

ATIVIDADE ENCERRA O 2T21 DE FORMA POSITIVA

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

- Embora o dólar tenha se fortalecido frente às principais moedas na semana móvel encerrada em 12 de agosto, a taxa de câmbio brasileira permaneceu relativamente estável em R\$5,25/US\$ (variação de -0,1%), registrando o melhor desempenho nesta cesta de moedas. Avaliamos que a resiliência do real tenha relação com o tom *hawkish* da ata do Copom.
- Na renda fixa, uma combinação de declarações *hawkish* do BCB, tendência desfavorável da inflação subjacente e alta dos juros das *Treasuries* americanas provocou um *bear-steepening* da estrutura a termo doméstica (i.e., com elevação de taxas, especialmente nos prazos mais longos).
- As condições sanitárias seguem melhorando gradualmente no Brasil. Nossa *proxy* para a taxa média nacional de ocupação de UTIs continua em queda, atingindo 51%, o menor nível da nossa série histórica (iniciada no final de janeiro). O ritmo de vacinação chegou a 1,5 milhão de doses por dia em média essa semana, reafirmando a nossa perspectiva de imunização completa da população adulta até o final do ano.
- Na segunda-feira (9 de agosto), o governo apresentou ao Congresso uma medida provisória para a criação de um novo programa social, denominado “Auxílio Brasil”. O governo também apresentou uma proposta de emenda constitucional (PEC) destinada a escalonar os pagamentos de precatórios. A votação da reforma do imposto de renda na Câmara dos Deputados foi adiada para a próxima semana.
- O Banco Central publicou a ata da reunião do Copom de 3-4 de agosto. A autoridade manteve um tom *hawkish* (contracionista) - em linha com o comunicado, em nossa opinião. O comitê acredita que uma trajetória de alta de juros mais célere e intensa que a projeção dos analistas (antes da última reunião) é apropriada. Isso significa que uma Selic terminal de 7,00% no ciclo é um limite inferior para o aperto monetário considerado à frente. Projetamos uma taxa Selic de 7,50% no fim do ciclo (este ano), com riscos levemente viesados para cima.
- As divulgações dessa semana trouxeram sinais mistos para o setor terciário em junho. Em termos sequenciais, o varejo ampliado recuou 2,3% m/m-sa, enquanto a receita real de serviços subiu 1,7% m/m-sa. Ainda assim, o IBC-Br (*proxy* mensal do PIB) do Banco Central cresceu 1,1% (consenso: 0,5%), gerando riscos altistas para a nossa projeção de PIB sequencialmente estável no 2T21 (0% t/t-sa).
- O IPCA de julho subiu 0,96% m/m (8,99% a/a), em linha com nossa estimativa e com o consenso do mercado. A composição da inflação piorou novamente, com bens industriais ainda sob pressão altista, e com serviços ganhando tração. Essa combinação adversa está por trás da aceleração da inflação subjacente, cuja tendência atinge níveis arriscados.

*** **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 12 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 (15/ago - 20/ago)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China – Vendas no Varejo (% a/a)	NBS	jul/21	Dom, 15-ago	10,9	12,1
China – Produção Industrial (% a/a)	NBS	jul/21	Dom, 15-ago	7,9	8,3
China: Inv. em Ativos Fixos Urbanos (% a/a)	NBS	jul/21	Dom, 15-ago	11,3	12,6
EUA: Vendas no Varejo (% m/m)	C.Bureau	jul/21	Ter, 17-ago	-0,3	0,6
EUA: Núcleo das Vendas do Varejo (% m/m)	C.Bureau	jul/21	Ter, 17-ago	-0,3	1,1
EUA: Produção Industrial (% m/m)	Fed	jul/21	Ter, 17-ago	0,5	0,4
EUA: Concessões de Alvarás (% m/m)	C.Bureau	jul/21	Ter, 18-ago	1,0	-5,1
EUA: Novas Construções (% m/m)	C.Bureau	jul/21	Ter, 18-ago	-2,3	6,3
EUA: Ata do FOMC	Fed	jul/21	Ter, 18-ago	--	--
China: Taxa de Juros (1 ano)	PBoC	ago/21	Qua, 19-ago	3,85	--
China: Taxa de Juros (5 anos)	PBoC	ago/21	Qua, 19-ago	4,65	--
Z. Euro: Conta Corrente (EUR bi)	BCE	jun/21	Qua, 19-ago	--	11,7

Fonte: Santander.

**Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (16/ago - 20/ago)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
IGP-10 (% m/m)	FGV	ago/21	Ter, 17-ago	--	0,18
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	jul/21	20 a 25-ago	154,8	137,2

Fonte: Santander.

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

¹ Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “Avanços na contenção da pandemia, dificuldades no controle da inflação” – (12/ago/21)
– Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcen-120821>


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

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

Fonte: Santander.



AMBIENTE INTERNACIONAL

O pacote fiscal bipartidário estimado no valor de US\$ 1,2 trilhão (com cerca de US\$ 550 bilhões de novos gastos) foi aprovado no Senado, e a legislação segue para tramitação na Câmara. Além disso, os democratas iniciaram as discussões em torno de um novo pacote fiscal no valor de US\$ 3,5 trilhões que deverá ser votado junto com o orçamento de 2022 e não deverá contar com apoio dos republicanos. Ainda não há detalhes sobre como este novo projeto deverá ser financiado, sendo que o projeto deve desidratar e o valor diminuir por encontrar ressalvas entre os próprios democratas.

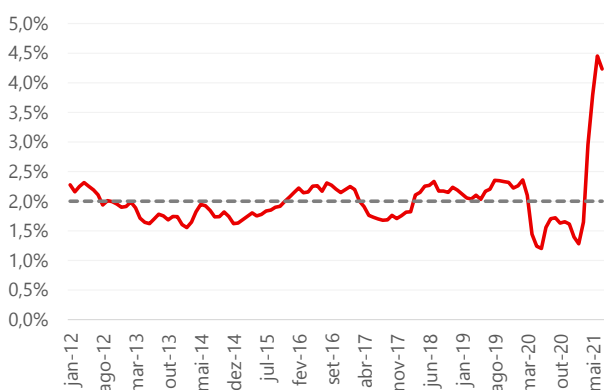
Do lado da pandemia, o aumento de casos ligados à variante Delta segue preocupando na Europa, mas principalmente nos EUA. Com isso, países europeus (inicialmente França e Itália) começam a implementar os chamados “passaportes sanitários”, permitindo que apenas pessoas vacinadas possam frequentar estabelecimentos como bares, restaurantes e academias. O mesmo começa a ser feito também em cidades norte-americanas, como Nova Iorque e São Francisco. Importante ressaltar que o aumento de casos não tem afetado a mobilidade e os impactos econômicos, ao menor por ora, parecem limitados.

No calendário econômico, os números de inflação (CPI) de julho nos EUA tiveram surpresa para baixo, com a inflação subjacente variando 0,3% m/m, ante 0,4% esperado pelo mercado. Itens que vinham pressionando a inflação nesta reabertura - como carros usados e passagens aéreas - variaram pouco no mês, em um sinal de que os choques podem estar sendo dissipados. Os números seguem elevados, com a inflação em doze meses do núcleo do CPI (core) ainda se situando em torno de 4,3%, perto dos maiores patamares desde 1991. Contudo, os dados recentes reforçam o discurso dos formuladores de política monetária do banco central norte-americano (Fed), de que grande parte da inflação observada é temporária. Por outro lado, os preços ao produtor (PPI) de julho surpreenderam para cima, subindo 7,8% a/a (ante 7,3% no mês de junho), a maior variação em mais de uma década, mostrando que o choque de custos permanece como ameaça inflacionária mundo afora. Na China houve divulgações importantes, com destaque para os números de crédito de julho, que vieram novamente abaixo do esperado pelo mercado. O financiamento agregado totalizou CNY 1060 bilhões, ante CNY 1700 bilhões esperados pelo mercado. Com o agravamento da pandemia no país e os recentes dados de atividade mais fracos, o governo chinês voltar a introduzir estímulos localizados pelo canal do crédito.

Nos mercados financeiros globais, a semana foi de alta para as principais bolsas. A curva de juros norte-americana teve alta em todos os vértices, com os vencimentos mais longos abrindo mais do que os curtos (*bear steepening*). E o dólar se fortaleceu contra as moedas de países de G10.

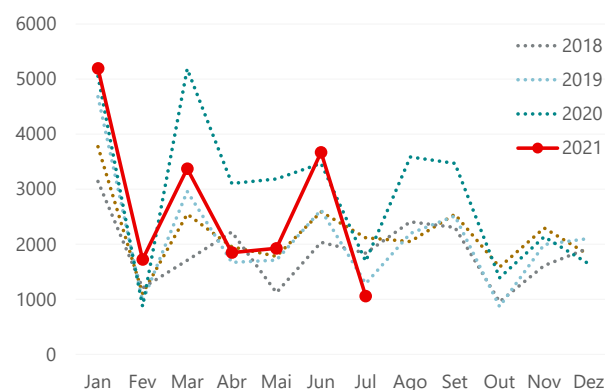
Na próxima semana será divulgada a ata da última decisão de política monetária do Federal Reserve, que será importante para mostrar a discussão em torno da redução do programa de compras de ativos. No fim de semana serão divulgados dados de atividade econômica de julho na China.

Figura 2.A. – EUA: Inflação subjacente (CPI core - % a/a)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. – China: Financiamento Agregado (CNY bilhões)



Fontes: Bloomberg, Santander..



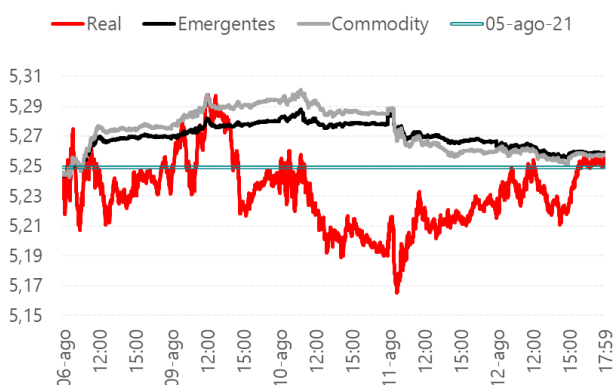
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

O real foi destaque entre as principais moedas na semana móvel encerrada em 12 de agosto, já que manteve seu valor frente ao dólar na esteira do tom *hawkish* visto na ata da última reunião do Copom (mais detalhes na seção de Política Monetária). Em nossa visão, a mensagem mais dura transmitida pelo Banco Central (BC) ajudou a taxa de câmbio a permanecer em R\$5,25/US\$ (desvalorização de 0,1%), apesar do fortalecimento global do dólar e da inclinação da estrutura a termo de juros nos EUA. Estes movimentos nos mercados americanos aconteceram com o PPI (índice de preços no atacado) mostrando que a inflação de custos não dá trégua e com o Senado americano aprovando um novo pacote de estímulos fiscais. Estes fatores ajudaram a alimentar as expectativas acerca de uma remoção mais precoce de estímulos monetários na maior economia do mundo. Embora a perspectiva de taxas de juros mais elevadas possa contrabalançar parte da pressão de desvalorização sobre o real, continuamos vendo espaço limitado para apreciação substancial e perene da moeda, na ausência de avanços da agenda de reformas estruturais no Brasil. O risco fiscal poderá seguir afetando o desempenho da moeda no médio prazo, em movimento quer poderá ficar ainda mais intenso se as condições financeiras globais se deteriorarem, em decorrência de políticas menos acomodáticas por parte dos bancos centrais das economias avançadas. [Veja detalhes no link².](#)

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 (5 de agosto), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) subiu 11 p.b. para 8,28%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) subiu 29 p.b. para 9,68%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento aumentou 18 p.b., para 140 p.b. No segmento curto da curva, o mercado parece ter lido a ata do Copom como mais *hawkish* do que o comunicado divulgado na semana passada, uma visão da qual não compartilhamos (veja mais detalhes na seção de Política Monetária). Além disso, o IPCA de julho evidenciou, novamente, um cenário desfavorável para a inflação (veja mais detalhes na seção de Inflação). Estes fatores puxaram para cima os juros curtos. O mercado de opções apreça uma probabilidade implícita de 75% de uma alta de 100 p.b. para a próxima reunião do Copom em setembro (acima dos 70% apreçados na semana passada), em linha com nosso cenário. De fato, a taxa Selic implícita na curva de juros para dezembro de 2022 foi para 8.15%, ante 7.99% na semana passada. Na ponta longa, além das incertezas quanto à trajetória da política fiscal, desta vez a alta da taxa de juros longa americana (*US Treasuries* de 10 anos) adicionou pressão na curva brasileira.

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

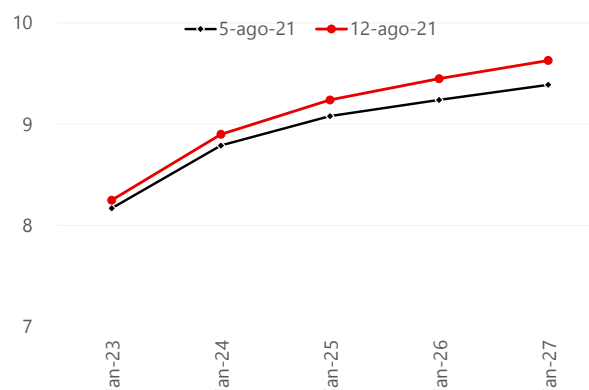


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 12/ago.

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, 12/ago.

² Santander Brasil – Cenário Macroeconômico: “Avanços na Contenção da Pandemia, Dificuldades no Controle da Inflação” – 12 de agosto, 2021- Disponível no [link](http://bit.ly/Std-revcenario-ago21): <http://bit.ly/Std-revcenario-ago21>



COVID-19

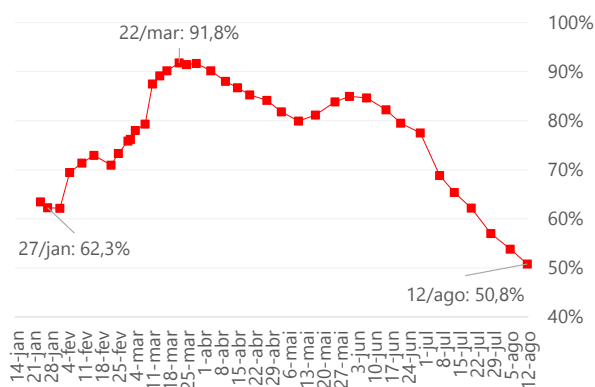
O ritmo de vacinação no Brasil chegou a 1,5 milhão de doses por dia em média na quarta-feira, 11 de agosto. Esperamos que esse ritmo se mantenha ao longo do 2S21, uma vez que os estoques de vacinas continuam altos (42 milhões de doses) e o ritmo de entregas deve permanecer acima do nível de aplicação. Com quase todos os adultos parcialmente imunizados com a primeira dose, a campanha de vacinação iniciará entre os adolescentes. É o caso do estado de São Paulo, onde adolescentes de 16 a 17 anos podem começar a receber vacina já no dia 18 de agosto. [Veja detalhes no link³.](#)

As condições sanitárias seguem melhorando gradualmente. Nossa *proxy*⁴ para a taxa média nacional de ocupação de UTIs continua em queda, agora perto de 51%, o menor nível da nossa série (iniciada no final de janeiro). Esse número se compara a um pico anterior de 92% (final de março). Dados do Ministério da Saúde mostram uma média de 31 mil novos casos diários (média móvel de 7 dias) na quarta-feira (11 de agosto), queda de 4% em relação à semana anterior; no mesmo período, as mortes diárias (média móvel de 7 dias) ficaram em 877, queda de 4% na mesma comparação.

A mobilidade urbana retorna à tendência de recuperação. Os dados de agosto até agora indicam uma continuidade de recuperação da mobilidade, com o nosso índice de *lockdown* atingindo 4,6 pontos (em 5 de agosto de 2021) ante 7,0 pontos na semana anterior (em 31 de julho de 2021). Este movimento decorre de aumentos em todas as principais categorias, com Locais de Trabalho funcionando acima dos níveis pré-pandêmicos e Varejo apresentando os melhores números desde dezembro de 2020. A mobilidade permanece em níveis elevados, principalmente se excluirmos o período de Natal de 2020 (22 a 24 de dezembro), o que significa uma rápida convergência para “normalidade” nos próximos meses (à medida que a vacinação avança).

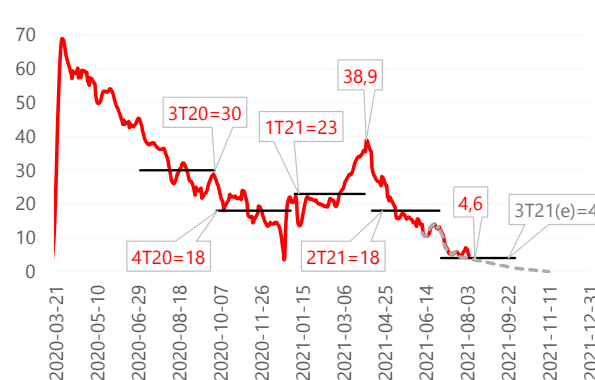
Nosso índice de atividade diária continua em ritmo mais lento ao longo do 3T21. O índice - baseado em dados diários de consumo de energia, vendas de carros e mobilidade - mostrou uma tendência de alta de abril a junho; na base mensal com ajuste sazonal, o índice cresceu 5,6%, 3,0% e 4,2% em abril, maio e junho, respectivamente. No entanto, o índice parece ter iniciado o 3T21 em ritmo mais lento, com queda de 0,8% em julho e, considerando a média diária em agosto (até o dia 5), vemos uma ligeira contração de 0,1%. Esse resultado posiciona o indicador em patamares 4,5% abaixo de fevereiro de 2021 (antes do recrudescimento da pandemia este ano).

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



Fontes: @coronavirusbra1, Santander.

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



Fontes: Google, Santander.

* Índice construído como uma média de segmentos selecionados do *Google Mobility Report* com escalas invertidas. Dados disponíveis até 5 de agosto, 2021.

³ Santander Brazil Covid Monitor - (12/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COVID-081221>

⁴ A *proxy* é uma média ponderada das taxas de ocupação de UTI de cada estado, pelo critério de população. Portanto, esta *proxy* não indica a exata taxa de ocupação nacional = Total de leitos ocupados no Brasil / Total de leitos disponíveis no Brasil.



POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

Na segunda-feira (9 de agosto), o governo apresentou ao Congresso uma medida provisória para a criação de um novo programa social denominado Auxílio Brasil, que deve substituir o Bolsa Família. O texto proposto não estabelece o valor do novo benefício e, segundo o governo, o orçamento do programa e os seus parâmetros serão definidos até o início do 4T21. O benefício médio mensal do novo programa poderá ser aumentado em 50% ou mais, de acordo com fontes oficiais, o que levaria o valor de R\$ 190 para (pelo menos) R\$ 300. Os pagamentos poderão começar em novembro (já que o auxílio emergencial termina em outubro) e pode ser ampliado para abranger mais 16 milhões de famílias, das 14,6 milhões atuais. Importante, a proposta é de que o programa estará sujeito ao teto de gastos. O Auxílio Brasil ainda precisa ser aprovado pelo Congresso e sancionado até dezembro, visto que aumentos nesse tipo de despesa não são permitidos em anos eleitorais. Em nossa opinião, o tamanho do programa dependerá da margem do teto de gastos para 2022 (estimamos em R\$ 22 bilhões), bem como da aprovação de um novo arcabouço para os pagamentos dos precatórios (veja abaixo). Em nosso cenário, estimamos um orçamento total do programa social de R\$ 55-60 bilhões, abrangendo cerca de 17 milhões de famílias, e com benefício médio mensal de R\$ 270-300.

O governo divulgou uma proposta de emenda constitucional (PEC) destinada a escalonar os pagamentos de precatórios, após a estimativa oficial subir para R\$ 90 bilhões. A legislação prevê que precatórios maiores a R\$ 66 milhões sejam parcelados em dez vezes. Além disso, haveria um teto para os desembolsos anuais, com o limite proposto de 2,6% da “receita líquida corrente” do ano anterior. Segundo a estimativa do governo, a proposta prorrogaria despesas de R\$ 33,5 bilhões em 2022, o que levaria os pagamentos de demandas judiciais estimados para o próximo ano para R\$ 55,6 bilhões, valor próximo à expectativa inicial do governo. O projeto de lei também prevê a criação de um fundo, cujos gastos não estariam sujeitos ao no teto de gastos, para abatimento de dívidas e precatórios. O fundo teria como recursos as receitas de privatização, *royalties* de petróleo, alienação de imóveis da União e dividendos recebidos de empresas estatais, estes últimos líquidos das despesas de empresas estatais dependentes.

A votação da reforma do imposto de renda na Câmara dos Deputados foi adiada e está inicialmente marcada para terça-feira (17 de agosto). Ainda não houve acordo entre os líderes partidários para votar a proposta. O relator, Celso Sabino (PSDB-PA), propôs nova versão para análise parlamentar (com efeito de arrecadação mais neutro para os entes subnacionais). Na semana passada, a Câmara aprovou urgência para agilizar a votação no plenário da Câmara. Em nossa opinião, mais discussões e negociações tendem a ocorrer antes de que o assunto esteja pronto para ser submetido à votação.

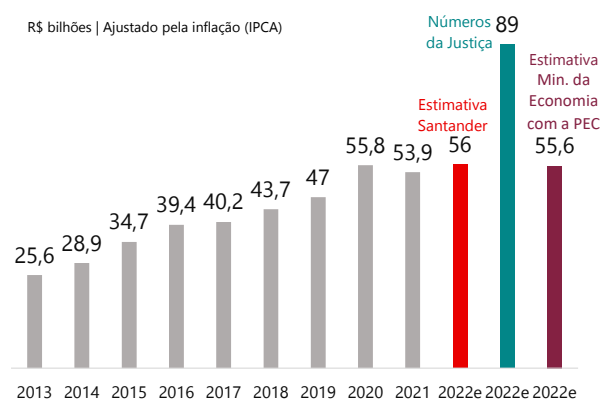
Na próxima semana, a arrecadação federal de julho poderá ser divulgada pela Receita Federal. Nossa estimativa preliminar é de R\$ 154,8 bilhões, com alta de 24% a/a, em termos reais. Se confirmado, este será o melhor resultado real para o mês desde 2011.

Figura 5.A. – Simulações de margem fiscal e Orçamento Figura 5.B. – Gastos com precatórios - anual

Margem fiscal 2022 - Teto de Gastos - R\$ bi						
Gasto Anual com Precatórios						
	R\$ bi	30	40	55	65	90
Inflação anual (INPC dez-21)	6,5%	60	50	35	25	0
	7,0%	55	45	30	20	-5
	7,8%	47	37	22	12	-13
	8,5%	41	31	16	6	-19
	9,0%	37	27	12	2	-23
	10,0%	28	18	3	-7	-32
Orçamento para o "Auxílio Brasil" - R\$ bi						
Benefícios Médio Mensal (R\$)						
		250	270	300	350	400
Famílias (milhões)	17	51	55	61	71	82
	16	48	52	58	67	77

Orçamento atual do Bolsa Família: R\$ 35 bilhões/ano | Total: 14,6 mi famílias

Fontes: Tesouro Nacional, Santander.



Fontes: Ministério da Economia, Santander.



POLÍTICA MONETÁRIA

O Banco Central do Brasil (BCB) publicou a ata da reunião do Copom de 3-4 de agosto, quando a autoridade elevou a taxa básica de juros Selic em 1,00 p.p. (pela quarta vez seguida) para 5,25% a.a. De maneira geral, o BCB manteve um tom *hawkish* (contracionista) mas, em nossa opinião, em linha com o comunicado do Copom publicado na semana anterior.

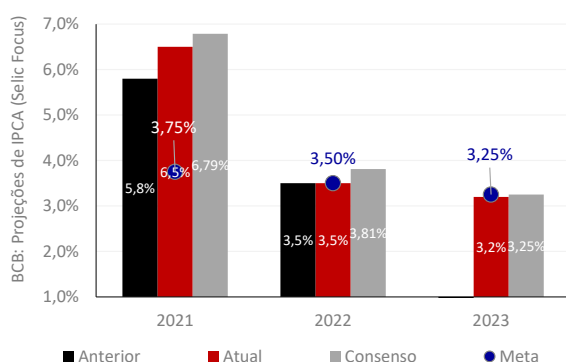
O BCB indicou que “as projeções de inflação estão alinhadas às metas para 2022 e 2023” (assumindo Selic em 7%), mas manteve a mensagem de que “os riscos fiscais continuam implicando um viés de alta nas projeções”, o que justifica “uma trajetória para a política monetária mais contracionista do que a utilizada no cenário básico”. O BCB também afirmou que seus modelos indicam que “elevações de juros subsequentes, sem interrupção, até patamar acima do neutro” são necessárias para “que se obtenha projeções em torno das metas de inflação no horizonte relevante” (parágrafos 13 e 14).

O BCB reafirmou a mensagem do comunicado, entendendo que “a piora recente em componentes inerciais dos índices de preços, em meio à reabertura do setor de serviços, poderia provocar uma deterioração adicional das expectativas de inflação”, o que pode elevar “os custos para sua convergência futura”. A autoridade concluiu que “um ajuste mais tempestivo da política monetária é a estratégia mais apropriada, neste momento, para assegurar a convergência da inflação para as metas de 2022 e 2023”. O comitê também enfatizou o “compromisso inequívoco na persecução das metas de inflação no horizonte relevante de política monetária, tendo como norte o seu cenário básico, assim como a avaliação sobre o balanço de riscos”. (Parágrafos 16 e 17).

A nosso ver, a ata do Copom sinaliza que trajetórias de alta na Selic de 1,00 p.p. em setembro e uma Selic terminal de 7,00% no final do ciclo constituem um limite inferior para o aperto monetário que está sendo considerado pelo BCB (condicional ao cenário prospectivo). Assim, acreditamos que o banco central utilizou a ocasião da divulgação da ata para reforçar ainda mais a mensagem de que fará o que for necessário (ou seja, com aumentos de juros mais tempestivos ou intensos) para trazer a inflação de volta ao centro da meta (3,50%) no próximo ano. Por mais difícil que seja essa tarefa venha a se provar adiante.

Seguimos projetando elevação na Selic de 1,00 p.p. (para 6,25%) em setembro, um movimento subsequente de 0,75 p.p. (para 7,00%) em outubro e uma alta final de 0,50 p.p. em dezembro, com nossa expectativa de taxa Selic terminal do ciclo em 7,50%. Esperamos que o juro básico 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 link⁵.](#)

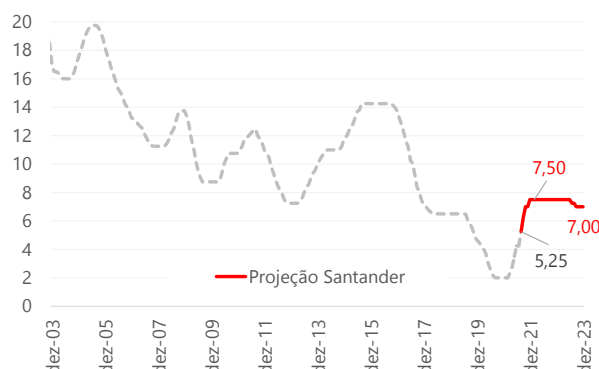
Figura 6.A. – Simulações do BCB para o IPCA



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.

⁵ Santander Brazil Monetary Policy - “More Than the Simulations” – (10/ago/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-Copom-min-aug21>



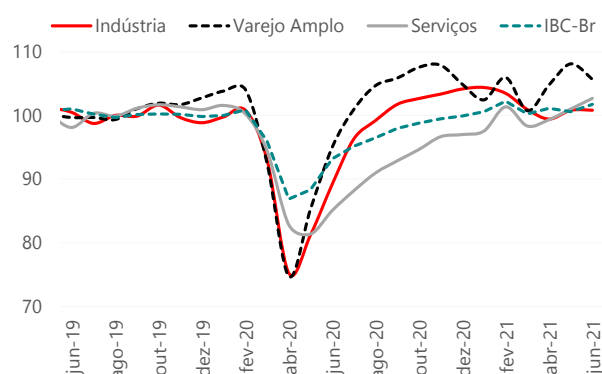
ATIVIDADE ECONÔMICA

O varejo recuou em junho, mas expandiu no trimestre. Após dois ganhos consecutivos, as vendas no varejo ampliado caíram 2,3% m/m-sa, abaixo do consenso de mercado (-1,8%) e em linha com nossa estimativa (-2,0%). Em relação ao varejo restrito (que não considera vendas de materiais de construção e veículos), o índice surpreendeu negativamente ao recuar 1,7%, bem abaixo da estimativa inferior do mercado (-1,0%), mas com revisões altistas na série. Apesar da queda de junho, ambos os índices permanecem acima do nível pré-pandemia (fevereiro de 2020). Analisando os detalhes, esse recuo foi menos disseminado do que nossas expectativas, com seis dos dez segmentos de varejo registrando quedas mensais. Vestuário se destacou por recuar 3,6%, enquanto Supermercados caíram ligeiramente, -0,5%. Móveis e Materiais de Construção mostraram resiliência ao expandir 1,6% e 1,9%, respectivamente, enquanto Veículos surpreendeu positivamente ao recuar apenas 0,2%. [Veja detalhes no link⁶](#)

A receita real de serviços voltou a surpreender positivamente, reforçando uma sólida expansão trimestral. O índice subiu 1,7% m/m-sa (+ 21,2% a/a) em junho, bem acima do consenso de mercado de + 18,2% a/a e o terceiro ganho consecutivo, devolvendo integralmente as perdas de março (-3,4%). Após retornar aos níveis pré-pandêmicos em maio, o índice agora permanece 2,4% acima desse patamar. Entre os subsetores, crescimento generalizado, com destaque para os serviços relacionados com a mobilidade. Os serviços às famílias aumentaram 8,1%, acima dos +6,4% apontados por nosso índice proprietário (IGet) e compensando totalmente a queda de março (-28%). Os serviços de transportes também apresentaram uma expansão expressiva (+1,7%), decorrente principalmente da forte alta de 21,2% nos Transportes Aéreos. Todos os demais setores também registraram ganhos sequenciais em junho. Em termos trimestrais, com o valor de junho, o 2T21 encerrou com uma expansão de 2,0%, deixando um carregamento estatístico (*carryover*) de 1,7% para o 3T21. [Veja detalhes no link⁷](#)

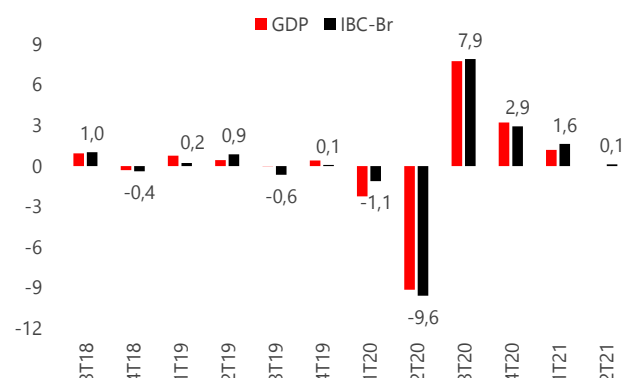
O IBC-Br (proxy mensal do PIB) teve alta de 1,1% em junho, encerrando o 2T21 com uma discreta alta de 0,1% t/t-sa. Embora em termos qualitativos o número esteja em linha com nossas expectativas de um PIB modesto no 2T21, este resultado coloca pequeno viés altista para a nossa projeção atual (0,0% t/t-sa). Em nosso cenário, esperamos alguma heterogeneidade na composição da atividade econômica. Conforme destacado nos resultados oficiais, o setor terciário contribuiu positivamente, na esteira da recuperação mais rápida do que o esperado da mobilidade urbana e da nova rodada de auxílio emergencial. Por outro lado, esperamos que a produção agrícola devolva parcialmente sua contribuição positiva para o PIB (cerca de 0,7 p.p. no 1T21) e a indústria pese no curto prazo para a recuperação.

Figura 7.A. – Decomposição da atividade econômica (sa, jan-19=100)



Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

Figura 7.B. – IBC-Br e PIB (sa, t/t-sa)



Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

⁶ Santander Brazil Economic Activity - “Retail Sales Post Monthly Drop, Quarterly Expansion” – (11/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-081121>

⁷ Santander Brazil Economic Activity - “Solid Growth for Services at the End of 2Q21” – (12/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-081221>



INFLAÇÃO

O IPCA de julho subiu 0,96% m/m (8,99% a/a), em linha com nossa estimativa e com o consenso do mercado. A inflação acelerou para 10,6% em termos de média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s. anualizado), evidenciando que a pressão altista segue firme na margem.

Não houve surpresas relevantes nos grupos. Serviços contribuíram com -1 p.b. para o desvio da projeção do índice cheio, enquanto alimentos contribuíram com +1 p.b., industriais -1 p.b. e administrados +3 p.b. Contudo, isso não significa que o resultado foi favorável em termos de dinâmica inflacionária. Bens industriais continuaram sob pressão altista, acelerando de 12,1% para 12,5% mm3m-a.s. anualizado, enquanto serviços – que costumavam ser a parte mais positiva alguns meses atrás – aceleraram de 2,7% para 5,1% mm3m-a.s. Mais importante, a despeito de uma pequena surpresa para baixo (em alimentação fora do domicílio), o núcleo de serviços acelerou para o nível consideravelmente alto de 6,1% mm3m-a.s., vindo de 4,2%.

As medidas subjacentes deterioraram mais na margem, reforçando nossa visão de um cenário desfavorável para inflação no curto prazo (e a nossa estimativa de outra alta de 100 p.b. na Selic na próxima reunião do Copom). Todas as cinco principais medidas de núcleo subiram na margem, com a média avançando do nível já alto de 6,7% para 7,6% em termos de mm3m-a.s., e estão girando acima da meta (a se distanciando dela) por 10 meses já. Essa é uma evidência de que choques primários (*commodities*, taxa de câmbio, ruptura da cadeia de suprimentos, etc.) para os preços gerais e a persistência nestes níveis elevados é arriscada.

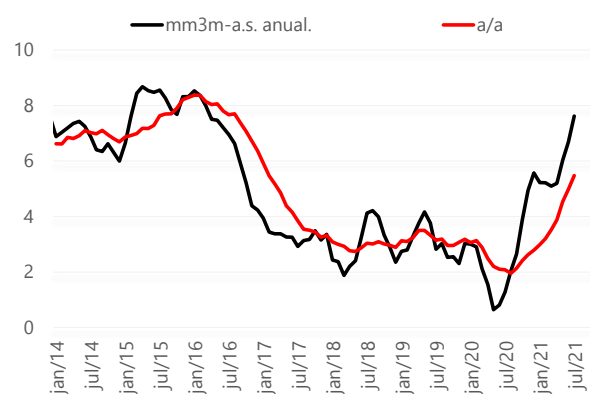
Nossas preocupações quanto à inflação seguem aumentando, já que a distorção de preços relativos ainda continua a indicar uma pressão grande vindo do atacado/produtor para o nível do consumidor e com os efeitos de segunda ordem já se fortalecendo, o que pode piorar com a reabertura da economia. Nossas projeções estão em 7,3% para 2021 e 4,1% para 2022, e seguimos vendo risco predominantemente altista para os dois anos. [Veja detalhes no link⁸.](#)

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

	m/m			a/a	
	jul/21	Santander	Desv.	jun/21	jul/21
IPCA	0,96	0,95	0,01	8,3	9,0
Administrados	1,68	1,58	0,03	13,0	13,5
Livres	0,70	0,72	-0,01	6,8	7,4
Alimentação no d	0,78	0,84	-0,01	15,3	16,0
Industriais	0,69	0,65	0,01	8,8	9,2
Serviços	0,67	0,70	-0,01	2,2	3,0
Núcleo EX3	0,54	0,65	-0,11	5,1	5,6

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

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



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

⁸ Santander Brazil – Inflation: “July IPCA: Composition Worsens Again, With Underlying Inflation Deteriorating Further” – (10/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-IPCA-jul21>



CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

Brazil Macro Research

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