

## ATIVIDADE ABAIXO DO ESPERADO NO 3T21

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

- A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 7 de outubro cotada a R\$5,52/US\$, o mais alto patamar desde 20 de abril. O real registrou perda de 2,8% no período, figurando como o pior desempenho em uma cesta com 31 das moedas mais negociadas no mundo. Avaliamos que o desempenho da moeda nacional foi provocado tanto por fatores globais quanto domésticos.
- Paradoxalmente, a estrutura a termo da taxa de juros se deslocou para baixo em padrão *bull-flattening* (i.e., com queda mais intensa nas taxas de longo prazo). Os vencimentos mais curtos provavelmente responderam a dados de atividade econômica de agosto abaixo das expectativas, diminuindo (ainda mais) a probabilidade percebida de uma eventual aceleração no processo de elevação da taxa Selic.
- O gasto fiscal “extra-teto” para mitigar os efeitos da pandemia somaram R\$ 14,1 bilhões em setembro. Em nosso cenário, esses gastos deverão somar R\$ 115 bilhões (1,3% do PIB) em 2021. A Câmara dos Deputados aprovou emenda constitucional para aumentar os repasses federais aos municípios, o que poderá pesar levemente sobre o saldo primário do setor público, e o relator divulgou a primeira versão da PEC dos precatórios, que deverá ser votada na Comissão Especial da Câmara em cerca de duas semanas.
- Em meio a restrições globais nas cadeias produtivas, a produção industrial continuou enfraquecendo em agosto, com o índice recuando pelo terceiro mês consecutivo e permanecendo em níveis abaixo do patamar pré-pandemia. Além disso, as vendas no varejo também registraram um número fraco para o mesmo mês, refletindo o impacto da inflação mais alta, da migração de gastos para serviços e de restrições na oferta de bens.
- Os últimos dados de atividades de agosto serão divulgados na próxima semana. Na quinta-feira (14 de outubro) o IBGE divulgará os dados do setor de serviços, para o qual esperamos alta mensal de 0,5% m/m. Na sexta-feira (15 de outubro), o BCB divulgará o índice de atividade ampla (*proxy* de PIB mensal) para o qual esperamos um modesto crescimento de 0,2% m/m. Este resultado impõe riscos baixistas para a nossa atual projeção de PIB para o 3T21 (+0,7% t/t).
- O IPCA de setembro variou 1,16% m/m (10,25% a/a), abaixo do consenso de mercado (1,25%) e de nossa projeção (1,30%). Acreditamos que essa leitura marca o pico da variação em 12 meses do IPCA neste ciclo. Contudo, avaliamos que o quadro inflacionário segue desfavorável, com um patamar de inflação elevado, uma composição adversa e riscos quanto ao ritmo de desinflação. Seguimos cautelosos quanto as perspectivas para inflação, e acreditamos que os riscos manterão o BCB em postura monetária contracionista (ou seja, com taxa Selic acima do nível neutro) pelo menos até o final de 2023.

\*\*\* **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 7 de outubro 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 (8/out - 15/out)**

<b>Indicadores / Eventos</b>	<b>Fonte</b>	<b>Referência</b>	<b>Data</b>	<b>Consenso</b>	<b>Anterior</b>
<b>China: Crédito Agregado (CNY trilhões)</b>	<b>NBS</b>	set/21	8 a 15-out	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>
China: Balança Comercial (US\$ bi, Acum. Ano)	NBS	set/21	12 a 13-out	47,2	58,3
<b>China: Exportação (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>set/21</b>	<b>12 a 13-out</b>	<b>22,0</b>	<b>25,6</b>
<b>China: Importação (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>set/21</b>	<b>12 a 13-out</b>	<b>22,1</b>	<b>33,1</b>
Z. Euro: Índice de Expectativas (pontos)	ZEW	out/21	Ter, 12-out	--	<b>31,1</b>
<b>Z. Euro: Produção Industrial (% a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>ago/21</b>	<b>Qua, 13-out</b>	<b>4,7</b>	<b>7,70</b>
China: CPI (% a/a)	NBS	set/21	Qua, 13-out	0,9	0,8
China: PPI (% a/a)	NBS	set/21	Qua, 13-out	10,6	9,5
<b>EUA: Núcleo do CPI (% a/a)</b>	<b>BLS</b>	<b>set/21</b>	<b>Qua, 13-out</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>
<b>EUA: Ata do FOMC</b>	<b>Fed</b>	<b>set/21</b>	<b>Qua, 13-out</b>	--	--
EUA: Núcleo do PPI (% a/a)	BLS	set/21	Qui, 14-out	7,1	6,7
<b>EUA: Núcleo das Vendas no Varejo (% a/a)</b>	<b>C.Bureau</b>	<b>set/21</b>	<b>Sex, 15-out</b>	<b>0,4</b>	<b>2,5</b>
EUA: Conf. Consumidor (pontos)	Michigan	out/21(p)	Sex, 15-out	73,5	72,8
Z.Euro: Vendas de Automóveis (% m/m)	ACEA	set/21	Sex, 15-out	--	-19,1
Z. Euro: Balança Comercial (€ bi, s.a.)	Eurostat	ago/21	Sex, 15-out	--	13,4

Fonte: Santander.



**Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (11/out - 15/out)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
<b>Feriado Nacional</b>	--	--	<b>Ter, 12-out</b>	--	--
<b>PMS – Volume de Serviços (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>ago/21</b>	<b>Qui, 14-out</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>
PMS – Volume de Serviços (% a/a)	IBGE	ago/21	Qui, 14-out	16,5	17,8
IGP-10 (% m/m)	FGV	out/21	Sex, 15-out	--	-0,37
<b>IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)</b>	<b>BCB</b>	<b>ago/21</b>	<b>Sex, 15-out</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	ago/21	Sex, 15-out	5,2	5,5

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 – “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

**Semana movimentada no cenário econômico internacional.** Nos EUA, os senadores aprovaram uma medida que aumenta o limite de endividamento do governo até o dia 3 de dezembro, afastando os riscos de *default* no curto prazo. Em paralelo, os democratas seguem discutindo internamente o pacote fiscal com gastos sociais, que deve desidratar consideravelmente para conseguir apoio da ala mais moderada do partido, passando de US\$ 3,5 trilhões para em torno de US\$ 2,0 trilhões.

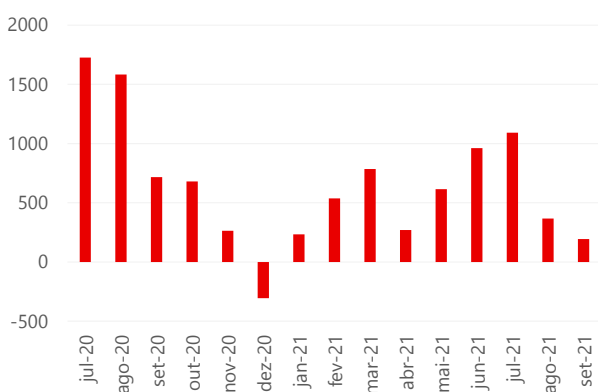
**Na Europa, muito ruído em torno dos preços de energia por conta do forte aumento nos preços do gás natural.** O receio é com os potenciais impactos na inflação e no crescimento no continente. No entanto, os preços começaram a cair na quarta-feira, quando a Rússia indicou que normalizaria a oferta de gás natural para o bloco europeu.

**No calendário econômico, o destaque da semana foi a divulgação dos números de mercado de trabalho nos EUA em setembro.** A geração de emprego veio abaixo do esperado pelo mercado, ficando em 194 mil postos de trabalho, mas com revisão para cima na série, e com queda relevante na taxa de desemprego, que ficou em 4,8%. Embora tenha vindo abaixo das expectativas, o número não deve mudar o plano de voo do Fed, que deve anunciar o início do processo de redução no ritmo de compras de ativos (*tapering*) em novembro.

**Nos mercados financeiros globais, as bolsas norte-americanas tiveram alta relevante, refletindo certo alívio com o aumento (preliminar) no limite da dívida pública nos EUA.** Outras bolsas importantes tiveram performances mistas. A curva de juros norte-americana teve alta em todos os vértices, principalmente nos mais longos (*bear steepening*), e o dólar encerrou a semana estável frente a moedas de países de G10, mas observando grande volatilidade.

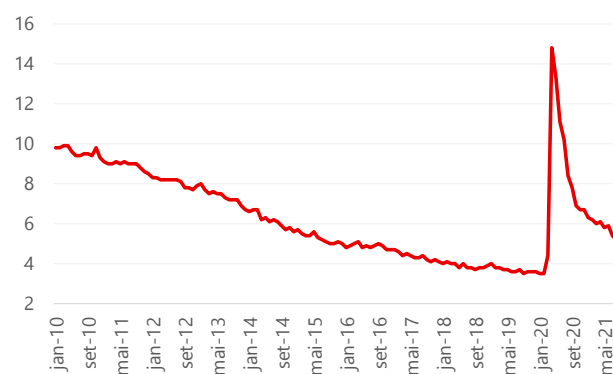
**Na próxima semana, teremos a divulgação da ata da última decisão de política monetária do Banco Central norte-americano (Federal Reserve).** Será importante ver a discussão em torno do início do processo de retirada de estímulos monetários no país. Na China, serão divulgados os números de comércio exterior e de inflação de setembro.

**Figura 2.A. – EUA: Geração de empregos líquida (em milhares)**



Fontes: Bloomberg, Santander.

**Figura 2.B. – EUA: taxa de desemprego (% PEA)**



Fontes: Bloomberg, Santander.



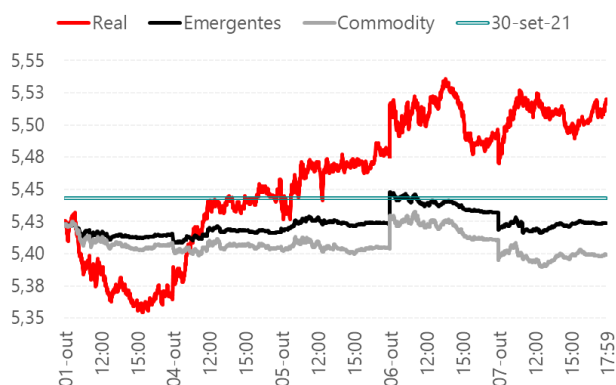
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 7 de outubro cotada a R\$5,52/US\$, o mais alto patamar desde o último dia 20 de abril. O real registrou perda de 2,8%, figurando como o pior desempenho em uma cesta com 31 das moedas mais negociadas no mundo. Avaliamos que o movimento foi provocado tanto por fatores globais quanto domésticos. A complexa situação relacionada à dinâmica do setor energético em escala global elevou os temores quanto a uma eventual desaceleração no crescimento mundial, combinada com pressões inflacionárias mais intensas. Isto certamente pesou no humor dos mercados. No campo doméstico, a indefinição no trâmite de importantes componentes do orçamento de 2022 manteve vivas as incertezas dos agentes econômicos. Além de sustentar o padrão de beta elevado do real (i.e., reação mais intensa às condições globais que as demais moedas, em ambas as direções), as incertezas fiscais certamente compõem a lista de razões que levaram a taxa de câmbio a depreciar nas últimas semanas.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

Após a performance negativa da semana passada, a curva de juros nominal voltou a cair nas duas pontas, com a inclinação se reduzindo, em movimento conhecido como *bull-flattening*. Desde a última quinta-feira (30 de setembro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) caiu 1 p.b. para 9,19%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) caiu 7 p.b. para 10,62%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento caiu 6 p.b., para 143 p.b. Na parte curta da curva, a decepção com os dados do comércio varejista em agosto (veja seção de Atividade Econômica) ajudou a pressionar para baixo as taxas curtas, com participantes de mercado vendo ainda menores chances de aceleração no aperto monetário sendo implementado pelo Banco Central. Na ponta longa da curva, apesar de a incerteza sobre o processo de consolidação fiscal permanecer alta, o mercado reduziu um pouco o prêmio de risco neste segmento.

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

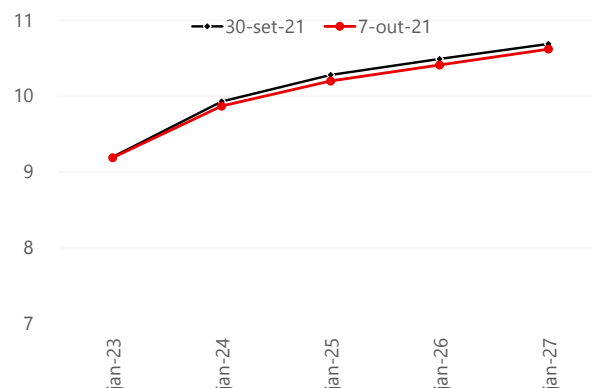


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 7-out.

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, 7-out.



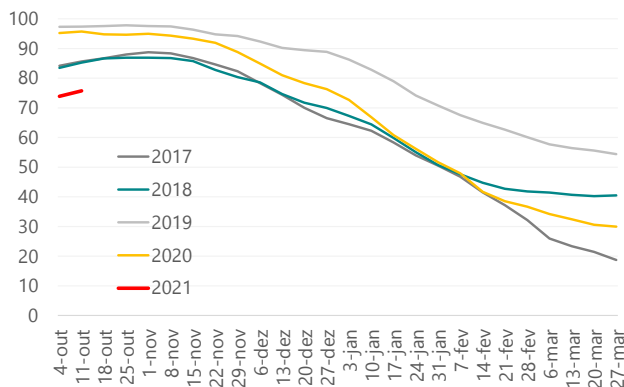
## COMMODITIES

**A OPEP+ concordou em manter o cronograma original de aumentos graduais da produção de petróleo a cada mês.** Na segunda-feira (4 de outubro), a organização ratificou o aumento de 400 mil bpd previsto para novembro. A decisão ocorre em meio a uma escassez global de gás natural que vem levando a uma migração da demanda para derivados de petróleo. Acreditamos que a política de produção do cartel será o principal fator influenciando os preços nos próximos meses. A próxima reunião está marcada para 4 de novembro.

**Os preços do gás natural recuaram depois que as autoridades russas se comprometeram a ajudar a estabilizar os mercados globais de energia.** A forte alta da semana passada nos preços do gás na Europa foi seguida por um recuo na esteira das declarações de que a Rússia aumentaria os fluxos de gás para a Europa, aliviando um pouco as preocupações com a escassez no continente. Em 75% atualmente, o estoque de gás europeu está abaixo da média dos últimos anos (90% nos últimos 5 anos). Contudo, o aumento do preço do gás provavelmente desencadeará alguma redução da demanda, o que deve ajudar ao equilibrar o mercado tendo em vista o consumo de inverno (sazonalmente mais elevado) nos próximos meses.

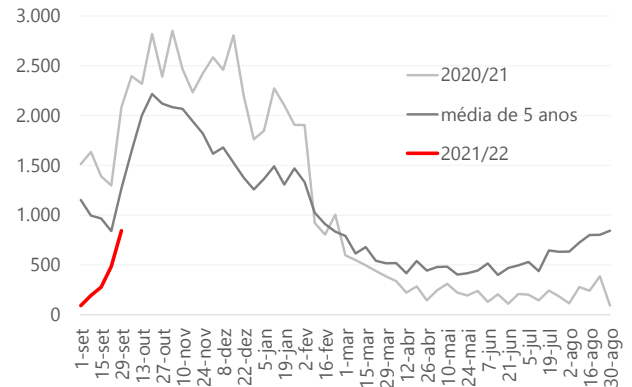
**Nas commodities agrícolas, as inspeções semanais de exportação de soja dos EUA têm melhorado, mas seguem abaixo dos níveis do ano passado.** As crescentes preocupações sobre a fraca demanda chinesa se somam a um mercado já pressionado pelas estimativas do USDA (Departamento de Agricultura dos Estados Unidos), que apontam para estoques de soja maiores nos EUA, de acordo com dados publicados na semana passada. O próximo relatório WASDE (Relatório de Estimativas de Oferta e Demanda Agrícola Mundial) será publicado na terça-feira (12 de outubro).

Figura 4.A. – Estoque europeu de gás natural (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 4.B. – Inspeções semanais de exportação de soja dos EUA (mil toneladas)



Fontes: USDA, Santander.



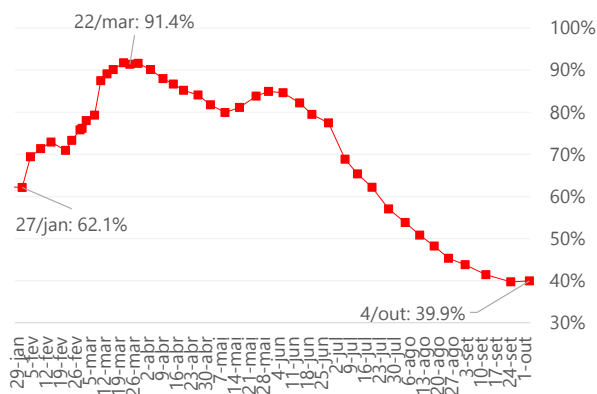
## COVID-19

O ritmo de vacinação diminuiu ligeiramente no Brasil, mas com uma média diária ainda robusta de 1,4 milhão de doses até quarta-feira (6 de outubro). 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 45% da população já imunizada, as hospitalizações, infecções e mortes permanecem em níveis moderados.** Com base nos últimos dados disponíveis (4 de outubro), nossa proxy para a taxa média de ocupação de UTIs em todo o país subiu um pouco 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 (7 de outubro), aumento de 1% em relação à semana anterior. Quanto às vítimas fatais, a média móvel de 7 dias ficou em ~462, queda de 14% em relação à semana anterior.

A mobilidade urbana segue em franca recuperação, e está virtualmente de volta aos níveis pré-pandêmicos. Os dados indicam um retorno consistente da mobilidade urbana, com nosso índice de *lockdown* situando-se em 0,1 ponto (em 01 de outubro de 2021). Esta recente recuperação decorre de um sólido aumento da mobilidade no segmento de Estações de Trânsito, com os segmentos de Varejo e Parques ainda apresentando alguma ociosidade, enquanto o segmento Locais de Trabalho permanece com altos níveis de mobilidade. Esperamos que o índice permaneça consistentemente em níveis “normais” adiante, à medida que o processo de imunização siga avançando. **Nosso índice de atividade diária mostra aceleração 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 30), calculamos uma forte expansão de 4,4%, compensando integralmente as perdas de março e posicionando o índice 1,5% acima dos níveis de fevereiro de 2021 (antes do recrudescimento da pandemia).

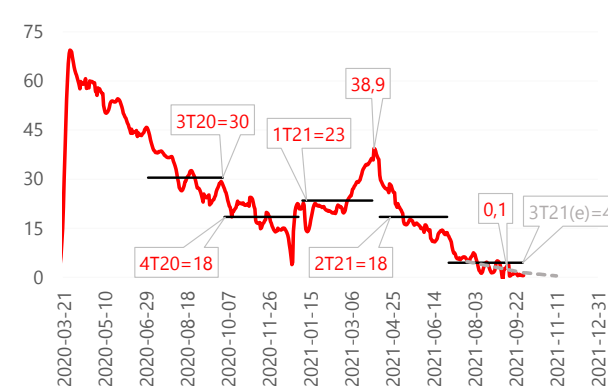
**NOTA: Esta seção especial dedicada à pandemia será descontinuada em nossos próximos relatórios semanais, devido ao fato de que o avanço da vacinação e a consequente queda do contágio no Brasil estão limitando cada vez mais o impacto econômico e financeiro da COVID-19, fazendo deste um tema de mais baixa frequência para economistas e participantes do mercado financeiro. Seguiremos atentos à evolução da pandemia (e.g., novas variantes, vacinas e tratamentos, bem como casos, hospitalizações e fatalidades, além de efeitos sobre a mobilidade urbana) mas, por ora, planejamos atualizações menos frequentes. Continuaremos a dedicar uma seção para este tópico em nosso relatório de revisão de cenário, pelo menos até o final do ano. Esperamos que, em 2022, economistas tenham de se ocupar cada vez menos com temas relacionados à COVID-19. E, principalmente, que esta última tenha impacto cada vez menor na saúde pública.**

Figura 5.A. – Proxy da taxa média nacional de ocupação de UTIs (%)



Fontes: @coronavirusbra1, Santander.

Figura 5.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 01 de outubro, 2021.





## POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

**Os gastos fiscais “extra-teto” para combate à pandemia somaram R\$ 14,1 bilhões em setembro, sendo a maior parte destes com o auxílio emergencial, no valor de R\$ 8,2 bilhões.** Segundo o governo, cerca de 3,8 milhões de beneficiários foram cancelados ou bloqueados desde abril, reduzindo em R\$ 0,8 bilhão o desembolso mensal. Vale ressaltar que o auxílio emergencial está programado para terminar em outubro. O governo planeja lançar o novo programa social (Auxílio Brasil) para novembro ou dezembro. Para o novo programa, há um total de R\$ 9 bilhões que foram orçados para o Bolsa Família que poderiam ser utilizados. Essa sobra ocorreu pela migração de beneficiários do Bolsa Família para o auxílio emergencial de abril a outubro, o que reduziu os desembolsos orçados para o programa permanente. Além disso, o novo programa social precisa ser aprovado pelo Congresso e promulgado até dezembro, visto que aumentos dessas despesas não são permitidos em anos eleitorais. As despesas com saúde somam R\$ 14,2 bilhões no ano até setembro, com os valores mensais diminuindo com a melhora nos números da pandemia e o avanço no processo de vacinação. A média mensal de gastos com aquisição de vacinas tem sido em torno de R\$ 2 bilhões por mês, atingindo um total de R\$ 13,8 bilhões no ano. Acreditamos que parte dos valores para aquisição de vacinas possam ser estendidos até 2022: estimamos algo entre R\$ 5 a 10 bilhões. Por enquanto, o total de despesas “extra-teto” orçadas para 2021 é de R\$ 135,6 bilhões. Nossas estimativas consideram a execução de gastos em torno de R\$ 115 bilhões (1,3% do PIB).

**Em 6 de outubro, a Câmara dos Deputados aprovou em segundo turno por 456 votos a favor a emenda constitucional (PEC) que aumenta os repasses federais aos municípios por meio do Fundo de Participação Municipal (FPM).** O primeiro turno tinha sido aprovado em dezembro de 2019. A legislação aumenta gradualmente as transferências de receitas do imposto de renda e do IPI sobre bens industriais em 1 pp até 2025. Para as contas fiscais, a nova legislação não afetará o cumprimento do teto de gastos. Ainda assim, pode impactar potencialmente o resultado fiscal primário do setor público, dada a maior propensão de governos regionais para gastar: estimamos impacto anual de ~ R\$4 bilhões.

**No dia 7 de outubro, o relator apresentou seu primeiro relatório da PEC dos precatórios na Câmara dos Deputados.** O texto da PEC 23/21 veio sem grandes surpresas, não alterando de forma significativa a proposta inicial do governo. O fundo “extra-teto” para pagar precatórios futuros foi retirado da proposta. O projeto estabelece que os pagamentos de precatórios serão limitados aos níveis de 2016 ajustados pela inflação, enquanto os valores que ultrapassassem esse limite seriam adiados ou submetidos a acordos de compensação. Assim, um total de R\$ 40 bilhões (de R\$ 89 bilhões) serão pagos dentro do limite do teto de gastos em 2022. Os R\$ 49 bilhões restantes serão postergados, abrindo espaço para a introdução do novo programa social (além de outras despesas). Em nossa opinião, a votação na Comissão Especial da Câmara pode ocorrer em cerca de duas semanas, enquanto no plenário pode ocorrer no começo de novembro. **Para detalhes sobre o cenário fiscal do Santander, consulte nosso último *chartbook*.**

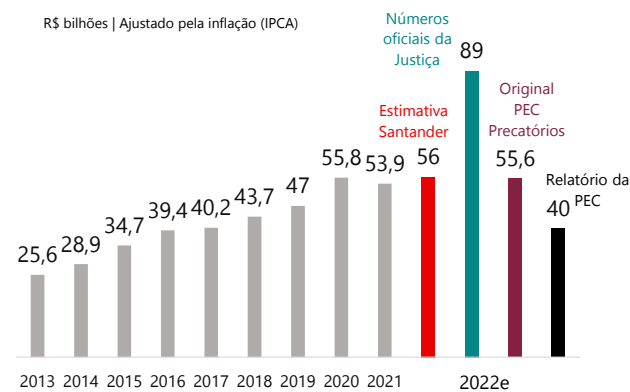
**Figura 6.A. – Monitor de gastos “extra-teto” de 2021**

R\$ bilhões - Acumulado	jul-21	ago-21	set-21	Orçado	Executado
Auxílio Emergencial (MP 1.037/2021)	35,8	44,3	52,5	64,9	80,8%
Gastos com Saúde	11,4	14,2	17,8	26,0	68,7%
BEm - Emprego formal (MP 935/220 e MP 1.044/2021)	6,4	7,6	7,7	11,7	66,0%
Turismo - Infraestrutura (MP 963/2020)	0,4	0,5	0,5	1,9	26,0%
Aquisição de Vacinas (MP 1.015/2020)	9,6	11,7	13,8	26,2	52,7%
Pronampe (MP 1.053/2021)	5,0	5,0	5,0	5,0	100,0%
<b>Total Acumulado</b>	<b>68,7</b>	<b>83,2</b>	<b>97,3</b>	<b>135,6</b>	<b>71,7%</b>

Atualizado em 07/10/2021

Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

**Figura 6.B. – Gastos anuais com precatórios**



Fontes: Ministério da Economia, Tesouro Nacional, Santander.

<sup>2</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>



## INFLAÇÃO

O IPCA de setembro ficou em **1,16% m/m (10,25% a/a)**, abaixo do consenso de mercado (**1,25%**) e de nossa projeção (**1,30%**). No relatório de inflação do 3T21, o BCB projetava IPCA de setembro em 1,11%. A tendência da inflação acelerou para 13,3%, de acordo com a média móvel trimestral anualizada e com ajuste sazonal (mm3m-a.s. anualizada).

As medidas subjacentes foram, mais uma vez, notavelmente desfavoráveis, com a tendência dos núcleos e o índice de difusão se mantendo em patamares elevados. A média dos núcleos subiu 8,7% mm3m-a.s. anualizada. Esta métrica vêm rodando acima da meta em termos tendenciais há um ano — sinalizando um arriscado espalhamento dos choques primários para os preços gerais.

Nossa projeção indica que esta leitura irá marcar o pico da inflação do IPCA em 12 meses neste ciclo. Embora, vejamos esse movimento como um marco importante, o cenário inflacionário continua desfavorável, com o nível e composição do IPCA ainda adversos, e com riscos quanto ao ritmo de desinflação adiante. Sendo assim, permanecemos cautelosos quanto as perspectivas inflacionárias, o que provavelmente manterá o BCB em uma postura contracionista de política monetária (ou seja, com taxa Selic acima do nível neutro) pelo menos até o final de 2023.

Figura 7.A. – Detalhes do resultado do IPCA (%)

	m/m			a/a	
	set/21	Santander	Desv.	ago/21	set/21
<b>IPCA</b>	<b>1,16</b>	<b>1,30</b>	<b>-0,14</b>	<b>9,7</b>	<b>10,2</b>
Administrados	1,93	2,09	-0,04	13,7	15,7
Livres	0,88	1,01	-0,10	8,3	8,3
Alimentação no domicílio	1,19	1,62	-0,07	16,6	14,7
Industriais	1,04	1,07	-0,01	10,1	10,6
Serviços	0,63	0,71	-0,03	3,9	4,4
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,52</b>	<b>0,61</b>	<b>-0,10</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 7.B. – Detalhes do resultado do IPCA (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander..



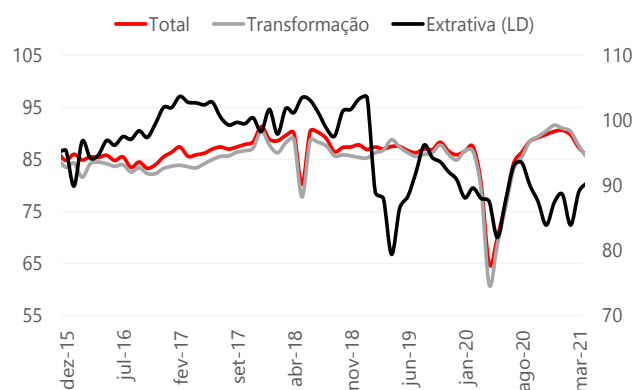
## ATIVIDADE ECONÔMICA

**A produção industrial continuou enfraquecendo em agosto.** O índice recuou 0,7% m/m, abaixo do consenso do mercado (-0,4%) e agora situando-se cerca de 2,9% abaixo do patamar pré-pandemia. Na decomposição, o recuo decorre principalmente de uma queda na indústria de transformação (-0,7%), enquanto a indústria extrativa amorteceu o impacto (+1,3%). Entre as categorias econômicas, a queda foi generalizada, com os bens duráveis sendo um novo destaque ao recuar 3,4%, a oitava queda consecutiva, provavelmente refletindo as restrições de oferta em meio a problemas logísticos e escassez de insumos em escala global. Ademais, os bens de capital interromperam uma série de quatro altas sucessivas (queda de 0,8%), enquanto os bens intermediários registraram queda de 0,6%. Após um início de trimestre fraco, o resultado de agosto implica um *carryover* de -1,5% para o 3T21. [Veja detalhes no link<sup>3</sup>.](#)

**O varejo ampliado retraiu em agosto, impactado pela inflação, migração de gastos para serviços e restrições na oferta de bens.** O índice recuou 2,5% m/m, bem abaixo do consenso de mercado (-0,5%). Em relação índice restrito (que exclui vendas de materiais de construção e veículos), as vendas recuaram 3,1%, também devolvendo uma alta anterior. Apesar da queda acentuada, os números de agosto ainda posicionam o índice ampliado acima do patamar pré-pandemia (alta de 2,2%), enquanto o índice restrito está praticamente neste patamar. Olhando as aberturas, o recuo reflete a forte queda observada no segmento “outros” (-16%). Tal segmento inclui diversos produtos heterogêneos como joias, relógios e bicicletas, entre outros, e havia apresentado um acentuado (e inesperado) crescimento em julho (alta de 19,1%). “Supermercados” também tiveram um desempenho fraco (queda de 0,9%), enquanto os “veículos” mostraram resiliência, com alta de 0,7% e possivelmente refletindo números positivos nas vendas de autopeças e carros usados. Os segmentos impulsionados pelo crédito, como “Móveis e Eletrodomésticos” e “Materiais de Construção”, retraíram na margem, em linha com o resultado modesto no crédito concedido às famílias. [Veja detalhes no link<sup>4</sup>.](#)

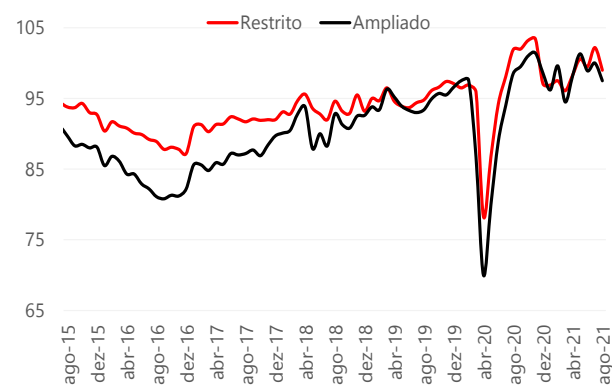
**Na próxima semana, saem os últimos dados de atividades de agosto.** Na quinta-feira (14 de outubro), o IBGE divulgará os dados do setor de serviços, para o qual esperamos alta mensal de 0,5% m/m. Na sexta-feira (15 de outubro), o Banco Central divulgará o índice de atividade ampla (*proxy* mensal do PIB), para o qual esperamos um modesto crescimento: 0,2% m/m. Este resultado traz riscos baixistas para nossa atual projeção de PIB para o 3T21 (+0,7% t/t), com nosso *tracking* apontando para um crescimento de 0,5% t/t. [Para obter detalhes sobre as perspectivas de atividade do Santander, consulte nosso último \*chartbook\*<sup>5</sup>](#)

Figura 8.A. – Produção industrial (a.s., 2012=100)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 8.B. – Vendas do varejo (a.s., 2014=100)



Fontes: IBGE, Santander.

<sup>3</sup> Santander Brazil Economic Activity - “New Weak Figure for Industrial Output” – (05/out/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-100521>

<sup>4</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Other Retail Segment Plummets in August” – (06/out/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-100621>

Santander Brazil Economic Activity - “IGet: Varejo Arrefece no 3T21” – (05/out/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGET-set21>

Santander Brazil Economic Activity - “IGet Serviços: Serviços Terminam o Trimestre com Queda” – (06/out/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGETser-set21>

<sup>5</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – Downgrading the Estimate for 2022” – (20/set/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-set21>



## 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.