

**TENDÊNCIA INFLACIONÁRIA SUBJACENTE NA CASA DE 7%**

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

- Após se desvalorizar por duas semanas, período no qual a taxa de câmbio saltou do patamar de ~R\$4,90/US\$ para ~R\$5,30/US\$, o real teve o melhor desempenho entre as principais moedas na semana móvel encerrada em 15 de julho, cotado a R\$5,11/US\$ (valorização de 2,8%). Sinais acomodatórios do Fed, um tom percebido como mais *hawkish* do Banco Central (BCB) e alguma acomodação no cenário político parecem explicar o recente *rally* do real. Esta combinação de fatores também contribuiu para um leve achatamento da estrutura a termo dos juros domésticos, em relação à semana anterior.
- Nossa proxy para a taxa média nacional de ocupação de UTIs continua em queda, recuando a 65%, o menor nível desde o início de fevereiro. Esse número se compara a um pico anterior de 92% (final de março). A média semanal de vacinação segue se mantendo acima da marca de 1 milhão por dia, reafirmando as perspectivas positivas para o controle da pandemia e reabertura da economia no 2S21. Não por coincidência, nosso índice de mobilidade no início de julho aponta para um dos níveis mais altos durante a pandemia.
- Em 13 de julho, foi divulgada uma nova proposta de mudanças no Imposto de Renda, trazendo uma redução mais intensa para pessoas jurídicas (com alíquota de 12,5% para grandes empresas, dos 25% atuais). De acordo com o relator, o impacto fiscal representará uma redução líquida na receita de cerca de R\$ 27 bilhões em 2022 e de R\$ 30 bilhões em 2023. O Congresso aprovou em 15 de junho a Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2022, sinalizando déficit primário pelo nono ano consecutivo, e abrindo caminho para o recesso parlamentar que se inicia na próxima semana.
- O indicador de atividade econômica do Banco Central (IBC-Br) surpreendeu negativamente em maio. O índice caiu 0,4% m/m-sa, bem abaixo do consenso de mercado e da nossa estimativa (ambos em +1,1% m/m-sa). O resultado implica um carregamento estatístico de -0,3% para o 2T21, o que acreditamos reforçar a probabilidade de um crescimento fraco do PIB no período (projetamos estabilidade em termos sequenciais). Acreditamos que o setor agrícola devolverá parcialmente a forte contribuição positiva do 1T21 e terá impacto negativo sobre o crescimento do 2T21, assim como as interrupções globais no fornecimento de insumos, que deverão pesar sobre o desempenho da indústria de transformação.
- O IPCA-15 de julho será divulgado na sexta-feira, 23 de julho. Projetamos uma alta de 0,61% m/m, o que implica uma aceleração em base anual para +8,5% a/a (de +8,1% a/a em junho), marcando nova máxima desde 2016. Estimamos que o núcleo EX3 seguirá acelerando, alcançando 7,3% na média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada. Se estivermos corretos, essa leitura indicará um perigoso espalhamento dos choques inflacionários.

*** *Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 15 de julho de 2021.*


Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (19/jul - 23/jul)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Taxa de Juros (1 ano)	PBoC	jul/21	Seg, 19-Jul	3,85	3,85
China: Taxa de Juros (5 anos)	PBoC	jul/21	Seg, 19-Jul	4,65	4,65
EUA: Vendas de novas casas (% m/m)	C.Bureau	jun/21	Ter, 20-Jul	1,0	-3,0
EUA: Vendas de novas casas (mil)	C.Bureau	jun/21	Ter, 20-Jul	1700	1681
EUA: Concessões de Alvarás (% m/m)	C.Bureau	jun/21	Ter, 20-Jul	1,2	3,6
EUA: Concessões de Alvarás (mil)	C.Bureau	jun/21	Ter, 20-Jul	1.590	1.572
Z. Euro: Taxa de Juros (%)	BCE	jul/21	Qui, 22-Jul	-0,5	-0,5
Z. Euro: PMI Industrial (pontos)	Markit	jul/21	Sex, 23-Jul	62,5	63,4
Z. Euro: PMI Serviços (pontos)	Markit	jul/21	Sex, 23-Jul	59,5	58,3
Z. Euro: PMI Geral (pontos)	Markit	jul/21	Sex, 23-Jul	60,0	59,5
EUA: PMI Industrial (pontos)	Markit	jul/21	Sex, 23-Jul	62,0	62,1
EUA: PMI Serviços (pontos)	Markit	jul/21	Sex, 23-Jul	64,5	64,6
EUA: PMI Geral (pontos)	Markit	jul/21	Sex, 23-Jul	--	63,7

Fonte: Santander.

Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (19/jul - 23/jul)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesa Primárias	Min. Economia	jul/21	Qui, 22-Jul	--	--
IPCA-15 (% m/m)	IBGE	jul/21	Sex, 23-Jul	0,61	0,83
IPCA-15 (% a/a)	IBGE	jul/21	Sex, 23-Jul	8,46	8,13
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	jun/21	20 a 26-Jul	141,2	142,1

Fonte: Santander.

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

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



AMBIENTE INTERNACIONAL

Nos Estados Unidos, senadores do partido democrata anunciaram um acordo para a aprovação de um novo pacote fiscal no valor de US\$ 3,5 trilhões. O pacote não conta com apoio de republicanos e a ideia é que seja aprovado pelo mecanismo do *reconciliation*, que permite aprovação no senado por maioria simples. Entretanto, os democratas desejam que os gastos sejam inteiramente financiados por aumento de impostos, sendo improvável que consigam unanimidade entre os próprios democratas para elevar tributos nesta magnitude, o que parece colocar um limite para o tamanho do pacote a ser aprovado. De qualquer forma, a proposta bipartidária no valor de US\$ 1,2 trilhão segue em andamento e deve ser aprovada em paralelo.

Do lado da política monetária nos EUA, Jerome Powell (presidente do Federal Reserve, o banco central norte-americano) falou no congresso por duas vezes nesta semana (na Câmara e no Senado). Powell reforçou a postura acomodatória do Fed, mesmo diante das maiores pressões inflacionárias, indicando que ainda será necessário maior “progresso” dos dados econômicos (na direção dos objetivos da autoridade). O Presidente do Fed também segue indicando que a instituição anunciará com ampla antecedência o início do processo de retirada de estímulos (inicialmente, através da redução do volume mensal de compras de ativos – *tapering*).

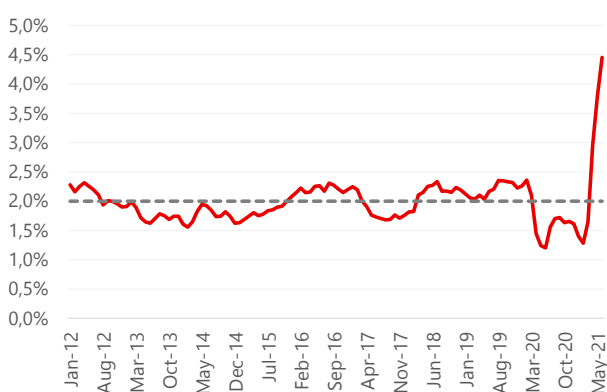
Na Europa, com o espalhamento da variante Delta, as contaminações pelo coronavírus seguem aumentando, principalmente no Reino Unido e na Espanha, o que vem gerando preocupações por parte das autoridades no velho continente. Porém, com os números de hospitalizações e de mortes se mantendo em patamares reduzidos, graças ao avanço da vacinação na região, espera-se por ora que os impactos econômicos sigam contidos.

No calendário econômico, tivemos esta semana a divulgação dos números de inflação (CPI) de junho nos EUA, que mostrou uma nova aceleração, com a inflação subjacente se situando em 4,5% a/a (ante 3,8% em maio). Este é o maior patamar desde 1991. Ainda nos EUA, os dados de vendas no varejo de junho vieram com forte surpresa positiva, ainda que parcialmente compensadas pelas revisões baixistas nos números de maio. Na China, os números de atividade de junho vieram acima do esperado pelo mercado, com destaque para a produção industrial, que cresceu 8,3% a/a (projeção: 7,9%). Os dados de PIB do 2T21 ficaram em linha com o consenso, crescendo 7,9% a/a.

A semana foi marcada por forte volatilidade nos mercados financeiros, mas com as principais bolsas globais encerrando em alta. A curva de juros norte americana se achatou, com queda nos vencimentos mais longos. E o dólar também se apreciou contra moedas de países de G10.

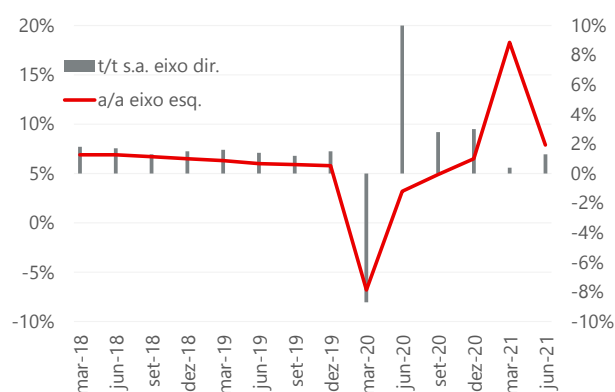
Na próxima semana, teremos a decisão de política monetária do Banco Central Europeu (BCE), que será particularmente importante por ser a primeira reunião após a reformulação de diretrizes em seu arcabouço. Ainda na área do Euro, serão divulgados os dados preliminares das sondagens PMI para a indústria e o setor de serviços em julho.

Figura 2.A. – EUA: inflação subjacente (% a/a)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. – China: crescimento do PIB



Fontes: Bloomberg, Santander.



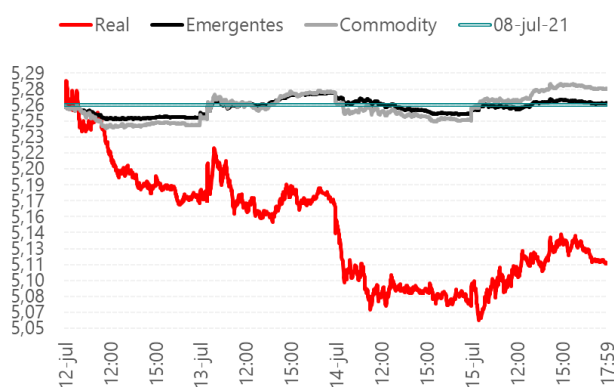
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Após se desvalorizar por duas semanas, período no qual a taxa de câmbio saltou do patamar de ~R\$4,90/US\$ para ~R\$5,30/US\$, o real teve o melhor desempenho entre as principais moedas na semana móvel encerrada em 15 de julho, cotado a R\$5,11/US\$ (valorização de 2,8%). O movimento aconteceu a despeito de dados inflacionários nos EUA mais altos do que o esperado, algo que poderia teoricamente elevar o desconforto em relação às perspectivas da política monetária na maior economia do mundo. Contudo, o presidente do Fed, Jerome Powell, reduziu a importância destas surpresas negativas em seu testemunho semestral aos congressistas norte-americanos, reforçando a mensagem de que a remoção de estímulos monetários não se dará no curto prazo. O ambiente doméstico também contribuiu positivamente para a valorização do real, na esteira de comentários por parte do BCB que foram percebidos como *hawkish* pelo mercado, e em meio a sinais de avanços institucionais nas relações entre poderes. Entretanto, continuamos a avaliar que uma apreciação duradoura do real requererá progresso adicional na agenda de reformas macroeconômicas e orçamentárias.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

Apesar de forte volatilidade durante a semana, a curva de juros nominal fechou a semana móvel relativamente estável, com leve redução da inclinação. Desde a última quinta-feira (8 de julho), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) ficou parada em 7,29%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) caiu 7 p.b., para 8,63%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento caiu 6 p.b., chegando a 135 p.b. Embora dados do IBC-Br de maio tenham decepcionado as expectativas (veja detalhes na seção de Atividade Econômica), o ramo curto da curva ficou parado, ainda precificando uma maior probabilidade de alta de 100 p.b. na Selic na próxima reunião do Copom (o mercado de opções apreça probabilidade de 54% de uma alta de 100 p.b., com probabilidade de 44% de uma alta de 75 p.b.). Comunicações recentes do BCB, reforçando a intenção de trazer o IPCA para a meta central (de 3,50%) em 2022, provavelmente ajudaram a ancorar os juros curtos, já que o tom foi percebido como ligeiramente mais *hawkish* do que esperado pelo mercado. Finalmente, na parte longa, a taxa de juros doméstica caiu um pouco, basicamente em linha com o movimento da taxa de juros americana (*US Treasuries* de 10 anos) e também influenciada por uma percepção de menores fricções políticas no plano local.

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

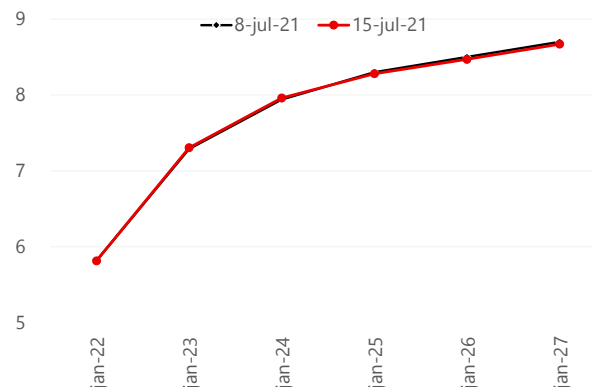


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quarta-feira, 15/jul.

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 quarta-feira, 15/jul.



COVID-19

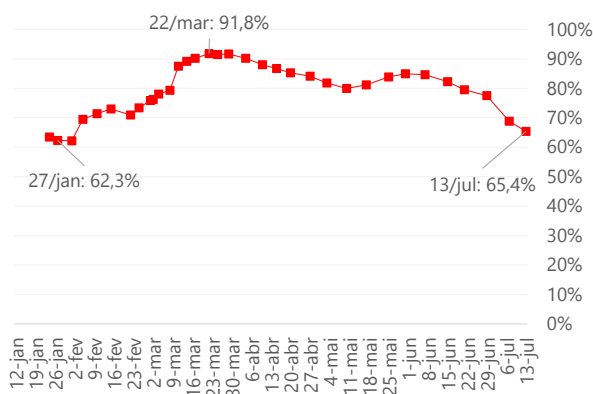
O ritmo de vacinação no Brasil segue acima de 1 milhão por dia. Esperamos que o ritmo médio diário de vacinação fique em 1,5 milhão de doses no 2S21, uma vez que os estoques de vacinas permanecem altos (32 milhões de doses) e o ritmo de entregas deve permanecer acima do ritmo de aplicação. Até o final desta semana, Butantan e Fiocruz terão recebido IFA (ingrediente farmacêutico ativo) suficientes para a produção de 20 milhões e 10 milhões de doses, respectivamente. [Veja detalhes no link².](#)

Nossa proxy³ para a taxa média nacional de ocupação de UTIs continua em queda, recuando a 65%, o menor nível desde o início de fevereiro. Esse número se compara a um pico anterior de 92% (final de março). À medida em que a pandemia é gradualmente controlada, acreditamos que os governos locais seguirão retirando restrições à mobilidade. Dados do Ministério da Saúde mostraram uma média de 43 mil novos casos diários (média móvel de 7 dias) na quarta-feira (14 de julho), queda de 14% em relação à semana anterior; no mesmo período, as mortes diárias (média móvel de 7 dias) totalizaram 1.264, queda de 15%.

A mobilidade em elevação no início do 3T21. A primeira semana de julho indicou um aumento nos níveis de mobilidade, com nosso índice de *lockdown* agora se movendo para 6,9 pontos (em 8 de julho). Se excluirmos o período do Natal de 2020 (22 a 24 de dezembro), este é o nível mais baixo desde o início da pandemia. Este movimento decorre do aumento da mobilidade em todas as principais categorias, sendo que Mercados e Varejo foram os destaques desde a nossa última atualização.

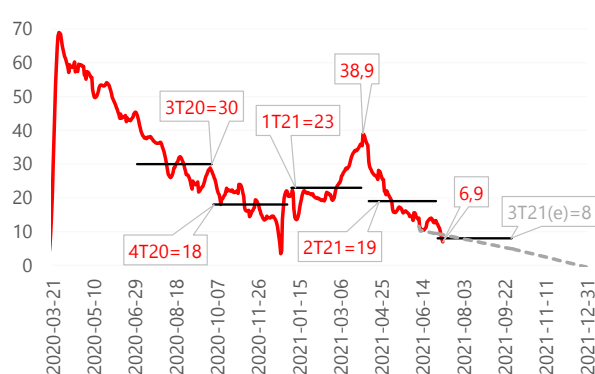
Nosso índice de atividade diária iniciou o 3T21 em ritmo mais lento. O índice - baseado em dados diários de consumo de energia, venda de carros e mobilidade - vem apresentando melhora desde o início do 2T21, com altas sequenciais nos últimos meses. Na comparação mensal com ajuste sazonal, o índice cresceu 5,6%, 3,0% e 4,2% em abril, maio e junho, respectivamente. Para julho, considerando um conjunto de dados ainda limitado (até o dia 11), o índice aponta para uma queda de 4,1% com ajuste sazonal, colocando o índice cerca de 7,7% abaixo do nível visto em fevereiro de 2021.

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 8 de julho, 2021.

² Santander Brazil Covid Monitor - (15/jul/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COVID-150721>

³ A proxy é uma média ponderada (pela população do estado) das taxas de ocupação de UTI de cada estado. Portanto, não reflete a taxa de ocupação nacional real = Total de leitos ocupados no Brasil / Total de leitos disponíveis no Brasil.



POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

O relator da reforma do Imposto de Renda (PL 2.337/21) na Câmara, deputado Celso Sabino (PSDB-PA), divulgou no dia 13 de julho uma prévia do seu parecer. Basicamente, a principal diferença em relação à proposta original do governo foi uma queda mais intensa na alíquota de imposto de renda de pessoa jurídica (IRPJ), que poderá se reduzir para 12,5% para empresas de maior faturamento (-10 p.p. em 2022 e -2,5 p.p. em 2023) dos atuais 25%. O texto preserva a criação da tributação sobre dividendos (20%) e reverte as deduções de juros sobre capital próprio do imposto de renda. Em termos de IRPF, o texto mantém o aumento do limite de isenção para R\$ 2.500/mês (de R\$ 1.900/mês). As mudanças feitas pelo relator e endossadas pelo Ministério da Economia foram bem recebidas pelo setor privado. A redução da tributação das empresas será parcialmente compensada pela retirada de subsídios para alguns setores, como farmacêutico, químico e aeronáutico. Em última análise, o governo está disposto a abrir mão de receitas na proposta em meio a surpresas positivas (que vemos como temporárias) na arrecadação federal. Segundo o relator, o impacto fiscal total da nova proposta será uma redução na receita de cerca de R\$ 27 bilhões em 2022 e de R\$ 30 bilhões em 2023. Estimamos uma queda de receita entre 0,2% e 0,4% do PIB por ano. Acreditamos que novas modificações na proposta ainda serão feitas, com risco de maior perda arrecadação. Também há preocupações por parte de governos regionais sobre possíveis reduções nas receitas de imposto de renda compartilhadas com o governo federal. Reconhecemos que as estimativas são bastante incertas devido à grande sensibilidade aos parâmetros macroeconômicos e ao comportamento estratégico de famílias e empresas com o novo regime tributário. A nosso ver, a proposta tem aspectos positivos (por exemplo, uma maior progressividade no regime tributário), mas consideramos que a desoneração proposta pode se tornar uma estratégia arriscada em sua execução, diante da falta de contrapartidas em termos de redução de gastos, e diante de um difícil processo de consolidação fiscal no médio prazo.

O Congresso aprovou em 15 de julho a Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2022 (LDO), abrindo caminho para o recesso parlamentar (até agosto) e inaugurando o debate sobre o orçamento de 2022.

A lei estabelece uma meta de déficit primário de cerca de R\$170 bilhões para o governo central, o que será o nono ano consecutivo de déficit primário. Além disso, a Câmara aprovou no dia 14 de julho projeto de lei (PL 6726/16) que impõe norma constitucional que proíbe salários e benefícios no setor público acima do teto salarial da administração pública, encerrando assim os chamados “super-salários”. Como a proposta foi alterada, o Senado fará uma votação final sobre o projeto. A legislação implica uma economia fiscal de cerca de R\$3 bilhões por ano para o governo central. Embora exceções na proposta possam reduzir a economia final, acreditamos que foi uma sinalização positiva sob a ótica fiscal e social.

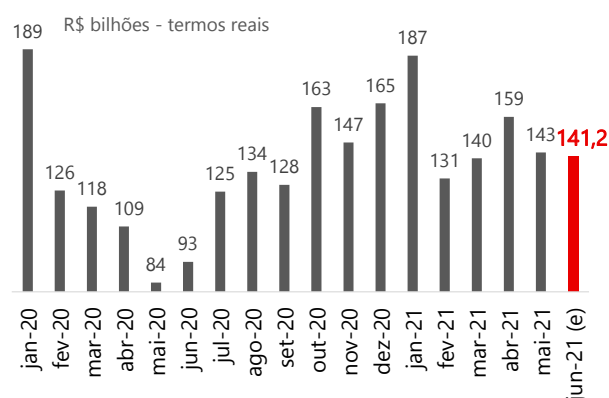
Na próxima semana, será divulgada a arrecadação federal de junho. Antecipamos o melhor resultado do mês na série ajustada pela inflação, totalizando R\$ 141,2 bilhões (ou + 51% a/a, em termos reais). Em 22 de julho, o Ministério da Economia publicará o Relatório Bimestral de Receitas e Despesas: esperamos melhores estimativas de receitas devido a projeções oficiais mais altas de inflação e crescimento do PIB.

Figura 5.A. – Impactos da proposta do imposto de renda

Impacto nas Receitas do Governo						
R\$ bilhões	Proposta Original do Governo			Relatório preliminar do relator		
Mudança em:	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
Pessoa Jurídica	0,9	18,4	19,5	-31,6	-15,4	-16,7
Pessoa Física	-12,6	-16,9	-17,5	-10,6	-14,9	-15,5
Investimentos	14,2	0,1	0,1	15,1	0,4	0,8
Total	2,5	1,6	2,1	-27,1	-30,0	-31,4

Fontes: Apresentação do relator, Receita Federal, Santander.

Figura 5.B. – Arrecadação federal - mensal



Fontes: Receita Federal, Santander.



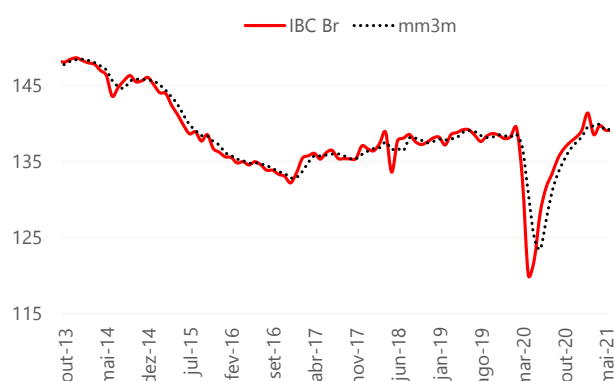
ATIVIDADE ECONÔMICA

Receita de serviços em linha com as expectativas em maio. A receita real do setor de serviços subiu 1,2% m/m-sa (+ 23,1% a/a), próximo ao consenso de mercado (+1,0%) e à nossa projeção (+1,3%), mesmo considerando uma revisão para cima no resultado de abril (de +0,7% para +1,3%). Apesar dos aumentos sequenciais, os números de abril e maio não foram suficientes para compensar totalmente a queda de março, mas colocam o índice em uma leitura 0,2% acima da marca pré-pandemia (fevereiro de 2020). Após a queda de março (-28,0% m/m-sa), os serviços às famílias tiveram o segundo mês consecutivo de forte crescimento (+9,4% em abril, +17,9% em maio), mas ainda insuficiente para retornar ao nível de fevereiro. Nosso índice proprietário IGet antecipou uma recuperação mais forte para este segmento em maio, uma vez que projetávamos um aumento de +27,7 m/m-sa, o que teria sido suficiente para devolver a queda de março (-28%). O IGet aponta desaceleração nos serviços às famílias em junho após forte resultado de maio, mas ainda com crescimento positivo (+1,4%), reflexo da flexibilização das medidas de distanciamento social e da retomada consistente da mobilidade. [Veja detalhes no link⁴.](#)

O IBC-Br decepcionou em maio, apesar dos números positivos na indústria, varejo e serviços. O BCB divulgou seu indicador mensal de atividade ampla de maio, fechando as divulgações de índices de atividade econômica no mês. O índice teve uma contração inesperada, queda de 0,4% m/m-sa (14,2% a/a), consideravelmente abaixo do consenso de mercado e da nossa projeção (ambos em +1,1% m/m-sa). A queda no índice de atividade do BCB ocorreu apesar dos resultados positivos na margem das três principais pesquisas de atividade econômica do IBGE em maio. O setor terciário apresentou forte expansão (serviços e vendas no varejo ampliados cresceram 1,2% e 3,8%, respectivamente), juntamente com a produção industrial (+1,4%). Avaliamos que o setor agrícola pode ter pesado sobre o IBC-Br, visto que revisões recentes enfraqueceram as perspectivas para a safra 2021, acompanhando os impactos da seca em importantes culturas de inverno, como a safrinha de milho. Além disso, a pesquisa de serviços do IBGE não capta segmentos importantes, como saúde e educação, que podem estar sofrendo mais os impactos da reabertura econômica, em comparação com outros segmentos. [Veja detalhes no link⁵.](#) **O resultado do IBC-Br de maio reforça a probabilidade de um fraco desempenho do PIB no 2T21, com nossa estimativa apontando para estabilidade sequencial (+12,6% a/a).** Para o ano de 2021, seguimos projetando +5,1%. Esperamos que o setor agrícola devolva parcialmente a forte contribuição positiva do 1T21, o que, juntamente com o fraco desempenho esperado para o setor industrial, o que deve pesar sobre a recuperação econômica no 2T21.

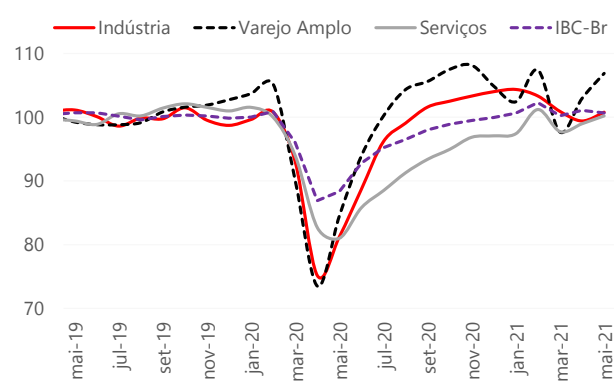
Para detalhes sobre o cenário de atividade do Santander, consulte nosso último [chartbook⁶](#).

Figura 6.A. – IBC-Br (sa, 2003=100)



Fontes: BCB, Santander.

Figura 6.B. – Atividade econômica (sa, jan-19=100)



Fontes: BCB, IBGE, Santander.

⁴ Santander Brazil Economic Activity - “Services in Line with Expectations in May”- (13/jul/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-130721>

⁵ Santander Brazil Economic Activity - “Broad Activity’s Negative May Surprise”- (14/jul/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-140721>

⁶ Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – Better Outlook Due to Mobility and Commodities” – (06/jul/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-jul21>



INFLAÇÃO

O IPCA-15 de julho será divulgado na sexta-feira, 23 de julho. Projetamos uma alta de 0,61% m/m, o que implica uma aceleração em base anual para +8,5% a/a (de +8,1% a/a em junho), marcando nova máxima desde 2016.

Comparando com o IPCA de junho (+0,53% m/m), esta leitura deve acelerar ligeiramente em termos mensais. A aceleração virá em grande parte da alta de 0,44% m/m em preços de serviços, com uma contribuição relevante de passagens aéreas (alta de 18,00% m/m). Este movimento seria suficiente para elevar a média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada (mm3m s.a.) de serviços para 3,7%, em torno do nível pré-pandemia. Mais importante, mesmo quando excluídos os efeitos de passagens aéreas e outros itens voláteis, estimamos que o núcleo de serviços subirá 0,39% m/m, compatível com uma aceleração para 5,3% em termos mm3m s.a. anualizados (ante 4,4% em junho). Este é um nível consideravelmente acima do período pré-pandemia. É importante ressaltar que a aceleração na inflação de serviços – e particularmente na sua medida de núcleo – é um sinal que choques primários podem estar se espalhando para os preços gerais, não diretamente relacionados aos choques. Além disso, é possível que essa tendência ganhe força, conforme a economia (e, em especial, o setor de serviços) reabra. De acordo com a última ata do Copom, o BCB está monitorando com particular atenção os preços de serviços, que poderão influenciar os próximos passos de política monetária.

Alimentação no domicílio deve subir 0,41% m/m no IPCA-15. Apesar de ser uma variação sazonalmente forte (a média de julho é mais próxima de 0,10% m/m), ela é suficiente para manter a inflação do grupo em torno de 8% em bases tendenciais anualizadas (mm3m s.a.) abaixo da variação de 12 meses, o que sinaliza desaceleração adiante. Preços administrados devem ter alta de 0,96% m/m, também contribuindo para a aceleração do IPCA-15. Energia elétrica será um dos principais responsáveis pela alta nos preços regulados, por conta do ajuste de custo na tarifa da bandeira vermelha 2. Finalmente, apesar de desacelerar em termos mensais, a alta de 0,58% m/m em bens industriais é sazonalmente elevada e suficiente para manter a tendência girando em torno de um patamar bastante alto: 12,00% mm3m s.a.

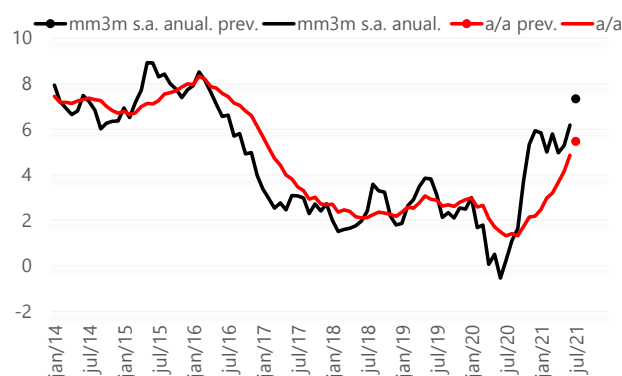
Quanto às medidas subjacentes, estimamos que o núcleo IPCA EX3 deverá subir +0,50% m/m, o que implica aceleração para 7,3% na métrica tendencial anualizada (mm3m s.a.). Este será o nono mês com tendência na margem girando acima de 5,3% (teto da meta inflacionária para 2021) – sugerindo riscos não-negligenciáveis de um espalhamento dos choques primários para os preços gerais.

Figura 7.A. – Detalhes da projeção do IPCA-15 (%)

	m/m		a/a	
	Santander	Contrib.	jun/21	jul/21
IPCA-15	0,61	0,61	8,1	8,5
Administrados	0,96	0,25	13,3	12,9
Livres	0,48	0,35	6,4	6,9
Alim. no dom.	0,41	0,06	14,5	15,2
Industriais	0,58	0,13	8,3	8,9
Serviços	0,44	0,16	2,2	2,7
Núcleo EX3	0,50	0,50	4,9	5,5

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 7.B. – Projeção do núcleo IPCA-15 EX3 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.



CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Oreng*	Head of Macro Research	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Jankiel Santos*	Economist – External Sector	jankiel.santos@santander.com.br	5511-3012-5726
Ítalo Franca*	Economist – Fiscal Policy	italo.franca@santander.com.br	5511-3553-5235
Daniel Karp Vasquez*	Economist – Inflation	daniel.karp@santander.com.br	5511-3553-9828
Tomas Urani*	Economist – Global Economics	tomas.urani@santander.com.br	5511-3553-9520
Lucas Maynard*	Economist – Economic Activity	lucas.maynard.da.silva@santander.com.br	5511-3553-7495
Felipe Kotinda*	Economist – Credit	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327
Raissa Freitas*	Business Manager	raifreitas@santander.com.br	5511-3553-7424

Global Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro. Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@santander.pl	48-22-534-1888
Juan Cerruti *	Senior Economist – Argentina	jcerruti@santander.com.ar	54 11 4341 1272
Ana Paula Vescovi*	Economist – Brazil	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Juan Pablo Cabrera*	Economist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778
Guillermo Aboumrad*	Economist – Mexico	gjaboumrad@santander.com.mx	5255-5257-8170
Piotr Bielski*	Economist – Poland	piotr.bielski@santander.pl	48-22-534-1888
Mike Moran	Head of Macro Research. US	mike.moran@santander.us	212-350-3500

Fixed Income Research

Juan Arranz*	Chief Rates & FX Strategist – Argentina	jarranz@santanderrio.com.ar	5411-4341-1065
Mauricio Oreng*	Senior Economist/Strategist – Brazil	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Juan Pablo Cabrera*	Chief Rates & FX Strategist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778

Equity Research

Miguel Machado*	Head Equity Research Americas	mmachado@santander.com.mx	5255 5269 2228
Alan Alanis*	Head. Mexico	aalanis@santander.com.mx	5552-5269-2103
Andres Soto*	Head. Andean	asoto@santander.us	212-407-0976
Claudia Benavente*	Head. Chile	claudia.benavente@santander.cl	562-2336-3361
Walter Chiarvesio*	Head. Argentina	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Mariana Cahen Margulies *	Head. Brazil	mmargulies@santander.com.br	5511 3553 1684

Electronic

Bloomberg
Reuters

SIEQ <GO>
Pages SISEMA through SISEMZ

This report has been prepared by Santander Investment Securities Inc. ("SIS"; SIS is a subsidiary of Santander Holdings USA, Inc. which is wholly owned by Banco Santander, S.A. "Santander"), on behalf of itself and its affiliates (collectively, Grupo Santander) and is provided for information purposes only. This document must not be considered as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any relevant securities (i.e., securities mentioned herein or of the same issuer and/or options, warrants, or rights with respect to or interests in any such securities). Any decision by the recipient to buy or to sell should be based on publicly available information on the related security and, where appropriate, should take into account the content of the related prospectus filed with and available from the entity governing the related market and the company issuing the security. This report is issued in Spain by Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment Bolsa"), and in the United Kingdom by Banco Santander, S.A., London Branch. Santander London is authorized by the Bank of Spain. This report is not being issued to private customers. SIS, Santander London and Santander Investment Bolsa are members of Grupo Santander.

ANALYST CERTIFICATION: The following analysts hereby certify that their views about the companies and their securities discussed in this report are accurately expressed, that their recommendations reflect solely and exclusively their personal opinions, and that such opinions were prepared in an independent and autonomous manner, including as regards the institution to which they are linked, and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report, since their compensation and the compensation system applying to Grupo Santander and any of its affiliates is not pegged to the pricing of any of the securities issued by the companies evaluated in the report, or to the income arising from the businesses and financial transactions carried out by Grupo Santander and any of its affiliates: Ana Paula Vescovi*.

*Employed by a non-US affiliate of Santander Investment Securities Inc. and not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules, and is not an associated person of the member firm, and, therefore, may not be subject to the FINRA Rule 2242 and Incorporated NYSE Rule 472 restrictions on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account.

The information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable, but, although all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading, we make no representation that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. All opinions and estimates included herein constitute our judgment as at the date of this report and are subject to change without notice.

Any U.S. recipient of this report (other than a registered broker-dealer or a bank acting in a broker-dealer capacity) that would like to effect any transaction in any security discussed herein should contact and place orders in the United States with SIS, which, without in any way limiting the foregoing, accepts responsibility (solely for purposes of and within the meaning of Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934) for this report and its dissemination in the United States.

© 2021 by Santander Investment Securities Inc. All Rights Reserved.





O presente material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não se configura um relatório de análise para os fins da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Ele tem como objetivo único de fornecer informações macroeconômicas e não constitui e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes públicas consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não é garantida a sua integridade, confiabilidade, completude ou exatidão dessas informações.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório material refletem única e exclusivamente nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente documento. O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste documento e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento e expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2021 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.