



ATIVIDADE, INFLAÇÃO E JUROS MAIS ALTOS

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

- O real apresentou desempenho intermediário entre as principais moedas na semana móvel encerrada em 10 de junho, apreciando-se 0,4% frente ao dólar, cotado a R\$5,06/US\$. Acreditamos que este desempenho reflete uma percepção de estímulos fiscais mais comedidos nos EUA – ajudando a reduzir a inclinação da curva de juros americana – além de expectativas de uma reação mais *hawkish* do Banco Central (BCB), na esteira de melhores perspectivas para a recuperação cíclica da atividade e uma dinâmica inflacionária preocupante. Estes fatores também explicam o achatamento da curva de juros doméstica nos últimos dias, com os vértices mais curtos subindo mais do que os longos (*bear-flattening*).
- No Brasil, as novas infecções e mortes por COVID-19 permanecem elevadas. A taxa de ocupação de UTIs está acima de 90% em oito estados, estável desde a semana passada (contra 18 estados na pior fase). Quanto às vacinas, vários estados brasileiros anteciparam o acesso à vacinação ao público em geral, o que pode impulsionar as estatísticas nacionais de imunização nas próximas semanas.
- O governo indicou que deve estender o auxílio emergencial por mais dois meses. O gasto corrente com o programa é de R\$ 9 bilhões por mês, e estava previsto para se encerrar em julho. O Ministério da Economia planeja utilizar os recursos não utilizados e autorizados pela PEC emergencial (R\$ 44 bilhões) e solicitar um crédito extraordinário de cerca de R\$ 11 bilhões para prorrogar o auxílio. Projetamos gastos totais extra-teto de R\$ 126 bilhões (1,5% do PIB) este ano.
- O comércio varejista voltou a surpreender positivamente em abril, com alta generalizada e contribuição dos segmentos sensíveis ao crédito. O indicador ampliado cresceu 3,8% m/m-sa, devolvendo parcialmente a queda de março (-5,0%). Para maio, nosso indicador proprietário (IGet) sinaliza crescimento sequencial, impulsionado pelo auxílio emergencial. Com relação aos dados oficiais do setor de serviços (PMS), o índice cresceu discretamente em termos sequenciais (0,7%).
- O índice de atividade ampla do BC (IBC-Br) será divulgado na próxima semana (segunda-feira, 14 de junho), encerrando as divulgações dos principais indicadores de atividade de abril. Estamos projetando uma alta mensal de 0,8% m/m-sa.
- O IPCA subiu 0,83% m/m (8,06% a/a) em maio, bem acima do consenso de mercado (0,71%) e um pouco acima da nossa projeção (0,76%). Nossas preocupações quanto à inflação seguem se elevando, com medidas subjacentes (e.g. tendência dos núcleos e índice de difusão) em ascensão, o que sinaliza espalhamento dos choques primários para os preços gerais.
- Na quarta-feira (16 de junho), o Banco Central anuncia decisão de política monetária. Esperamos que a retirada de estímulo prossiga com uma nova alta na taxa básica de juros (Selic) de 0,75 p.p. para 4,25%. Com a atividade econômica em recuperação cíclica mais acelerada e com pressões inflacionárias se intensificando e se espalhando, acreditamos que o BCB vai elevar o tom do comunicado e abandonar a sinalização de "normalização parcial".


Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (14/jun - 18/jun)

| Indicadores / Eventos | Fonte | Referência | Data | Consenso | Anterior |
|---|------------------|---------------|--------------------|-------------|-------------|
| Z. Euro: Produção Industrial (% m/m) | Eurostat | abr/21 | Seg, 14-jun | 0,4 | 0,1 |
| Z. Euro: Produção Industrial (% a/a) | Eurostat | abr/21 | Seg, 14-jun | 37,3 | 10,9 |
| China: Vendas no Varejo (% a/a) | NBS | mai/21 | Ter, 15-jun | 14,0 | 17,7 |
| China: Produção Industrial (% a/a) | NBS | mai/21 | Ter, 15-jun | 9,2 | 9,8 |
| China: Inv. em Ativos Fixos Urbanos (% a/a) | NBS | mai/21 | Ter, 15-jun | 17,0 | 19,9 |
| China: Taxa de Desemprego (% PEA) | NBS | mai/21 | Ter, 15-jun | 5,1 | 5,1 |
| Z. Euro: Balança Comercial (EUR bi) | Eurostat | abr/21 | Ter, 15-jun | 15 | 13 |
| EUA: Núcleo do PPI (% m/m) | BLS | mai/21 | Ter, 15-jun | 0,5 | 0,7 |
| EUA: Núcleo do PPI (% a/a) | BLS | mai/21 | Ter, 15-jun | 4,8 | 4,1 |
| EUA: Núcleo das Vendas no Varejo (% m/m) | C. Bureau | mai/21 | Ter, 15-jun | -0,6 | -0,8 |
| EUA: Vendas no Varejo (grupo de controle m/m) | C. Bureau | mai/21 | Ter, 15-jun | -0,6 | -1,5 |
| EUA: Produção Industrial (% m/m) | Fed | mai/21 | Ter, 15-jun | 0,6 | 0,7 |
| EUA: Concessões de Alvarás (% m/m) | C. Bureau | mai/21 | Qua, 16-jun | -0,2 | 0,3 |
| EUA: Novas Construções (% m/m) | C. Bureau | mai/21 | Qua, 16-jun | 4,2 | -9,5 |
| EUA: Decisão do FOMC | Fed | jun/21 | Qua, 16-jun | 0,25 | 0,25 |
| Z. Euro: Vendas de Automóveis (% m/m) | ACEA | mai/21 | Qui, 17-jun | -- | 218,6 |
| Z. Euro: Conta Corrente (EUR bi) | BCE | abr/21 | Sex, 18-jun | -- | 17,8 |

Fonte: Santander.

Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (14/jun - 18/jun)

| Indicadores / Eventos | Fonte | Referência | Data | Estimativa Santander | Anterior |
|---|------------|---------------|--------------------|----------------------|-------------|
| IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m) | BCB | abr/21 | Seg, 14-jun | 0,8 | -1,6 |
| IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a) | BCB | abr/21 | Seg, 14-jun | 16,8 | 6,3 |
| IGP-10 (% m/m) | FGV | jun/21 | Ter, 15-jun | 2,10 | 3,24 |
| Copom - Taxa Selic (%) | BCB | -- | Qua, 16-jun | 4,25 | 3,50 |

Fonte: Santander.

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

¹ Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “Estímulo monetário deve se encerrar em breve” – (20/mar/21) – Disponível no “link”: <http://bit.ly/Std-revcenario-mai21>



AMBIENTE INTERNACIONAL

Nos EUA, as negociações em torno do pacote fiscal proposto pelo presidente Joe Biden sofreram mais um revés, e um acordo bipartidário parece cada vez mais distante. As divergências entre os partidos encontram-se tanto nos valores propostos, quanto na forma de financiamento, com os Republicanos não aceitando um aumento de impostos. Existe um grupo de senadores de ambos os partidos trabalhando numa proposta conjunta. O cenário base continua sendo que não deve haver acordo e Biden deverá proceder via *reconciliation* (medida que permite aprovação de projetos com maioria simples, logo, sem precisar do apoio Republicano), mas que deve ocorrer apenas em setembro. A proposta também deve desidratar pois encontra resistência entre alguns democratas, e precisa de unanimidade dentre os senadores do partido para ser aprovada, uma vez que a maioria dos Democratas no senado é estreita.

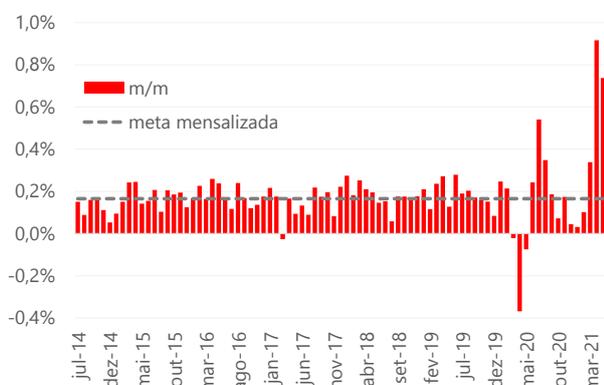
Ainda no cenário fiscal, o G7 (grupo dos países desenvolvidos) aprovou um imposto global mínimo de 15%, que afeta principalmente companhias multinacionais. Ainda não foram decididos detalhes do acordo, mas a intenção é pressionar as economias do G20 (que conta com países em desenvolvimento) para também aceitarem as medidas.

O calendário econômico recente contou com divulgações importantes nos EUA, com os dados de mercado de trabalho de maio vindo melhores do que em abril, mas ainda abaixo das expectativas de mercado e ficando distante dos objetivos do banco central norte-americano (Fed). Ainda nos EUA, os números de inflação surpreenderam novamente para cima, com a inflação subjacente ficando em 0,7% m/m, ante 0,5% esperado pelo mercado. O número continua sendo afetado por fatores temporários, como passagens aéreas e veículos usados, possibilitando que o Fed mantenha a política monetária acomodaticia em vigor. Na área do Euro, o Banco Central Europeu manteve os juros inalterados assim como o programa de compra de ativos, sinalizando que deve manter o grau de estímulo pelo menos ao longo do terceiro trimestre. Por fim, na China, os números de crédito de maio vieram novamente com surpresa negativa, reforçando o cenário de retirada de estímulos com a normalização da atividade.

Para a próxima semana, o principal foco de atenção está na decisão de política monetária do Fed. As expectativas são de que mantenham os estímulos monetários inalterados, mas que façam revisões para cima nas projeções de inflação e que indiquem uma possível alta de juros para 2023.

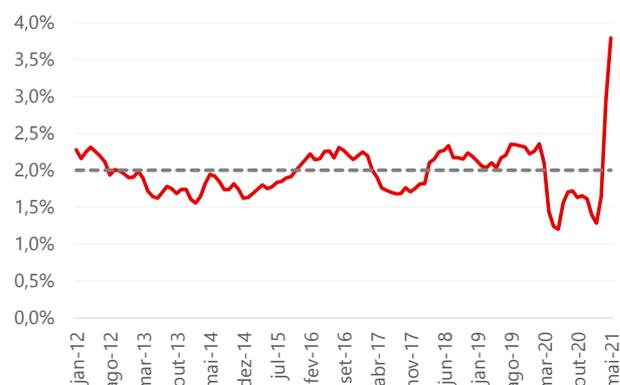
Nos mercados financeiros globais, as bolsas norte-americanas encerraram a semana em alta, enquanto outras bolsas globais tiveram resultados mistos. A curva de juros teve queda - principalmente nos vencimentos mais longos – refletindo uma perspectiva de um quadro fiscal menos expansionista, e o dólar global também encerrou a semana em queda frente às moedas de países de G10.

Figura 2.A. – EUA – Inflação subjacente m/m (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. – EUA – Inflação subjacente a/a (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.



MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

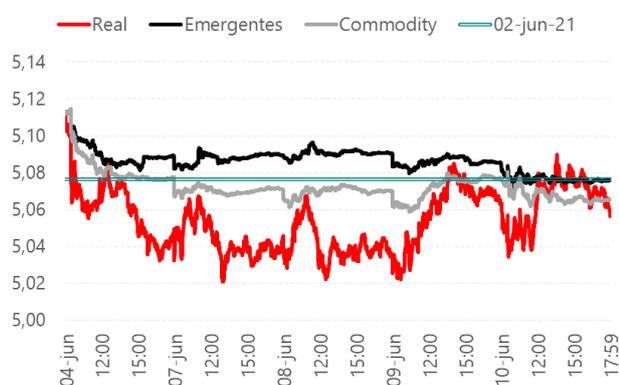
Entendemos que o desempenho do real na semana móvel encerrada em 10 de junho reforçou nossa avaliação de que uma apreciação substancial e perene da moeda brasileira requererá progresso concreto (e não apenas circunstancial) na seara fiscal.

O real não rompeu o patamar de R\$5,00/US\$ e encerrou o período cotado a R\$5,06/US\$; patamar relativamente estável frente ao fechamento observado há uma semana (R\$5,08/US\$). O real teve desempenho intermediário entre as principais moedas, após sido destaque nas duas semanas anteriores. Avaliamos que a estabilidade esteve ligada ao noticiário externo relativamente favorável quanto ao quadro atual de baixas taxas de juros internacionais e relacionada à crescente percepção de que o BCB poderá implementar uma normalização total (e não apenas parcial) da política monetária (mais detalhes na seção Política Monetária). Nos últimos dias, o noticiário indicou maiores chances de o governo norte-americano implementar um segundo pacote fiscal menos vultoso que o imaginado, quadro que estenderia a duração do atual ambiente de baixa taxa de juros naquele país. Por aqui, dadas as recentes surpresas altistas com os indicadores de atividade e inflação (mais detalhes nas seções de Atividade Econômica e Inflação), um número crescente de agentes econômicos tem antecipado um ciclo de aperto monetário mais intenso do que o sinalizado pelo BCB, quadro que também favoreceria o desempenho do real. A despeito destas duas contribuições favoráveis, a relativa estabilidade do real na semana sugere que as incertezas fiscais ainda limitam o espaço para uma valorização mais intensa da moeda brasileira.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A inclinação da curva de juros nominal caiu pela quarta semana seguida (acumulando 80 p.b. de queda desde 14 de maio), com um movimento de *bear-flattening* na semana. A ponta curta da curva (DI Jan-22) subiu 22 p.b. para 5,33%, enquanto a ponta longa (DI Jan-27) subiu 10 p.b. para 8,44%. Como resultado, a inclinação neste trecho diminuiu 12 p.b. para 312 p.b. Na ponta curta da curva, a surpresa para cima no IPCA de maio com medidas subjacentes desfavoráveis (veja detalhes na seção de inflação) em conjunto com vendas no varejo mais fortes (veja detalhes na seção de Atividade Econômica) fizeram o mercado, mais uma vez, apreçar uma probabilidade maior de movimentos mais *hawkish* por parte do BCB nas próximas reuniões do Copom. Na parte longa, apesar da queda da taxa de juros longa norte-americana longa (*US Treasuries*), as taxas domésticas subiram. Em nossa visão, essa foi provavelmente uma correção – e que deve continuar adiante – após o forte rali das últimas semanas. Essa queda recente das taxas longas vinha sendo puxada por uma visão mais otimista quanto ao crescimento do PIB e aumento da inflação, em suas respectivas consequências sobre a relação dívida/PIB. Esta última deve terminar o ano abaixo das estimativas prévias. Contudo, em nossa opinião, essa queda não é consistente com o cenário fiscal desafiador no médio prazo, que ainda depende do avanço da agenda de reformas para a garantia da convergência da dívida/PIB. Por isso, acreditamos que esse movimento de “correção” (taxas longas voltando a subir) deve continuar.

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

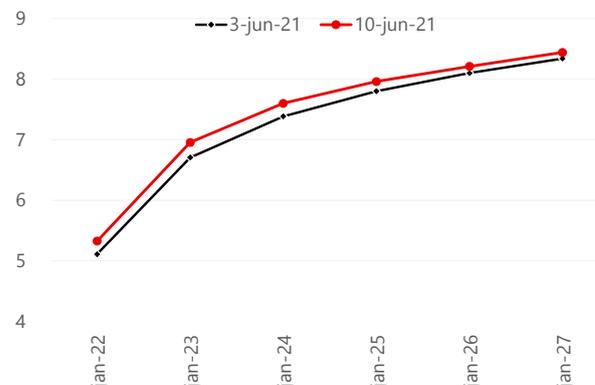


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 10/jun.

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, 10/jun.



COVID-19

Vários estados brasileiros anteciparam a vacinação COVID-19 para o público em geral. Os governos estaduais estão expandindo a vacinação para a população em geral na faixa etária de 18 a 59 anos. A nova orientação surge na medida em que os municípios relatam uma redução na demanda nos grupos prioritários. Isso deve aumentar o ritmo de vacinação nas próximas semanas em direção ao nosso cenário base de um milhão por dia.

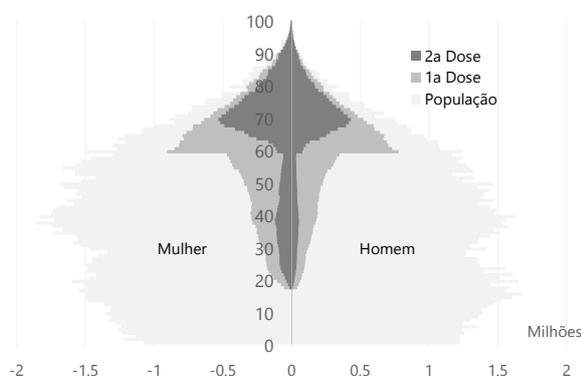
Anvisa aprova (com ressalvas) importações de Sputnik V e Covaxin. A Anvisa, Agência Nacional de Vigilância Sanitária, autorizou a importação de um milhão de doses da Sputnik V e 4 milhões de doses de Covaxin. Mais remessas podem vir dependendo dos dados de monitoramento desse montante inicial. Apesar disso, os fabricantes ainda precisam apresentar mais documentos para a autorização de uso de emergência. Enquanto isso, o cronograma oficial do governo para as entregas de vacinas revisou o número de junho para 38 milhões de doses (de 44 milhões) e forneceu uma primeira estimativa de 35 milhões de doses para julho. Assim, a incerteza quanto à chegada dos insumos importados e de vacinas continua a trazer riscos para a velocidade de execução do cronograma do Plano Nacional de Imunizações.

No Brasil, novas infecções e baixas por COVID-19 permanecem elevadas. A taxa de ocupação da UTI está acima de 90% em oito estados, estável desde a semana passada (contra 18 estados na pior fase). Até quarta-feira (9 de junho), 75 milhões de doses (de 110 milhões entregues) haviam sido aplicadas no país, com ritmo de vacinação em 740 mil por dia (média móvel de sete dias).

A mobilidade continua melhorando, mas em ritmo mais lento. Após iniciar o trimestre em patamares elevados e próximos a junho de 2020 (40 pontos, média de 7 dias), nosso índice de *lockdown* (baseado no *Google Mobility Report*) apresentou tendência consistente de queda nos últimos meses, atingindo 14,2 pontos (2 de junho). A melhora decorreu principalmente do aumento da mobilidade nos segmentos Local de Trabalho (que já se encontra em patamares pré-pandemia) e Estações de Trânsito, o que sugere uma estreita ligação com a atividade econômica. Essa recuperação é um bom presságio para a atividade econômica no 2T21. Apesar da maior mobilidade, o ritmo parece ser mais lento e, antes de uma vacinação mais disseminada, um potencial aumento de infecções continua a implicar riscos negativos para a economia.

Nosso índice de atividade diária continua melhorando ao longo do 2T21. O índice - baseado em dados diários de consumo de energia, venda de carros e mobilidade - vem apresentando melhora desde o início do 2T21, apresentando tendência de alta nos últimos meses. Em bases mensais, após ajuste sazonal, o índice cresceu 6,1% e 4,7% em abril e maio respectivamente, mas ainda não o suficiente para compensar totalmente o recuo de março (-15,7%) o que coloca o índice em níveis ainda 6,4% abaixo de fevereiro-21.

Figura 4.A. – Vacinação por idade e gênero (7 de junho de 2021)



Fontes: PNAD, dataSUS, @eliaskrainski, Santander.

Figura 4.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 2 de junho, 2021.

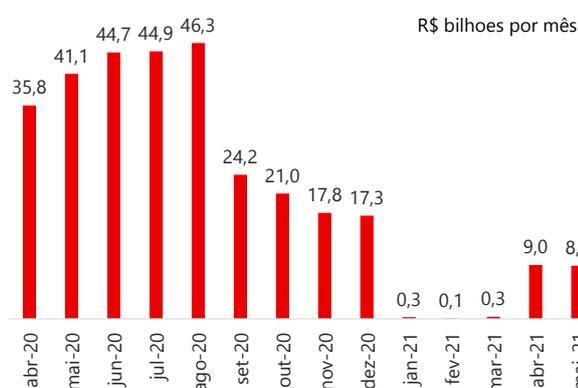


POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

Ministério da Economia indica que o governo deverá renovar o auxílio emergencial por mais “dois a três meses”, para além de julho. Segundo integrantes do governo, a decisão de estender o auxílio está condicionada à expectativa da evolução da vacinação no país. O governo afirmou que espera que toda a população adulta seja vacinada com a primeira dose até o final de setembro. Nos nossos relatórios² já vínhamos apontando para essa possibilidade de estender o programa de transferência de renda, devido aos menores desembolsos nos últimos meses. Abaixo abordamos os principais pontos do auxílio emergencial em 2021.

Promulgada em março, a PEC emergencial (EC 186/19) permitiu uma nova rodada do auxílio emergencial em 2021 (de abril a julho), com limite orçamentário total de R\$ 44 bilhões – com valor não considerado para o cumprimento das regras fiscais. Até maio, os gastos com o auxílio atingiram R\$ 18,4 bilhões. Isso significa que as transferências da União para famílias de baixa renda somam cerca de R\$ 9 bilhões por mês. Ou seja, os desembolsos mensais para o programa social são menores do que o inicialmente planejado pelo governo (R\$ 11 bilhões por mês). Atualmente, o programa atinge cerca de 39,2 milhões de pessoas, número inferior ao esperado pelo governo (45 milhões de pessoas, considerando o total de recursos disponíveis). Assim, o governo deverá usar o saldo final remanescente (R\$ 8 bilhões) do orçamento aprovado na PEC Emergencial, a fim de estender o programa por mais dois meses (agosto e setembro). Além disso, o governo deve enviar ao Congresso uma medida provisória solicitando um crédito extraordinário de R\$11 bilhões para complementar o valor total necessário para esta prorrogação. Por se tratar de um crédito extraordinário, esse novo valor não estará sujeito à regra constitucional do teto de gastos (os chamados gastos “extra-teto”), que estimamos em R\$ 126 bilhões para 2021 (1,5% do PIB). Além disso, acreditamos que para prorrogar o programa não será necessário a aprovação de nova PEC. Por outro lado, o governo deve enviar outra medida provisória nas próximas semanas para prorrogar o programa, e ter tempo suficiente para operacionalizar os repasses, que demoram cerca de 90 dias, segundo o governo. Na nossa visão, com o fim do auxílio emergencial, governo deverá elaborar um novo programa social durante esse período, para incluir parte dos beneficiários do auxílio que não integram o Bolsa Família. A depender do desenho do programa, uma nova versão do Bolsa Família pode custar mais R\$ 15 bilhões por ano (o orçamento deste ano foi de R\$ 35 bilhões), e esta despesa terá que estar sujeita ao limite do teto de gastos nos próximos anos. Acreditamos que haverá uma pressão política por um orçamento maior, de forma que o governo precisa limitar o valor total orçado para o novo programa. Para 2021, o gasto extra (sujeito ao teto) após setembro é factível devido à economia com o Bolsa Família no ano de R\$ 15 bilhões, com migração de seus beneficiários para auxílio durante os meses de abril a setembro, que deverá ser parcialmente utilizado para incrementar o programa social no 4T21. Caso haja um novo programa social, ele precisará ser aprovado pelo Congresso e promulgado até dezembro, visto que o aumento desse tipo de gasto é vedado por lei em anos eleitorais.

Figura 5.A. – Desembolsos: auxílio emergencial



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

Figura 5.B. – Despesas “extra-teto” esperadas

| 2021 - Gastos da União com Combate à COVID-19 | R\$ bilhões |
|--|-------------|
| Auxílio Emergencial (<i>PEC Emergencial</i>) | 45 |
| Prorrogação do Auxílio até setembro (extra) | 11 |
| Aquisição de vacinas | 22 |
| Gastos com Saúde | 20 |
| Restos a pagar do Orçamento de Guerra (2020) | 13 |
| Pronampe (programa de crédito para PMEs) | 5 |
| BEm 2021 (apoio ao emprego formal) | 10 |
| TOTAL | 126 |

Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

² Santander Brasil - Perspectivas Macro – “Apesar dos Pesares, um PIB Forte no 1T21” – (28/mai/21) – Disponível no “link”: <http://bit.ly/Std-perspmacro-280521>



CRÉDITO

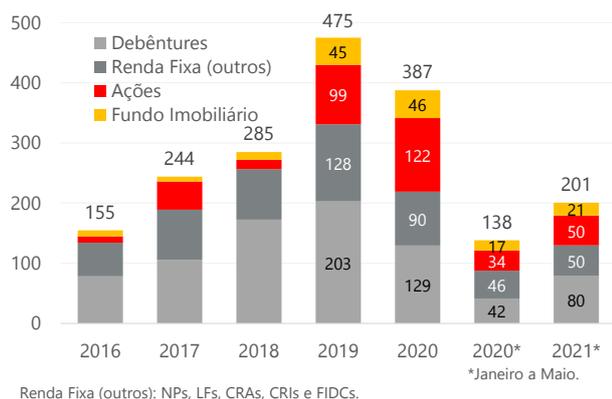
Dados da Anbima sobre o mercado de capitais em maio mostram que as novas emissões somaram R\$ 54,9 bilhões. Comparando as emissões acumuladas em 2021 até maio em relação ao mesmo período de 2020, houve um aumento de 45%. Emissões de debêntures lideraram com R\$ 23,3 bilhões; na renda fixa foram de R\$ 17 bilhões; ações totalizaram R\$ 10,2 bilhões; e nos fundos imobiliários, R\$ 4,2 bilhões.

Mais uma vez, as emissões de R\$ 23,3 bilhões em debêntures representaram a maior parcela das emissões do mês (42%). Olhando para a destinação dos recursos das debêntures em 2021 até maio, notamos que 31% foi destinado para capital de giro contra 42% no mesmo período de 2020. A destinação não foi informada para uma parcela significativa (25%) da receita, bem acima da média de 1% dos anos anteriores.

As novas emissões provavelmente permanecerão altas, conforme a vacinação permita que o processo de reabertura econômica continue. Em ações, metade do volume de R\$ 10,2 bilhões veio de *IPOs*. Em fundos imobiliários, as emissões totais no acumulado do ano somam R\$ 21 bilhões, 55% acima do mesmo período de 2020.

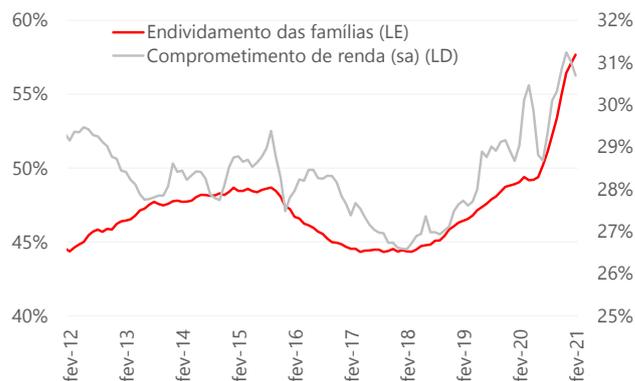
Endividamento do consumidor em alta. Dados do Banco Central do Brasil (BCB) de fevereiro mostram o endividamento das famílias em 57,7%, alta de 0,6 p.p. de janeiro (+8,6 p.p. de fevereiro de 2020), com a média histórica situando-se em 44%. O comprometimento de renda das famílias foi de 30,7%, -0,3 p.p. de janeiro (+1,7 p.p. de fevereiro de 2020), com a média situando-se nos 27,9%.

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



Fontes: Anbima, Santander.

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



Fontes: Banco Central, Santander.



ATIVIDADE ECONÔMICA

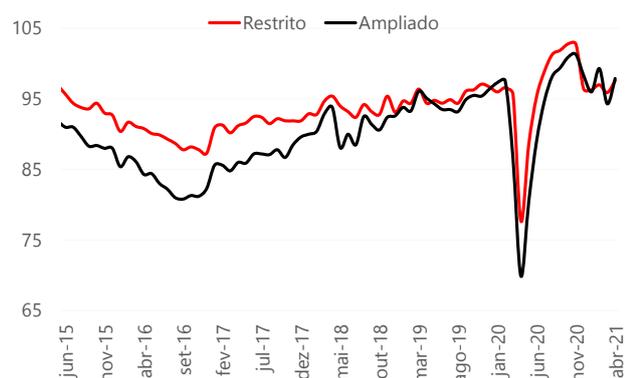
Varejo ampliado surpreende positivamente em abril, marcando um bom início de 2T21. O índice subiu 3,8% m/m-sa, superando o consenso de mercado (2,1%) e em linha com a nossa projeção (3,7%). Em relação ao varejo restrito, o índice cresceu 1,8%. Com relação às aberturas, o crescimento foi generalizado: nove dos dez segmentos de varejo registraram ganhos mensais, mais do que compensando o recuo dos supermercados (-1,7%). Os segmentos sensíveis ao crédito foram os principais responsáveis pela alta, devolvendo integralmente as perdas de março. [Veja detalhes no link³.](#)

Em termos de perspectivas, nosso indicador proprietário (IGet) já mostra um crescimento sequencial do varejo ampliado em maio, impulsionado principalmente pelos supermercados (beneficiados pela nova rodada de auxílio emergencial). Ademais, os dados da Fenabreve mostram que as vendas de veículos aumentaram neste mês. Com base neste conjunto de informação, nosso *tracking* do varejo ampliado em maio está em +6,6% m/m-sa (30,9% a/a). [Veja detalhes no link⁴.](#)

Os dados do setor de serviços mostram um 2T21 com início discreto. O índice cresceu 0,7% (19,8% a/a) em abril, em linha com a nossa projeção (0,8%), porém longe de compensar integralmente o recuo de março (-3,0%). O destaque positivo foi o segmento de serviços às famílias, com alta de 9,3% m/m-sa, em linha com a nossa projeção (10,9%), embora insuficiente para devolver integralmente a queda anterior (-28% em março). Olhando adiante, o IGet mostra um ganho de dinamismo dos serviços às famílias em maio, após o rápido aumento da mobilidade verificado no 2T21. [Veja detalhes no link⁵.](#)

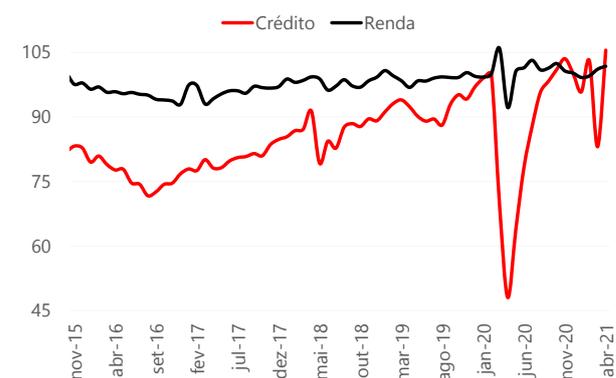
O índice de atividade ampla do BC (IBC-Br) estará disponível na próxima semana (14 de junho), encerrando as divulgações dos principais indicadores de atividades para abril. Projetamos uma alta mensal de 0,8 % m/m-sa. Com relação ao nosso cenário de PIB, atualizamos nosso *tracking* de 2021 para 4,8% (3,6% na última revisão de cenário), dadas as divulgações surpreendentemente positivas do PIB do 1T21 e de outros indicadores mais tempestivos de atividade. Destacamos que o setor agrícola pode devolver parcialmente a contribuição positiva do 1T21, o que, concomitante ao fraco resultado esperado para indústria, deve dificultar a recuperação no 2T21. [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último *chartbook*⁶.](#)

Figura 7.A. – Vendas no varejo (sa, 2014=100)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 7.B. – Segmentos de crédito e renda (sa, 2011=100)



Fontes: IBGE, Santander.

³ Santander Brazil Economic Activity - “Solid Start of 2Q21 for Retail Sales” – (08/junho/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-econact-080621>

⁴ Santander Brazil Economic Activity - “IGet Maio: Varejo Segue em Recuperação” – (08/junho/2021) – Disponível no “link”: <http://bit.ly/Std-IGET-may21>

⁵ Santander Brazil Economic Activity - “IGet Maio: Serviços Seguem em Recuperação” – (10/junho/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGETser-mai21>

⁶ Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – Positive Surprises with Risks On The Upside” – (25/maio/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-chart-econact-may21>



INFLAÇÃO

O IPCA de maio subiu 0,83% m/m (8,06% a/a), bem acima do consenso de mercado (0,71%) e um pouco acima da nossa projeção (0,76%). A inflação acelerou de 8,6% em abr/21 para 9,1% em termos de média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada (mm3m s.a.), evidenciando que a pressão altista segue firme na margem.

As surpresas para cima foram concentradas em grupos relacionados as medidas de núcleo. Bens industriais subiram 1,28% m/m, contribuindo com +4 p.b. para o desvio da projeção do índice cheio. A métrica mm3m s.a. dos bens industriais acelerou ainda mais, alcançando 12,3%. Além disso, ainda nos grupos relacionados aos núcleos, embora os preços de serviços tenham caído 0,15% m/m, essa queda foi menor do que a que estimávamos (-0,27 m/m), então o grupo também contribuiu com +4 p.b. de desvio da nossa projeção do IPCA cheio. Em termos de tendência (métrica mm3m s.a.), a inflação de serviços permaneceu em nível baixo, mas avançou para 2,0% (vindo de 1,6% mm3m s.a.). Mais importante, o núcleo de serviços permaneceu em nível alto, acelerando de 3,9% para 4,2% mm3m s.a. Finalmente, alimentação no domicílio e preços administrados vieram em linha com nossas estimativas.

As medidas subjacentes foram notavelmente desfavoráveis, com os núcleos e o índice de difusão subindo. A média dos núcleos avançou do nível já alto de 5,1% para 5,8% em termos de mm3m s.a. Os núcleos estão girando acima de 4,5% mm3m s.a. por oito meses, um nível consideravelmente alto que, ao nosso ver, é um sinal preliminar de espalhamento do choque primário para os preços gerais. Adicionalmente, o índice de difusão – um indicador antecedente da inflação anual – subiu de 66,1% para 68,8% (ajustado sazonalmente), compatível com o IPCA subindo em torno de 9% a/a cinco meses à frente, dada a relação histórica, sendo outro sinal de espalhamento dos choques.

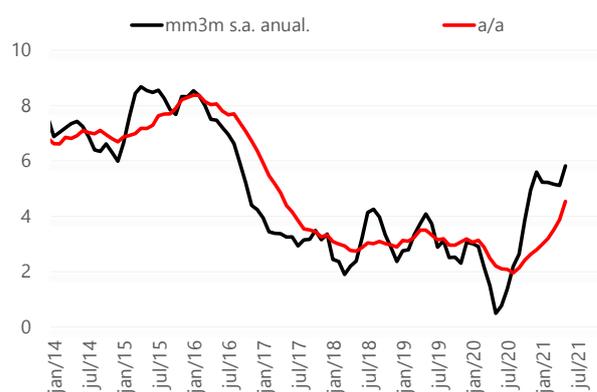
Nossas preocupações quanto à inflação estão aumentando, já que os choques continuam fortes e persistentes na margem e já que a distorção de preços relativos ainda continua a indicar uma pressão grande vindo do atacado/produtor para o nível do consumidor. Revisamos nosso *tracking* de alta frequência para a projeção do IPCA 2021 de 5,9% para 6,1% e para o IPCA 2022 de 3,9% para 4,1%, e seguimos vendo risco predominantemente altista para os dois anos, particularmente no segmento de energia, mas também em serviços e bens industriais. [Veja detalhes no link⁷](#).

Figura 8.A. – Detalhes do resultado do IPCA (%)

| | m/m | | | a/a | |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | mai/21 | Santander | Desv. | abr/21 | mai/21 |
| IPCA | 0,83 | 0,07 | 0,76 | 6,8 | 8,1 |
| Administrados | 2,11 | 0,00 | 1,68 | 9,6 | 13,1 |
| Livres | 0,38 | 0,07 | 0,43 | 5,8 | 6,3 |
| Alimentação no domicílio | 0,23 | -0,01 | 0,26 | 15,6 | 15,4 |
| Industriais | 1,28 | 0,04 | 0,98 | 6,9 | 8,3 |
| Serviços | -0,15 | 0,04 | 0,15 | 1,4 | 1,7 |
| Núcleo EX3 | 0,52 | 0,09 | 0,44 | 3,8 | 4,5 |

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 8.B. – Média dos núcleos IPCA (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

⁷ Santander Brazil – Inflation: “IPCA for May: Upward Pressures Keep Piling Up” – (10/jun/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-IPCA-may21>



POLÍTICA MONETÁRIA

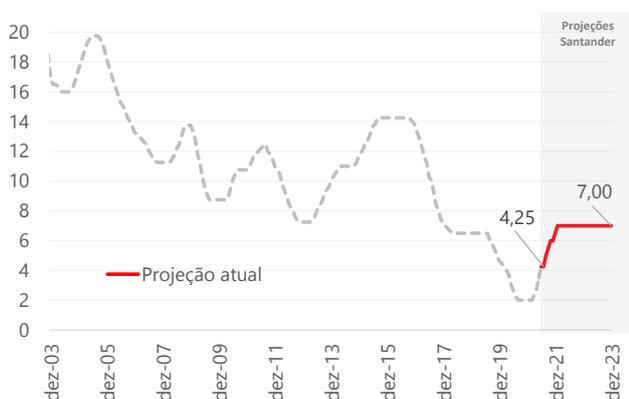
Na quarta-feira (16 de junho), o BCB deve anunciar sua decisão de política monetária. Esperamos que a retirada de estímulo prossiga com uma nova alta na taxa básica de juros (Selic) de 0,75 p.p. para 4,25%, o que está amplamente em linha com o consenso dos analistas e apreçado na curva de juros (c. 70% de probabilidade, com chance percebida de c. 30% para um movimento de 1,00 p.p., com base nos preços de mercado da quinta-feira, 10 de junho).

Desde a última reunião do Copom (4 a 5 de maio), a evolução do cenário básico se caracteriza especialmente por uma recuperação cíclica da atividade econômica mais forte do que o esperado, e por pressões de preços ainda mais intensas, duradouras e generalizadas do que o inicialmente projetado. Acreditamos que esses elementos influenciarão tanto a avaliação de cenário quanto as projeções de inflação apresentadas pelo Copom no comunicado.

Apesar da continuidade de um fortalecimento da taxa cambial desde a última reunião do Copom, acreditamos que os modelos do BCB apontarão para uma “barra mais alta” (quanto ao aperto necessário de política monetária) para se conseguir trazer a inflação do IPCA de volta ao centro da meta no horizonte relevante, 2022. Em nossa opinião, estes elementos do comunicado são consistentes com o abandono da sinalização de “normalização parcial” (que até aqui vinha indicando plano de voo da autoridade de subir a Selic não acima de 6,25%). Para a reunião subsequente (3 a 4 de agosto), acreditamos que o BCB irá sinalizar intenção de prosseguir com ritmo semelhante de ajuste na taxa de juros (i.e. um novo aumento de 0,75 p.p.).

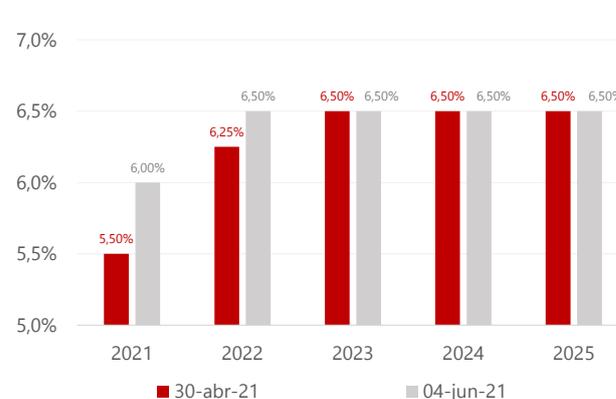
Nosso cenário projeta taxa Selic de 6,50% ao final deste ano (no nível neutro, segundo estimativas próprias do BCB). Esperamos uma nova alta de juros em janeiro de 2022, levando a Selic ao patamar que entendemos ser um provável nível terminal para este ciclo (7,00%). Este patamar é consistente com evidências preliminares (a partir de preços de ativos) de que a taxa de juros neutra pode estar subindo na direção de cerca de 4%, em termos reais.

Figura 9.A. – Trajetória da taxa básica Selic (% a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 9.B. – Mediana das projeções para a Selic



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Com base no relatório Focus de 4 de junho de 2021.



CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

Brazil Macro Research

| | | | |
|----------------------|-------------------------------|---|----------------|
| Ana Paula Vescovi* | Chief Economist | anavescovi@santander.com.br | 5511-3553-8567 |
| Mauricio Orenge* | 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 Orenge* | 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.



Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A.. ©2021 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.

