

E O RALI NOS ATIVOS BRASILEIROS CONTINUA...

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

- O real registrou o melhor desempenho entre as principais moedas na semana móvel encerrada em 17 de junho, sendo a única a se fortalecer frente ao dólar no período e atingindo o nível mais apreciado desde junho de 2020 (valorização de 1,0%, cotada a R\$5,01/US\$). O desempenho contrastou com a surpresa *hawkish* vista na reunião do FOMC e com o noticiário relativamente desfavorável para os preços de *commodities* nos últimos dias. Consideramos que a manutenção da percepção favorável do mercado quanto ao panorama fiscal e o tom mais duro apresentado no comunicado pós-decisão do Copom estiveram por trás do movimento do real. Estes fatores também ajudam a explicar o *bear-flattening* da estrutura a termo da taxa de juros no mesmo período, com as taxas nominais apresentando a menor inclinação desde março de 2020.
- O Copom elevou novamente a taxa básica Selic em 75 pontos-base (para 4,25% a.a.), decisão amplamente alinhada com a expectativa do mercado. O tom do comunicado mostra que o Banco Central (BCB) responde à deterioração das perspectivas para a inflação de forma adequada e equilibrada. Agora, o BCB sinaliza uma normalização monetária total (ou seja, a Selic em alta até 6,5% a.a.), deixando porta aberta para uma retirada ainda mais rápida dos estímulos caso as expectativas se deterioresem adicionalmente. Seguimos projetando taxa Selic terminal de 7,0% a.a. no 1T22.
- Novas infecções e mortes por COVID-19 permanecem teimosamente altas. Apesar disto, o ritmo de vacinação voltou a aumentar, atingiu a marca de um milhão por dia (nosso cenário base) e esperamos mais aceleração nas próximas semanas. Enquanto isto, a projeção oficial para entrega de vacinas em julho foi revisada de 35 milhões para 42 milhões de doses.
- No dia 15 de junho, divulgamos relatório no qual exploramos o impacto da pandemia nas contas públicas e os choques de preços recentes (inflação e termos de troca mais elevados). Além disto, apresentamos nossas projeções fiscais e a sensibilidade do cenário com relação aos parâmetros macroeconômicos. Em nossa opinião, o choque pandêmico resultou em retrocesso de quatro anos em termos de consolidação fiscal.
- O índice de atividade ampla do BCB (IBC-Br) surpreendeu negativamente em abril, com uma expansão de 0,4% m/m-sa, bem abaixo do consenso (1,3%) e da nossa projeção (0,8%). Este resultado deixou a economia em níveis 0,2% acima do patamar pré-crise. Apesar do ganho mensal, a alta foi insuficiente para compensar a queda de março. Acreditamos que este fraco início de trimestre reforça a probabilidade de um número mais modesto para o crescimento do PIB no 2T21.
- Na próxima semana, a FGV divulgará os primeiros dados consolidados de confiança econômica para junho. O índice do consumidor será divulgado na quinta-feira (24 de junho), enquanto o índice da construção civil estará disponível na sexta-feira (25 de junho).
- Esperamos que o IPCA-15 de junho suba 0,82% m/m (divulgação na sexta-feira, 25 de junho), o que implica aceleração interanual de +7,3% a/a em maio para +8,1% a/a, o maior patamar desde 2016. Assim, caso nossa projeção seja confirmada, a inflação interanual continuará se distanciando do limite superior da meta do BCB para 2021.
- Nossas estimativas indicam que o balanço de pagamentos de maio – a ser divulgado no dia 25 de junho – seguirá sinalizando solidez das contas externas, favorecidas pelo choque favorável nos termos de troca.


Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (20/jun - 25/jun)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Taxa de Juros (1 ano)	PBoC	jun/21	Dom, 20-jun	3,85	3,85
China: Taxa de Juros (5 anos)	PBoC	jun/21	Dom, 20-jun	4,65	4,65
Z. Euro: PMI Industrial (pontos)	Markit	jun/21	Qua, 23-jun	62,1	63,1
Z. Euro: PMI Serviços (pontos)	Markit	jun/21	Qua, 23-jun	57,9	55,2
Z. Euro: PMI Geral (pontos)	Markit	jun/21	Qua, 23-jun	58,5	57,1
EUA: PMI Industrial (pontos)	Markit	jun/21	Qua, 23-jun	61,5	62,1
EUA: PMI Serviços (pontos)	Markit	jun/21	Qua, 23-jun	69,9	70,4
EUA: PMI Geral (pontos)	Markit	jun/21	Qua, 23-jun	--	68,7
EUA: Vendas de novas casas (USD mil)	C.Bureau	mai/21	Qua, 23-jun	875	863
EUA: Encomendas de Bens Duráveis (% m/m)	C.Bureau	mai/21	Qui, 24-jun	3,0	-1,3
EUA: Pedidos de Bens de Capitais (% m/m)	USCB	mai/21	Qui, 24-jun	0,7	2,2
EUA: Envios de Bens de Capitais (% m/m)	USCB	mai/21	Qui, 24-jun	0,7	0,9
EUA: Renda Pessoal (% m/m)	BEA	mai/21	Sex, 25-jun	-2,8	-13,1
EUA: Gasto Pessoal (% m/m)	BEA	mai/21	Sex, 25-jun	0,3	0,5
EUA: Deflator núcleo do PCE (% m/m)	BEA	mai/21	Sex, 25-jun	0,7	0,7
EUA: Deflator núcleo do PCE (% a/a)	BEA	mai/21	Sex, 25-jun	3,5	3,1

Fonte: Santander.

Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (20/jun - 25/jun)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Ata do Copom	BCB	--	Ter, 22-jun	--	--
Confiança do Consumidor (índice)	FGV	jun/21	Qui, 24-jun	--	76,2
Relatório Trimestral de Inflação	BCB	2T21	Qui, 24-jun	--	--
Confiança da Construção (índice)	FGV	jun/21	Sex, 25-jun	--	87,2
IPCA-15 (% m/m)	IBGE	jun/21	Sex, 25-jun	0,82	0,44
IPCA-15 (% a/a)	IBGE	jun/21	Sex, 25-jun	8,1	7,27
Transações Correntes (US\$ bi)	BCB	mai/21	Sex, 25-jun	4,6	5,7
Investimento Direto no País (US\$ bi)	BCB	mai/21	Sex, 25-jun	2,5	3,5
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	mai/21	21 a 25-jun	139,7	156,8

Fonte: Santander.

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

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



AMBIENTE INTERNACIONAL

O Banco Central norte-americano (Fed) surpreendeu os mercados na sua decisão de política monetária ao sinalizar duas altas de juros para 2023. A sinalização anterior era de que não haveria nenhuma alta até, pelo menos, 2024 e as expectativas para esta decisão eram de que haveria uma sinalização de, no máximo, uma alta para 2023. As projeções de inflação dos membros do Fed também foram revisadas para cima, principalmente em 2021 e destacaram riscos de alta. No seu discurso após o evento, o presidente do Fed, Jerome Powell, adotou um tom mais otimista quanto ao controle da pandemia e com a recuperação econômica, destacando que houve progresso, embora ainda estejam distantes dos seus objetivos.

A surpresa na decisão gerou volatilidade nos preços de ativos, promovendo, principalmente, fortalecimento do dólar tanto contra moedas de países desenvolvidos quanto contra moedas de emergentes.

Outro aspecto que também favoreceu o fortalecimento do dólar global foi o governo chinês mostrando preocupação com os preços de *commodities* novamente, sinalizando que poderão começar a usar os estoques que possui, o que provocou quedas importantes nos preços.

No calendário econômico, além da decisão do Fed, foram divulgados os números de vendas no varejo de maio nos EUA, que surpreenderam negativamente, refletindo uma mudança nos gastos das famílias no processo de reabertura da economia (menores gastos com bens e mais com serviços). Na China, os números de atividade de maio voltaram a desacelerar, com nova surpresa negativa nos dados de vendas no varejo principalmente, mostrando um certo arrefecimento na economia após uma recuperação acelerada.

Na próxima semana, serão divulgados os PMIs da área do Euro, no qual o indicador de serviços deve seguir acelerando diante do processo de reabertura das economias. Nos EUA, o foco estará no número de PCE de maio, que ganhou ainda mais importância diante da maior preocupação do Fed com o quadro inflacionário.

Nos mercados financeiros globais, o cenário foi misto nas principais bolsas de valores, com o S&P encerrando a semana com leve queda, mas com alta nas bolsas europeias. O dólar global se fortaleceu tanto contra moedas de países de G10 como contra moedas emergentes, e a curva de juros norte-americana teve alta tanto na parte curta como nos vencimentos mais longos.

“À medida que a reabertura continua, as mudanças na demanda podem ser grandes e rápidas, e gargalos, dificuldades de contratação e outras restrições podem seguir limitando a velocidade de ajuste da oferta, aumentando a possibilidade de que a inflação venha a ser maior e mais persistente do que esperamos.” – Jerome Powell (Presidente do Fed)



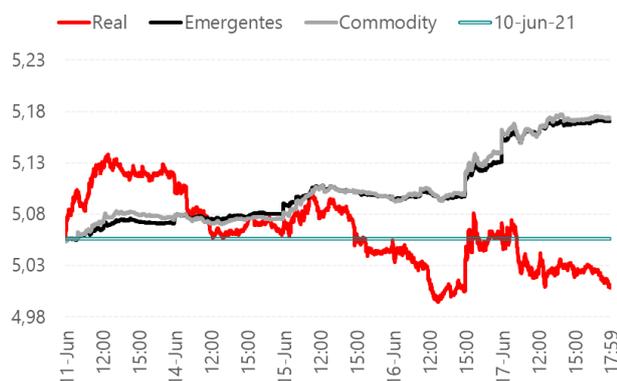
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

O real foi a única moeda dentre as principais que “sobreviveu” à surpresa *hawkish* do FOMC e atingiu o patamar mais apreciado desde junho de 2020. Em nossa opinião, isto foi por causa do tom mais duro da autoridade monetária brasileira e do menor risco fiscal (percebido). A projeção de altas de juros mais precoces dispostas no mapa de pontos do FOMC na última quarta-feira surpreendeu completamente, pois a expectativa geral era a de manutenção de abordagem mais *dovish*. Assim, o dólar ganhou força frente a todas as moedas na semana móvel encerrada em 17 de junho, com exceção do real. Além de sobreviver à novidade *hawkish* do FOMC, o real também superou o noticiário relativamente negativo para *commodities* advindo das ações chinesas para limitar a tendência ascendente de seus preços – que tem gerado pressão inflacionária por lá – e das divulgações de dados chineses de atividade abaixo do esperado – que poderão se transformar em demanda mais fraca por *commodities* no futuro. A taxa de câmbio encerrou o período cotada a R\$5,01/US\$, com valorização de 1,0%. Avaliamos que a manutenção de visões relativamente favoráveis quanto ao panorama fiscal contribuiu para o desempenho – com revisões altistas para crescimento do PIB e da arrecadação de tributos, juntamente com revisões baixistas para endividamento do governo. Porém, em nossa opinião, a maior influência para valorização do real foi o tom mais duro adotado pelo Copom – detalhes na seção de Política Monetária. Em nossa opinião, a política monetária favorecerá o real no curto prazo, mas as incertezas fiscais que ainda pairam no horizonte deverão limitar a valorização no médio prazo.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

Dada a tendência altista e de achatamento (*bear-flattening*) observada nos últimos dias, a inclinação da curva de juros nominais caiu para o nível mais baixo desde o início da pandemia. Desde a última quinta-feira (10 de junho), a ponta curta (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2022) subiu 26 p.b., para 5,57%, enquanto a ponta longa (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) aumentou 13 p.b., para 8,55%. Com isto, a inclinação da curva neste segmento recuou 13 p.b., atingindo a marca de 299 p.b. – o maior achatamento desde 19 de março de 2020. A ponta de curto prazo se moveu para cima, sendo mais recentemente influenciada por um tom relativamente *hawkish* (menos acomodatório) do comunicado do Copom, sinalizando aceleração na retirada de estímulos pelo BCB (ver detalhes na seção de Política Monetária). No ponta de longo prazo, as pressões altistas nos juros dos títulos do Tesouro dos EUA (*U.S. Treasuries*) mais longos, em conjunto com os impactos dos sinais do BCB, foram provavelmente amortecidos por conjecturas de mercado ainda otimistas sobre as perspectivas para a política fiscal. Embora parte do mercado deva manter provavelmente uma visão mais construtiva pelos próximos meses, seguimos identificando um elevado nível de incerteza quanto à capacidade do país de acelerar o crescimento potencial e aumentar o saldo primário estrutural para estabilizar a dívida do governo no médio e longo prazo. Logo, se as reformas macroeconômicas não se acelerarem nos próximos meses, não descartamos a chance de que o sentimento de mercado possa piorar à medida que nos aproximemos do final do ano, o que poderia levar a uma recomposição de boa parte do prêmio recentemente corroído na parte longa da curva de juros local.

Figura 2.A. – R\$/US\$ - Cotações intradiária

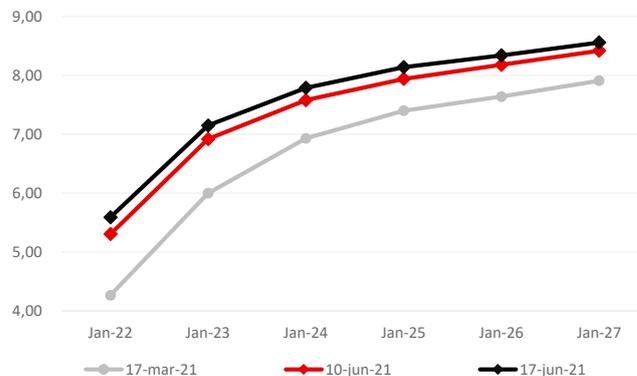


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 17/jun.

Nota 2: Para as demais moedas, usamos a cotação do dólar no Brasil como um “número índice”.

Figura 2.B. – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 17/jun.



COVID-19

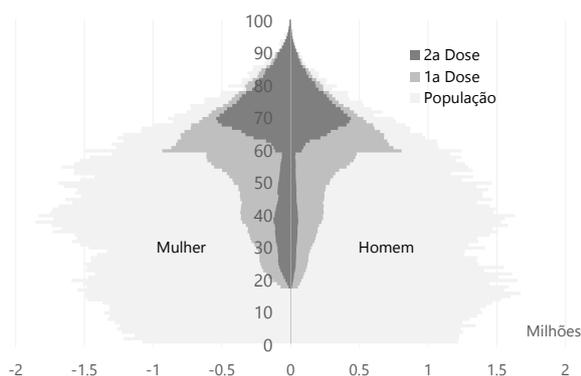
O ritmo de vacinação no Brasil aumenta para quase um milhão por dia. Como os estados brasileiros anteciparam o calendário de vacinação para o público em geral, esperamos que o ritmo de vacinação se mantenha acima do nosso cenário base de um milhão de doses administradas por dia. Apoiando nossa visão está o estoque de vacinas atualmente disponíveis (35 milhões de doses), bem como o fato de que o ritmo de entregas de vacinas estar acima do ritmo de aplicação. Em paralelo, a projeção oficial do governo revisou o número de entregas em julho para 42 milhões de doses (de 35 milhões). Até quarta-feira (16 de junho), 83 milhões de doses (de 117 milhões entregues) haviam sido aplicadas no país, com o ritmo de vacinação em 923 mil por dia (média móvel de sete dias).

Novas infecções e mortes por COVID-19 permanecem teimosamente altas. A taxa de ocupação da UTI está acima de 90% em nove estados, um aumento em relação a oito na semana passada (18 estados na pior fase). Dados do Ministério da Saúde mostraram uma média de 72,2 mil novos casos diários (média móvel de 7 dias) na quarta-feira (16 de junho), um aumento de 25,6% em relação à semana anterior, enquanto as mortes diárias (média móvel de 7 dias) totalizaram 2.025, alta 20% na mesma comparação. [Veja detalhes no link².](#)

A mobilidade continua melhorando, mas em ritmo mais lento. Após iniciar o trimestre em patamares elevados e próximos a junho de 2020 (40 pontos, média de 7 dias), nosso índice de *lockdown* (baseado no *Google Mobility Report*) apresentou tendência consistente de queda nos últimos meses, atingindo 11,5 pontos (10 de junho). A melhora decorreu principalmente do aumento da mobilidade nos segmentos Local de Trabalho (que já se encontra em patamares pré-pandemia) e Estações de Trânsito, o que sugere uma estreita ligação com a atividade econômica, sugerindo alguma melhora na perspectiva para o 2T21.

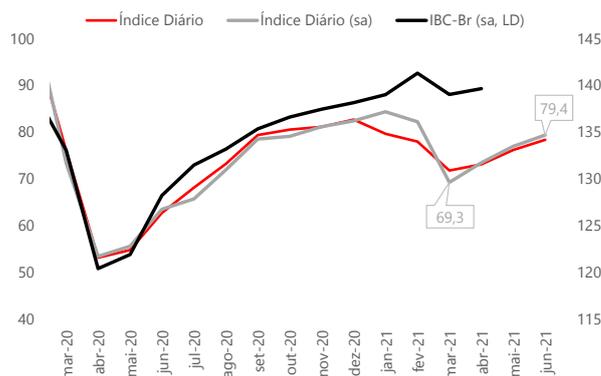
Nosso índice de atividade diária continua melhorando ao longo do 2T21. O índice - baseado em dados diários de consumo de energia, venda de carros e mobilidade - vem apresentando melhora desde o início do 2T21, apresentando tendência de alta nos últimos meses. Em bases mensais, após ajuste sazonal, o índice cresceu 6,1% e 4,7% em abril e maio respectivamente. Considerando os dados disponíveis (até 10 de junho), o indicador mostra crescimento de 3,1% em junho, ainda insuficiente para compensar integralmente a queda de março (-15,7%) e posicionando o índice em níveis ainda 3,5% abaixo de fevereiro-21.

Figura 3.A. – Vacinação por idade e gênero (14 de junho de 2021)



Fontes: PNAD, dataSUS, @eliaskrainki, Santander.

Figura 3.B. – Índice diário de atividade em base mensal* (fev/20=100)



Fontes: Google, Fenabrave, Apple, ONS e Santander.

* Dados disponíveis até 10 de junho de 2021. Ajuste sazonal feito com fatores sazonais do IBC-Br.



POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

Em 15 de junho publicamos um relatório no qual exploramos a evolução das contas públicas, passando pelo efeito da pandemia ao choque favorável de preços (inflação e termos de troca), bem como discutindo as suas perspectivas. Em nossa opinião, o choque pandêmico resultou em um retrocesso de quatro anos em termos de consolidação fiscal. [Veja detalhes no link³.](#)

Para as contas fiscais, o atual choque inflacionário mais persistente e intenso, somado com a melhora nos termos de troca, reduziram a percepção de risco fiscal no curto prazo. Esses choques de preços estão afetando diretamente as contas fiscais, resultando em uma queda na relação dívida-PIB, enquanto também eleva a receita nos níveis federal e regional. No entanto, na nossa visão, ainda há vários desafios com relação ao cumprimento das regras fiscais e uma maior pressão para novos gastos à frente. Por meio de um deflator do PIB mais elevado, o impacto da inflação sobre o PIB nominal “eliminou” o risco de que a relação dívida-PIB atinja 100% do PIB, o que é considerado pelo mercado um sinal de alerta. Em nosso *tracking*, a dívida bruta caiu 8 pp, de cerca de 90% do PIB para 82% do PIB. Porém, o impacto do choque inflacionário no deflator do PIB responde diretamente por 65% da melhora do indicador fiscal. Além disso, considerando um maior efeito da inflação sobre a receita nossa projeção para o déficit primário do setor público passou para -1,9% do PIB em 2021 de -3,0% do PIB, conforme nossa última revisão de cenário. Além disso, estimamos que a receita líquida da União aumentará 0,1 pp do PIB ao ano, devido ao choque positivo relacionado aos termos de troca, dependendo do impacto e da duração do *boom* das *commodities*.

Adicionalmente, como acreditamos que a inflação convergirá para o centro da meta apenas em 2023, o cumprimento da regra do teto de gastos até 2026 ficou mais factível do que era anteriormente, devido ao indexador de correção do teto mais alto. Dessa forma, uma consequência importante do choque inflacionário em 2020-2021 é que o teto de gastos perdeu parte de seu poder de ancoragem. A regra fiscal segue uma condição necessária, mas não suficiente, para garantir uma consolidação fiscal consistente. Isso se torna ainda mais evidente se as condições favoráveis, como termos de troca mais altos, convergência da inflação para a meta e taxas de juros neutras mais baixas, não forem mais mantidas. Em uma simulação do teto de gastos comparando os cenários de reajustes pela inflação (meta vs. realizado e nossas projeções) durante o período 2017-2026, os gastos sujeitos à regra fiscal deverão ficar cerca de 3,1% maiores (cerca de R\$470 bilhões em termos nominais). Desse montante, projetamos que 88% ocorra no período de 2022-26, o que significa mais espaço para novos gastos pela frente. Diante disso, acreditamos que a regra fiscal está perdendo seu propósito inicial: tornar os gastos mais eficientes por meio de reformas estruturais, ao invés de gerar novos aumentos na carga tributária. Acreditamos que o choque inflacionário deve dar algum tempo para o país buscar um ajuste mais estrutural em suas contas fiscais, mas isso dependerá da duração do *boom* das *commodities* e de outros fatores extraordinários. No entanto, essas medidas não afetam a tendência da dívida líquida - e um declínio do indicador é essencial para alcançar a sustentabilidade fiscal de longo prazo.

Figura 4.A. – Limite máx. do teto de gastos



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

Figura 4.B. – Simulação de superávit primário: quando?

		Crescimento do PIB			
		1,0%	1,5%	2,5%	3,0%
Elasticidade: PIB-receitas	0,9	2038	2032	2029	2027
	1	2031	2028	2027	2026
	1,1	2028	2027	2026	2025
	1,2	2027	2026	2025	2024
	1,3	2026	2025	2024	2024

Premissas: deflator do PIB: 4,0% após 2023; Receita líquida do 2º relatório bimestral do governo; Cenário de despesas do Santander.

Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

³ Santander Brazil Fiscal – “Fiscal Accounts: Pandemic Impact, Price Shock Contribution, and Outlook” – (15/jun/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-special-fiscal-061521>



ATIVIDADE ECONÔMICA

O indicador de atividade ampla do BCB (IBC-Br) surpreendeu negativamente em abril. O índice subiu 0,4% m/m-sa (15,9% a/a), consideravelmente abaixo do consenso de mercado (1,3%) e em linha com a nossa projeção (0,8%), posicionando a economia em níveis 0,2% acima do marco pré-crise. Entre os setores, a alta reflete as surpresas positivas do setor terciário, com serviços e vendas no varejo ampliando subindo 0,7% e 3,8%, respectivamente, porém contida pela queda da produção industrial (-1,3%). Apesar da expansão, o crescimento não foi suficiente para compensar o recuo de março (-1,6%), e deixou um carregamento estatístico (*carryover*) de -0,1% para o 2T21. Acreditamos que este resultado reforça a probabilidade de um resultado modesto para o PIB do 2T21, em linha com nosso *tracking* de -0,3% t/t-sa (+12% a/a) e +4,8% para 2021.

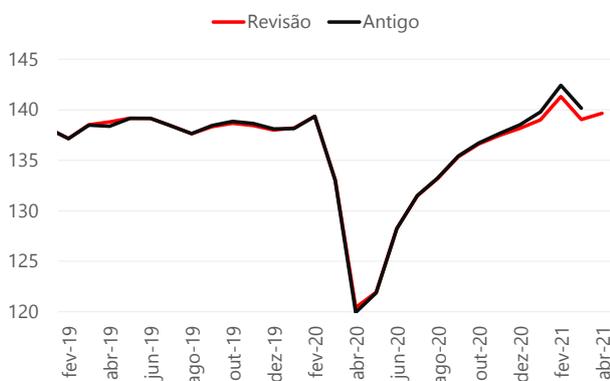
Veja detalhes no link⁴.

Os serviços às famílias parecem continuar se recuperando em junho, à medida que a mobilidade aumenta. De acordo com a prévia do nosso indicador proprietário (IGet Serviços), os serviços às famílias devem subir pelo terceiro mês consecutivo, após o recuo de março. Com base no IGet, nosso *tracking* para este segmento é de 1,7% m/m-sa (98,6% a/a). Vale dizer que os serviços às famílias são altamente correlacionados com o segmento de Outros Serviços (cerca de 10% do PIB), que ainda segue em patamares bastante deprimidos. Veja detalhes no link⁵.

A confiança do empresariado aumenta em junho. De acordo com a prévia da pesquisa de confiança da FGV, o índice de confiança do empresariado cresceu 4,7% em junho, superando o marco neutro de 100 pontos e atingindo o maior nível desde 2013. Os números de junho apontam crescimento trimestral de 6,2%, compensando integralmente os 3,4% recuo visto no 1T21. Entre os setores, o índice do consumidor subiu 7,7%, provavelmente reflexo da nova rodada do auxílio emergencial; em termos trimestrais, o índice encerrou o 2T21 com alta de 4,0%, ainda insuficiente para devolver integralmente a queda do primeiro trimestre (-8,5%). Quanto ao setor industrial, o índice cresceu 2,8%, insuficiente para evitar uma contração trimestral (-2,7%). Este resultado pode refletir um aumento na demanda de bens, mas contido pelo comprometimento da capacidade de oferta em meio à escassez generalizada de insumos na indústria.

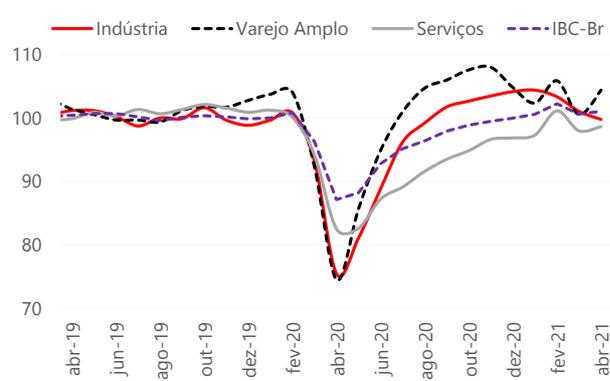
Para a próxima semana, a FGV divulgará os primeiros dados consolidados de confiança econômica para junho. O índice do consumidor será divulgado na quinta-feira (24 de junho), enquanto o índice da construção civil estará disponível na sexta-feira (25 de junho). Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último *chartbook*⁶.

Figura 5.A. – Índice amplo de atividade (sa, 2003=100)



Fontes: Banco Central, Santander.

Figura 5.B. – Decomposição da atividade econômica (sa, jan/19=100)



Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

⁴ Santander Brazil Economic Activity - “Weak Start of 2Q21 for Broad Activity” – (14/jun/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-Econact-IBC-140621>

⁵ Santander Brazil Economic Activity - “Serviços Seguem Mostrando Crescimento” – (17/jun/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGETser-previa-jun-21>

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



INFLAÇÃO

Esperamos que o IPCA-15 de junho (a ser divulgado na sexta-feira, 25 de junho) suba 0,82% m/m, o que implica uma aceleração anual para +8,1% a/a (de +7,3% a/a em maio), o maior patamar desde 2016.

Preços administrados devem subir 1,8% m/m, uma desaceleração mensal se comparada ao IPCA de maio, por conta de inflação menor em energia elétrica e gasolina. Bens industriais também devem desacelerar em termos mensais comparado com o IPCA de maio, mas a variação de 0,98% que projetamos ainda é consideravelmente alta em termos sazonais que deve levar a média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada (mm3m s.a.) a acelerar para o alto nível de 11,4%. No campo positivo, os preços de serviços devem ter uma alta moderada, de 0,15% m/m – compatível com a mm3m s.a. em torno de 1,8%, um nível baixo; porém também compatível com o núcleo da inflação de serviços em 3,7% mm3m s.a., um nível não tão baixo assim. Finalmente, esperamos que alimentação no domicílio suba 0,35% m/m, em linha com a sazonalidade histórica, mas não o suficiente para manter a média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada em queda.

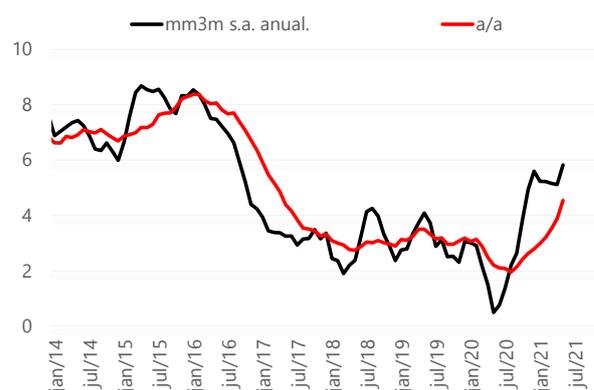
Quanto às medidas subjacentes, estimamos que o núcleo IPCA EX3 deverá subir +0,44% m/m, equivalente a uma ligeira aceleração de +5,0% para +5,2% na métrica mm3m s.a. Este é um nível persistentemente alto – se estivermos certos, será o oitavo mês com tendência na margem girando entre 4,8% e 5,9% (a meta do BC para o IPCA cheio é 3,75% para 2021 e 3,50% para 2022) – sugerindo riscos não-negligenciáveis de um espalhamento dos choques primários para os preços gerais.

Figura 6.A. – Detalhes do resultado do IPCA (%)

	m/m		a/a	
	Santander	Contrib.	mai/21	jun/21
IPCA	0,82	0,82	7,3	8,1
Administrados	1,8	0,47	11,3	13,3
Livres	0,47	0,35	5,9	6,3
Alim. no dom.	0,35	0,05	15	14,7
Industriais	1,05	0,24	7,4	8,3
Serviços	0,15	0,05	1,6	2,0
Núcleo EX3	0,44	0,44	4,1	4,7

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 6.B. – Média dos núcleos IPCA (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.



POLÍTICA MONETÁRIA

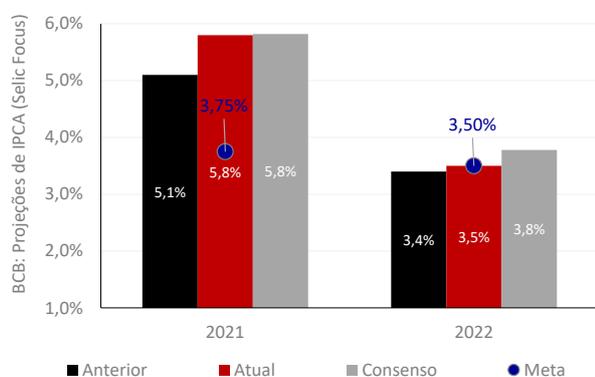
O Copom novamente elevou a taxa básica Selic em 75 pontos-base (para 4,25% a.a.), decisão amplamente alinhada com a expectativa do mercado.

O tom do comunicado mostra que o banco central está respondendo à deterioração das perspectivas para a inflação de forma equilibrada e adequada. Uma das principais indicações do comunicado foi a mudança no plano de voo do BCB: se em reuniões anteriores a autoridade sinalizava uma “normalização parcial” da taxa básica de juros, agora o BCB indica que, neste momento (ou seja, condicionado às perspectivas e riscos para a inflação), “o cenário básico do Copom indica ser apropriada a normalização da taxa de juros para patamar considerado neutro”. A justificativa para o tom mais elevado é a necessidade de se conter “a disseminação dos atuais choques temporários sobre a inflação”. A decisão do Copom de buscar normalização plena (ou neutralização) da postura de política monetária espelha os resultados das simulações de inflação do BCB. Pelos modelos, com taxa de câmbio partindo de R\$/US\$ 5,05 (e evoluindo junto com a PPC, paridade de poder de compra), uma trajetória de alta da Selic para 6,25% no final de 2021 e 6,50% no final de 2022 produziria uma desinflação para o centro da meta de 3,5% no horizonte relevante de política, 2022 (a projeção anterior era 3,4%). Isso seguiria uma inflação de 5,8% neste ano (anteriormente: 5,1%), superando o teto da banda de 2021 (5,25%).

Outro elemento importante no *guidance* de política monetária é que a autoridade projeta para a próxima reunião “a continuação do processo de normalização monetária com outro ajuste da mesma magnitude”, também condicionado às perspectivas e riscos. A autoridade ainda deixou espaço para uma ação mais firme (talvez já na próxima reunião), com o BC sinalizando que “uma deterioração das expectativas de inflação para o horizonte relevante pode exigir uma redução mais tempestiva dos estímulos monetários”. Por ora, uma outra alta da Selic de 75 pontos-base (para 5,00%) deve ocorrer na reunião do Copom de 3 a 4 de agosto, mas o BCB parece não descartar um movimento de 100 pontos-base a depender da evolução das projeções do IPCA para 2022. Mas esse ritmo mais acelerado de normalização também poderia ser implementado com novos aumentos de 75 pontos-base após a reunião de agosto. A ata do Copom (terça-feira, 22 de junho) pode lançar mais luz sobre esse debate. Na próxima semana, também vale a pena observar as discussões relevantes para a política do BCB nos boxes do relatório de inflação do 2T21 (quinta-feira, 24 de junho).

Nosso cenário projeta juro básico de 6,50% ao final deste ano, com uma Selic terminal de 7,00% no 1T22. Embora nossa projeção seja consistente com uma premissa de taxa de juros neutra de cerca de 4% em termos reais, nossa estimativa para a Selic terminal também pode se materializar se o BCB concluir adiante que uma postura ligeiramente restritiva será necessária para trazer a inflação de volta para o centro da meta em 2022 (possibilidade essa que vemos em ascensão recentemente).

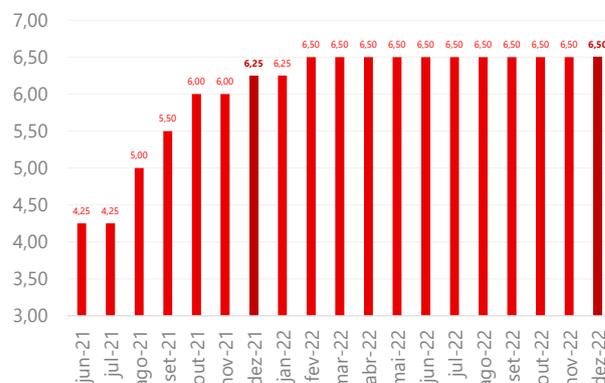
Figura 7.A. – Projeções do BCB para o IPCA



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Assume taxa cambial de 5,05 e PPC posteriormente; Selic Focus.

Figura 7.B. – Consenso para taxa Selic



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Com base no relatório Focus de 11 de junho de 2021.



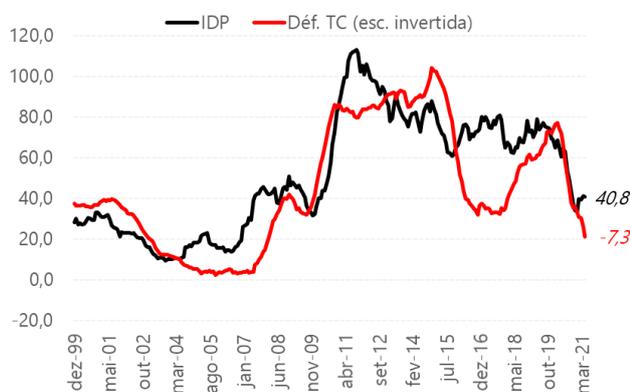
BALANÇO DE PAGAMENTOS

Avaliamos que os dados do balanço de pagamentos que serão publicados na próxima sexta-feira (25 de junho) reforçarão nossa percepção de solidez das contas externas brasileiras.

As transações correntes brasileiras deverão ter registrado superávit de US\$4,6 bilhões em maio de 2021, frente ao déficit de US\$0,5 bilhão observado há um ano. Se confirmado, o resultado significará que o déficit acumulado em 12 meses terá recuado de US\$12,4 bilhões em abril para US\$7,3 bilhões no mês passado. Estimamos que este desempenho tenha acontecido na esteira da manutenção dos preços de *commodities* em patamar favorável – impulsionando o saldo comercial – em conjunto a despesas reprimidas com serviços e baixas remessas de lucros e dividendos para os padrões históricos. Esperamos que esta dinâmica também prevaleça nos próximos meses, o que deverá levar as transações correntes a encerrar 2021 com um superávit de US\$4,9 bilhões frente ao déficit de US\$24,1 bilhões registrado em 2020. [Veja detalhes no link⁷.](#)

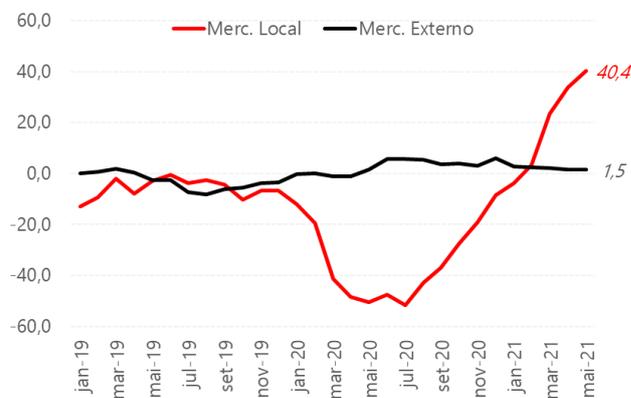
Reconhecemos que as recentes surpresas positivas com a atividade econômica no 1T21 e a (eventual) aceleração no processo de imunização no país poderão se traduzir em retomada mais célere da economia brasileira e, conseqüentemente, gerar volume maior de importações, gastos com serviços e remessas de lucros no futuro. Neste caso, a melhora que projetamos para o saldo das transações correntes poderá ser mais tímido. Por outro lado, avaliamos que este cenário também deverá significar fluxos financeiros mais vultosos derivados de perspectivas mais construtivas tanto para investimentos diretos no país quanto para aquisição de ativos financeiros domésticos por estrangeiros. Aliás, estimamos que estas rubricas tenham registrado entradas líquidas no mês passado (US\$2,5 bilhões e US\$4,5 bilhões, respectivamente). Portanto, mesmo sob um ambiente menos auspicioso para o saldo em transações correntes, avaliamos que os fundamentos do balanço de pagamentos brasileiro deverão seguir encorajadores por bastante tempo.

Figura 8.A. – Déficit em Transações Correntes versus Investimento Direto no País (US\$ bilhões, últ. 12M)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 8.B. – Investimento Estrangeiro em Carteira (US\$ bilhões, últ. 12M)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

⁷ Santander Brasil – Cenário Macroeconômico: “Estímulo Monetário Deve Se Encerrar Em Breve” – 20 de maio, 2021- Disponível no link: <http://bit.ly/Std-revcenario-mai21>



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.



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

