

## VAREJO RECUA, IPCA ACELERA

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

- Na semana móvel encerrada em 2 de setembro, o real registrou ganho de 1,4% frente ao dólar e fechou cotado a R\$5,18/US\$ – o sétimo melhor desempenho entre uma cesta com 16 das principais moedas. O real surfou uma onda global de desvalorização do dólar, na esteira do tom paciente do Fed quanto à retirada de estímulos. No mercado cambial, o ambiente externo favorável compensou o noticiário doméstico. Contudo, este último aparentemente pesou sobre a estrutura a termo dos juros domésticos, que registrou elevação em todos os vencimentos, principalmente nos vértices mais longos.
- Apesar dos riscos iminentes com a variante Delta, os números da pandemia seguem melhorando no Brasil. A média de infecções era de 22 mil na quarta-feira (1º de setembro), com queda de 15% em relação à semana anterior – e o menor nível desde novembro de 2020. Quanto às mortes, a média móvel de 7 dias ficou em 643 no mesmo período, com queda de 9% – e o menor nível desde janeiro de 2021.
- Dados divulgados pelo Banco Central mostraram um maior gasto com juros nominais pelo setor público em julho, impulsionado pela alta da Selic e do IPCA. Em 31 de agosto, o governo divulgou a proposta orçamentária (PLOA) para 2022: não houve surpresas, com os parâmetros e resultados da proposta ainda preliminares. Em 1 de setembro, a Câmara dos Deputados aprovou a revisão do imposto de renda (PL 2337/2021) com impacto projetado na arrecadação federal de cerca de R\$ 20 bilhões por ano.
- O superávit comercial de US\$ 7,7 bilhões em agosto divergiu marginalmente de nossa estimativa (US\$ 8,0 bilhões), mas mostrou uma dinâmica positiva para as contas externas. Continuamos avaliando que a balança comercial dará sustentação às perspectivas positivas do balanço de pagamentos.
- Estimamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal recuou para 13,8% em junho (ante 14,1% em maio). Uma vez mais, os dados do mercado de trabalho apontam para condições mais favoráveis, especialmente em setores mais dependentes de interação social. Esperamos que uma maior mobilidade urbana leve a uma recuperação do emprego nos próximos meses.
- O PIB do 2T21 surpreendeu negativamente, com queda sequencial de 0,1% t/t-as (consenso: +0,2%). O relatório reforçou nossa confiança na projeção de 5,1% de crescimento do PIB este ano. O IBGE também divulgou os dados da produção industrial de julho, com o índice geral recuando 1,3% m/m-as, marcando um fraco início de 3T21. Atualizamos nosso *tracking* do IBC-Br para julho de +0,3% para +0,2%.
- Para a próxima semana, o IBGE divulgará os dados das vendas do varejo ampliado de julho (10 de setembro). Esperamos uma retração mensal de 0,5% m/m-as, o que implica um *carryover* (carrego estatístico) de -1,0% para o 3T21.
- Para o IPCA de agosto (a ser divulgado na quinta-feira, 9 de setembro), projetamos um alta de 0,71% m/m (9,5% a/a). A tendência do núcleo EX3 deve se situar levemente abaixo de 8%, bem acima do centro da meta para o IPCA em 2022 (3,5%). De forma geral, esta será uma outra divulgação inflacionária desfavorável, apontando para deterioração tanto no nível quanto na composição do IPCA.

\*\*\* **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 02 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 (06/set - 10/set)**

<b>Indicadores / Eventos</b>	<b>Fonte</b>	<b>Referência</b>	<b>Data</b>	<b>Consenso</b>	<b>Anterior</b>
<b>Feriado nos EUA (Dia do Trabalho)</b>	--	--	<b>Seg, 06-set</b>	--	--
China: Balança Comercial (US\$ bi)	NBS	ago/21	Seg, 06-set	51,0	56,6
<b>China: Exportação (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	ago/21	<b>Seg, 06-set</b>	<b>17,2</b>	<b>19,3</b>
<b>China: Importação (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	ago/21	<b>Seg, 06-set</b>	<b>27,0</b>	<b>28,1</b>
Z. Euro: Índice de Expectativas (pontos)	ZEW	set/21	Ter, 07-set	-	<b>42,7</b>
China: CPI (% a/a)	NBS	ago/21	Qua, 08-set	1,0	1,0
<b>China: PPI (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>ago/21</b>	<b>Qua, 08-set</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>
<b>China: Crédito Agregado (CNY bi)</b>	<b>NBS</b>	<b>ago/21</b>	<b>Qua, 08-set</b>	<b>2750,0</b>	<b>1060,0</b>
China: Novos Empréstimos (CNY bi)	PBoC	ago/21	Qua, 08-set	1325,0	1080,0
China: Oferta de Moeda M2 (% a/a)	PBoC	ago/21	Qua, 08-set	8,4	8,3
<b>EUA: Abertura de Postos de Trabalho (mil)</b>	<b>BLS</b>	jul/21	<b>Qua, 08-set</b>	<b>10049</b>	<b>10073</b>
EUA: Crédito ao Consumidor (USD bi)	Fed	jul/21	Qua, 08-set	28600	37690
<b>Z. Euro: Taxa Básica de Juros (Refin.)</b>	<b>BCE</b>	<b>set/21</b>	<b>Qui, 09-set</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
EUA: Núcleo do PPI (% m/m)	BLS	ago/21	Sex, 10-set	0,5	1,0
<b>EUA: Núcleo do PPI (% a/a)</b>	<b>BLS</b>	ago/21	<b>Sex, 10-set</b>	<b>6,6</b>	<b>6,2</b>

Fonte: Santander.


**Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (06/set - 10/set)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
<b>Feriado Nacional (Independência)</b>	--	--	<b>Ter, 07-set</b>	--	--
IGP-DI (% m/m)	FGV	ago/21	Qua, 08-set	--	1,45
IGP-DI (% a/a)	FGV	ago/21	Qua, 08-set	--	33,35
Produção de Veículos (milhares)	Anfavea	ago/21	Qua, 08-set	--	163,6
<b>IPCA (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>ago/21</b>	<b>Qui, 09-set</b>	<b>0,71</b>	<b>0,96</b>
<b>IPCA (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>ago/21</b>	<b>Qui, 09-set</b>	<b>9,50</b>	<b>8,99</b>
PMC – Varejo Restrito (% m/m)	IBGE	jul/21	Sex, 10-set	0,2	-1,7
PMC – Varejo Restrito (% a/a)	IBGE	jul/21	Sex, 10-set	2,7	6,3
<b>PMC – Varejo Ampliado (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>jul/21</b>	<b>Sex, 10-set</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,3</b>
PMC – Varejo Ampliado (% a/a)	IBGE	jul/21	Sex, 10-set	4,2	11,5

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 – “Avanços na contenção da pandemia, dificuldades no controle da inflação” – (12/ago/21)  
– Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcen-120821>


**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

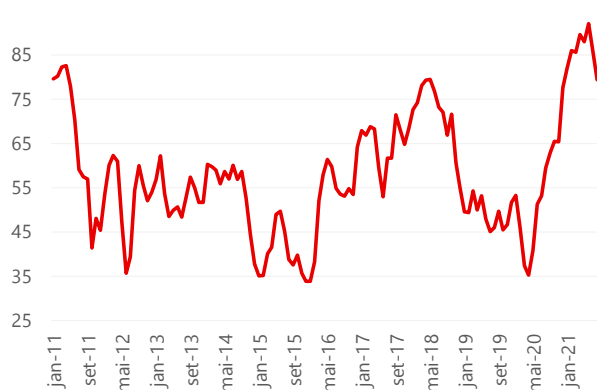
**As eleições nacionais da Alemanha, marcadas para 26 de setembro, entram a cada vez mais no radar dos investidores.** As pesquisas mais recentes mostram o partido de centro-esquerda (SPD) se consolidando na liderança, e com o partido de centro-direita (CDU), da primeira-ministra Angela Merkel, se enfraquecendo. Com a saída de Merkel do comando após 16 anos, as eleições são particularmente importantes para o cenário fiscal alemão, uma vez que o SPD promete uma política menos austera. Uma eventual mudança na Alemanha pode alterar o quadro político na área do euro.

**No calendário econômico, os principais destaques foram os dados de mercado de trabalho nos EUA, com a geração de emprego ficando bem abaixo do esperado pelo mercado.** Foram criados 235 mil novos empregos, ante expectativa do mercado de 725 mil e uma geração líquida de ~1 milhão de empregos no mês de julho. A surpresa negativa é em parte explicada pela piora da pandemia no país no mês de agosto, com o setor de serviços ligados à atividades de lazer, que vinha se recuperando rapidamente, mostrando contratação líquida nula em agosto. Ainda nos EUA, o ISM industrial surpreendeu positivamente, ficando em nível muito elevado (59,9), com o componente de preços pagos se mantendo em patamar elevado mas voltando a cair, corroborando um cenário de provável acomodação inflacionária futura. Na China, os dados das sondagens empresariais (PMI) vieram mais fracos que o esperado, com destaque para o componente de serviços, que voltou a ficar em nível contracionista (47,5), o mais baixo desde o início da pandemia.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas de valores encerraram a semana em alta. A curva de juros norte-americana observou queda em todos os vértices, principalmente nos mais longos (*bull-flattening*, no jargão técnico). O dólar se enfraqueceu contra moedas de países de G10.

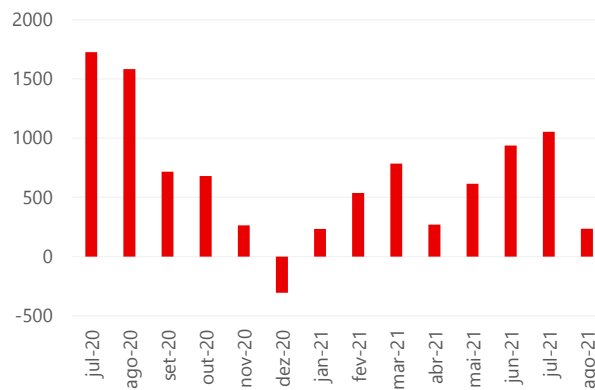
Na próxima semana, o calendário traz divulgações importantes na China, com dados de inflação e balança comercial e de crédito, todos referentes ao mês de agosto. O dado de crédito é particularmente importante diante das promessas do governo Chinês de voltar a adicionar estímulos diante da desaceleração da atividade no país. Na área do Euro, o destaque é a decisão de política monetária do Banco Central Europeu.

**Figura 2.A. – EUA: ISM Industrial – preços pagos (índice)**



Fontes: Bloomberg, Santander.

**Figura 2.B. – EUA: Geração líquida de emprego (em milhares)**



Fontes: Bloomberg, Santander.



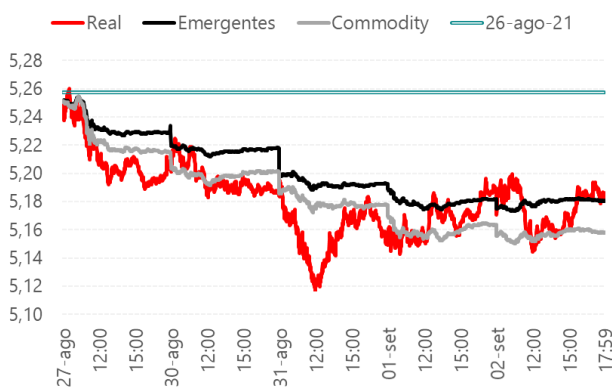
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 2 de setembro cotada a R\$5,18/US\$, valorização de 1,4%, com o real surfando uma onda global de enfraquecimento do dólar, o que compensou um noticiário com viés mais negativo no campo doméstico. Embora ninguém esperasse uma mensagem *hawkish* (contracionista) no simpósio de Jackson Hole, no fim de semana passado, o presidente do FOMC adotou um tom relativamente *dovish* (acomodatícia), o que soou aos mercados como confirmação de uma remoção cautelosa dos estímulos monetários na maior economia mundial. Isto abriu caminho para uma postura *risk-on* (busca por ativos financeiros com maior risco) entre os agentes econômicos nos últimos dias, que se sobrepôs a desdobramentos no campo doméstico, tais como: pressão inflacionária adicional derivada de custos de eletricidade mais altos (com a nova tarifa de escassez hídrica), variação do PIB no 2T21 abaixo do esperado e incertezas persistentes na seara fiscal. Portanto, ainda que o ambiente internacional permaneça favorável ao real, avaliamos que as circunstâncias domésticas ainda limitam a valorização da moeda brasileira.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

Uma vez mais, a curva de juros nominal se deslocou para cima, e com aumento da inclinação. Desde a última quinta-feira (26 de agosto), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) subiu 23 p.b. para 8,70%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) subiu 41 p.b. para 10,21%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento subiu 18 p.b., para 151 p.b, em um movimento conhecido como *bear-steepening*, no jargão técnico. No segmento curto da curva, o mercado continua a digerir o contínuo noticiário desfavorável para inflação. Nessa semana, foi anunciado um novo reajuste no preço da energia elétrica (com efeito esperado de 20 p.b. no IPCA deste ano, que projetamos hoje ao redor de 8%). Essa piora do cenário inflacionário leva o mercado a apreçar uma probabilidade maior de o Banco Central ter que tomar ações ainda mais *hawkish* para controlar a inflação. No mercado de opções, a alta de 100 p.b. na Selic no próximo Copom continua tendo a maior probabilidade implícita, girando em torno de 75%. Mas a segunda maior probabilidade, de alta de 125 p.b., ganhou algum terreno, se elevando de 20% para 23%. Na ponta longa, o mercado parece ter voltado a apreçar um prêmio de risco maior, com a continuidade da incerteza quanto ao processo de consolidação fiscal.

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

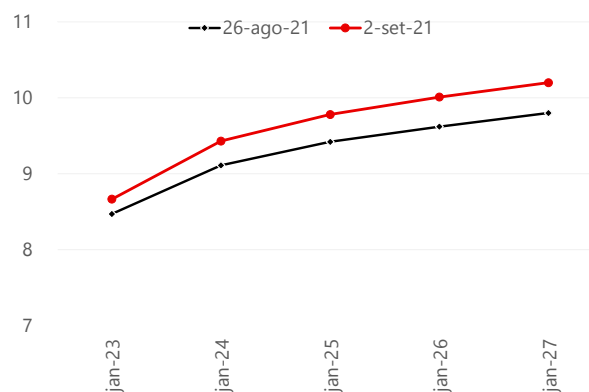


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 02/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, 02/set.



## COVID-19

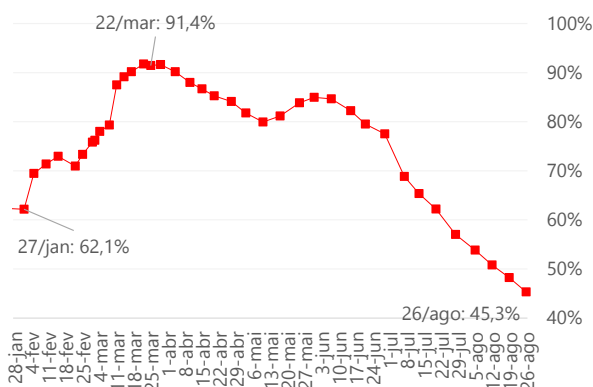
**O ritmo médio semanal de vacinação no Brasil segue firme, apesar de uma leve queda para 1,6 milhão de doses diárias na quarta-feira, 1 de setembro.** Esperamos que o ritmo se mantenha em torno de 1,5 milhão ao longo do 2S21, uma vez que os estoques de vacinas permanecem altos (61 milhões de doses) e o ritmo de entregas deve permanecer acima do ritmo de aplicação.

**As condições de saúde continuam melhorando gradualmente no Brasil, embora os riscos gerados pela variante Delta seguem no radar.** Com base nos últimos dados disponíveis (26 de agosto), nossa *proxy* para a taxa média nacional de ocupação de UTIs caiu para 45%, 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 22 mil novos casos diários na quarta-feira (1º de setembro), queda de 15% em relação à semana anterior e o menor nível desde novembro de 2020. Quanto às mortes diárias, a média móvel de 7 dias ficou em 643, queda de 9% na mesma comparação e o menor nível desde janeiro de 2021.

**A mobilidade urbana permanece em níveis elevados.** Os dados indicam um ligeiro recuo da mobilidade na semana passada, com a média móvel semanal de nosso índice de *lockdown* atingindo 3 pontos (em 28 de agosto) ante 2 pontos na semana anterior (em 21 de agosto). Este movimento decorre principalmente de uma diminuição da mobilidade no segmento de Estações de Trânsito, devolvendo os ganhos recentes. O segmento Locais de Trabalho ainda apresenta uma elevada mobilidade, se situando em níveis acima do marco pré-crise desde junho. Em suma, apesar do discreto recuo na margem, a mobilidade permanece em níveis “historicamente” elevados, mesmo considerando o período de Natal do ano passado (22 a 24 de dezembro). Isso significa uma rápida convergência para “normalidade”, baseada no avanço da vacinação. A esperança de todos é que a variante Delta não atrapalhe essa retomada.

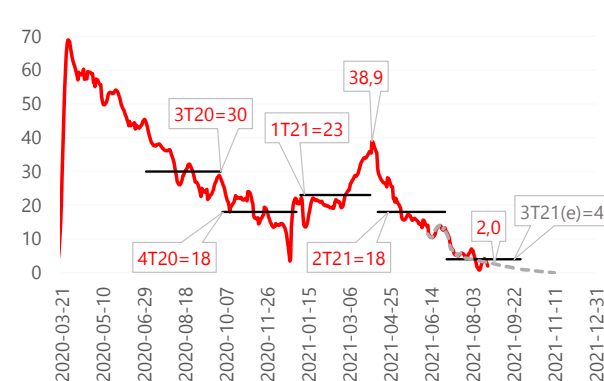
**Nosso índice de atividade diária parece ter se recuperado em agosto.** O índice - baseado em dados diários de consumo de energia, vendas de carros e mobilidade - mostrou uma tendência de alta de abril a junho; na comparação sequencial mensal com ajuste sazonal, o índice cresceu 5,6%, 3,0% e 4,2% em abril, maio e junho, respectivamente. O índice parece ter iniciado o 3T21 em ritmo mais lento, com queda de 0,8% em julho. Entretanto, considerando a média diária em agosto (até o dia 28), calculamos expansão de 2,4%, mais do que compensando a queda anterior. Esse resultado posiciona o indicador em patamares 2,2% abaixo 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 21 de agosto, 2021.

<sup>2</sup> A *proxy* é uma média ponderada das taxas de ocupação de UTI de cada estado, pelo critério de população. Portanto, esta *proxy* não indica a exata taxa de ocupação nacional = Total de leitos ocupados no Brasil / Total de leitos disponíveis no Brasil.



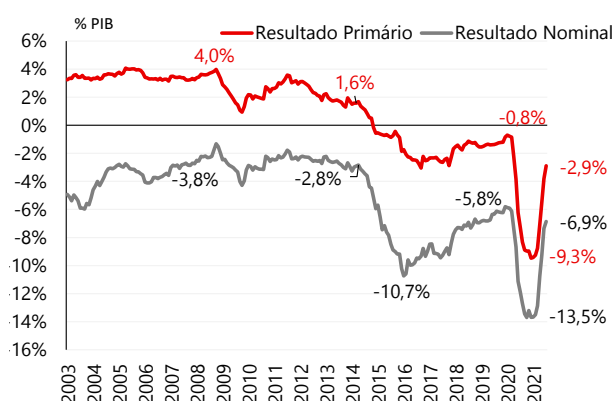
## POLÍTICA FISCAL - INDICADORES

**Em julho, dados do setor público mostraram pagamento de juros nominais mais altos, impulsionados pela alta da Selic e do IPCA.** Segundo dados do Banco Central do Brasil (BCB) divulgados em 31 de agosto, setor público registrou déficit primário de R\$ 10,3 bilhões em julho, ligeiramente abaixo da nossa projeção (R\$ 12,3 bilhões) e menor do que a mediana do mercado (R\$ 16,0 bilhões). No acumulado do ano, o déficit atingiu R\$ 15,5 bilhões (0,3% do PIB) em julho, ante R\$ 483 bilhões (11,6% do PIB) em 2020 - como reflexo do forte estímulo fiscal realizado em 2020 - e R\$ 8,5 bilhões (0,2% do PIB) em 2019. Por sua vez, os governos regionais continuam registrando resultados primários positivos, atingindo um recorde em termos reais e como percentual do PIB. Em julho, o resultado nominal foi impactado pelo aumento da despesa de juros, que atingiu R\$ 45,1 bilhões em julho, ante R\$ 5,8 bilhões no mesmo mês em 2020. O resultado foi afetado pelas altas na inflação e taxa Selic, com aumento do custo da dívida pública, além da perda nas operações de *swap cambial*. Em 12 meses, o déficit nominal atingiu 6,9% do PIB em julho, ante 7,4% em junho. Os indicadores de dívida diminuíram marginalmente. A dívida bruta atingiu 83,8% do PIB em julho, uma redução de 0,1 pp em relação à leitura de junho - na esteira do aumento do PIB nominal (-0,9 pp de impacto). Enquanto isso, a dívida líquida somou 60,3% do PIB, 0,5 pp menor na mesma base de comparação. Para os próximos meses, continuamos esperando uma sequência de resultados negativos. Estimamos que o déficit do setor público deva se situar em R\$ 135 bilhões (1,6% do PIB) em 2021. [Veja detalhes no link<sup>3</sup>.](#)

**As despesas relacionadas com a pandemia, e não consideradas para fins de cumprimento da regra do teto de gastos (“extra-teto”), totalizaram R\$ 14,5 bilhões em agosto.** A maior parte dos gastos foram com o auxílio emergencial, totalizando R\$ 8,5 bilhões. Segundo o governo, 1,1 milhão em benefícios foram cancelados ou bloqueados desde junho, reduzindo em cerca de R\$ 0,5 bilhão o desembolso mensal. As despesas com saúde totalizaram R\$ 14,2 bilhões no ano até agosto. Em 10 de agosto, o governo publicou uma medida provisória para incluir um crédito extraordinário adicional (“extra-teto”) de R\$ 9,1 bilhões para o Ministro da Saúde, de forma a manter o financiamento de serviços de saúde excepcionais relacionados à pandemia. Por ora, o total de despesas “extra-teto” orçadas para 2021 (incluindo restos a pagar de 2020 e medidas de estímulo fiscal de 2021) é de R\$ 137,2 bilhões. Em nosso cenário, consideramos execução em torno de R\$ 115 bilhões (aproximadamente 1,3% do PIB).

**Publicamos nosso *Chartbook* de Política Fiscal em 1 de setembro, trazendo detalhes sobre as perspectivas para as contas públicas,** conforme nossa última Revisão de Cenário, divulgada em 12 de agosto - “Avanços na contenção da pandemia, dificuldades no controle da inflação”. [Veja detalhes no link<sup>4</sup>.](#)

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



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

**Figura 5.B. – Gastos “extra-teto” em 2021**

R\$ bilhões - Acumulado	jun-21	jul-21	ago-21	Orçado	Executado
Auxílio Emergencial (MP 1.037/2021)	27,4	35,8	44,3	64,9	55,2%
Gastos com Saúde	9,7	11,4	14,2	25,9	44,1%
BEm - Emprego formal (MP 935/220 e MP 1.044/2021)	4,0	6,4	7,6	11,7	54,6%
Turismo - Infraestrutura (MP 963/2020)	0,4	0,4	0,5	1,9	22,9%
Aquisição de Vacinas (MP 1.015/2020)	8,0	9,6	11,7	27,8	34,7%
Pronampe (MP 1.053/2021)	0,0	5,0	5,0	5,0	100,0%
<b>Total Acumulado</b>	<b>49,4</b>	<b>68,7</b>	<b>83,2</b>	<b>137,2</b>	<b>50,1%</b>

Atualizado em 03/09/2021

Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

<sup>3</sup> Santander Brazil Fiscal Policy - “Higher Nominal Interest Result Driven by Rise in Selic and IPCA” – (31/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-fiscal-083121>

<sup>4</sup> Santander Brazil Fiscal Policy - “Chartbook – Short-Term Improvement Amid Higher Risks” – (01/set/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-fiscal-sep21>





## POLÍTICA FISCAL - LEGISLAÇÃO

Em 31 de agosto, o governo divulgou a Proposta de Lei Orçamentária Anual (PLOA) de 2022, com seus principais pontos vindo em linha com as expectativas. A proposta não trouxe grandes surpresas e provavelmente precisará de ajustes durante o debate parlamentar, com os principais motivos sendo: (i) parâmetros macroeconômicos devem ser alterados, principalmente os números da inflação (índice de inflação PLOA 2022 - INPC para 2021 : 6,2%, ante 8% em nosso *tracking*), uma possível mudança poderia afetar as estimativas oficiais de receitas e despesas, (ii) o orçamento para o programa de transferência de renda foi mantido em R\$ 35 bilhões, e sua possível expansão dependerá da margem para execução de gastos adicionais dentro do teto constitucional para 2022; (iii) o orçamento para o pagamento de precatórios foi divulgado em R\$ 89,1 bilhões, valor que o governo pretende diminuir. Também há pressões que podem aumentar os gastos nos próximos anos, como a prorrogação da desoneração da folha de pagamento para 17 setores intensivos em mão de obra, que custarão mais de R\$ 6 bilhões em 2022. Além disso, o PLOA 2022 apresentou uma estimativa de déficit primário do Governo Central de R\$ 49,6 bilhões, abaixo da meta primária considerada na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2022, que propunha um déficit de R\$ 170,5 bilhões. Nosso cenário contempla um déficit primário federal de R\$ 120 bilhões (1,3% do PIB).

Em 1 de setembro, a Câmara dos Deputados aprovou a lei que altera as regras do imposto de renda (PL 2337/2021). O projeto foi aprovado por 398 votos (de 513 deputados). A legislação manteve as principais disposições da proposta apresentada pelo governo: reduz os impostos corporativos (IRPJ/CSLL), compensado parcialmente pela criação da tributação de dividendos, aumenta as faixas de isenção do imposto de renda de pessoa física (IRPF) e propõe algumas outras mudanças nas regras do imposto de renda sobre investimentos financeiros. As principais alterações foram: (i) um corte menos ambicioso do IRPJ/CSLL de 8 p.p. (a minuta anterior do relator incluía uma redução de 10 p.p.), para uma média de 26% (dos atuais 34%), e (ii) o imposto de dividendos foi fixada em 15%, abaixo dos 20% na proposta original. Na nossa visão, de acordo com nossas estimativas preliminares, o impacto fiscal da reforma sobre as receitas deve ser negativo em cerca de R\$22 bilhões em 2022 (mesmo contando com receitas pontuais para o ano). A partir de 2023, a expectativa de perda de receita é da ordem de R\$ 20 bilhões por ano. Para estados e municípios, estimamos uma redução de receita entre R\$ 10-15 bilhões ao ano, por meio de menores transferências federais e efeitos indiretos na folha de pagamento dos servidores. Após a aprovação da Câmara dos Deputados, o projeto segue para o Senado, que atualmente discute uma reforma tributária mais ampla com objetivo de simplificar o código tributário por meio de um imposto único sobre valor adicionado (PEC110/2019). Atualmente, os impostos (federais e regionais) sobre valor adicionado contam com regras tributárias de altíssima complexidade.

No mesmo dia, o Senado rejeitou por 47 a 27 votos a medida provisória que alterou algumas normas trabalhistas (MP1045) e reintroduziu o programa de apoio ao emprego formal (BEm). O Senado rejeitou a legislação, que já havia sido aprovada na Câmara dos Deputados e incluía três programas de geração de empregos e que pretendia flexibilizar certas regras trabalhistas para alguns segmentos.

Figura 6.A. – Proposta orçamentária de 2022

Discriminação	2020		2021e Estimativa gov.		2022e PLOA 2022	
	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB
<b>I. Receita Total</b>	<b>1467,8</b>	<b>19,7</b>	<b>1816,3</b>	<b>21,0</b>	<b>1958,8</b>	<b>20,8</b>
II. Transferências de receita	263,8	3,5	339,9	3,9	361,8	3,9
<b>III. Receita Líquida</b>	<b>1203,9</b>	<b>16,2</b>	<b>1476,4</b>	<b>17,1</b>	<b>1596,9</b>	<b>17,0</b>
<b>IV. Despesas Totais</b>	<b>1947,0</b>	<b>26,1</b>	<b>1631,5</b>	<b>18,9</b>	<b>1646,5</b>	<b>17,5</b>
<i>Previdência</i>	663,9	8,9	705,7	8,2	765,6	8,1
<i>Pessoal</i>	321,3	4,3	332,4	3,8	342,8	3,6
<i>Outras Obrigatórias</i>	735,2	9,9	348,6	4,1	275,0	3,0
<i>Obrigatórias com controle de fluxo</i>	133,5	1,8	145,6	1,7	164,6	1,8
<i>Despesas discricionárias</i>	93,1	1,2	99,2	1,1	98,6	1,0
<b>Resultado Primário</b>	<b>-743,1</b>	<b>-10,0</b>	<b>-155,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-49,6</b>	<b>-0,5</b>
<b>Meta de Primário</b>	<b>-124,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-247,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-170,5</b>	<b>-1,8</b>

Fontes: Ministério da Economia, Santander.

Figura 6.B. – Alterações na tributação da renda

Impacto na arrecadação federal da proposta - Preliminar		
R\$ bilhões	2022	2023
Mudanças no IRPF	-19	-23
Mudanças no IRPJ/CSLL	-60	-64
CFME - Mineração (+1,5pp)	2	2
Fim de benefícios tributários	18	19
Dividendos (taxa em: 15%)	9	30
Fim do juros sobre o capital próprio (JCP)	4	13
Imposto sobre rendimentos no exterior (6%)	18	-
Outros	7	5
<b>Total</b>	<b>-22</b>	<b>-18</b>

Fontes: Receita Federal, Santander.



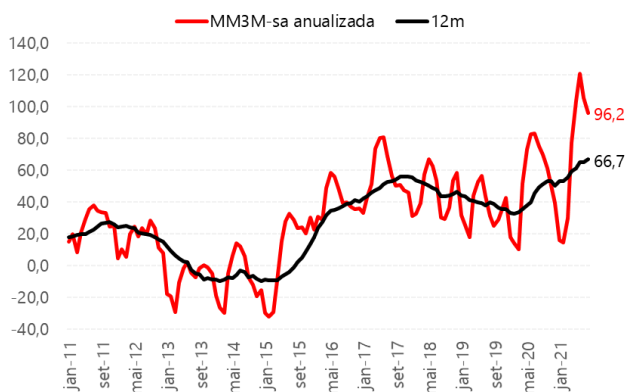
## BALANÇA COMERCIAL

O superávit comercial de agosto ficou ligeiramente aquém de nossa projeção (US\$ 7,7 bilhões vs. US\$ 8,0 bilhões, respectivamente), resultando em um saldo positivo de US\$ 66,7 bilhões nos últimos doze meses. A média diária dessazonalizada e anualizada dos três últimos meses (MM3M-sa anualizada) aponta para um superávit anual de US\$ 96,2 bilhões, acima dos US\$ 86,0 bilhões que projetamos para 2021. Continuamos avaliando que há espaço para que o saldo comercial acumulado em 12 meses siga subindo nos próximos meses.

No mês passado, as receitas de exportações somaram US\$ 27,2 bilhões, enquanto estimávamos US\$ 27,3 bilhões. Já as despesas de importações atingiram US\$ 19,5 bilhões frente a nossa estimativa de US\$ 19,3 bilhões. Após recuar 13,9% em termos mensais dessazonalizados em julho, a média diária das exportações subiu 6,9% no último mês. Com relação às importações, a expansão mensal dessazonalizada foi de 11,1%, de acordo com a média diária, o que indica uma recuperação da demanda doméstica, a qual acreditamos irá se manter nos próximos meses. Ainda assim, não julgamos ser provável que as importações mantenham o ritmo de crescimento visto em agosto. [Veja detalhes no link<sup>5</sup>.](#)

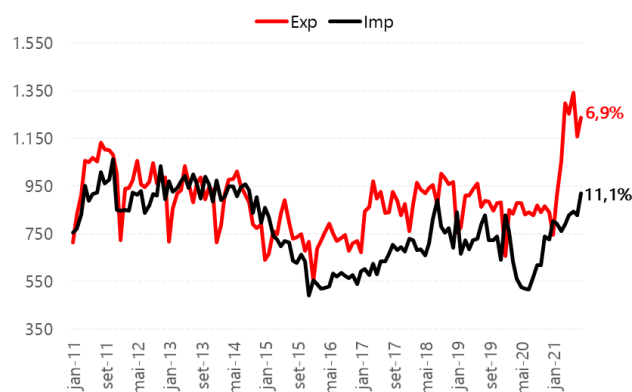
Nos últimos doze meses encerrados em agosto, o superávit chegou a US\$ 66,7 bilhões, nível inferior ao indicado pela MM3M-sa anualizada (US\$ 96,2 bilhões) para 2021. Porém, este último valor é superior aos US\$ 86,0 bilhões que projetamos para o superávit comercial deste ano. Embora abaixo da MM3M-sa anualizada, consideramos que há espaço para que o saldo acumulado em 12 meses siga crescendo e convirja para nossa projeção. Esta avaliação nos deixa confiantes de que o comércio exterior seguirá colaborando para as perspectivas construtivas do balanço de pagamentos.

**Figura 7.A. – Balança comercial**  
(US\$ bi, 12m)



Fonte: SECINT, Santander.

**Figura 7.B. – Exportações vs. Importações**  
(US\$ bi, a.s.)



Fonte: SECINT, Santander.

<sup>5</sup> Santander Brazil – External Sector: “Out of the List of Concerns” – 01 de setembro, 2021- Disponível no link (em inglês): <https://bit.ly/Std-extsec-090121>



## ATIVIDADE ECONÔMICA

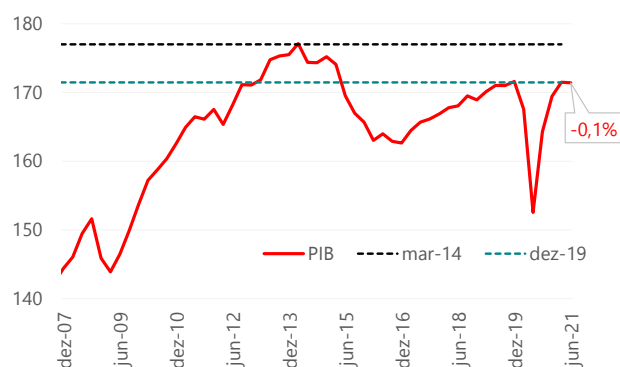
**Os dados do PIB do 2T21 surpreenderam negativamente.** O PIB brasileiro recuou 0,1% t/t-as (12,4% a/a), resultado abaixo da nossa projeção e do consenso de mercado (ambos em +0,2%). Esse número trouxe a economia para um nível levemente inferior ao marco pré-pandemia (queda de 0,1% desde o 4T19) e implica um *carryover* (carregamento estatístico) de 4,9% para 2021. Do lado da oferta, o setor de serviços apresentou expansão sólida de 0,7%, com outros serviços (+2,1%) e serviços de informação (+5,6%) como destaques. Apesar da alta, o setor ainda mostra um hiato em relação ao marco pré-pandêmico (queda de 0,9%). Ademais, a produção agropecuária e industrial limitou a atividade no curto prazo, recuando 2,8% e 0,2%, respectivamente. Acreditamos que o resultado do 2T21 reforça nossa atual projeção de PIB para 2021 (5,1%), principalmente considerando que importantes segmentos de serviços ainda se encontram em níveis deprimidos, e esperamos que os mesmos se recuperem com a reabertura da economia e controle da crise sanitária. No entanto, reconhecemos os riscos baixistas causados pela seca, tanto para a geração de eletricidade quanto para a produção agrícola no 2S21. [Veja detalhes no link<sup>6</sup>.](#)

**A produção industrial de julho marcou um fraco início de 3T21.** O índice caiu 1,3%, abaixo do consenso de mercado (-0,8%) e da nossa estimativa (-1,0%), refletindo quedas na indústria de transformação e extrativa (ambas -1,2%). Entre as categorias econômicas, os bens duráveis foram destaque negativo ao recuar 2,7%. Com esse resultado, a produção se encontra em níveis 2,1% abaixo do patamar pré-pandemia. O *tracking* do IBC-Br para julho foi atualizado para +0,2% (ante +0,3%). [Veja detalhes no link<sup>7</sup>.](#)

**Com base na PNAD do IBGE, calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal recuou para 13,8% no período de três meses até junho (maio: 14,1%).** Este resultado decorreu de aumentos de 1,5% m/m-sa e 1,2% m/m-as na população ocupada e na PEA, respectivamente. Esta é uma composição favorável, pois o desemprego diminuiu com aumento da taxa de participação. Mais uma vez, os dados do mercado de trabalho indicam uma melhora para setores mais dependentes de interação social, favorecendo os trabalhadores informais. Esperamos que a maior mobilidade urbana siga impulsionando a recuperação do emprego nos próximos meses. [Veja detalhes no link<sup>8</sup>.](#)

**Na próxima semana, o IBGE divulgará os dados das vendas do varejo ampliado de julho, na sexta-feira (10 de setembro).** Esperamos uma queda mensal de 0,5% m/m-as. [Para obter detalhes sobre as perspectivas de atividade do Santander, consulte nosso último \*chartbook\*<sup>9</sup>.](#)

Figura 8.A. – PIB real (a.s., média 1995=100)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 8.B. – Decomposição do PIB

	1T21		2T21	
	% a/a	% t/t	% a/a	% t/t
<b>PIB</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>12,4</b>	<b>-0,1</b>
<b>Oferta</b>				
Impostos	1,9	1,4	16,8	-0,7
Agricultura	5,2	6,5	1,3	-2,8
Indústria	3,0	0,7	17,8	-0,2
Serviços	-0,8	0,7	10,8	0,7
<b>Demanda</b>				
Consumo	-1,7	0,1	10,8	0,0
Governo	-4,9	-0,8	4,2	0,7
FBKF	17,0	4,8	32,9	-3,6
Exportações	0,8	4,9	14,1	9,4
Importações	7,7	10,0	20,2	-0,6

Fontes: IBGE, Santander.

<sup>6</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Um resultado abaixo do esperado” – (1/set/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-GDP-p-090121>

<sup>7</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Weak Industrial Output at the Start of 3Q21” – (2/set/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-090221>

<sup>8</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Another Step Toward Labor Market Normalization” – (31/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-labor-083121>

<sup>9</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – A Brighter Outlook for Mobility and Services” – (18/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-aug21>



## INFLAÇÃO

O IPCA de agosto (a ser divulgado na quinta-feira, 9 de setembro) deverá subir 0,71% m/m, o que significa uma aceleração em termos anuais para 9,5% a/a (julho: 9,0%). Este será um novo recorde altista desde 2016, com a tendência indicada pela média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada permanecendo em ritmo acelerado: 10,5%.

Na comparação com o IPCA de julho (0,96% m/m), esta leitura deve ter uma variação mais moderada em termos mensais, principalmente em função da desaceleração da inflação de preços administrados para 0,68% m/m (vindo de 1,68%), por conta do arrefecimento de uma alta recente em energia elétrica (nota: projetamos uma forte reaceleração deste item para setembro, após anúncio da tarifa de escassez hidrológica, anunciada nesta semana). Serviços também vão contribuir para a desaceleração mensal, por conta do arrefecimento da inflação de passagens aéreas, um item bastante volátil. Contudo, ainda assim a tendência de serviços deve continuar acelerando para 6,4% mm3m-a.s. anualizada (antes 5,3%). Ainda mais importante, a tendência do núcleo da inflação de serviços deve acelerar para 6,8% mm3m-a.s. anualizada (antes 6,3%).

Bens industriais devem acelerar para 0,92% m/m. Contudo, apesar da aceleração mensal, a tendência da média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada deve desacelerar para 11,3% (antes 12,6%) – embora este ainda seja um nível muito alto. Além disso, a desaceleração da tendência do núcleo dos bens industriais deve ser mais moderada: de 10,1% para 9,6%. Seguimos receosos em afirmar que este poderá ser o pico da inflação de bens industriais, dado que continuamos a enxergar problemas na cadeia global de suprimentos. Finalmente, alimentação no domicílio também deve acelerar no mês, para 1,28% m/m, o que resultará em avanço tendencial para 15,0% mm3m-a.s. anualizada (antes 11,0%). Com isso, esta medida de tendência estará próxima a inflação acumulada em 12 meses (16% a/a), o que indica resiliência em patamar elevado.

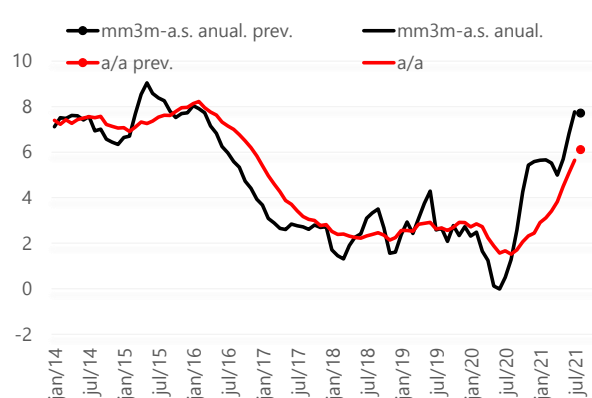
Por fim, quanto às medidas amplas de inflação subjacente, o núcleo EX3 deve subir em torno de 0,55% m/m, resultado em relativa estabilidade da tendência, mas em nível bem pressionado (7,7% mm3m-a.s. anualizada). Este é o décimo primeiro mês com o núcleo EX3 rodando acima da meta do BCB na métrica mm3m-a.s. anualizada (o centro da meta é 3,75% para 2021 e 3,50% para 2022) - sinalizando um espalhamento dos choques primários para os preços gerais. Em suma, antevemos uma leitura desfavorável do IPCA, com deterioração tanto do nível do índice cheio como da composição da inflação.

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

	m/m		a/a	
	ago/21	Contrib.	jul/21	ago/21
<b>IPCA</b>	<b>0,71</b>	<b>0,71</b>	<b>9,0</b>	<b>9,5</b>
Administrados	0,68	0,18	13,5	13,4
Livres	0,71	0,52	7,4	8,1
Alim. no dom.	1,28	0,19	16,0	16,2
Industriais	0,92	0,21	9,2	10,0
Serviços	0,34	0,12	3,0	3,9
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,55</b>	<b>0,55</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</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 – 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
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.