

A INFLAÇÃO NÃO TRAZ ALÍVIO NO CURTO PRAZO

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

- O real apresentou o pior desempenho entre as principais moedas na semana móvel encerrada em 5 de agosto, subindo a R\$5,25/US\$ (desvalorização de 3,3%). O movimento aconteceu em meio a declarações *hawkish* de membros do FOMC e renovadas incertezas quanto às perspectivas fiscais no Brasil. O tom *hawkish* do comunicado do Copom e a preocupação quanto ao quadro fiscal pesaram na curva de juros doméstica, causando um *bear-steepening* (elevação em toda a curva, especialmente nos prazos mais longos) nesta semana.
- As condições sanitárias continuam melhorando gradativamente no Brasil. Nossa *proxy* para a taxa média nacional de ocupação de UTIs caiu para 54%, o menor nível desde janeiro. O ritmo médio de vacinação no Brasil se mantém em torno de 1,3-1,4 milhão por dia, reafirmando as perspectivas positivas para a reabertura da economia.
- O setor público registrou elevado déficit primário (R\$ 65,5 bilhões) em junho, devido a maiores despesas. Os gastos ‘extra-teto’ somaram R\$ 19,4 bilhões em julho. No plano político, a Câmara aprovou a urgência para votar o projeto de lei que altera o imposto de renda, além do projeto de privatização dos Correios. Por fim, a estimativa de pagamentos de precatórios em 2022 disparou, levando a um debate sobre um novo arcabouço jurídico para lidar com esses gastos.
- Dado o superávit comercial de julho abaixo do esperado e a tendência ascendente dos fluxos cambiais no segmento comercial, vimos o hiato entre a balança comercial “embarcada” e “financeira” declinar pela primeira vez desde março de 2020.
- O Copom elevou a taxa básica Selic em 1,00 p.p. para 5,25%, em linha com as expectativas. No comunicado, o BCB sinaliza que agora considera apropriado um patamar de juros acima do neutro (6,50%); o comitê também antevê outro ajuste de 1,00 p.p. (para 6,25%) em setembro. O comitê indica uma resposta contundente à deterioração das perspectivas inflacionárias, com objetivo de conter as expectativas. Dados os sinais do Copom e nosso cenário de inflação, elevamos nossa expectativa para a taxa Selic no fim do ciclo para 7,50% (antes 7,00%).
- A produção industrial ficou estável em junho, mas recuou no 2T21. O resultado reforça nossa visão que o setor industrial será um limitador de curto-prazo para a atividade, dada a escassez generalizada de insumos. Nosso indicador proprietário para os serviços às famílias subiu em julho, em meio à reabertura da economia. O último conjunto de dados de atividade para junho será divulgado na próxima semana: esperamos que o IBC-Br cresça 0,6% m/m-sa (divulgação na sexta-feira, 13 de agosto).
- Esperamos que o IPCA de julho (que sai na terça-feira, 10 de agosto) suba 0,95% m/m, ou 9,0% a/a. Esta será outra leitura desfavorável do IPCA, mostrando deterioração tanto do nível quanto da composição da inflação. O destaque negativo deve ser a inflação de serviços, cujo núcleo deve acelerar para 6,3% mm3m-a.s. anualizado. Já a tendência do núcleo EX3 do IPCA é de acelerar para o nível de 8,0%, bem acima do centro da meta para o IPCA 2022 (3,5%).

*** *Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 05 de agosto de 2021*

*** *Em caso de dúvida sobre os 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/ago - 13/ago)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Balança Comercial (US\$ bi, Acum. Ano)	NBS	Jul/21	06 a 08-Ago	52,0	51,5
China: Exportação (% a/a)	NBS	Jul/21	06 a 08-Ago	20,0	32,2
China: Importação (% a/a)	NBS	Jul/21	06 a 08-Ago	33,6	36,7
China: Crédito Agregado (CNY tri)	NBS	Jul/21	06 a 08-Ago	1,700	3,670
China: Novos Empréstimos (CNY bi)	PBoC	Jul/21	Dom, 08-Ago	1,200	2,120
China: Oferta de Moeda M2 (% a/a)	PBoC	Jul/21	Dom, 08-Ago	8,7	8,6
Z. Euro: Índice de Expectativas (pontos)	ZEW	Ago/21	Ter, 10-Ago	--	61,2
EUA: Núcleo do CPI (% m/m)	BLS	Jul/21	Qua, 11-Ago	0,4	0,9
EUA: Núcleo do CPI (% a/a)	BLS	Jul/21	Qua, 11-Ago	4,3	4,5
EUA: Núcleo do PPI (% m/m)	BLS	Jul/21	Qui, 12-Ago	0,5	1,0
EUA: Núcleo do PPI (% a/a)	BLS	Jul/21	Qui, 12-Ago	5,6	5,6
Z. Euro: Produção Industrial (% m/m)	Eurostat	Jun/21	Qui, 12-Ago	0,0	-1,0
Z. Euro: Balança Comercial (€ bi, s.a.)	Eurostat	Jun/21	Sex, 13-Ago	--	9,4
EUA: Conf. Consumidor (pontos)	Michigan	Ago/21	Sex, 13-Ago	81,2	81,2

Fonte: Santander.


Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (09/ago - 13/ago)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
IGP-DI (% m/m)	FGV	Jul/21	Seg, 09-Ago	1,41	0,11
IGP-DI (% a/a)	FGV	Jul/21	Seg, 09-Ago	33,29	34,53
IPCA (% m/m)	IBGE	Jul/21	Ter, 10-Ago	0,95	0,53
IPCA (% a/a)	IBGE	Jul/21	Ter, 10-Ago	9,00	8,35
PMC – Varejo Restrito (% m/m)	IBGE	Jun/21	Qua, 11-Ago	0,7	1,4
PMC – Varejo Restrito (% a/a)	IBGE	Jun/21	Qua, 11-Ago	8,9	16,0
PMC – Varejo Ampliado (% m/m)	IBGE	Jun/21	Qua, 11-Ago	-2,0	3,8
PMC – Varejo Ampliado (% a/a)	IBGE	Jun/21	Qua, 11-Ago	-11,6	26,2
PMS – Volume de Serviços (% m/m)	IBGE	Jun/21	Qui, 12-Ago	0,2	1,2
PMS – Volume de Serviços (% a/a)	IBGE	Jun/21	Qui, 12-Ago	17,5	23,0
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BCB	Jun/21	Sex, 13-Ago	0,6	-0,4
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	Jun/21	Sex, 13-Ago	8,7	14,2

Fonte: Santander.

Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão de cenário¹.

¹ Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “Melhora No Curto Prazo, Cautela No Médio Prazo” – (01/jul/21) – Disponível no “link”: <http://bit.ly/Std-revcen-070121>


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	--	--

Fonte: Santander.



AMBIENTE INTERNACIONAL

A fala de Richard Clarida, vice-presidente do Federal Reserve (banco central norte-americano) foi destaque na semana. Clarida, que é o principal formulador de política monetária dentro do Fed, falou em tom um pouco menos acomodaticio do que Jerome Powell (presidente do Fed), e indicou que a economia poderia alcançar os parâmetros necessários para iniciar a normalização dos juros no final de 2022. Porém, Clarida indica que a taxa dos Fed Funds deve subir apenas em 2023. Quanto ao programa de compra de ativos, Clarida manteve a indicação dada por Powell na semana passada, indicando que o comitê vai discutir o tema nas próximas reuniões.

As negociações em torno do pacote fiscal bipartidário, estimado no valor de US\$ 1,2 trilhão (sendo cerca de US\$ 550 bilhões em novos gastos) seguem avançando nos EUA, e a legislação deve ser posta em votação nos próximos dias (provavelmente no sábado), abrindo espaço para que o novo projeto de expansão fiscal, no valor de US\$ 3,5 trilhões e que conta com apoio apenas dos democratas, comece a ser discutido.

Do lado da pandemia, o aumento de casos ligados à variante Delta segue preocupando na Europa, mas principalmente nos EUA. As autoridades americanas buscam agora acelerar a vacinação para tentar conter a nova onda. Embora os impactos econômicos devam ser limitados, esta nova onda de contaminações por COVID-19 segue sendo um fator de risco a ser monitorado.

No calendário econômico, os dados de ISM Industrial de julho nos EUA vieram em queda e abaixo do esperado pelo mercado, ficando em 59,5 (junho: 60,6), patamar ainda elevado. Destaque para o componente de preços pagos: apesar de uma queda, este segue em nível extremamente elevado, em 85,7 (junho: 92,1). Os números do mercado de trabalho também seguem firmes, com 943 mil empregos gerados em julho e com a taxa de desemprego caindo de 5,9% para 5,4%. Contudo, estes resultados não devem mudar o cenário para o processo (gradual) de normalização da política monetária do Fed.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em alta. O destaque foi a bolsa de Shanghai, que recuperou parte das perdas da semana anterior, que haviam sido resultantes de ações regulatórias do governo chinês. A curva de juros norte-americana voltou a observar recuo nos vencimentos mais longos. E o dólar global seguiu se apreciando contra moedas de países de G10.

Na próxima semana serão divulgados os números de crédito, inflação e comércio exterior na China. Nos EUA, o foco estará na divulgação do dado de inflação (CPI) de julho, que tem apontado para uma forte pressão inflacionária, em meio a um processo de reabertura na maior economia do mundo.

“Se as perspectivas para a inflação e desemprego que resumi anteriormente forem os resultados reais ao longo do horizonte de projeção, então acredito que as condições necessárias para elevar os juros básicos da economia terão sido alcançados no final do ano de 2022” – Richard Clarida (Vice-Presidente do Fed)



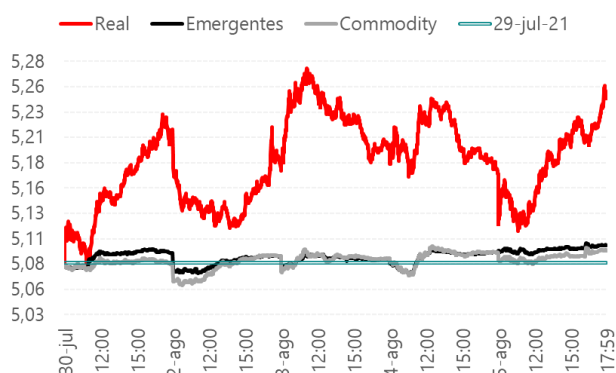
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Rememorando o espaço limitado que enxergamos para valorização do real na ausência de avanços concretos nas reformas macro/fiscais, a moeda brasileira registrou o pior desempenho entre as principais moedas na semana móvel encerrada em 5 de agosto. A taxa de câmbio subiu para R\$5,25/US\$ frente a R\$5,08/US\$ na semana anterior (desvalorização de 3,3%) na esteira de renovadas incertezas acerca das perspectivas para a política fiscal, em meio a propostas que elevam ainda mais o patamar de despesas obrigatórias. Adicionalmente, avaliamos que as declarações *hawkish* (i.e., menos acomodáticas) de membros importantes do FOMC nos últimos dias foram entendidas pelos mercados como um sinal de um possível início mais tempestivo da remoção de estímulos monetários. Em nossa opinião, estes fatores pesaram no desempenho do real neste período e suplantaram a influência positiva que a elevação da taxa de juros no Brasil teoricamente exerceria sobre a moeda (detalhes na seção de Política Monetária).

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros teve mais um deslocamento altista, e com aumento da inclinação – um típico movimento de *bear-steepening*. Desde a última quinta-feira (29 de julho), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) subiu 65 p.b. para 8,21%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) subiu 74 p.b. para 9,46%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento aumentou 9 p.b., para 125 p.b.. O aumento da ponta curta foi impulsionado pela decisão *hawkish* do Copom (alta de 100 p.b. na Selic) e pelo seu comunicado. O mercado de opções apreça uma probabilidade implícita de 70% de uma alta de 100 p.b. para a próxima reunião do Copom em setembro, em linha com nossa projeção (veja mais detalhes na seção de Política Monetária). Na ponta longa, as taxas longas domésticas subiram consideravelmente, refletindo as incertezas quanto à trajetória da política fiscal e o processo de consolidação.

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

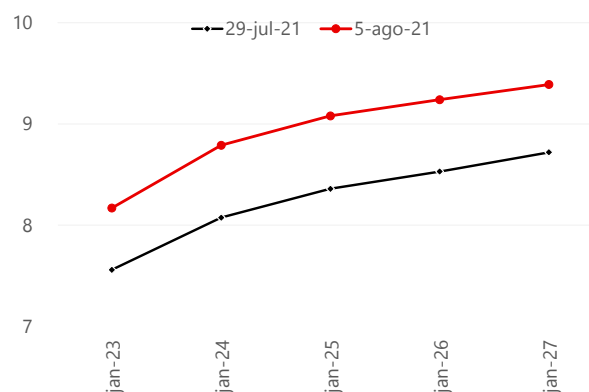


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quarta-feira, 05/ago.

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 quarta-feira, 05/ago.



COVID-19

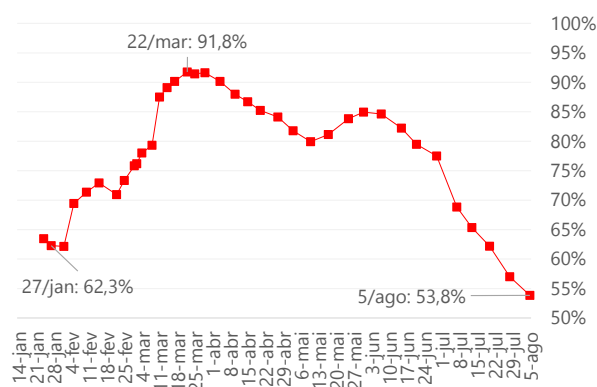
O ritmo de vacinação no Brasil permanece em torno de 1,3-1,4 milhão por dia em média. Esperamos que o ritmo médio diário de vacinação fique em 1,5 milhão de doses no 2S21, uma vez que os estoques de vacinas permanecem altos (~40 milhões de doses) e o ritmo de entregas devem permanecer acima do ritmo de aplicação. Neste ritmo, o país imuniza toda a população adulta até o fim do ano. À medida que a variante delta se espalha, países ao redor do mundo têm planejado doses de reforço. No Brasil, o Ministério da Saúde anunciou estudo para avaliar a necessidade de uma terceira dose para quem tomou a vacina Sinovac. As quatro vacinas atualmente disponíveis no país serão testadas (Sinovac, AstraZeneca, Pfizer e Janssen).

As condições sanitárias continuam a melhorar gradualmente. Nossa *proxy* para a taxa média nacional de ocupação de UTIs recuou para 54%, o nível mais baixo desde janeiro. Esse número se compara a um pico anterior de 92% (final de março). Dados do Ministério da Saúde mostram uma média móvel semanal de 32 mil novos casos diários na quarta-feira (4 de agosto), queda de 29% em relação à semana anterior; no mesmo período, a média das mortes diárias ficaram em 918, queda de 15% na mesma comparação.

Apesar de discreta retração na margem, a mobilidade urbana mantém rápida recuperação no 3T21. Os dados de julho indicam uma redução da mobilidade na margem, com o nosso índice de *lockdown* atingindo 7,0 pontos (em 31 de julho) ante 4,4 pontos (25 de julho). Tal movimento decorre da redução da mobilidade nas principais categorias, mas com Locais de Trabalho ainda em níveis acima do patamar pré-pandemia. Apesar da queda na margem, se excluirmos o período do Natal de 2020 (22 a 24 de dezembro), a mobilidade ainda está em nível elevado, e deve convergir para a normalidade nos próximos meses, na medida em que a vacinação avance.

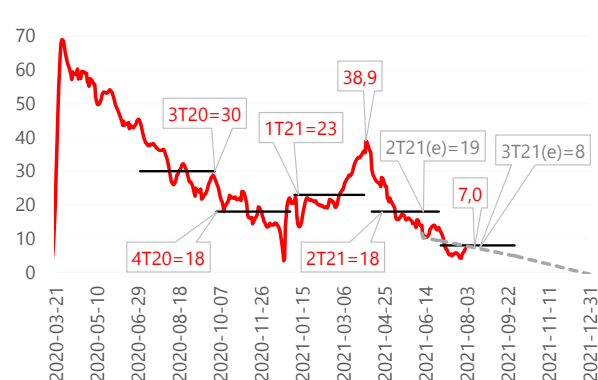
Nosso índice de atividade diária iniciou o 3T21 em ritmo mais lento. O índice - baseado em dados diários de consumo de energia, venda de carros e mobilidade - vem apresentando melhora desde o início do 2T21, com altas sequenciais nos últimos meses. Na comparação mensal com ajuste sazonal, o índice cresceu 5,6%, 3,0% e 4,2% em abril, maio e junho, respectivamente. Para julho, contudo, o índice registra uma queda de 0,8% com ajuste sazonal, posicionando o indicador cerca de 4,5% abaixo do nível visto em fevereiro de 2021.

Figura 3.A. – Proxy da taxa média nacional de ocupação de UTIs (%)



Fontes: @coronavirusbra1, Santander.

Figura 3.B. – Índice de lockdown* e cenário de mobilidade (fev-20=0, média de 7 dias)



Fontes: Google, Santander.

* Índice construído como uma média de segmentos selecionados do *Google Mobility Report* com escalas invertidas. Dados disponíveis até 31 de julho, 2021.

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



POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

Segundo dados do Banco Central divulgados em 30 de julho, o setor público registrou elevado déficit primário (R\$ 65,5 bilhões) em junho, na esteira de maiores gastos. No acumulado do ano, após cinco meses em superávit, o forte déficit primário de junho levou o resultado do 1S21 a um déficit de R\$ 5,2 bilhões (0,13% do PIB), próximo ao valor observado em 2019. Para o Governo Central, do lado da despesa os principais destaques foram: (i) antecipação do 13º pagamento de aposentados (R\$ 35 bilhões); (ii) precatórios (R\$ 16 bilhões); e (iii) gastos “extra-teto” relacionados à pandemia (R\$ 12,6 bilhões). Por sua vez, as receitas continuaram a se recuperar devido ao efeito preço (aumento da inflação e termos de troca). Os governos regionais continuam a surpreender positivamente, com resultado primário em recorde histórico em termos reais. Os indicadores de dívida registraram resultados mistos: a dívida bruta atingiu 84,0% do PIB em junho, queda de 0,6 p.p. em relação à leitura de maio - afetada pelo aumento do PIB nominal (-1,5 p.p. de impacto). Enquanto isso, a dívida líquida foi de 60,9% do PIB, +1,1 p.p. ante maio. Para os próximos meses, continuamos projetando déficits primários, mas em patamares menores do que o registrado em junho. **Veja detalhes no link³. Os gastos com o combate aos efeitos da pandemia e não sujeitos ao teto de gastos (“extra-teto”) totalizaram R\$ 19,4 bilhões em julho, a maior parte com o auxílio emergencial (R\$ 8,5 bilhões).** Segundo o governo, 1,1 milhão em benefícios foram cancelados ou bloqueados desde junho, reduzindo em R\$ 0,5 bilhão o desembolso mensal. As despesas com saúde somaram R\$ 11,4 bilhões no ano até julho, com os valores mensais diminuindo com a melhora nos números da pandemia e o avanço no processo de vacinação. Conforme esperado, a reintrodução do programa Pronampe (apoio de crédito para PMEs) somou R\$ 5 bilhões a estes gastos em julho. Por ora, o total de despesas “extra-teto” orçadas para 2021 é de R\$ 127,5 bilhões. Nosso cenário considera a execução desses gastos em torno de R\$ 115 bilhões (~ 1,3% do PIB) no ano.

No plano político, a Câmara aprovou a urgência para votar as mudanças no imposto de renda. Soubese ainda que os valores de ações judiciais (os chamados “Precatórios”) para 2022 se elevaram consideravelmente. O relator da reforma do imposto de renda (PL 2337/21), Celso Sabino (PSDB-PA), divulgou novo esboço do projeto de lei, que agora traz efeito fiscal possivelmente menor – contando, porém, com uma arrecadação “pontual” em 2022. Neste contexto, a Câmara aprovou a urgência do projeto para poder votar no plenário nos próximos dias. Em nossa opinião, o projeto de lei ainda deve sofrer alterações antes que seja votada. Um outro tema é que o governo planeja propor uma emenda constitucional (PEC) para parcelar a execução de precatórios durante os próximos anos. Esta ideia surgiu após estimativas oficiais apontarem para um salto para ~R\$ 90 bilhões em 2022, superando a expectativa inicial do governo (R\$ 55 bilhões). Em nossa opinião, uma possível redução no total de pagamento de precatórios pode ser vista como um “seguro” para abrir espaço para outras despesas, no caso de uma possível redução da margem para acomodar gastos dentro do teto de gastos em 2022 (que hoje estimamos em R\$ 22 bilhões), uma vez que as expectativas de inflação para o final do ano seguem em alta.

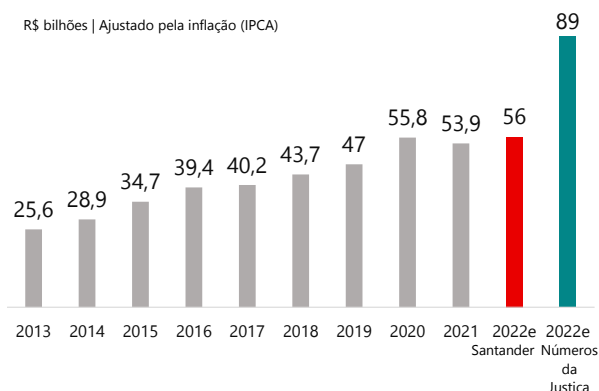
Figura 4.A. – Despesas ‘extra-teto’ em 2021

R\$ bilhões - Acumulado	mai-21	jun-21	jul-21	Orçado	Executado
Auxílio Emergencial (MP 1.037/2021)	18,6	27,4	35,8	64,9	55,2%
Gastos com Saúde	9,1	9,7	11,4	16,2	70,7%
BE m - Emprego formal (MP 935/220 e MP 1.044/2021)	2,1	4,0	6,4	11,7	54,6%
Turismo - Infraestrutura (MP 963/2020)	0,4	0,4	0,4	1,9	22,9%
Aquisição de Vacinas (MP 1.015/2020)	6,4	8,0	9,6	27,8	34,7%
Pronampe (MP 1.053/2021)	0,0	0,0	5,0	5,0	100,0%
Total Acumulado	36,6	49,4	68,7	127,5	53,9%

Atualizado em 05/08/2021

Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

Figura 4.B. – Gastos com precatórios - anual



Fontes: Tesouro Nacional, Poder360, Santander.

³ Santander Brazil Fiscal - “Primary Deficit Back to 2019 Levels” – (30/jul/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-fiscal-073021>



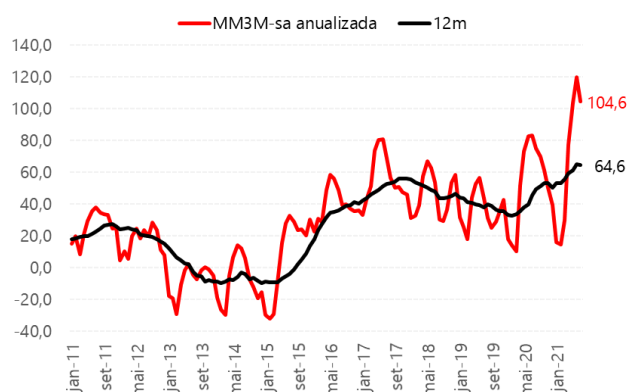
BALANÇO DE PAGAMENTOS

Em nossa opinião, os resultados vistos em julho tanto para a balança comercial “embarcada” quanto para a balança comercial “financeira” sugerem algum suporte ao real do ponto de vista de fluxos comerciais. Paradoxalmente, contudo, avaliamos que as saídas no segmento financeiro reforçam a existência de espaço limitado para valorização da taxa cambial, em meio a incertezas macro.

O superávit comercial de US\$ 7,4 bilhões ficou aquém da nossa estimativa de US\$ 9,0 bilhões, mas sua trajetória histórica reforça nossa avaliação positiva quanto à possibilidade de o superávit avançar ao longo do ano. Destacamos que o resultado acumulado nos últimos 12 meses encerrados em julho atingiu US\$ 64,6 bilhões frente aos US\$ 50,4 bilhões observados em dezembro de 2020. Ademais, quando anualizamos a média diária sazonalmente ajustada dos últimos três meses (mm3m a.s.), obtemos a sinalização de um superávit anualizado de US\$ 104,6 bilhões, que nos parece compatível com nossa projeção de US\$ 77,8 bilhões para 2021. Assim, continuamos avaliando que os dados da balança comercial reforçam nossa visão (e dos mercados) sobre a robustez do balanço de pagamentos brasileiro. [Veja detalhes no link⁴](#)

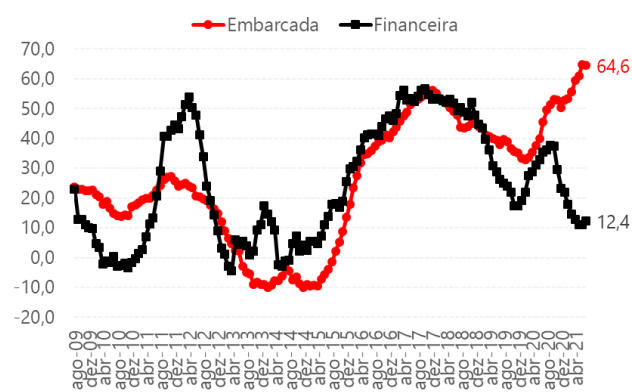
O fluxo cambial do mercado à vista registrou entrada líquida de US\$ 0,8 bilhão em julho de 2021, com o ingresso de US\$ 2,7 bilhões no segmento comercial mais do que compensando a saída de US\$ 1,9 bilhão no segmento financeiro. Em termos dessazonalizados, a média diária de julho indicou entrada de US\$ 165 milhões no segmento comercial e saída de US\$ 189 milhões no segmento financeiro, apontando o início de uma trajetória ascendente no primeiro componente e um padrão errático no último. Avaliamos que a dinâmica do fluxo cambial reforça nossa percepção de espaço limitado para valorização substancial e perene do real à luz do ceticismo quanto à trajetória da dívida pública no médio prazo. Por outro lado, o encolhimento observado no hiato entre a balança “embarcada” e a “financeira” sugere que há uma espécie de blindagem contra uma desvalorização significativa do real no curto prazo. [Veja detalhes no link⁵](#).

Figura 5.A. – Balança comercial (US\$ bilhões)



Fontes: SECINT, Santander.

Figura 5.B. – Balança comercial embarcada vs. financeira (US\$ bilhões, 12m)



Fontes: Banco Central do Brasil, SECINT Santander.

⁴ Santander Brazil – External Sector: “*Lower Than Expected July Trade Surplus, But Not a Concern Given Forecast Increases Ahead*” – 02 de agosto, 2021- Disponível no link (em inglês): <https://bit.ly/Std-extsec-020821>

⁵ Santander Brazil – External Sector: “*Here a Little, There a Little*” – 04 de agosto, 2021- Disponível no link (em inglês): <https://bit.ly/Std-extsec-040821>



POLÍTICA MONETÁRIA

O Copom elevou a taxa Selic em 1,00 p.p. para 5,25%, em linha com as expectativas. O tom do comunicado mostra que o banco central responde de forma contundente à deterioração das perspectivas para a inflação, com objetivo de conter as expectativas. Mas a autoridade monetária segue implementando (e comunicando) este ajuste de forma equilibrada.

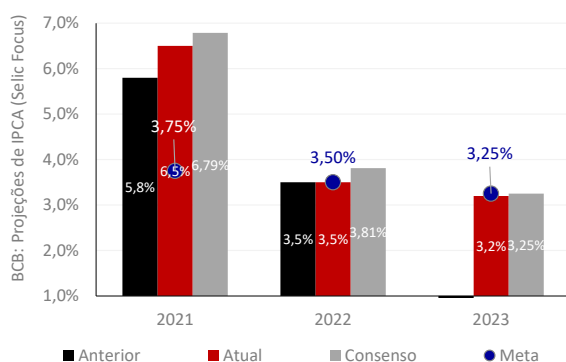
Em termos de sinalização de política monetária, o Banco Central (BCB) agora considera apropriado um ciclo de ajuste levando o juro básico a um patamar acima do neutro, o que implica mais uma alteração no plano de vôo (que antes apontava para Selic neutra, em 6,50%, no fim do ciclo). Para o curto prazo, o comitê sinalizou um novo ajuste de 1,00 p.p. para a reunião de 21-22 de setembro, levando a Selic a 6,25%.

A decisão do Copom de abandonar a sinalização anterior de uma Selic neutra está em linha com as projeções de inflação do comitê. De acordo com os modelos do BCB, com a taxa de câmbio partindo de R\$5,15/US\$ (e evoluindo junto com a PPC, paridade de poder de compra), uma trajetória de alta da Selic para 7,00% no final de 2021, e estável neste patamar ao longo de 2022, produziria uma desinflação do IPCA para o centro da meta (3,5%) no horizonte principal de política monetária hoje - 2022⁶. Essa projeção ficou estável desde a última reunião, mas agora incorporando uma postura mais restritiva (para compensar a deterioração nas condições inflacionárias). Para 2021, o Banco Central simula IPCA em 6,5% (anteriormente: 5,8%), ainda mais distante do teto da meta inflacionária (5,25%).

Seguimos projetando uma elevação na Selic de 1,00 p.p. (para 6,25%) em setembro e um movimento subsequente de 0,75 p.p. (para 7,00%) em outubro. Incorporamos ao nosso cenário um movimento adicional de 0,50 p.p. em dezembro, com nossa expectativa de taxa Selic terminal do ciclo elevada para 7,50% (antes 7,00%). Esperamos que o juro permaneça neste patamar ao longo de 2022, com uma redução esperada para o nível de (nossa hipótese de) juro neutro de 7,00% em 2023. Esse é o horizonte para o qual esperamos que a inflação do IPCA convirja para o centro da meta (3,25%), recuando ante uma leitura provavelmente em torno de 4% para 2022. [Veja detalhes no link](#).

Na terça-feira, o BCB publica a ata do Copom, que pode trazer mais luz sobre a avaliação de cenários e orientações de política monetária.

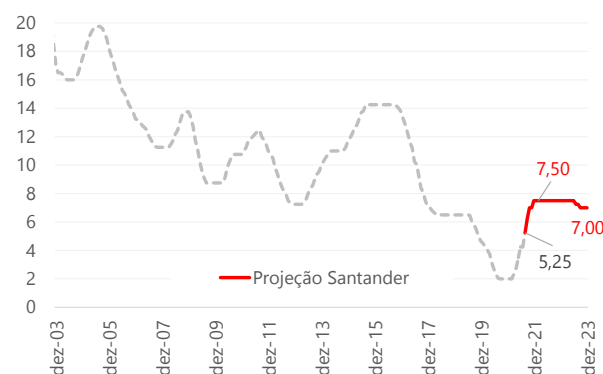
Figura 6.A – Simulações do BCB para o IPCA



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: As simulações do BCB consideram Selic da pesquisa Focus e taxa cambial a partir de R\$5,15/US\$ e evoluindo com a PPC.

Figura 6.B – Trajetória da taxa básica Selic (% a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Série histórica em médias mensais.

⁶ De acordo com a pesquisa Focus, a trajetória da taxa Selic projetada pelos analistas contempla outro movimento de 1,00 p.p. em setembro.

⁷ Santander Brazil Monetary Policy - "Step.p.ing Up the Pace and the Plan" - (05/ago/2021) - Disponível no "link": <https://bit.ly/Std-Copom-aug21>



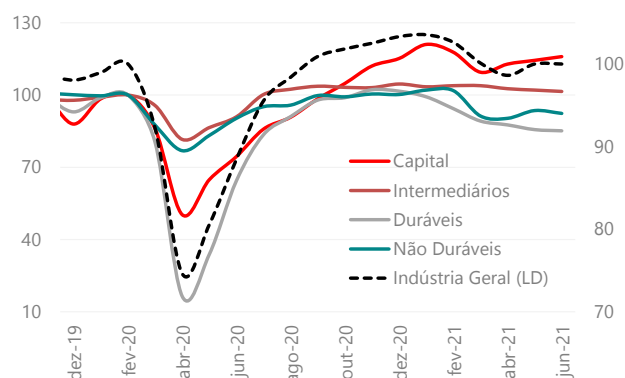
ATIVIDADE ECONÔMICA

Indústria mostra estabilidade em junho, mas contração no 2T21. A produção industrial ficou estável em junho (0% m/m-sa), abaixo do consenso de mercado (0,3%) e um pouco acima da nossa estimativa (-0,2%). O resultado de junho decorre tanto da queda na indústria de transformação (-0,5%) quanto na extrativa (-0,7%). Em termos trimestrais, houve forte contração no 2T21: -2,5% t/t-sa (-0,4% no 1T21), com a indústria de transformação (o mais importante componente do PIB industrial) recuando 3,8%. Esses números reforçam nossa visão de que o setor industrial será um entrave de curto prazo à atividade, refletindo a escassez generalizada de insumos. Vale ressaltar que esse entrave ocorre apesar dos baixos níveis de estoque e do maior ímpeto na demanda externa e doméstica. Analisando a composição, bens de capital se destacaram ao subir 1,4%; por outro lado, os bens intermediários recuaram pelo terceiro mês consecutivo (queda de 0,6%), enquanto os bens de consumo recuaram 0,9%. O índice de difusão registrado caiu para 44% (ante 60% em maio), evidenciando um recuo generalizado entre os setores industriais. [Veja detalhes no link⁸.](#)

Os serviços às famílias continuam melhorando no início do 3T21. Nosso índice proprietário (IGet Serviços) confirmou as expectativas de um crescimento sequencial, conforme antecipado no relatório preliminar: o índice geral subiu 12,5% m/m-sa (11,8% na prévia) e agora se encontra nos maiores níveis desde o período pré-pandemia (queda de 14,7% desde fevereiro de 2020). O nosso *tracking* para o componente de serviços às famílias da pesquisa mensal do IBGE para junho e julho aponta para variações de 6,4% m/m-sa (66,5% a/a) e 1,9% m/m-sa (71,7% a/a), respectivamente. [Veja detalhes no link⁹.](#)

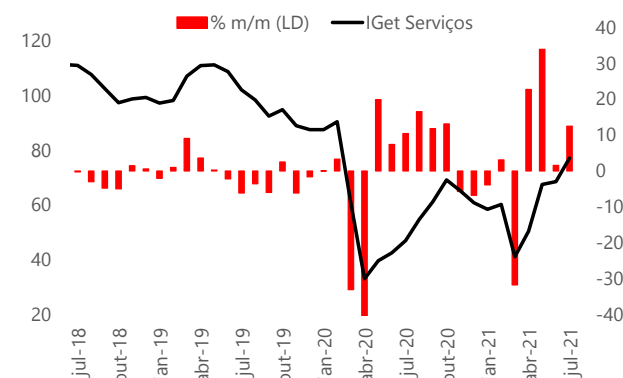
Os últimos dados de atividade econômica para junho serão divulgados na próxima semana. Esperamos que as vendas do varejo ampliado caiam 2,0% m/m-sa; para a receita real dos serviços, esperamos alta 0,2% m/m-sa. Por fim, nossa expectativa é que o índice de atividade ampla do Banco Central (IBC-Br) suba 0,6% m/m-sa, o que implicaria uma contração trimestral no 2Q21 (-0,1%), em linha com nossa projeção atual de estabilidade para o PIB (0% t/t-sa). [Para detalhes sobre o cenário de atividade do Santander, consulte nosso último *chartbook*¹⁰.](#)

Figura 7.A. – Produção industrial (sa, fev-20=100)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 7.B. – IGet Serviços (sa, jan-16=100)



Fontes: Santander.

⁸ Santander Brazil Economic Activity - “Stability at the Margin, Contraction in the Quarter” – (03/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-030821>

⁹ Santander Brazil Economic Activity - “Serviços Começam o Trimestre com Crescimento” – (04/ago/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGETser-jul21>

¹⁰ Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – Better Outlook Due to Mobility and Commodities” – (06/jul/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-jul21>



INFLAÇÃO

Esperamos que o IPCA de julho (terça-feira, 10 de agosto) suba 0,95% m/m, o que significa uma aceleração em termos anuais para 9,0% a/a (de 8,3% a/a em junho), uma nova máxima desde 2016. A tendência indicada pela média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada deverá acelerar para 10,6%.

Na comparação com o IPCA-15 de julho (0,72% m/m), esta leitura deve acelerar em termos mensais, impulsionada principalmente pelo aumento de 1,68% m/m nos preços administrados, devido ao efeito do aumento dos custos da bandeira tarifária vermelha 2 de energia elétrica. Os preços dos alimentos também devem acelerar 0,77% m/m, nível elevado para o mês (a média de julho é em torno de -0,10% m/m), levando a uma aceleração para 10,0% mm3m-a.s. anualizado. Por outro lado, os bens industriais devem desacelerar, passando de 0,69% m/m no IPCA-15 de julho para 0,61% m/m no IPCA de julho. Apesar de ser uma desaceleração em termos mensais, esta é uma variação sazonal elevada visto que a média do mês é mais próxima de 0,05% m/m. Com isso, a tendência deve continuar em torno de 12,1% mm3m-s.a. anual., mostrando que as pressões de preços no setor industrial continuam fortes.

O principal destaque fica por conta dos preços de serviços, com ganho de 0,69% m/m. Esta é uma taxa basicamente estável em relação ao IPCA-15 de julho (0,71% m/m), mas alta em termos históricos já que a média de julho é aproximadamente 0,45%. Esse resultado merece destaque, pois os serviços eram o único grupo com inflação ainda em níveis baixos recentemente, mas agora a tendência pode acelerar para 5,1% mm3m-a.s. anualizado. Em particular, os núcleos da inflação de serviços devem acelerar para 6,3% mm3m-a.s. anualizado (de 4,2% em junho), evidenciando que, mesmo excluindo preços mais voláteis, a trajetória da inflação de serviços está acelerando. A dinâmica da inflação de serviços é de particular interesse para o BCB, pois tende a ser mais inercial e o risco com a reabertura da economia é que os preços do setor acelerem ainda mais.

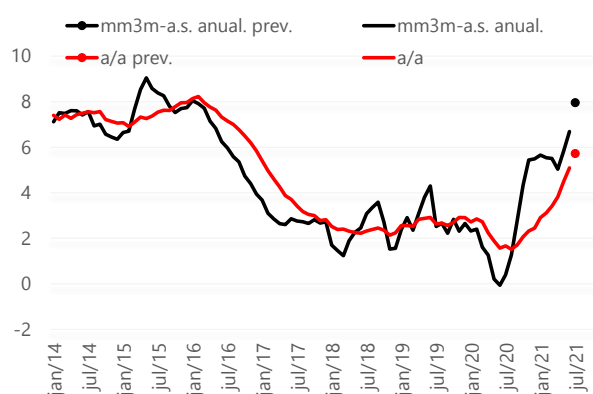
Por fim, em termos de medidas amplas de inflação subjacente, o núcleo EX3 deve subir em torno de 0,65% m/m, conforme nossa projeção, o que significa uma aceleração para 8,0% mm3m a.s. anualizado. Este é o décimo mês do núcleo EX3 rodando acima da meta do BCB na métrica mm3m-a.s. anualizada (o centro da meta é de 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 quanto da composição da inflação.

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

	m/m		a/a	
	jul/21	Contrib.	jun/21	jul/21
IPCA	0,95	0,95	8,3	9,0
Administrados	1,68	0,45	13,0	13,5
Livres	0,68	0,50	6,8	7,4
Alim. no dom.	0,77	0,12	15,3	16,0
Industriais	0,61	0,14	8,8	9,2
Serviços	0,69	0,24	2,2	3,1
Núcleo EX3	0,62	0,62	5,1	5,7

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 8.B. – Projeção do núcleo 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.