

## INFLAÇÃO DEVE ATINGIR UM PICO EM SETEMBRO

Ana Paula Vescovi\* e  
Equipe de Macroeconomia  
[anavescovi@santander.com.br](mailto:anavescovi@santander.com.br)  
+5511 3553 8567

- A taxa cambial fechou a semana móvel encerrada em 30 de setembro em R\$5,44/US\$, registrando depreciação de 2,6% e marcando o terceiro pior desempenho em uma cesta com 31 moedas mais líquidas do mundo. A moeda brasileira continua a ser amplamente impactada pelas condições adversas do mercado global, com o desempenho inferior do BRL refletindo seu padrão de beta elevado, o que também resulta de incertezas remanescentes em relação às perspectivas fiscais. Refletindo parcialmente alguns desses fatores, a curva de juro nominal voltou a subir e se inclinar nos últimos dias.
- Em agosto, o setor público registrou superávit primário de R\$16,7 bilhões, impulsionado por receitas pontuais de concessões que aumentaram o resultado fiscal dos governos regionais. Os indicadores da dívida continuaram em queda, principalmente devido ao aumento do PIB nominal. No que se refere à gestão da dívida, agosto foi marcado por cautela nas novas emissões; o custo da dívida segue subindo na esteira do aumento da inflação e das taxas de juros.
- Em comunicações formais nesta semana (ata do Copom, relatório trimestral de inflação), o BCB reafirmou a estratégia de implementar um aperto monetário que leve a taxa de juros a um nível “significativamente contracionista”. Dadas as simulações de inflação e o balanço de riscos enviesado para cima, continuamos acreditando que o plano de voo do BCB conta com Selic terminal em 9,00% ou um pouco acima. Identificamos um claro risco altista para nossa projeção de taxa terminal (8,5%).
- O Banco Central do Brasil divulgou dados de crédito para agosto, mostrando forte crescimento dos saldos. Para as famílias, o segmento livre apresentou aumento de 0,4% m/m-sa. Para empresas (não financeiras), a queda ocorre após forte aumento no segmento direcionado em julho. Seguimos vendo o aumento do endividamento de pessoas físicas como um risco para inadimplência e para o crescimento do crédito adiante.
- Dados mais recentes do mercado de trabalho mostram melhora adicional nas condições de emprego, especialmente em setores mais dependentes de interação social. Calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal, medida pela PNAD, ficou em 13,4% em julho, queda de 0,4 p.p. em relação a junho. Quanto ao CAGED de agosto, estimamos uma criação líquida de empregos formais com ajuste sazonal de +243,3 mil em agosto (+304,0 mil em julho), nível ainda historicamente alto.
- Na próxima semana serão divulgados dados de atividade de agosto. Na terça-feira (5 de outubro), o IBGE divulgará a produção industrial de agosto: esperamos estabilidade (0% m/m). Na quarta-feira (6 de outubro), o IBGE divulgará as vendas no varejo: esperamos recuo de 0,9% m/m para o índice ampliado.
- Para o IPCA de setembro (a ser divulgado na sexta-feira, 8 de outubro), projetamos uma alta de 1,30% m/m, ou 10,4% a/a. Esperamos que este seja o pico da inflação acumulada em 12 meses. Porém, esta ainda será uma leitura inflacionária desfavorável, tanto em termos de nível como na composição. Seguimos cautelosos quanto ao cenário de inflação, em especial para 2022.

\*\*\* **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 30 de setembro de 2021**

\*\*\* **Em caso de dúvida sobre termos citados neste relatório, consulte o glossário do Banco Central (BCB):**  
<https://bit.ly/BCB-Glossario> e <https://bit.ly/BCB-Moedas>


**Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (04/out - 08/out)**

<b>Indicadores / Eventos</b>	<b>Fonte</b>	<b>Referência</b>	<b>Data</b>	<b>Consenso</b>	<b>Anterior</b>
EUA: Balança Comercial (USD bi)	C.Bureau	ago/21	Ter, 05-out	-70,5	-70,1
EUA: ISM Serviços	ISM	set/21	Ter, 05-out	60,0	61,7
<b>Z. Euro: PPI (% a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>ago/21</b>	<b>Ter, 05-out</b>	<b>13,5</b>	<b>12,1</b>
Z. Euro: Vendas no Varejo (% a/a)	Eurostat	ago/21	Qua, 06-set	0,4	3,1
EUA: Emprego no Setor Privado (mil)	ADP	set/21	Qua, 06-set	430	374
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	set/21	Qui, 07-set	49,2	46,7
<b>EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)</b>	<b>BLS</b>	<b>set/21</b>	<b>Sex, 08-set</b>	<b>500</b>	<b>235</b>
<b>EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)</b>	<b>BLS</b>	<b>set/21</b>	<b>Sex, 08-set</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>
EUA: Ganho Médio por Hora (% a/a)	BLS	set/21	Sex, 08-set	4,6	4,3

Fonte: Santander.


**Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (04/out - 08/out)**

<b>Indicadores / Eventos</b>	<b>Fonte</b>	<b>Referência</b>	<b>Data</b>	<b>Estimativa Santander</b>	<b>Anterior</b>
<b>Produção Industrial (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>ago/21</b>	<b>Ter, 05-out</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,3</b>
<b>Produção Industrial (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>ago/21</b>	<b>Ter, 05-out</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>
IGP-DI (% m/m)	FGV	set/21	Qua, 06-out	--	-0,14
IGP-DI (% a/a)	FGV	set/21	Qua, 06-out	--	28,2
PMC – Varejo Restrito (% m/m)	IBGE	ago/21	Qua, 06-out	0,7	1,2
PMC – Varejo Restrito (% a/a)	IBGE	ago/21	Qua, 06-out	2,0	5,7
<b>PMC – Varejo Ampliado (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>ago/21</b>	<b>Qua, 06-out</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,1</b>
<b>PMC – Varejo Ampliado (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>ago/21</b>	<b>Qua, 06-out</b>	<b>2,3</b>	<b>7,1</b>
Produção de veículos (milhares)	Anfavea	set/21	Qua, 06-out	--	164
<b>IPCA (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>set/21</b>	<b>Sex, 08-out</b>	<b>1,30</b>	<b>0,87</b>
<b>IPCA (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>set/21</b>	<b>Sex, 08-out</b>	<b>10,4</b>	<b>9,7</b>
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	set/21	01 a 05-out	--	172,8

Fonte: Santander.

**Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão de cenário<sup>1</sup>.**

<sup>1</sup> Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “Preocupações Inflacionárias” – (16/set/21) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-set21>


**Figura 1.C. Glossário macro – convenções e abreviações usadas em nossos relatórios**

Base de comparação	Grafia em português	Grafia em inglês	Exemplo	Ajuste sazonal?
Mensal sequencial	% m/m	% MoM-sa	mai/2021 contra abr/2021	sim
Trimestral sequencial	% t/t	% QoQ-sa	mai-jul/2021 contra fev-abri/2021	sim
Trimestral sequencial anualizada	% mm3m-a.s. anualizado	% 3MMA-saar	mai-jul/2021 contra fev-abri/2021, multiplicado por 4	sim
Interanual	% a/a	% YoY	mai/2021 contra mai/2020	não
Segundo trimestre de 2021	2T21	2Q21	abril a junho/2021	--
Segundo semestre de 2021	2S21	2H21	julho a dezembro/2021	--
Pontos base	p.b.	bp	--	--
Pontos percentuais	p.p.	pp	--	--
Dado com ajuste sazonal	a.s.	sa	--	--

Fonte: Santander.



## AMBIENTE INTERNACIONAL

**Os próximos passos da política fiscal norte-americana seguem sendo um dos focos de atenção dos mercados.** Por um lado, houve uma evolução positiva, com o congresso aprovando uma medida que garante o financiamento do governo até o início de dezembro, evitando o *shutdown* (paralisação de alguns órgãos governamentais e serviços públicos). Por outro lado, segue o impasse sobre a questão principal: suspender ou aumentar o *debt ceiling* (limite de endividamento do governo). Segundo a Secretária do Tesouro norte-americana, Janet Yellen, o Tesouro tem caixa para cumprir com as suas obrigações até o dia 18 de outubro, de forma que resolver o *debt ceiling* é essencial para evitar uma deterioração das expectativas econômicas e condições de mercado na maior economia do mundo.

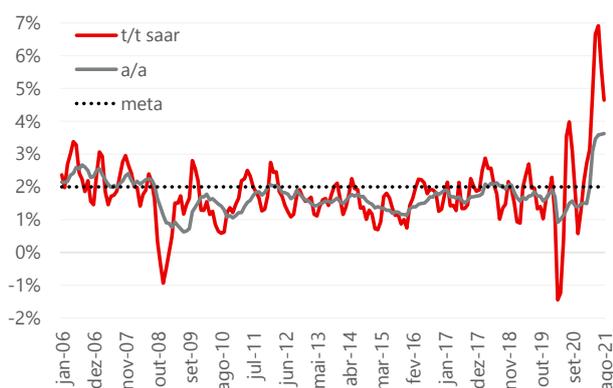
**Outra preocupação dos mercados é a crise energética que atinge a Europa e a China.** Na Europa, problemas de abastecimento de gás natural estão pressionando os preços de energia para a indústria e para os domicílios, colocando riscos para a inflação e para a atividade. Na China, os elevados preços do carvão junto com uma mobilização das autoridades para reduzir a emissão de gases poluentes pressionam a indústria. Esta última sofre com interrupções no suprimento de energia em diversos períodos em algumas províncias, intensificando os riscos baixistas para a atividade no país.

**No calendário econômico, o número de PMI industrial de setembro na China voltou a cair, ficando em nível contracionista pela primeira vez desde a eclosão da pandemia em fevereiro de 2021.** Nos EUA, o dado de inflação (PCE) de agosto ficou acima do esperado pelo mercado, mas com a variação a/a ficando estável em 3,6%. Por fim, ainda nos EUA, o ISM Industrial veio acima do esperado pelo mercado, com o componente de inflação voltando a acelerar.

**Nos mercados financeiros globais, a semana foi marcada por uma queda significativa nas principais bolsas, com o S&P caindo 3,2%.** A curva de juros norte americana teve alta em todos os vértices, principalmente nos mais longos, e o dólar global teve alta relevante contra as moedas de países de G10.

**Na próxima semana, teremos a divulgação dos dados do mercado de trabalho nos EUA,** particularmente importantes na definição dos próximos passos do banco central norte-americano (Federal Reserve).

**Figura 2.A. – EUA: Inflação Subjacente do PCE (% anual)**



Fontes: Bloomberg, Santander.

**Figura 2.B. – EUA: Preços Pagos no ISM Industrial (Pontos)**



Fontes: Bloomberg, Santander.



## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

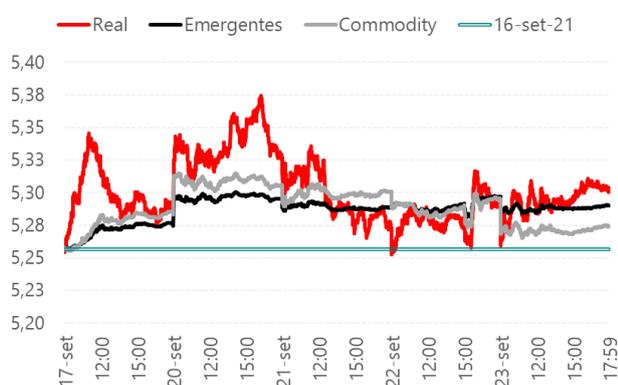
A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 30 de setembro cotada a R\$5,44/US\$ (desvalorização de 2,6%), cravando o terceiro pior desempenho em uma cesta com 31 das moedas mais negociadas no mundo. A moeda brasileira continua a ser amplamente impactada pelas condições adversas do mercado global nas últimas semanas, com o desempenho inferior aos pares refletindo o padrão de beta elevado do BRL (i.e. variações mais intensas que a média do mercado, em ambas as direções). Este padrão é certamente alimentado por persistentes incertezas locais, especialmente quanto às perspectivas fiscais. Nos últimos dias, o risco (por ora, percebido como de baixa probabilidade) de desdobramentos mais adversos para as negociações em torno do aumento do teto da dívida dos EUA e as menores expectativas sobre o tamanho dos pacotes fiscais dos EUA parecem estar azedando o sentimento do mercado no exterior. E isso ocorre em meio a um aumento da probabilidade de desaceleração mais pronunciada da atividade econômica na China, com riscos iminentes da variante Delta, escassez de energia e desaceleração do mercado imobiliário na segunda maior economia do mundo. O contexto doméstico não traz grande alívio, em meio a contínuas pressões por mais estímulos fiscais, alimentando percepções do mercado sobre os riscos para o arcabouço fiscal no longo prazo. As intervenções do BCB (através da venda de *swaps* cambiais ao mercado) tiveram um efeito limitado, pois a autoridade segue atuando exclusivamente para corrigir (situações percebidas como) disfunções do mercado. A autoridade anunciou na última sexta-feira (24 de setembro) um programa de leilões de *swaps* que pode totalizar US\$ 18 bilhões, com o objetivo de atender à uma esperada demanda (pontual) das instituições financeiras até o final do ano, à medida que estas buscam cumprir com mudanças regulatórias/tributárias na legislação cambial (o tema do *over hedge*).

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

**A curva de juros nominais voltou a se elevar (e se inclinar) após um recuo nas últimas duas semanas.**

Desde a última quinta-feira (23 de setembro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) subiu 25 p.b. para 9,16%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) subiu 28 p.b. para 10,63%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento subiu 3 p.b., para 147 p.b. Tanto a ata do Copom quanto o Relatório de Inflação do 3T21 reforçaram a visão de que o ritmo de alta da Selic não deve acelerar além de 100 p.b.. Mas a Selic de 8,5% utilizada nas simulações do BCB parece ser um limite inferior para a Selic terminal no ciclo, dadas as perspectivas de inflação e balanço de riscos desfavoráveis (veja mais na seção Política Monetária). Esta sinalização do BCB pode ter impulsionado a ponta curta. No trecho de longo prazo da curva, a piora do apetite por ativos de risco e, em particular, a alta de taxas (e inclinação da curva) dos títulos do Tesouro dos EUA, em meio a uma percepção local de incerteza sobre o processo de consolidação fiscal, criou um coquetel perfeito para alguma reconstrução de prêmios.

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

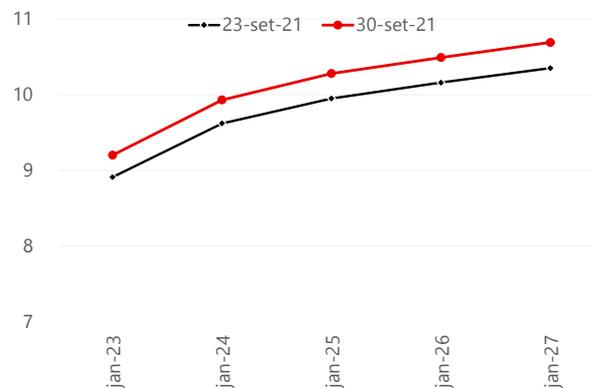


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 30/set.

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, 30/set.



## COVID-19

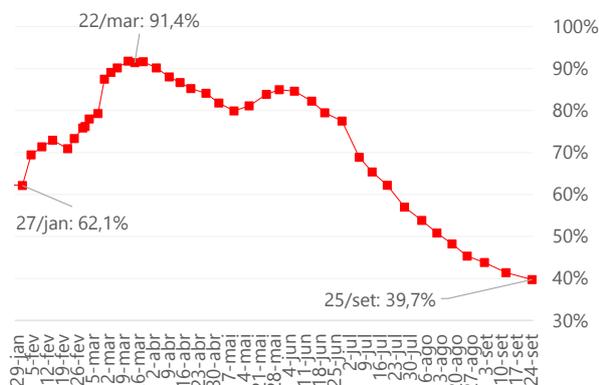
**O ritmo de vacinação diminuiu ligeiramente no Brasil, com uma média diária de 1,4 milhão de doses até quarta-feira (29 de setembro).** Esperamos que o ritmo de imunização se mantenha firme e em torno desse patamar ao longo do 2S21, uma vez que os estoques de vacinas permanecem altos e o ritmo de entregas deve permanecer acima do ritmo de aplicação.

**Com aproximadamente 42% da população já imunizada, as hospitalizações, infecções e mortes aparentemente permanecem em níveis moderados.** Com base nos últimos dados disponíveis (25 de setembro), nossa proxy para a taxa média de ocupação de UTIs em todo o país caiu para ~40%, o nível mais baixo de nossa série (iniciada em janeiro). Esse número se compara a um pico anterior de 92% (final de março). Dados do Ministério da Saúde mostram uma média móvel de 7 dias de ~16 mil casos diários na quinta-feira (30 de setembro), queda de 53% em relação à semana anterior (refletindo a revisão na série de dados) e aumento de 8% em relação às duas semanas anteriores. Quanto às vítimas fatais, a média móvel de 7 dias ficou em ~ 543, um aumento de 2% em relação à semana anterior, mas uma redução de 8% em comparação com duas semanas antes.

**A mobilidade urbana segue em recuperação e retorna aos níveis pré-pandemia.** Os dados de setembro até agora indicam um retorno virtual da mobilidade urbana às leituras pré-pandêmicas. A recuperação recente decorre principalmente de um sólido aumento da mobilidade no segmento de Estações de Trânsito, com os segmentos de Varejo e Parques ainda apresentando alguma ociosidade em relação ao nível pré-crise. O segmento Locais de Trabalho continua apresentando uma elevada mobilidade, permanecendo em níveis acima do marco pré-crise desde junho. Na margem, nosso índice de *lockdown* moveu-se para 0,1 ponto (em 24 de setembro de 2021) ante 0,5 ponto (em 17 de setembro de 2011) na semana anterior. Esperamos que o índice de *lockdown* permaneça em níveis “normais” (i.e. em torno ou abaixo de zero) adiante, na medida em que a vacinação continue avançando.

**Nosso índice de atividade diária parece ter acelerado em setembro.** Baseado em dados diários de consumo de energia, vendas de carros e mobilidade – o indicador iniciou o 3T21 em ritmo lento, com queda de 0,8% em julho, porém o resultado de agosto mostrou sólida expansão de 1,7%, mais do que compensando a queda do mês anterior. Considerando a média diária em setembro (até o dia 24 de setembro), calculamos uma forte expansão de 3,6%, compensando integralmente as perdas de março e posicionando o índice 0,7% acima dos níveis de fevereiro de 2021 (antes do recrudescimento da pandemia no início deste ano).

**Figura 4.A. – Proxy da taxa média nacional de ocupação de UTIs (%)**



Fontes: @coronavirusbra1, Santander.

**Figura 4.B. – Índice de *lockdown*\* e cenário de mobilidade (fev-20=0, média móvel de 7 dias)**



Fontes: Google, Santander.

\* Índice construído como uma média de segmentos selecionados do *Google Mobility Report* com escalas invertidas. Dados disponíveis até 24 de setembro, 2021.



## POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

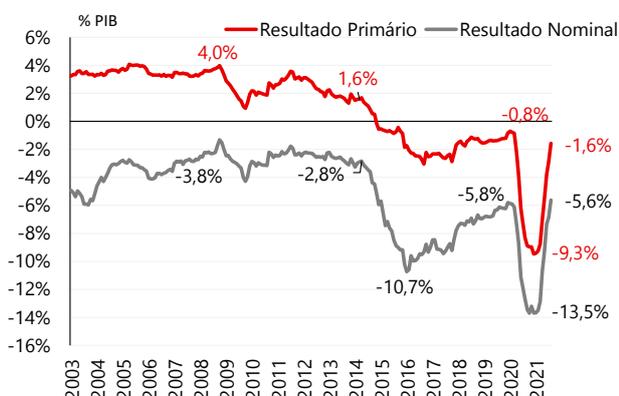
**Em agosto, o setor público registrou um surpreendente superávit primário, impulsionado por governos regionais em função de receitas pontuais de concessão no setor de saneamento no Rio de Janeiro.**

Segundo dados do Banco Central divulgados em 29 de setembro, o setor público registrou superávit primário de R\$ 16,7 bilhões em agosto, superando nossa projeção (-R\$2,0 bilhões) e a mediana do mercado (-R\$7,0 bilhões). A principal surpresa foi o superávit primário dos governos regionais de +R\$ 27,3 bilhões, ante nossa estimativa de +R\$ 7,5 bilhões. Essa diferença está relacionada à estimativa da contabilização da receita de uma concessão de empresa pública de saneamento no estado do Rio de Janeiro, ocorrida em abril (que somou R\$ 15 bilhões ao resultado de agosto): no nosso cenário esperávamos um efeito mais gradual. No acumulado do ano, o superávit atingiu R\$ 1,2 bilhão (0,02% do PIB) em agosto, ante R\$ 571 bilhões (11,8% do PIB) em agosto de 2020. O superávit dos governos regionais segue registrando resultados primários positivos, atingindo recorde histórico em termos reais. Em agosto, observamos um aumento da conta de juros nominais, que atingiu R\$ 46,5 bilhões, ante R\$ 34,3 bilhões em 2020. O resultado foi afetado pela alta da inflação e da taxa Selic, levando ao aumento do custo da dívida. Em 12 meses, o déficit nominal atingiu 5,6% do PIB em agosto, ante 6,8% do PIB em julho. Os indicadores de endividamento público diminuíram marginalmente. A dívida bruta atingiu 82,7% do PIB em agosto, queda de 0,4 p.p. em relação à leitura de julho - na esteira do aumento do PIB nominal (-1,0 p.p. de impacto). Para os próximos meses, continuamos esperando uma sequência de déficits primários, e o déficit do setor público consolidado deve atingir, segundo nossa projeção, R\$ 110 bilhões em 2021 (1,3% do PIB). Mas há um viés positivo para esta estimativa, devido aos resultados dos governos regionais e à alta dos preços do petróleo. [Veja detalhes no link<sup>2</sup>.](#)

**Com relação à gestão da dívida, o mês de agosto foi marcado pela cautela nas novas emissões e o custo da dívida aumentou com a inflação e a alta da Selic.**

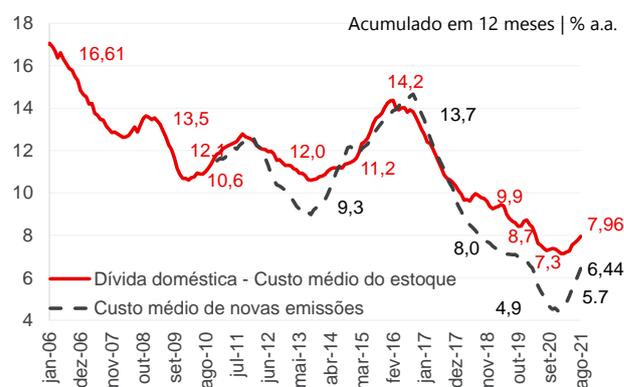
Em 27 de setembro, o Tesouro Nacional divulgou o Relatório Mensal da Dívida do mês de agosto. As emissões de dívida registraram queda acentuada (R\$ 72,0 bilhões), inferior à metade da média dos últimos 12 meses (R\$ 155,9 bilhões). As emissões semanais de títulos reduziram para R\$ 34,9 bilhões até agosto (de R\$ 37,1 bilhões até julho), mas acima da necessidade de refinanciamento da dívida até o final do ano de R\$ 28,8 bilhões por semana. O colchão de dívida subiu R\$ 67,3 bilhões e somou R\$ 1,23 trilhão, o suficiente para mais de 11 meses de vencimento da dívida. O custo da dívida continuou a aumentar, afetado pela alta da inflação e da taxa básica de juros. O custo médio do estoque da dívida interna acumulado em 12 meses subiu para 7,96% (de 7,78% no mês anterior). A dívida a vencer até dezembro é de R\$ 518 bilhões - a maior parte em outubro (R\$ 267 bilhões). Para setembro, o Tesouro passou a observar uma retomada gradual da demanda por títulos prefixados e indexados à inflação. [Para detalhes sobre o cenário fiscal do Santander, consulte nosso último \*chartbook\*<sup>3</sup>.](#)

**Figura 5.A. – Resultado fiscal do setor público**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

**Figura 5.B. – Custo médio da dívida pública**



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

<sup>2</sup> Santander Brazil Fiscal – “A Surprising Primary Surplus in August” – (29/set/21) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Fiscal-092921>

<sup>3</sup> Santander Brazil Fiscal – “Chartbook – Inflation Effects - Two Sides of the Same Coin” – (27/set/21) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-fiscal-Sep21>



## POLÍTICA MONETÁRIA

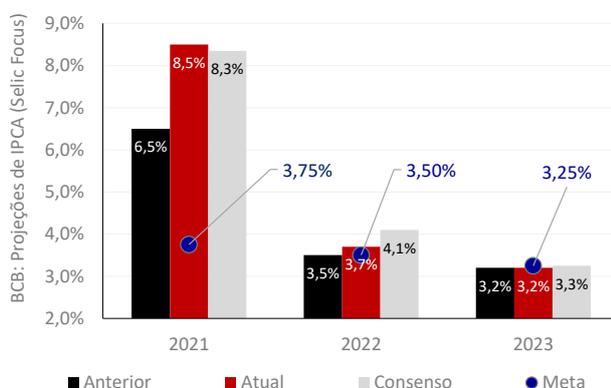
Nesta semana, o BCB reafirmou sua estratégia de implementar um aperto monetário que leve a taxa de juros a um nível “significativamente contracionista”.

O Banco Central do Brasil (BCB) publicou a ata da reunião do Copom (21 e 22 de setembro), quando a autoridade elevou novamente a taxa básica Selic em 100 pontos-base para 6,25%. Nossa impressão é de que o BCB manteve um tom moderadamente *hawkish* (i.e. contracionista), em linha com o comunicado. O Copom reafirma a atual velocidade de elevação e confirma (nossa impressão após o comunicado) que a variável de ajuste no ciclo provavelmente será o orçamento total de aperto monetário (i.e. Selic terminal do ciclo). O BCB segue focado especialmente em (expectativas e projeções de inflação para) 2022, ao mesmo tempo em que eleva gradualmente atenção às projeções de inflação para 2023. A autoridade acredita que essa estratégia (de manter a velocidade de aperto, alterando o orçamento total) o ajuda a ganhar tempo para observar como a economia (e as perspectivas de inflação) evoluirão, em meio a elevadas incertezas no cenário prospectivo. Ainda na ata do Copom, o BCB também destaca uma perspectiva construtiva para a atividade econômica no 2S21 e no ano de 2022, com o BCB observando contribuições positivas a partir da normalização econômica (com o avanço na vacinação), da reabertura dos serviços e de setores menos cíclicos relacionados às commodities (agropecuária e mineração). [Veja detalhes no link<sup>4</sup>](#).

O BCB também publicou o relatório de inflação do 3T21, trazendo mais informações sobre as análises macroeconômicas, projeções de inflação e discussões de política monetária. Em nossa opinião, o BCB aproveitou a oportunidade para explicar pontos de divergência em relação ao mercado quanto a análises e estimativas, bem como sua posição sobre as ações recentes de política monetária, suas consequências, além do impacto de choques recentes que alteraram drasticamente as condições de inflação (correntes e prospectivas). O BCB vê grande parte da surpresa inflacionária deste ano associada a choques nos preços de energia, e acredita que uma eventual persistência da inflação de bens industriais no varejo dependerá mais da evolução futura de custos e choques do que dos repasses defasados dos IPAs (preços no atacado) aos IPCs. O BCB também vê expectativas de inflação bem ancoradas para o longo prazo, entendendo que há um pequeno desvio para o horizonte mais curto de política monetária. [Veja detalhes no link<sup>5</sup>](#).

Dadas as simulações de inflação e o balanço de riscos enviesado para cima, continuamos acreditando que o atual plano de voo do BCB conta com uma taxa Selic terminal em 9,00% ou um pouco acima, provavelmente atingida em fevereiro de 2022. Desta forma, antevemos um claro risco altista para nossa projeção de taxa terminal (8,5% de acordo com nossa última revisão de cenário, publicada em 16 de setembro).

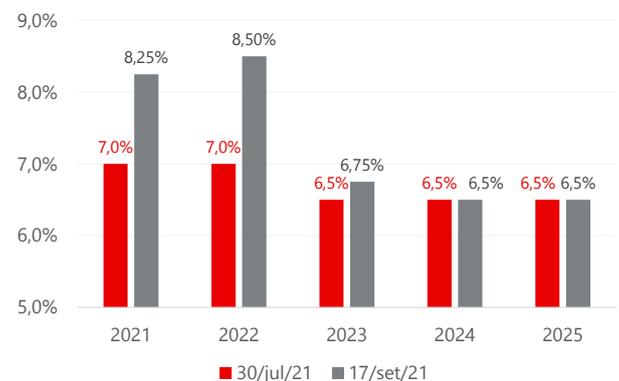
Figura 6.A. – Simulações do BCB para o IPCA



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: As simulações do BCB consideram Selic da pesquisa Focus e taxa cambial a partir de R\$5,25/US\$ e evoluindo com a PPC.

Figura 6.B. – Mediana FOCUS Selic (% a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

<sup>4</sup> Santander Brazil Monetary Policy - “Copom Minutes: Going Farther, Not Necessarily Faster” – 28/set/2021 – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Copom-min-set21>

<sup>5</sup> Santander Brazil Monetary Policy - “Inflation Report: Hindsight and Outlook” – 30/set/2021 - Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-InflaReport-3Q21>



## CRÉDITO

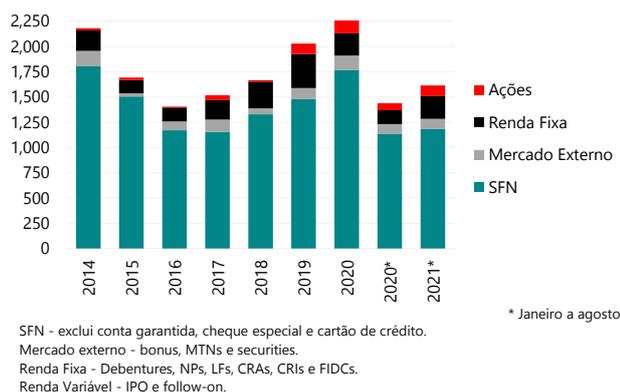
O saldo do crédito total do Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresentou crescimento real de 5,6% a/a em agosto, para R\$ 4,3 trilhões (0,8% m/m-sa), alta de 8,3% a/a para famílias (1,1% m/m -sa) e 2,3% a/a para empresas não financeiras (0,3% m/m-sa). Em termos nominais, a taxa de crescimento do crédito total caiu de 16,2% para 15,9%. Além disso, o crédito às empresas caiu de 13,6% para 12,2%, enquanto o volume de crédito às famílias continuou a acelerar, passando de 18,2% para 18,8%.

As concessões reais e sazonalmente ajustadas (pela metodologia do Banco Central do Brasil) registraram a primeira queda do ano, 3,0% em agosto. Para as famílias, o segmento livre apresentou aumento de 0,4% m/m-sa. Esse resultado é composto principalmente por compras com cartão de crédito e compras de outros bens. No segmento direcionado, destaca-se o crédito financiado com recursos do BNDES (+184,1%). Para as empresas, houve alta de 0,9% m/m-sa em agosto no segmento livre. O segmento direcionado registrou queda significativa de 52,0% m/m-sa após o forte número do mês passado, quando foram concedidos R\$ 17 bilhões às empresas devido ao Pronampe (para 2021, são previstos R\$ 25 bilhões em crédito).

Considerando o financiamento corporativo total (novos empréstimos no SFN, dívidas e emissões de ações no mercado de capitais), no acumulado do ano até agosto em comparação ao mesmo período do ano anterior, as emissões no mercado de capitais foram 62,2% maiores, enquanto as concessões do SFN aumentaram 4,7%. Como resultado, o financiamento corporativo total aumentou 13,9% em comparação com o mesmo período do ano anterior.

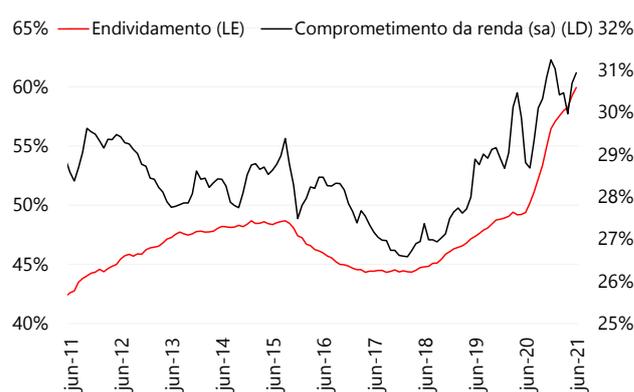
Ainda no que se refere ao crédito livre, a taxa de inadimplência dessazonalizada (% dos créditos vencidos há mais de 90 dias) ficou estável em 4,2% e 1,6%, respectivamente, para as pessoas físicas e jurídicas. É importante ressaltar que comprometimento da renda das famílias continuou em alta, atingindo 59,9% em junho, com o financiamento imobiliário e o crédito consignado responsável pela maior parte do aumento. Além disso, o endividamento familiar subiu para 30,9% em junho, o que vemos como um risco para a inadimplência e para as concessões adiante. **Para detalhes sobre o cenário de crédito do Santander, consulte nosso último [chartbook](#).**

Figura 7.A. – Financiamento corporativo total



Fontes: Banco Central, Anbima, Santander.

Figura 7.B. – Endividamento do consumidor



<sup>6</sup> Santander Brazil Credit – “Chartbook - Eyeing a Higher Consumer Indebtedness” – (24/set/21) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-credit-set21>



## ATIVIDADE ECONÔMICA

**De acordo com o CAGED de agosto, a criação líquida de empregos formais foi de +372,3 mil.** O resultado ficou acima do consenso de mercado e da nossa estimativa (+300 mil e +340 mil, respectivamente). Estimamos que houve desaceleração para +243,3 mil em agosto na série com ajuste sazonal (+304,0 mil em julho). Avaliamos que o CAGED continua mostrando resultados robustos devido à manutenção da alta mobilidade urbana. Além disso, desde abril, o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda (BEm) limitou as demissões. No entanto, acreditamos que o fim do programa em 26 de agosto já resultou em menos acordos de redução salarial e de jornada, possivelmente com algum aumento nas demissões.

**De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), do IBGE, a taxa de desemprego ficou em 13,7% no período de três meses até julho.** Esse resultado ficou um pouco abaixo da nossa estimativa e do consenso de mercado (13,8% e 13,9%, respectivamente). Calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal foi de 13,4%, abaixo do nível de junho (13,8%), após aumentos de 1,4% m/m e 1,0% m/m na população ocupada e na força de trabalho, respectivamente. O emprego formal registrou um crescimento de 1,6% m/m, e avaliamos que os esforços do IBGE em julho para aumentar a taxa de resposta da pesquisa podem ter reduzido a subestimação para essa classe de trabalhadores. A massa salarial real teve um aumento de 0,3% m/m em julho, mas permaneceu 5,9% abaixo da marca pré-crise. O conjunto atual de dados do mercado de trabalho mostrou melhora adicional, especialmente para alguns setores mais dependentes da interação social. Esperamos que a manutenção do atual ritmo de vacinação e da mobilidade urbana sejam cruciais para a recuperação da força de trabalho e do emprego. [Veja detalhes no link<sup>7</sup>.](#)

**De acordo com a FGV, houve queda generalizada na confiança econômica em setembro.** A confiança industrial caiu pelo segundo mês consecutivo (-0,6%), com os detalhes da pesquisa indicando que o excedente de estoques (a diferença entre as porcentagens de entrevistados que veem os estoques como excessivos e insuficientes) caiu novamente, atingindo -2,3 pontos. Em ciclos normais, o baixo nível de estoques é um fator favorável para o crescimento da produção adiante. Desta vez, no entanto, em meio a importantes obstáculos de abastecimento vistos mundo afora após a pandemia, estoques baixos podem significar que a indústria local está tendo dificuldades para superar os altos custos e a escassez generalizada de insumos. No setor terciário, a confiança nos serviços recuou 2,0%, enquanto a confiança no varejo despencou 6,7%.

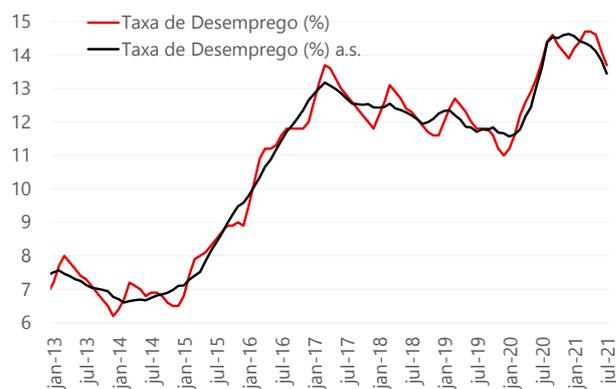
**Na próxima semana, dados de atividade econômica para agosto ganham destaque.** Na terça-feira (5 de outubro), o IBGE divulgará a produção industrial de agosto, para a qual esperamos estabilidade (0% m/m). Na quarta-feira (6 de outubro), o IBGE divulgará as vendas do varejo ampliado: esperamos um recuo mensal de 0,9%. [Para detalhes sobre o cenário de atividade do Santander, consulte nosso último \*chartbook\*<sup>8</sup>.](#)

Figura 8.A. – Criação líquida de empregos (a.s.)



Fontes: Ministério do Trabalho, Santander.

Figura 8.B. – Taxa de desemprego



Fontes: IBGE, Santander.

<sup>7</sup> Santander Brazil Labor Market - “Keeping the Recovery Pace” – (30/set/21) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-labor-093021>

<sup>8</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – Downgrading the Estimate for 2022” – (20/set/21) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-set21>



## INFLAÇÃO

Para o IPCA de setembro (que será divulgado na sexta-feira, 8 de outubro), projetamos um alta de 1,30% m/m, o que significa uma aceleração em termos anuais para 10,4% a/a (agosto: 9,7%). Este será um novo recorde altista desde 2016, com a tendência indicada pela média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s. anualizada) acelerando para 12,3% (antes 11,1%).

É importante notar que estimamos que esta leitura marque o pico da inflação acumulada em 12 meses (a/a), mas muito perto da máxima de 10,7% em dezembro de 2015. O pico deve ser determinado por um efeito-base: as variações mensais muito altas do 4T20 começaram a sair da série em 12 meses, deixando espaço para um recuo na variação anual daqui pra frente.

O arrefecimento na margem (m/m), porém, não deve ser muito relevante, já que esperamos que a tendência em termos mm3m-a.s. anualizada chegue a 5% em dezembro e permaneça ao redor desse patamar até meados de 2022. Sendo assim, apesar de o pico do IPCA a/a ser um marco importante, seguimos cautelosos quanto ao cenário de inflação, pois vemos a inércia como um risco para o ritmo de desaceleração dos preços após este pico do IPCA anual.

Na comparação com o IPCA de agosto (0,87% m/m), esta leitura deve acelerar em termos mensais, principalmente por conta de preços administrados (+2,09% m/m), já que o impacto do acionamento da bandeira vermelha 2 “escassez hídrica” nos custos de energia elétrica deve atingir seu máximo. Serviços é outro grupo que deve acelerar em termos mensais, atingindo 0,71% m/m, muito puxado pelo item volátil de passagem aéreas (+28,8% m/m). A tendência de serviços deve atingir 7,9% mm3m-a.s. anualizada (de 6,9% em agosto), com o núcleo de serviços chegando a 7,3% mm3m-a.s. anualizada (de 7,1% em agosto). Bens industriais devem continuar a subir no mesmo ritmo mensal, a 1,07% m/m, o que deve manter a tendência girando em torno do nível alto de 11,6% mm3m-a.s. anualizada, mas o núcleo de bens industriais deve desacelerar um pouco, indo a 8,5% mm3m-a.s. anualizada (de 9,4% em agosto). Alimentação no domicílio deve subir 1,62% m/m, mesmo ritmo mensal do mês anterior, deixando a tendência estável em 18% mm3m-a.s. anualizada.

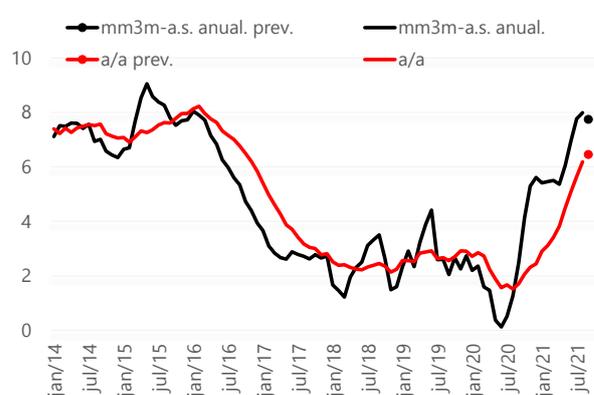
Quanto às medidas amplas de inflação subjacente, o núcleo EX3 deve subir em torno de 0,61% m/m, o que deve representar uma pequena desaceleração da tendência para o nível ainda adverso de 7,7% mm3m-a.s. anualizado (ante 8,0% do mês anterior). Este será o décimo segundo mês com o núcleo EX3 rodando acima da meta do BCB na métrica mm3m-a.s. anualizada (o centro da meta é 3,75% para 2021 e 3,50% para 2022). Este dado evidencia um espalhamento dos choques primários para os preços gerais. Em suma, antevemos mais uma leitura desfavorável do IPCA, com deterioração tanto do nível da inflação cheia como de sua composição.

Figura 9.A. – Detalhes da projeção do IPCA (%)

	m/m		a/a	
	set/21	Contrib.	ago/21	set/21
<b>IPCA</b>	<b>1,30</b>	<b>1,30</b>	<b>9,7</b>	<b>10,4</b>
Administrados	2,09	0,56	13,7	15,9
Livres	1,01	0,74	8,3	8,5
Alim. no dom.	1,62	0,24	16,6	15,1
Industriais	1,07	0,25	10,1	10,7
Serviços	0,71	0,25	3,9	4,5
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,61</b>	<b>0,61</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 9.B. – Projeção do núcleo do IPCA EX3 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.



## CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

### Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Oreng*	Head of Macro Research	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Jankiel Santos*	Economist – External Sector	jankiel.santos@santander.com.br	5511-3012-5726
Ítalo Franca*	Economist – Fiscal Policy	italo.franca@santander.com.br	5511-3553-5235
Daniel Karp 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 – Commodities	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Fabiana Moreira*	Economist - Credit	fabiana.de.oliveira@santander.com.br	5511-3553-1325
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327

### Global Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro. Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@santander.pl	48-22-534-1888
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
Mariana Cahen Margulies *	Head. Brazil	mmargulies@santander.com.br	5511 3553 1684

### Electronic

Bloomberg  
Reuters

SIEQ <GO>  
Pages SISEMA through SISEMZ

This report has been prepared by Santander Investment Securities Inc. ("SIS"; SIS is a subsidiary of Santander Holdings USA, Inc. which is wholly owned by Banco Santander, S.A. "Santander"), on behalf of itself and its affiliates (collectively, Grupo Santander) and is provided for information purposes only. This document must not be considered as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any relevant securities (i.e., securities mentioned herein or of the same issuer and/or options, warrants, or rights with respect to or interests in any such securities). Any decision by the recipient to buy or to sell should be based on publicly available information on the related security and, where appropriate, should take into account the content of the related prospectus filed with and available from the entity governing the related market and the company issuing the security. This report is issued in Spain by Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment Bolsa"), and in the United Kingdom by Banco Santander, S.A., London Branch. Santander London is authorized by the Bank of Spain. This report is not being issued to private customers. SIS, Santander London and Santander Investment Bolsa are members of Grupo Santander.

**ANALYST CERTIFICATION:** The following analysts hereby certify that their views about the companies and their securities discussed in this report are accurately expressed, that their recommendations reflect solely and exclusively their personal opinions, and that such opinions were prepared in an independent and autonomous manner, including as regards the institution to which they are linked, and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report, since their compensation and the compensation system applying to Grupo Santander and any of its affiliates is not pegged to the pricing of any of the securities issued by the companies evaluated in the report, or to the income arising from the businesses and financial transactions carried out by Grupo Santander and any of its affiliates: Ana Paula Vescovi\*.

\*Employed by a non-US affiliate of Santander Investment Securities Inc. and not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules, and is not an associated person of the member firm, and, therefore, may not be subject to the FINRA Rule 2242 and Incorporated NYSE Rule 472 restrictions on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account.

The information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable, but, although all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading, we make no representation that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. All opinions and estimates included herein constitute our judgment as at the date of this report and are subject to change without notice.

Any U.S. recipient of this report (other than a registered broker-dealer or a bank acting in a broker-dealer capacity) that would like to effect any transaction in any security discussed herein should contact and place orders in the United States with SIS, which, without in any way limiting the foregoing, accepts responsibility (solely for purposes of and within the meaning of Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934) for this report and its dissemination in the United States.

© 2021 by Santander Investment Securities Inc. All Rights Reserved.





O presente material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não se configura um relatório de análise para os fins da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Ele tem como objetivo único de fornecer informações macroeconômicas e não constitui e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes públicas consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não é garantida a sua integridade, confiabilidade, completude ou exatidão dessas informações.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório material refletem única e exclusivamente nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente documento. O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste documento e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento e expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2021 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.