos núcleos moveu de 5,5% para apenas de 5,4% em termos tendenciais (mm3m s.a.), se mantendo em um nível persistentemente alto. Além disso, o índice de difusão (sazonalmente ajustado) subiu de 63,1% para 66,0% (média histórica: 62%), sugerindo algum efeito-transbordamento dos choques recentes para os preços de forma mais espalhada. Sendo assim, o IPCA de fevereiro reforça uma visão desfavorável para o IPCA no curto prazo e, em nossa visão, indica que as pressões altistas seguem fortes.

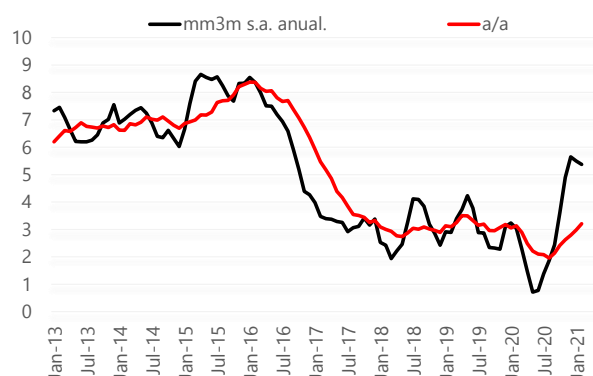
Olhando mais à frente, acreditamos que a maioria das pressões (preços de *commodities*, câmbio depreciado, problemas na cadeia de suprimentos, entre outros) devem continuar presentes durante mais um tempo, mantendo o balanço de riscos par ao IPCA de curto prazo enviesados para cima. Nosso *tracking* para o IPCA 2021 foi revisado de 4,8% para 4,9% e os riscos seguem predominantemente altistas. Já para o IPCA 2022 continuamos a acreditar que os ruídos/choques gerados pela pandemia terão arrefecido e os preços voltarão a ser mais determinados pela fraca demanda, permitindo o IPCA a ficar mais próximo do centro da meta. Contudo, a maior inércia do IPCA 2021 e cenário fiscal mais desafiador indicam riscos apontando para cima também para o próximo ano. [Veja maiores detalhes no link⁷.](#)

Figura 8.A. – Detalhes do IPCA (%)

	m/m		a/a		
	fev/21	Santander	Desv. jan/21	fev/21	
IPCA	0,86	0,73	0,13	4,6	5,2
Administrados	1,69	1,58	0,03	1,8	3,8
Livres	0,58	0,44	0,10	5,5	5,7
Alimentação no domicílio	0,28	0,05	0,04	19,2	19,4
Industriais	0,81	0,62	0,04	4,1	4,6
Serviços	0,55	0,49	0,02	1,5	1,4
Núcleo EX3	0,45	0,30	0,15	2,9	3,1
Média Núcleos	0,51	-	-	3,0	3,2

Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

Figura 8.B. – Média dos núcleos (%)



Fontes: IBGE, Banco Central, Santander

⁷ Santander Brazil Inflation - "IPCA February: No Respite from Inflation" – (11/mar/2021) – Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Sant-IPCA-feb21>



POLÍTICA MONETÁRIA

Na quarta-feira (17 de março), o Banco Central (BCB) anuncia decisão de política monetária. Em linha com o consenso de mercado, projetamos o início de um processo de retirada (que, por ora, entendemos como parcial) de estímulos monetários, com uma elevação na taxa básica Selic de 0,5 p.p. para 2,50%. Na última reunião do Copom, o Banco Central já sinalizou um viés para a retirada de estímulos monetários através do abandono “antecipado” do *forward guidance* (i.e. sinalização prospectiva) de juros estáveis. A autoridade estimava um efeito daquela comunicação equivalente a 25 p.b. na taxa Selic. Além disso, o tom do comunicado e da ata mostraram uma inclinação no comitê para a remoção tempestiva de estímulos via taxa de juros. E se o nível atual do juro básico é consideravelmente expansionista – i.e. abaixo do patamar estrutural – possivelmente o grau de estímulo pode ter se tornado ainda mais maior, mesmo que de forma involuntária (sob a ótica do BCB), dado um provável aumento na taxa de juros neutra.

Acreditamos que a evolução do cenário, desde a última reunião do Copom, reforça ainda mais a perspectiva para o início de um ciclo de ajuste na taxa de juros. Observamos uma atividade econômica firme no 4T20, ainda que com grande assimetria entre os setores (indústria forte e sem ociosidade; setor terciário anêmico e com ampla ociosidade). É possível que o Copom siga apontando para uma redução da ociosidade econômica (hiato de produto), em função dos dados positivos recentes do PIB. Há, contudo, sinais de perda de dinamismo na atividade já no mês de dezembro, com os dados preliminares do 1T21 também apontando para um processo de desaceleração, na esteira de menores estímulos fiscais e crescentes restrições à mobilidade. E com medidas ainda mais restritivas recentemente adotadas por uma série de governos regionais, em meio a alarmantes níveis de ocupação hospitalar (e processo de vacinação ainda gradualista), é de se esperar um enfraquecimento adicional do mercado de trabalho, elevando ainda mais a ociosidade.

A inflação segue em tendência de elevação, como reflexo de uma série de choques que, apesar de temporários, se mostram bem mais persistentes e intensos que o esperado. Com a escalada dos custos de produção em moeda nacional, em decorrência de uma combinação de alta das commodities e câmbio depreciado, os números mostram certo espalhamento nas pressões de preços para os bens industriais, ainda que os serviços se mantenham relativamente contidos. As medidas de inflação subjacente ensaiam acomodação, mas seguem em patamares elevados. Projetamos inflação acima da meta em 2021, e em torno do centro da meta em 2022 (mas já contando com ajustes na taxa Selic).

Na parte fiscal, os debates em torno da extensão de estímulos (ainda que em valores bastante inferiores ao gigantesco impulso orçamentário implementado em 2020), tendo como contrapartidas medidas de contenção futura de gastos, geraram bastante volatilidade nos preços de ativos e nas expectativas econômicas. Com idas e vindas nas discussões e, ao final, uma diluição dos efeitos dos mecanismos de contenção, é possível que se tenha elevado ainda mais a percepção de risco de execução para o longo (mas necessário) processo de consolidação fiscal adiante. Neste sentido, o debate fiscal deverá manter um viés (talvez ainda mais) altista no balanço de riscos para a inflação, na visão do BCB.

Tendo em vista este ambiente complexo, entendemos que foi antecipada a necessidade de se retirar estímulos monetários, inclusive como forma de se evitar que efeitos secundários de choques inflacionários possam incrementar ainda mais a persistência dos mesmos.

Em termos de sinalização, acreditamos que o BCB deverá apontar para o início de um processo (gradualista) de normalização (talvez parcial) da taxa de juros, possivelmente indicando intenção de manter algum grau de estímulo ao fim deste ajuste. Mas acreditamos que, acima de tudo, o Copom deverá indicar uma dependência dos dados quanto à velocidade e profundidade do ajuste na taxa Selic, garantindo certa flexibilidade para ajustar o plano de voo se necessário, em meio a uma série de incertezas no cenário macro.

Em meio a contínuas surpresas inflacionárias, em ampla escala decorrentes de aumentos de custos, e tendo em mente uma elevação nos riscos para a materialização de um processo ordenado de ajuste estrutural das contas públicas, vemos aumento das chances de um ciclo ainda maior de ajuste na taxa Selic. Nosso cenário de 4,00% para a Selic ao fim deste ano e 4,50% no ano que vem está sob revisão.



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.

