

VELOCIDADE DE CRUZEIRO?

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

- A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 16 de setembro cotada a R\$5,26/US\$, perda de 0,9% no período. Este foi o sexto pior desempenho em uma cesta com 32 das moedas mais negociadas no mundo. Incertezas no âmbito fiscal e político nos EUA, apreensão com a reunião do FOMC na próxima semana, além de turbulências no setor corporativo e dados de atividade econômica aquém do esperado na China favoreceram um clima de *risk-off* nos mercados (i.e., fuga de ativos de risco). No campo doméstico, as dúvidas acerca do orçamento de 2022 completam a lista de fatores que pesaram no desempenho da taxa cambial. Não obstante, em direção oposta, a curva de juros doméstica apresentou recuo de taxas e uma leve desinclinação, sob influências de declarações de membros do Copom indicando uma provável manutenção do ritmo de alta do juro básico na próxima reunião.
- Na quarta-feira (22 de setembro), o Banco Central (BCB) anuncia decisão de política monetária. Em linha com o consenso de mercado, esperamos nova alta de 100 p.b. na taxa Selic para 6,25% a.a.. No comunicado, o Copom deverá reafirmar a intenção de subir o juro na magnitude necessária para trazer a inflação de volta ao centro da meta (3,50%) em 2022. Projetamos Selic terminal no ciclo em 8,50% (em fevereiro de 2022), com riscos enviesados para cima.
- O índice de atividade ampla (IBC-Br) confirmou as expectativas de mercado de um bom crescimento sequencial, mostrando um saudável começo de 3T21, embora ainda insuficiente para compensar integralmente a queda gerada pelo recrudescimento da pandemia, em março. O resultado de julho implica um carregamento estatístico (*carryover*) de 1,0% para o 3T21, reforçando nossa visão de crescimento sequencial do PIB. Nosso *tracking* para o PIB do 3T21 é de +0,7% t/t.
- Para a próxima semana, a FGV publicará dados de confiança econômica para setembro, com a divulgação da confiança do consumidor prevista para sexta-feira (24 de setembro). De acordo com dados preliminares, o índice registrou uma acentuada queda de 8,8%, o pior resultado mensal desde o recrudescimento da pandemia em março.
- Para o IPCA-15 de setembro (a ser divulgado na sexta-feira, 24 de setembro), projetamos uma alta de 1,04% m/m (9,9% a/a). De forma geral, esta será uma outra divulgação inflacionária adversa, com nível e composição desfavoráveis.

*** **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 16 de setembro de 2021**

*** **Em caso de dúvida sobre termos citados neste relatório, consulte o glossário do Banco Central (BCB):**

<https://bit.ly/BCB-Glossario> e <https://bit.ly/BCB-Moedas>


Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (20/set - 24/set)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
EUA: Concessões de Alvarás (mil)	C.Bureau	ago/21	Ter, 21-set	1.598	1.635
EUA: Novas Construções (mil)	C.Bureau	ago/21	Ter, 21-set	1.550	1.534
China: Taxa de Juros (1 ano)	PBoC	set/21	Ter, 21-set	3,85	3,85
China: Taxa de Juros (5 anos)	PBoC	set/21	Ter, 21-set	4,65	4,65
EUA: Vendas Casas Existentes (mil/ano)	NAR	ago/21	Qua, 22-set	5,88	5,99
EUA: FOMC – Taxa de Juros (% lim. superior)	FED	set/21	Qua, 22-set	0,25	0,25
Z. Euro – PMI Industrial (pontos)	Markit	set/21(p)	Qui, 23-set	60,4	61,4
Z. Euro – PMI de Serviços (pontos)	Markit	set/21(p)	Qui, 23-set	58,5	59,0
EUA: Vendas Novas Casas (mil/ano)	C.Bureau	ago/21	Sex, 24-set	708	708

Fonte: Santander.


Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (20/set - 24/set)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Copom - Taxa Selic (%)	BCB	set/21	Qua, 22-set	6,25	5,25
4º Relatório Bimestral de Receitas e Desp.	STN	set/21	Qua, 22-set	--	--
Confiança do Consumidor (índice)	FGV	set/21	Sex, 24-set	--	81,8
IPCA-15 (% m/m)	IBGE	set/21	Sex, 24-set	1,04	0,89
IPCA-15 (% a/a)	IBGE	set/21	Sex, 24-set	9,95	9,3
Transações Correntes (US\$ bi)	BCB	ago/21	Sex, 24-set	2,6	-1,6
Investimento Direto (US\$ bi)	BCB	ago/21	Sex, 24-set	6,0	6,1
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	ago/21	20 a 27-set	145,2	171,3

Fonte: Santander.

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

¹ Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “Preocupações Inflacionárias” – (16/set/21) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-set21>


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

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

Fonte: Santander.



AMBIENTE INTERNACIONAL

Noticiário chinês voltou a preocupar os mercados. Do lado da pandemia, um surto de contaminação no sul do país fez as autoridades voltarem a adotar medidas restritivas, ainda que bastante localizadas, mas com receio de que chegue em outras regiões. Além disso, temores em torno de uma possível inadimplência de uma grande empresa ligada ao setor de construção civil provocou turbulência nos mercados, com dúvidas sobre a situação de balanços corporativos na segunda maior economia do mundo.

Nos EUA, as negociações em torno do novo pacote fiscal com gastos sociais no valor de US\$ 3,5 trilhões seguem evoluindo. Os democratas diminuíram as alíquotas sugeridas para os aumentos de impostos corporativos e de ganhos de capital, como forma de conquistar o apoio de membros da ala mais moderada do partido.

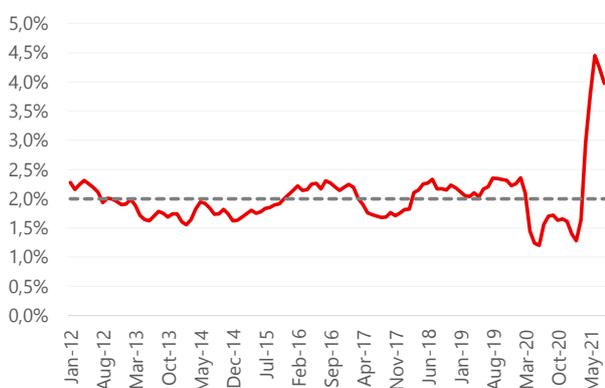
No calendário econômico, a semana contou com divulgações importantes nas principais economias.

Na China, os dados de atividade de agosto surpreenderam para baixo, refletindo os impactos da pandemia (variante Delta) no início do mês. O principal destaque ficou para o número de vendas no varejo, subindo 2,5% a/a, contra 8,5% no mês de julho. Nos EUA, foram divulgados os números de inflação (CPI) de agosto, que seguem corroborando com o cenário de enfraquecimento nas pressões inflacionárias. A inflação subjacente passou de 4,3% a/a em julho para 4,0% a/a em agosto, puxada para baixo pelos componentes mais voláteis, como carros usados e passagens aéreas, que estavam pressionando para cima nos meses anteriores em função do processo de reabertura econômica.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em queda. A curva de juros norte americana observou alta nos vértices mais longos e o dólar também se apreciou contra moedas de países de G10.

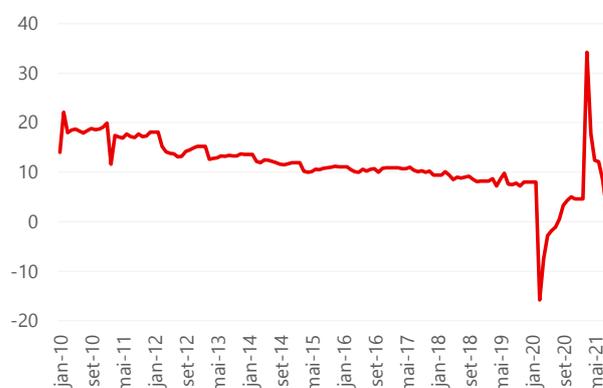
Na próxima semana, o foco dos mercados financeiros globais será na decisão de política monetária do banco central norte-americano (Federal Reserve). O comitê de política monetária (FOMC), deverá manter os juros inalterados, mas dará um passo a mais na direção do processo de redução no ritmo de compras de ativos (*tapering*), que deve se iniciar em dezembro. Em particular, as atenções se voltarão para as projeções de juros dos membros do FOMC (o chamado *dot plot*), que deverá sofrer alterações. Acreditamos que o FOMC ainda não deve sinalizar alta de juros para 2022, mas deve sinalizar pelo menos 3 altas em 2023 (contra 2 atualmente), e mais 3 altas para 2024, que entra no horizonte de projeção do Fed. Além disso, o mercado se atentará às projeções macroeconômicas do FOMC, que devem sofrer revisões altistas, principalmente do lado da inflação. A maior preocupação dos mercados com uma política monetária menos acomodatória nos EUA se refletiu na evolução dos preços dos ativos ao longo da semana.

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



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. – China: Vendas no Varejo (% a/a)



Fontes: Bloomberg, Santander.



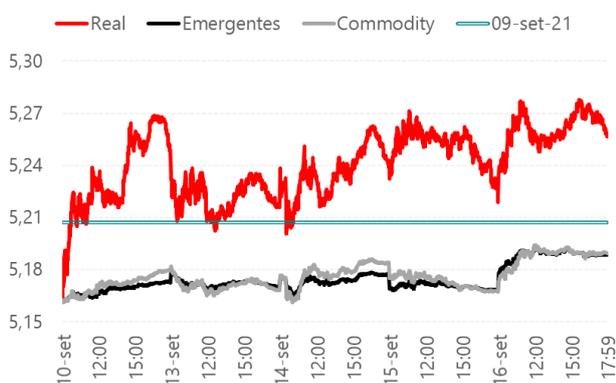
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

O real fechou a semana móvel encerrada em 16 de setembro cotado a R\$5,26/US\$ (queda de 0,9%), registrando o sexto pior desempenho um uma cesta com 32 das moedas mais negociadas no mundo. O desempenho reflete um noticiário adverso, tanto no âmbito doméstico quanto no internacional. Nos EUA, as complexas negociações quanto ao limite de endividamento, as discussões sobre o pacote de estímulos fiscais e mudanças nos impostos corporativos suscitaram dúvidas quanto aos desdobramentos fiscais e políticos na maior economia do mundo. Ademais, com a proximidade da reunião do FOMC (quarta-feira, 2 de setembro), intensificou-se o debate sobre os sinais que virão do banco central dos EUA, especialmente no que tange à trajetória dos juros nos próximos anos. A alta probabilidade de que o FOMC sinalize mais altas de juros no horizonte de projeção pesa sobre os ativos de risco. Além disso, dados de atividade aquém do esperado na China e preocupações acerca da solidez financeira do setor corporativo ressuscitaram temores quanto à desaceleração chinesa, que prejudicaria a recuperação econômica mundial. No lado doméstico, segue a espera por definições sobre o orçamento de 2022. Com este quadro, o real se aproximou do teto do intervalo no qual tem oscilado (entre R\$5,20/US\$ e R\$5,30/US\$). Avaliamos que estes temas seguirão como catalisadores importantes para o desempenho do real no médio prazo, independentemente da sólida posição externa da economia brasileira. Neste âmbito, a publicação do balanço de pagamentos de agosto (sexta-feira, 24 de setembro) reforçará esta percepção. Estimamos superávit de US\$ 2,6 bilhões em transações correntes e investimentos diretos no país de US\$ 6,0 bilhões. Porém, a solidez das contas externas não tem sido suficiente para um bom desempenho do real, já que os riscos fiscais seguem adicionando prêmio à taxa cambial.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

Após duas semanas de deslocamento altista na curva de juros nominal, a mesma observou um rali nesta semana, apresentando um padrão de *bull-steepening* (queda, e com menor inclinação). Desde a última quinta-feira (9 de setembro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) caiu 28 p.b. para 8,97%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) caiu 23 p.b. para 10,49%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento subiu 5 p.b., para 153 p.b. No segmento curto da curva, comunicações do BCB sugeriram que o ritmo de alta da Selic—atualmente em 100 p.b.—não deve acelerar para a reunião do Copom da semana que vem (veja detalhes na seção de Política Monetária). Como resultado, o mercado de opções reverteu o movimento das últimas semanas e a alta de 100 p.b. na Selic voltou a ter a maior probabilidade implícita, apreçada em 88% (ante 35% na última quinta-feira), enquanto a probabilidade da alta de 125 p.b. caiu para 9% (antes 37%) e a de 150 p.b. caiu para 1% (antes 24%). Na ponta longa, apesar de a percepção de incerteza quanto ao cenário de consolidação fiscal continuar alta, o mercado retirou um pouco do prêmio de risco que vinha sendo construído nas últimas semanas.

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

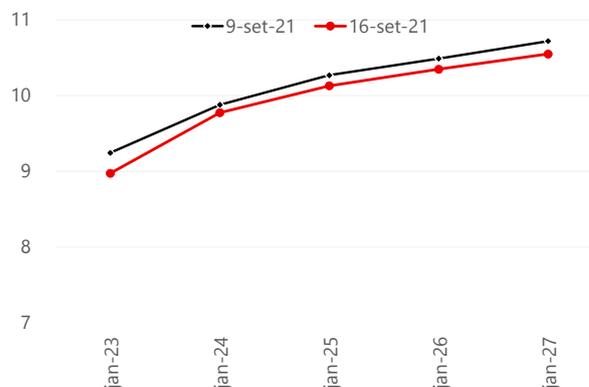


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 09/set.

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, 09/set.



COVID-19

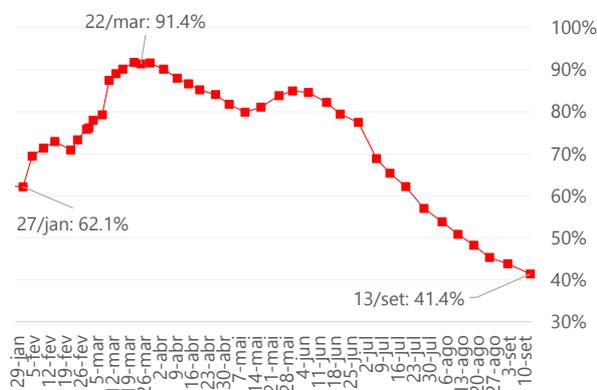
O ritmo de vacinação do Brasil manteve a média diária em torno de 1,5 milhão de doses até quinta-feira (16 de setembro). Esperamos que o ritmo de imunização se mantenha firme e em torno deste patamar ao longo do 2S21, uma vez que os estoques de vacinas permanecem elevados (70 milhões de doses) e o ritmo de entregas deve permanecer acima do ritmo de aplicação.

Com aproximadamente 35% da população totalmente imunizada, infecções e mortes aparentemente permanecem em níveis moderados, se desconsiderarmos a volatilidade dos dados causados pelo feriado da semana passada. Com base nos últimos dados disponíveis (13 de setembro), nossa *proxy*² para a taxa média nacional de ocupação de UTIs encontra-se em ~41%, o nível mais baixo da nossa série (iniciada em janeiro). Esse número se compara a um pico anterior de 92% (final de março). Dados do Ministério da Saúde mostram uma média móvel de 7 dias de ~16mil casos diários na quinta-feira (16 de setembro), queda de 14% em relação à semana anterior e 28% em relação a duas semanas antes. De acordo com fontes da imprensa, esse número pode ter sido distorcido para baixo devido a mudanças no banco de dados em estados com grande peso nas estatísticas. Quanto às vítimas fatais, a média móvel de 7 dias ficou em ~581, um aumento de 25% na semana anterior, mas uma queda de 7% em comparação a duas semanas atrás. Alguns desses números refletem distorções causadas pelo feriado da Independência de 7 de setembro.

A mobilidade urbana retornou aos níveis pré-pandêmicos no início de setembro. Nosso índice de *lockdown* atingiu -0,5 ponto em 05 de setembro, ultrapassando o patamar neutro pela primeira vez desde março de 2020. Este resultado decorre de aumentos substanciais de mobilidade nos segmentos de Estações de Trânsito, Varejo e Parques. O segmento Locais de Trabalho também apresenta uma elevada mobilidade, se situando em níveis acima do marco pré-crise desde junho. Mais recentemente, a mobilidade registrou um discreto recuo, com nosso índice atingindo 3,0 pontos (em 11 de setembro). Este resultado reflete o feriado de 7 de setembro, e deve ser revertido nos próximos dias. Esperamos que o índice de *lockdown* permaneça em níveis “normais” adiante, na medida em que a vacinação continue avançando.

Nosso índice de atividade começou setembro com expansão. Baseado em dados diários de consumo de energia, vendas de carros e mobilidade – o indicador iniciou o 3T21 em ritmo lento, com queda de 0,8% em julho, porém o resultado de agosto mostrou sólida expansão de 1,7%, mais do que compensando a queda do mês anterior. Considerando a média diária em setembro (até o dia 11 de setembro), calculamos expansão de 0,7%, posicionando o indicador em patamares apenas 2,2% abaixo de fevereiro de 2021 (antes do recrudescimento da pandemia no início deste 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 móvel de 7 dias)



Fontes: Google, Santander.

* Índice construído como uma média de segmentos selecionados do *Google Mobility Report* com escalas invertidas. Dados disponíveis até 11 de setembro, 2021.

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



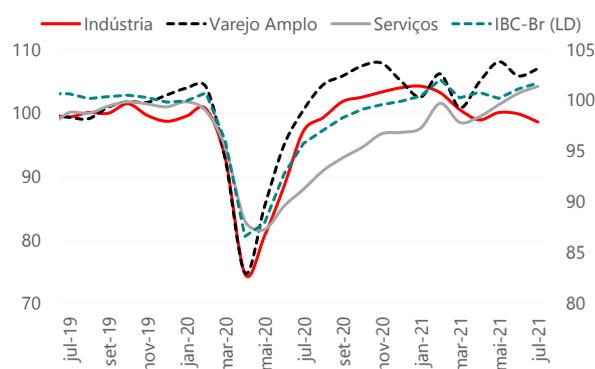
ATIVIDADE ECONÔMICA

A receita real dos serviços mostrou um começo positivo de 3T21. O índice geral subiu 1,1% m/m (+17,8% a/a), em linha com o consenso de mercado e nossa estimativa (ambos em 18% a/a) e registrando o quarto ganho consecutivo. Esse resultado reforça a compensação integral das perdas de março (-3,0%) e posiciona o índice 3,9% acima do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020). Entre os subsetores, os números não refletiram um crescimento generalizado. Os serviços às famílias foram o destaque, subindo 3,8% m/m (+76,3% a/a); no entanto, o segmento ainda mostra um *gap* de 23% em relação ao marco pré-crise. Os serviços profissionais cresceram discretamente (alta de 0,6%), enquanto os demais subsetores registraram resultados fracos. O resultado de julho marca um início positivo de trimestre para os segmentos de serviços mais cíclicos e implica um carregamento estatístico (*carryover*) de 2,9% para o 3T21. [Veja detalhes no link³.](#)

O IBC-Br de julho surpreendeu positivamente e marcou um positivo início de 3T21. O índice subiu 0,6% m/m, ligeiramente acima do consenso do mercado (+0,35%), mas com os números de junho sendo revisados para baixo. Apesar do crescimento sequencial, o resultado não foi suficiente para compensar integralmente a queda de março (-1,77%), ainda que a economia se posicione, de acordo com o IBC-Br, em um patamar 1,0% acima do marco pré-pandemia. Em nossa opinião, a alta de julho reflete os números positivos do setor terciário, mais do que compensando os fracos números da produção industrial e agrícola. Ademais, acreditamos que o resultado também pode refletir um desempenho positivo dos serviços menos cíclicos, como saúde e educação. Em termos trimestrais, o *carryover* deixado para o 3T21 é de 1,0% t/t (mas com o 2T21 revisado para -0,2% ante +0,1%), o que reforça nossa visão de crescimento sequencial do PIB neste período. Nosso *tracking* para o PIB do 3T21 é de +0,7% t/t (+5,1% a/a). [Veja detalhes no link⁴.](#)

Na próxima semana, a FGV divulgará dados de confiança econômica de setembro. O índice de confiança do consumidor está previsto para ser divulgado na sexta-feira (24 de setembro). O levantamento preliminar (com conjunto de informação disponível até 12 de setembro) apontou queda acentuada de 8,8%; se confirmado este resultado, será o pior resultado mensal desde o recrudescimento da pandemia em março (-12,6%).

Figura 5.A. – Indicadores de atividade (a.s., jan/2019=100)



Fontes: Santander.

Figura 5.B. – IBC-Br (a.s., 2003=100)



Fontes: Santander.

³ Santander Brazil Economic Activity - "Monthly Expansion Driven by Services to Families" – (14/set/2021) – Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-091421>

⁴ Santander Brazil Economic Activity - "IBC-Br Marks a Healthy Start to 3Q21" – (15/set/2021) – Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-091521>



INFLAÇÃO

Para o IPCA-15 de setembro (a ser divulgado na sexta-feira, 24 de setembro), projetamos um alta de 1,04% m/m, o que significa uma aceleração em termos anuais para 9,9% a/a (agosto: 9,3%). Este será um novo recorde altista desde 2016, com a tendência indicada pela média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s. anualizada) acelerando para 12,2% (antes 11,7%).

Na comparação com o IPCA-15 de agosto (0,89% m/m), esta leitura deve acelerar em termos mensais, principalmente por conta de serviços, que projetamos subir 0,68% m/m. Particularmente, passagens aéreas (item muito volátil) deve avançar 22,50% m/m ante uma queda de 10,9% m/m na leitura anterior, o que levará a inflação de serviços a alcançar 7,7% mm3m-a.s. anualizada (vindo de 6,7% em agosto). O núcleo de serviços deve desacelerar um pouco em termos tendenciais, mas ainda ficar no nível alto de 7,2% mm3m-a.s. anualizada (ante 7,9% em agosto). Adicionalmente, bens industriais devem acelerar em termos mensais para 1,00% m/m (de 0,92% no mês anterior), mantendo a tendência em nível desfavorável (12,0% mm3m-a.s. anualizada). O núcleo de bens industriais, por outro lado, pode desacelerar um pouco, passando para 9,4% mm3m-a.s. anualizado (ante 10,0% em agosto), nível ainda elevado. Alimentação no domicílio também deve acelerar em termos mensais para 1,41% m/m (1,29% em agosto) e a tendência deve acelerar para 21,0% mm3m-a.s. anualizado, voltando a um patamar acima da variação de 12 meses (15% a/a). Finalmente, preços administrados devem subir 1,36%, com a tendência permanecendo em torno de 14,0% mm3m-a.s. anualizada.

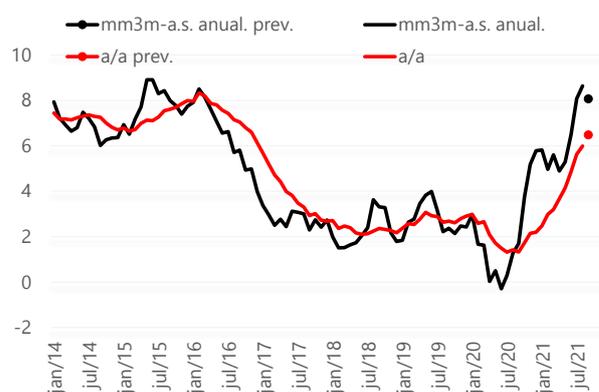
Por fim, quanto às medidas amplas de inflação subjacente, o núcleo EX3 deve subir em torno de 0,60% m/m, o que deve representar uma pequena desaceleração da tendência para 8,1% mm3m-a.s. anualizado (ante 8,6% do mês anterior). Este é o décimo segundo mês com o núcleo EX3 rodando acima da meta do BCB na métrica mm3m-a.s. anualizada (o centro da meta é 3,75% para 2021 e 3,50% para 2022). Este dado evidencia um espalhamento dos choques primários para os preços gerais. Em suma, antevemos uma leitura desfavorável do IPCA, com deterioração tanto do nível do índice cheio como da composição da inflação.

Figura 6.A. – Detalhes da projeção do IPCA-15 (%)

	m/m		a/a	
	set/21	Contrib.	ago/21	set/21
IPCA	1,04	1,04	9,3	9,9
Administrados	1,36	0,37	13,5	14,7
Livres	0,93	0,68	7,8	8,3
Alim. no dom.	1,41	0,21	16,0	15,4
Industriais	1,00	0,23	9,4	10,2
Serviços	0,68	0,24	3,8	4,4
Núcleo EX3	0,60	0,60	6,0	6,5

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 6.B. – Projeção do núcleo do IPCA-15 EX3 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

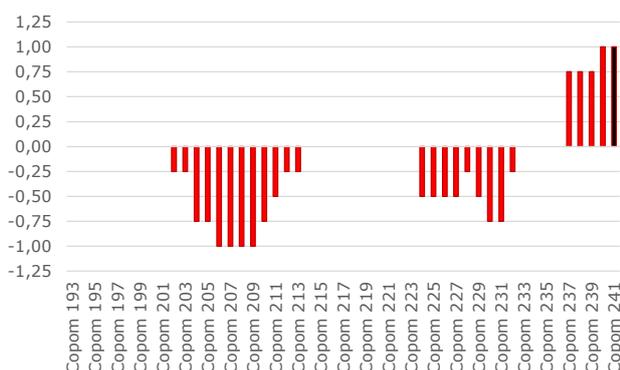


POLÍTICA MONETÁRIA

Na quarta-feira (22 de setembro), o BCB anuncia decisão de política monetária. Em linha com o consenso de mercado, esperamos nova alta de 100 p.b. na taxa Selic para 6,25% a.a.. No comunicado, o Copom deverá reafirmar a intenção de subir o juro na magnitude necessária para trazer a inflação de volta ao centro da meta (3,50%) em 2022.

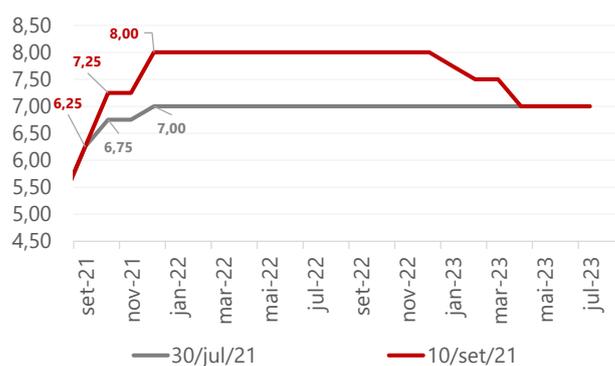
No último comunicado, o BCB já via como adequado um ciclo de aperto monetário levando a Selic acima do nível neutro (estimado em 6,50% pelo BCB). Na ata, o Copom indicou que “os riscos fiscais continuam implicando um viés de alta nas projeções”, o que justificava “uma trajetória para a política monetária mais contracionista do que a utilizada no cenário básico”. O cenário previa convergência do IPCA para o centro da meta (3,50%) em 2022, assumindo Selic terminal de 7%. Desde a última reunião, contudo, observamos uma deterioração adicional na inflação corrente e no cenário prospectivo. No caso da inflação corrente, dados recentes apontam para um espalhamento das pressões inflacionárias (ver seção Inflação acima), com a tendência anualizada das medidas subjacentes girando em torno de 7-8%. Pressões mais difundidas aumentam os riscos de maior inércia inflacionária no horizonte relevante. Sobre as expectativas de inflação, tanto as medianas das estimativas de analistas (Focus) quanto as medidas baseadas em preços de ativos (*break-even*, ou BEIRs) subiram desde a última reunião do Copom. Com base na pesquisa Focus de 10 de setembro, calculamos que a mediana das projeções para o IPCA 18 meses à frente ponderadas pelo calendário subiu 16 p.b. para 3,83% (ante meta ajustada de 3,44%). Embora este movimento reflita principalmente o salto nas estimativas de inflação para 2021, as estimativas para 2022 (horizonte mais relevante) aumentaram em 21 p.b. para 4,03%. Os BEIRs para 1 e 2 anos à frente saltaram cerca de 45 bps para ~4,8%. Em comunicações recentes, o BCB continuou a expressar seu compromisso de fazer o que for necessário para levar a inflação ao centro da meta no horizonte relevante (2022, hoje). É possível que boa parte do aperto adiante seja feito com velocidade constante. Em discurso recente, dirigentes do BCB mencionaram que, embora a taxa Selic irá para onde for necessário, isso não significa que a autoridade monetária irá sempre reagir aos dados de alta frequência. Nós (e o mercado) entendemos esta mensagem como uma indicação de que o BCB provavelmente está confortável, ao menos por ora, com o ciclo de aperto monetário (possivelmente) a uma “velocidade de cruzeiro” de 100 p.b. por reunião. Desta forma, a reação à deterioração recente das condições e projeções de inflação (observada entre reuniões do Copom) estará refletida basicamente no orçamento total para o ciclo de alta de juros. De acordo com cálculos preliminares (com base em publicações do BCB sobre as elasticidades dos modelos de inflação), acreditamos que a autoridade poderá sinalizar, através das projeções de IPCA, que uma Selic de 8,0-8,5% poderia ser suficiente para levar o IPCA a 3,5% no próximo ano. Mas dada a assimetria altista no balanço de riscos, isso pode significar que o plano de voo atual do BCB pode ser de encerrar o ciclo de aperto com Selic de 8,5-9,0%, caso o cenário evolua conforme o esperado. Isso seria relativamente em linha com nossa visão: antevemos taxa terminal de 8,50% (fevereiro de 2022), com três movimentos de 100 p.b. e um último de 25 p.b.. Mas ainda vemos riscos enviesados para cima.

Figure 7.A. – Mudanças Recentes na Taxa Selic (% a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figure 7.B. – Mediana de projeções para a Selic (% a.a., trajetória mensal)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.
Nota: Com base no relatório Focus do BCB.



CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Oreng*	Head of Macro Research	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Jankiel Santos*	Economist – External Sector	jankiel.santos@santander.com.br	5511-3012-5726
Ítalo Franca*	Economist – Fiscal Policy	italo.franca@santander.com.br	5511-3553-5235
Daniel Karp Vasquez*	Economist – Inflation	daniel.karp@santander.com.br	5511-3553-9828
Tomas Urani*	Economist – Global Economics	tomas.urani@santander.com.br	5511-3553-9520
Lucas Maynard*	Economist – Economic Activity	lucas.maynard.da.silva@santander.com.br	5511-3553-7495
Felipe Kotinda*	Economist – Commodities	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Fabiana Moreira*	Economist - Credit	fabiana.de.oliveira@santander.com.br	5511-3553-1325
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327

Global Macro Research

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

Fixed Income Research

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

Equity Research

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

Electronic

Bloomberg
Reuters

SIEQ <GO>
Pages SISEMA through SISEMZ

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

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

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

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

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

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





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

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

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

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

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