

Ana Paula Vescovi\* e  
Equipe de Macroeconomia  
[anavescovi@santander.com.br](mailto:anavescovi@santander.com.br)  
+5511 3553 8567

## UMA SEMANA REPLETA DE EVENTOS MACRO

- A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 23 de setembro cotada a R\$5,30/US\$, registrando desvalorização de 0,9%. Desta forma, o real mostrou o quinto pior desempenho dentre uma cesta com as 32 moedas mais negociadas no mundo. O resultado foi influenciado pelo noticiário internacional, em meio a preocupações com o setor imobiliário chinês e um tom *hawkish* do FOMC. A curva de juros observou um *bull-flattening*, com os vencimentos de curto prazo recuando com menores expectativas de um ritmo mais célere de aperto monetário no curto prazo.
- O Copom novamente elevou a taxa básica Selic em 100 pontos-base, para 6,25%, em decisão alinhada com as expectativas de mercado. Por ora, dadas as simulações de inflação e o balanço de riscos enviesado para cima, nos parece possível concluir que o plano de voo atual pode considerar uma taxa Selic terminal de 9% (ou levemente acima) no fim do ciclo. A ata dessa reunião do Copom será divulgada na terça-feira (28 de setembro) e o relatório de inflação do 3T21 será publicado na quinta-feira (30 de setembro): estas são ocasiões para o BCB eventualmente (re-)calibrar as expectativas.
- O IPCA-15 de setembro variou 1,14% m/m (10,05% a/a), acima do consenso de mercado (1,03%) e de nossa projeção (1,04%). Em particular, a tendência dos núcleos ficou em 8,8% mm3m-a.s. anualizado e o índice de difusão em 70,3%, perto da máxima histórica vista em 2015-2016. Esta leitura reforça o cenário desfavorável para inflação no curto prazo.
- De acordo com números preliminares, o IGet Serviços (nosso indicador proprietário, baseado em transações com cartões de crédito e débito) ficou praticamente estável em setembro, após forte queda observada em agosto. Nosso *tracking* para o indicador mensal de serviços às famílias do IBGE aponta para um crescimento de 0,4% m/m. Esperamos contribuições positivas do setor de serviços para o crescimento sequencial do PIB, à medida que a mobilidade retorne à "normalidade".
- Na próxima semana serão divulgados dados do mercado de trabalho. Na terça-feira (28 de setembro), o Ministério do Trabalho divulgará o CAGED de agosto: esperamos uma desaceleração da criação líquida de empregos para +255 mil a.s. (+322 mil em julho). Na quinta-feira (30 de setembro), o IBGE divulgará a PNAD de julho: esperamos que a taxa de desemprego fique em 13,6% a.s. (13,9% em junho). A FGV divulgará indicadores de confiança econômica referentes a setembro.
- A arrecadação federal seguiu em recuperação em agosto, mas com sinais de arrefecimento. O governo divulgou nova revisão das projeções orçamentárias para 2021, mostrando menor déficit primário (1,6% do PIB). Sobre a questão dos precatórios, um possível acordo entre o Congresso e o Ministério da Economia para limitar os pagamentos em 2022 esteve no centro das atenções esta semana. A próxima semana é repleta de publicações de política fiscal de agosto, com o relatório da dívida federal e o resultado do primário do setor público.
- As transações correntes registraram superávit de US\$ 1,7 bilhão em agosto, aquém da nossa estimativa (US\$ 2,6 bilhões), mas sem alterar nossa visão de uma sólida posição externa brasileira. Avaliamos que o superávit comercial de setembro (sexta-feira, primeiro de outubro) de US\$ 4,2 bilhões reforçará a percepção de que o comércio exterior manterá um reduzido déficit em transações correntes.

\*\*\* **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 23 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 (27/set - 01/out)**

<b>Indicadores / Eventos</b>	<b>Fonte</b>	<b>Referência</b>	<b>Data</b>	<b>Consenso</b>	<b>Anterior</b>
China: Lucros da Indústria (% a/a)	NBS	ago/21	Seg, 27-set	--	16,4
EUA: Pedidos de Bens de Capitais (% m/m)	USCB	ago/21(p)	Seg, 27-set	0,3	0,1
China: PMI Serviços Oficial (pontos)	NBS	set/21	Qua, 29-set	50,8	47,5
<b>China: PMI Industrial Oficial (pontos)</b>	<b>NBS</b>	<b>set/21</b>	<b>Qua, 29-set</b>	<b>50,2</b>	<b>50,1</b>
China: Sondagem PMI Industrial (pontos)	Caixin	set/21	Qua, 29-set	49,5	49,2
Z. Euro: Taxa de Desemprego (%PEA)	Eurostat	ago/21	Qui, 30-set	7,5	7,6
EUA: Gasto Pessoal (% m/m)	BEA	ago/21	Sex, 01-out	0,6	0,3
<b>EUA: Deflator PCE núcleo (% a/a)</b>	<b>BEA</b>	<b>ago/21</b>	<b>Sex, 01-out</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
<b>EUA: ISM Industrial (pontos)</b>	<b>ISM</b>	<b>set/21</b>	<b>Sex, 01-out</b>	<b>59,5</b>	<b>59,9</b>
<b>Z. Euro: Núcleo CPI (%a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>set/21(p)</b>	<b>Sex, 01-out</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>

Fonte: Santander.


**Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (27/set - 01/out)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Confiança da Construção (índice)	FGV	set/21	Seg, 27-set	--	101,2
Relatório Mensal da Dívida	STN	ago/21	Seg, 27-set	--	5,4
Relatório de Crédito Bancário	BCB	ago/21	Seg, 27-set	--	--
<b>Empregos Formais (milhares)</b>	<b>CAGED</b>	<b>ago/21</b>	<b>Ter, 28-set</b>	<b>340</b>	<b>317</b>
<b>Empregos Formais (milhares, a.s.)</b>	<b>CAGED</b>	<b>ago/21</b>	<b>Ter, 28-set</b>	<b>255</b>	<b>322</b>
Confiança da Indústria (índice)	FGV	set/21	Ter, 28-set	--	107
<b>Ata do Copom</b>	<b>BCB</b>	<b>--</b>	<b>Ter, 28-set</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
Confiança dos Serviços (índice)	FGV	set/21	Qua, 29-set	--	99,3
Confiança do Comércio (índice)	FGV	set/21	Qua, 29-set	--	100,9
Resultado Primário – Gov. Central (R\$ bi)	STN	ago/21	Ter, 28-set	-9,7	-19,8
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	ago/21	Qui, 30-set	-2,0	-10,3
Dívida Líquida - Setor Público (% PIB)	BCB	ago/21	Qui, 30-set	60,0	60,3
IGP-M (% m/m)	FGV	set/21	Qui, 30-set	--	0,66
IGP-M (% a/a)	FGV	set/21	Qui, 30-set	--	31,12
<b>Relatório Trimestral de Inflação</b>	<b>BCB</b>	<b>3T21</b>	<b>Qui, 30-set</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
<b>Taxa de Desemprego (% PEA)</b>	<b>IBGE</b>	<b>set/21</b>	<b>Qui, 30-set</b>	<b>13,8</b>	<b>14,1</b>
<b>Taxa de Desemprego (% PEA, a.s.)</b>	<b>IBGE</b>	<b>set/21</b>	<b>Qui, 30-set</b>	<b>13,6</b>	<b>13,9</b>
Balança Comercial (US\$ bi)	SECINT	set/21	Sex, 01-out	4,2	7,7
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	set/21	Sex, 01-out	--	172,8

Fonte: Santander.

**Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão de cenário<sup>1</sup>.**

<sup>1</sup> 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

**O Banco Central norte-americano (Federal Reserve) voltou a surpreender os mercados nesta quarta-feira, com uma sinalização menos acomodatória de política monetária.** O comitê de política monetária (FOMC) indicou que, se a economia evoluir conforme os membros esperam, pretendem iniciar o processo de redução no ritmo de compras de ativos (*tapering*) ainda este ano, conforme era antecipado pelo mercado. Porém, surpreendeu ao indicar que o processo pode se dar de uma forma mais acelerada, afirmando que pretende encerrá-lo em meados de 2022. Em seu discurso, o presidente do Fed, Jerome Powell, afirmou acreditar que as condições para iniciar o processo de *tapering* já foram alcançadas. Outra surpresa foi na trajetória de juros indicada pelos membros do FOMC no gráfico de pontos (*dot plot*). Nela, 9 dos 18 membros esperam pelo menos uma alta de juros já em 2022. Na reunião de junho, apenas 7 membros esperavam alta de juros em 2022. A mediana projeta mais 3 altas de juros em 2023 e outras 3 altas em 2024.

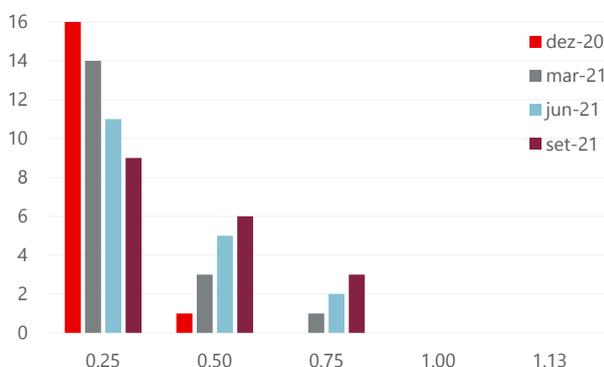
**Na China, seguem os ruídos em torno do risco de solvência de uma das maiores incorporadoras do país.** O governo chinês não parece disposto a intervir diretamente na questão, mas deve agir para evitar que a situação contamine outras empresas do mesmo setor, e de outros setores da economia. Portanto, analistas de mercado acreditam que a situação não deve causar maiores riscos sistêmicos, do ponto de vista de estabilidade financeira (local e global).

**No calendário econômico, além da decisão de política monetária nos EUA, tivemos a divulgação dos números da sondagem PMI de setembro na área do Euro.** A atividade industrial seguiu desacelerando, com o número caindo de 61,4 em agosto para 58,7 em setembro. Já o dado de serviço caiu de 59,0 para 56,1. Ambos os indicadores seguem em níveis elevados, mas condizentes com o cenário de acomodação (em parte, até natural nesta fase do ciclo) da atividade ao longo do 2S21.

**Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas tiveram performances mistas, com queda principalmente nas norte-americanas.** A curva de juros norte-americana teve alta em todos os vértices, em particular nos mais longos (*bear steepening*), e o dólar ficou estável - embora com muita volatilidade - frente as moedas de países de G10.

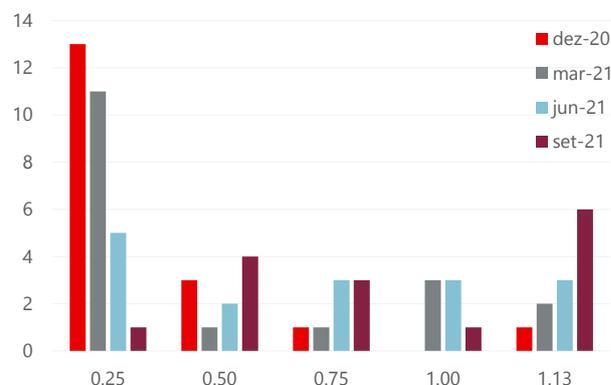
**Na próxima semana teremos divulgações importantes lá fora, com destaque para o número de inflação (PCE) e o ISM industrial, ambos de setembro, nos EUA.** Também serão divulgados o PMI industrial da China e de inflação na área do Euro, ambos referentes ao mês de setembro.

Figura 2.A. – EUA: número de altas de juros esperadas por membros do FOMC para 2022



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. – EUA: número de altas de juros esperadas por membros do FOMC para 2023



Fontes: Bloomberg, Santander.



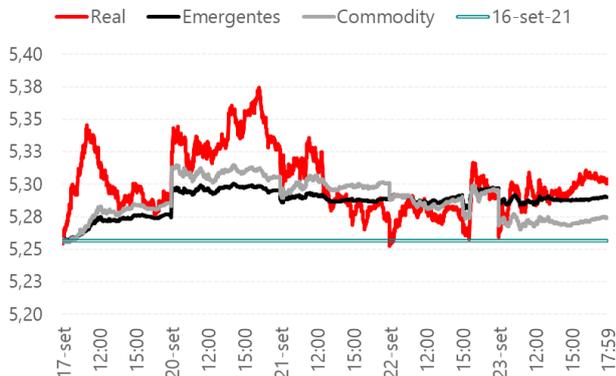
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 23 de setembro cotada a R\$5,30/US\$ (desvalorização de 0,9%), cravando o quinto pior desempenho na cesta das 32 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, o resultado foi causado majoritariamente pelo noticiário internacional adverso. A incerteza com relação à solvência de companhias do setor imobiliário chinês suscitou temor quanto à estabilidade financeira na China (e seus possíveis impactos em escala global). Adicionalmente, a reunião do FOMC na última quarta-feira terminou com uma sinalização mais *hawkish* (i.e. mais contracionista) do que os mercados esperavam, já que a autoridade monetária sinalizou maior apoio entre seus membros para elevação de juros em 2022 (*dot plot*) e indicou intenção de implementar uma redução mais célere dos estímulos monetários via programa de compra de ativos (*tapering*). Esta combinação de notícias foi desfavorável aos ativos de risco e a taxa de câmbio não foi exceção.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominal teve um deslocamento para baixo pela segunda semana seguida, desta vez com um padrão de *bull-flattening* (queda na inclinação). Desde a última quinta-feira (16 de setembro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) caiu 4 p.b. para 8,94%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) caiu 17 p.b. para 10,38%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento caiu 13 p.b., para 145 p.b. No segmento curto da curva, o mercado parece ter interpretado a decisão/comunicado do Copom como um sinal de chances reduzidas de uma aceleração no processo de aperto monetário (veja detalhes na seção de Política Monetária). 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

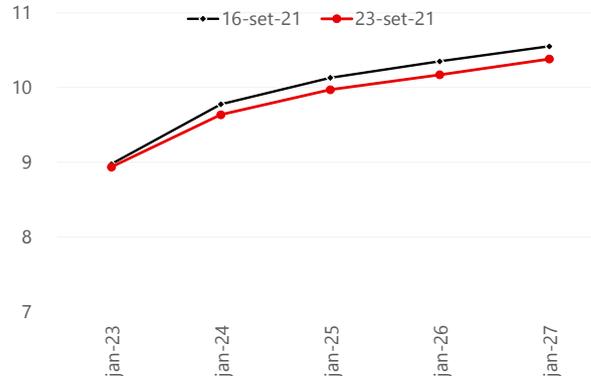


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 23/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, 23/set.



## COVID-19

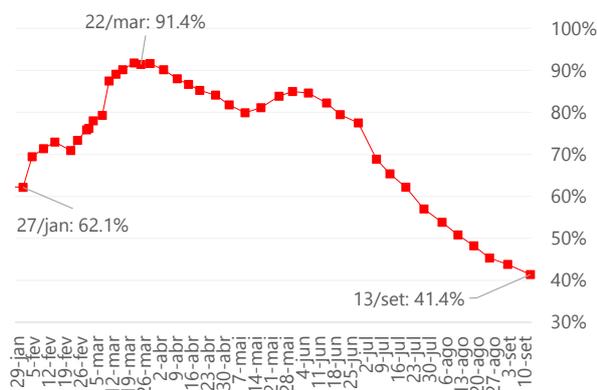
**O ritmo de vacinação do Brasil diminuiu ligeiramente, com uma média diária de 1,4 milhão de doses até quarta-feira (22 de setembro).** Esperamos que o ritmo de imunização se mantenha firme e em torno desse patamar ao longo do 2S21, uma vez que os estoques de vacinas permanecem altos e o ritmo de entregas deve permanecer acima do ritmo de aplicação.

**Com aproximadamente 37% da população totalmente imunizada, as infecções e mortes aparentemente permanecem em níveis moderados, apesar de um ajuste grande no fim de semana.** Autoridades de saúde do Estado do Rio de Janeiro notificaram um acúmulo de casos (92 mil), sendo 40% desses referentes a 2020. Ainda que os demais casos sejam de 2021, a autoridade reforçou que a revisão dos dados não altera o atual cenário epidemiológico no estado. Dados do Ministério da Saúde mostram uma média móvel de 7 dias de ~35 mil casos diários na quinta-feira (23 de setembro), um aumento de 133% em relação à semana anterior e de 101% em relação às duas semanas anteriores (refletindo a revisão na série de casos). Quanto às vítimas fatais, a média móvel de 7 dias ficou em ~531, uma queda de 10% em relação à semana anterior, mas um aumento de 13% em comparação com duas semanas antes.

**A mobilidade urbana mostra recuperação e retorna aos níveis pré-pandemia.** Os dados de setembro até agora indicam um retorno virtual da mobilidade urbana às leituras pré-pandêmicas, com o nosso índice de *lockdown* agora se movendo para 0,5 ponto (em 17 de setembro de 2021) ante 3,0 pontos (em 11 de setembro de 2011) na semana anterior. Este movimento decorre principalmente de um sólido aumento da mobilidade no segmento de Estações de Trânsito, com os segmentos de Varejo e Parques ainda apresentando alguma ociosidade em relação ao nível pré-crise. O segmento Locais de Trabalho continua apresentando uma elevada mobilidade, se situando em níveis acima do marco pré-crise desde junho. Esperamos que o índice de *lockdown* permaneça em níveis “normais” adiante, na medida em que a vacinação continue avançando.

**Nosso índice de atividade diária parece ter ganhado ritmo em setembro.** 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 17 de setembro), calculamos uma forte expansão de 4,1%, compensando integralmente as perdas de março e posicionando o índice 1,1% acima dos níveis 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 17 de setembro, 2021.



## POLÍTICA MONETÁRIA

**O Copom novamente elevou a taxa básica Selic em 100 pontos-base, para 6,25%, em decisão alinhada com as expectativas de mercado. Estas últimas convergiram para esse resultado após comentários de membros do Copom na semana passada, que ajudaram a conter expectativas de aceleração do ciclo de aperto monetário nesta reunião.**

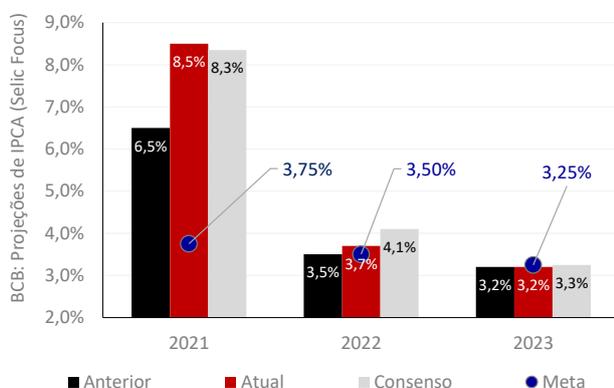
Em nossa opinião, o ritmo de aumento de juros de 100 p.b. por reunião pode ser a nova velocidade de cruzeiro no plano de voo atual do Banco Central (BCB). No comunicado, o Copom indica que “no atual estágio do ciclo de elevação de juros, esse ritmo de ajuste é o mais adequado para garantir a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante e, simultaneamente, permitir que o Comitê obtenha mais informações sobre o estado da economia e o grau de persistência dos choques”.

A última parte desta frase sinaliza que o orçamento total do ciclo pode ser a variável de ajuste caso as condições econômicas e inflacionárias surpreendam o cenário do BCB. De fato, o Copom reafirmou a mensagem de que, ao menos por ora, “o cenário básico e o balanço de riscos do Copom indicam ser apropriado que o ciclo de aperto monetário avance no território contracionista [i.e., acima de 6,50%]”.

Embora a mensagem atual do BCB não indique necessariamente um determinado ponto específico esperado para o fim do ciclo de aumento de juros (como foi sinalizado em ocasiões anteriores), entendemos que o plano de voo do Copom poderia considerar uma taxa Selic terminal de 9% ou ligeiramente acima. De acordo com os modelos de inflação do BCB, com o câmbio partindo de 5,25 (e seguindo com a PPC), e trajetória de alta da Selic (projetada pelo mercado) para 8,25% ao final de 2021 e 8,50% ao final de 2022 (alta de 25 p.b. em fevereiro de 2022) produziria uma desinflação importante, saindo de um patamar de 8,5% em 2021 (antes: 6,5%; teto da meta: 5,25%) em direção a 3,7% no principal horizonte de política monetária (2022) . Esta projeção se elevou em 0,2 p.p. desde a última reunião, e agora supera a meta central (3,5%).

Em nossa opinião, apenas uma brusca mudança de cenário poderia levar o Banco Central a alterar a velocidade atual de alta de juros no curto prazo, com a autoridade dando sinais de que esse ritmo é visto como suficientemente rápido, neste momento. A variável de ajuste para eventuais surpresas no cenário provavelmente será o orçamento de total de aumento de juros. Por ora, dadas as simulações de inflação e o balanço de riscos enviesado para cima, é possível que o plano de voo atual conte com uma taxa Selic terminal de 9,00-9,50% no ciclo. Mas a materialização deste plano de voo dependerá de uma evolução do cenário em linha com as expectativas do BCB e, principalmente, da manutenção de certa ancoragem nas expectativas para 2023. Por ora, não antevemos uma Selic em território de dois dígitos, mas seguimos identificando riscos altistas para nossa projeção de taxa terminal em 8,5%. [Veja detalhes no link<sup>2</sup>.](#)

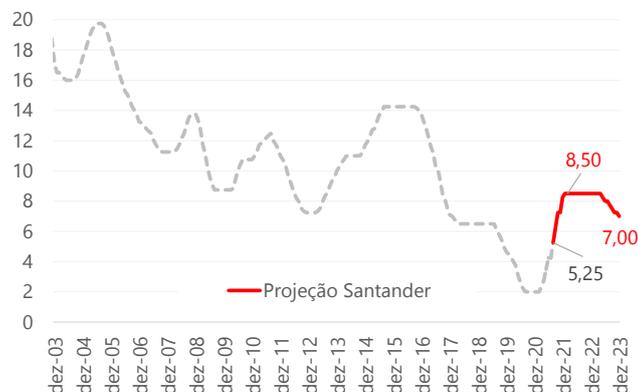
**Figure 5.A. – Simulações do BCB para o IPCA**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: As simulações do BCB consideram Selic da pesquisa Focus e taxa cambial a partir de R\$5,25/US\$ e evoluindo com a PPC.

**Figure 5.B. – Trajetória da taxa básica Selic (% a.a.)**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Série histórica em médias mensais.

<sup>2</sup> Santander Brazil Monetary Policy - “Scanning the Scene as It Moves At Cruise Speed” – (23/set/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-COPOM-sep21>



## INFLAÇÃO

O IPCA-15 de setembro variou 1,14% m/m (10,05% a/a), acima do consenso de mercado (1,03%) e de nossa projeção (1,04%). A tendência da inflação acelerou para 12,5%, de acordo com a média móvel trimestral anualizada e com ajuste sazonal (mm3m-a.s. anualizada), evidenciando que a pressão altista segue firme na margem.

As medidas subjacentes foram, mais uma vez, notavelmente desfavoráveis, com a tendência do núcleo e o índice de difusão pressionados em níveis altos. A média dos núcleos subiu 8,8% mm3m-a.s. anualizada. Este é o décimo segundo mês dos núcleos girando acima da meta em termos de mm3m-a.s. anualizada (a meta do BCB para o IPCA cheio é 3,75% para 2021 e 3,50% para 2022) — sinalizando um arriscado espalhamento dos choques primários para os preços gerais. De maneira geral, continuamos enxergando um cenário desfavorável para a inflação de curto prazo.

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

	m/m			a/a	
	set/21	Santander	Desv.	ago/21	set/21
<b>IPCA-15</b>	<b>1,14</b>	<b>1,04</b>	<b>0,10</b>	<b>9,3</b>	<b>10,1</b>
Administrados	1,49	1,36	0,03	13,5	14,8
Livres	1,01	0,93	0,06	7,8	8,4
Alimentação no domicílio	1,51	1,41	0,01	16,0	15,5
Industriais	1,11	1,00	0,03	9,4	10,3
Serviços	0,74	0,68	0,02	3,8	4,5
Núcleo EX3	0,61	0,60	0,01	6,0	6,5

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 6.B. – Média dos núcleos do IPCA-15 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

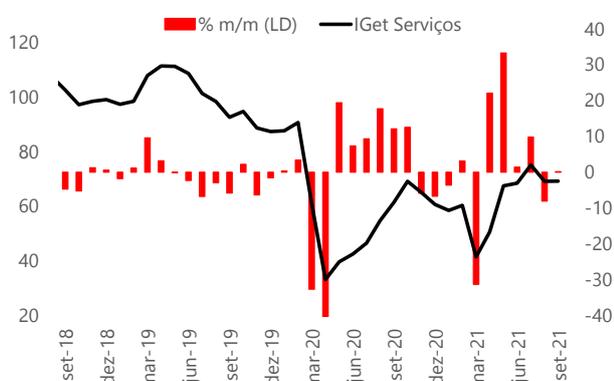


## ATIVIDADE ECONÔMICA

**Nosso índice proprietário IGet Serviços registra um fraco encerramento do 3T21, com o nosso *tracking* apontando para um discreto crescimento sequencial.** De acordo com números preliminares, o IGet Serviços apresentou discreta expansão em setembro (alta de 0,2%), praticamente uma estagnação se considerarmos a forte retração observada em agosto (queda de 8,1%) e que quebrou uma sequência de quatro altas consecutivas. Em termos trimestrais, apesar dos fracos números de agosto e setembro, o índice encerra o 3T21 com expressiva alta de 14,4% (2T21: 16,4%), o que também reflete uma base de comparação fraca. Além disso, em relação ao impacto da crise sanitária, os números de setembro ainda posicionam o índice em patamares 24% abaixo do marca pré-crise e quase 31% abaixo da média de 2019. Em linha com o resultado mais modesto do IGet, nosso *tracking* dos serviços às famílias (componente da pesquisa mensal do IBGE) aponta para uma discreta expansão de 0,4% m/m (29,1% a/a). Ainda esperamos contribuições positivas do setor de serviços para o crescimento (sequencial) do PIB à medida que a mobilidade retorne à "normalidade". [Veja detalhes no link<sup>3</sup>.](#)

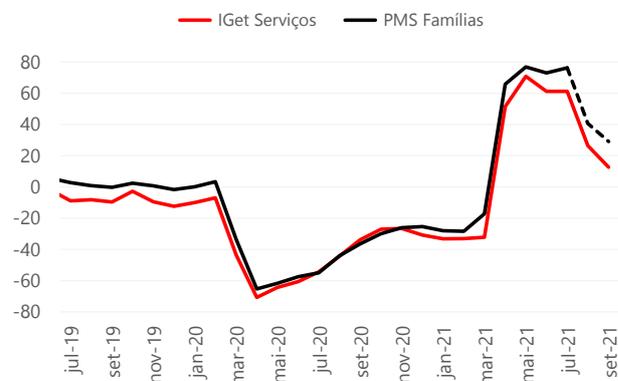
**Na próxima semana, serão divulgados dados do mercado de trabalho.** Na terça-feira (28 de setembro), o Ministério do Trabalho divulgará o dado de criação líquida de empregos formais do CAGED de agosto, para o qual esperamos resultado de +340 mil. De acordo com nosso ajuste sazonal preliminar, isso representaria uma desaceleração para +255 mil (+322 mil em julho). Na quinta-feira (30 de setembro), o IBGE divulgará a PNAD de julho. Esperamos que a taxa de desemprego fique em 13,8%, o que implica uma queda para 13,6% em termos dessazonalizados (13,9% em junho). Adicionalmente, a FGV divulgará alguns indicadores de confiança econômica referentes a setembro. A confiança industrial será divulgada na próxima terça-feira (28 de setembro), enquanto os dados para o setor terciário serão divulgados na próxima quarta-feira (29 de setembro). [Para detalhes sobre o cenário de atividade do Santander, consulte nosso último \*chartbook\*<sup>4</sup>.](#)

Figura 7.A. – IGet Serviços (a.s., jan/2016=100)



Fontes: Santander.

Figura 7.B. – IGet Serviços e Serviços às Famílias (nsa, YoY%)



Fontes: Santander.

<sup>3</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Serviços Mostram Estabilidade” – (23/set/21) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGETser-p-set21>

<sup>4</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – Downgrading the Estimate for 2022” – (20/set/21) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-set21>



## POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

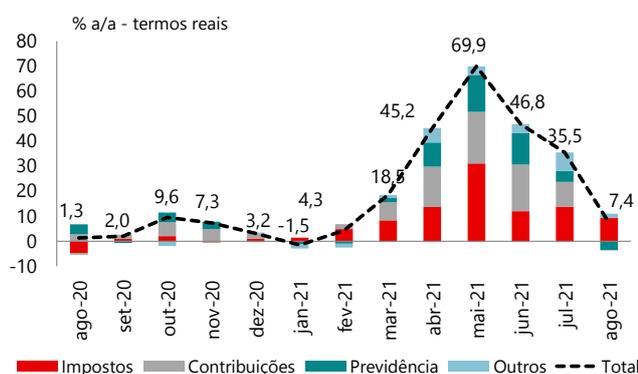
**Em agosto, a arrecadação federal continuou se recuperando, porém em ritmo mais lento.** No dia 23 de setembro, segundo dados da Receita Federal, a arrecadação atingiu R\$ 146,5 bilhões (ou + 7,3% a/a), próximo à nossa projeção (R\$ 145,2 bilhões) e à expectativa do mercado (R\$ 146,6 bilhões). O resultado de agosto foi o melhor resultado do mês na série histórica (ajustada pela inflação). Em comparação com agosto de 2019, o aumento foi de +8,8% a/a (o que implica alta anualizada de 4,3%). Em termos reais, a alta é de 23,5% no ano (7,2% ante 2019). A arrecadação tem sido “ajudada” por receitas extraordinárias (R\$ 29 bilhões), principalmente relacionadas às reestruturações corporativas. Além disso, há os efeitos da recuperação cíclica da economia, bem como da inflação e dos termos de troca mais elevados. Na composição, vemos uma arrecadação robusta por parte das empresas 41,8% a/a. Além disso, observamos uma recuperação na receita de royalties (petróleo) com aumento real de 49,4% em 2021. Nos próximos meses, esperamos resultados positivos, mas arrefecendo. Para 2021, projetamos crescimento real de 15% a/a.

**Em 22 de setembro, o Ministério da Economia divulgou sua quarta revisão bimestral para o orçamento federal de 2021.** As projeções oficiais seguem apontando para melhora nas contas públicas no ano, com alta nas projeções de receita (R\$ 39 bilhões), considerando o aumento dos royalties do petróleo (R\$ 7,7 bilhões) e dividendos de empresas (R\$ 7,9 bilhões). Do lado da despesa, o governo espera um total de gastos “extra-teto” de R\$ 134 bilhões (R\$ 9 bilhões adicionais de gastos com saúde). Diante disso, a projeção de déficit primário do governo central caiu para R\$ 139,4 bilhões (1,6% do PIB), ante R\$ 155,4 bilhões (1,8% do PIB) em julho. Continuamos estimando déficit federal de R\$ 150 bilhões em 2021 (1,7% do PIB).

**Em 21 de setembro, o presidente do Senado, Rodrigo Pacheco, fez um pronunciamento sobre um possível acordo para limitar o pagamento de precatórios em 2022.** O possível acordo com o Ministério da Economia e o presidente da Câmara é que o pagamento total de precatórios em 2022 poderia ser limitado aos níveis de 2016 ajustados pela inflação (cerca de R\$40 bilhões). Os R\$ 49 bilhões restantes orçados para o próximo ano poderiam ser renegociados ou adiados para 2023 em diante. No dia 22 de setembro, a Câmara instalou a comissão especial para debater e alterar a proposta de emenda constitucional sobre o tema (PEC 23/2021) encaminhada pelo governo. O comitê deve ter pelo menos 10 sessões (máximo: 40). A matéria deverá gerar um intenso debate antes da votação final no plenário.

**A próxima semana está repleta de publicações de política fiscal.** Em 27 de setembro, o Tesouro Nacional publicará o Relatório Mensal da Dívida do mês de agosto. Em 28 de setembro, o Tesouro deve divulgar o resultado primário do governo central de agosto: esperamos déficit de R\$ 9,7 bilhões, na esteira de: (i) maior receita de dividendos (R\$ 7 bilhões); (ii) gastos “extra-teto” da pandemia (R\$ 14,5 bilhões); e maiores despesas discricionárias (R\$ 10 bilhões). Em 30 de setembro, o BCB divulgará o saldo fiscal do setor público consolidado de agosto: estimamos um déficit primário de R\$ 2,0 bilhões, contando com um superávit de R\$ 7,5 bilhões dos governos regionais, já que o estado do Rio de Janeiro deverá computar parte da receita de privatização da empresa de água e esgoto (ocorrida em abril).

Figura 8.A. – Arrecadação federal



Fontes: Receita Federal, Santander.

Figura 8.B. – Relatório bimestral (LOA 2021)

R\$ bilhões	set-21	jul-21	Dif.
<b>Receita Bruta Total</b>	1.855,5	1.816,3	39,3
Receita Administrada pela RFB	1.165,7	1.156,0	9,7
Arrecadação Líquida para o RGPS	450,2	440,0	10,2
Receitas Não Administradas pela RFB	239,7	220,1	19,6
Transferências a E&M	347,7	339,9	7,8
<b>Receita Líquida</b>	1.507,9	1.476,4	31,5
<b>Despesa Primária</b>	1.647,3	1.631,8	15,5
Benefícios previdenciários	709,9	705,9	3,9
Pessoal e encargos sociais	330,8	332,4	-1,5
Outras Despesas Obrigatórias	336,2	328,6	7,7
Despesas Obrigatórias - com controle de fluxo	145,9	145,6	0,3
Discricionárias do Executivo	124,5	119,3	5,1
<b>Resultado Primário Gov. Central</b>	-139,4	-155,4	16,0
<b>Meta de Primário (LDO 2021)</b>	-247,1	-247,1	0,0
<b>Margem do Teto de Gastos</b>	-0,3	2,8	-3,1

Fontes: Tesouro Nacional, Santander.



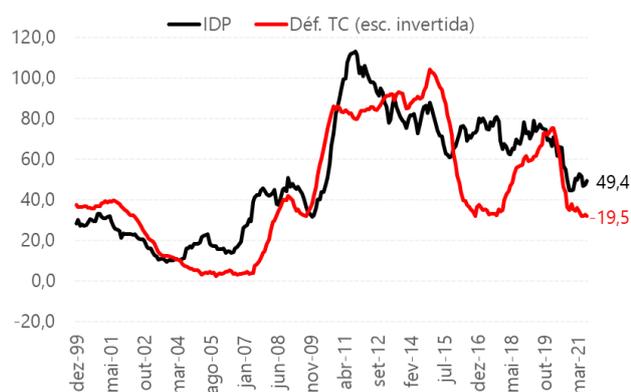
## BALANÇO DE PAGAMENTOS

**Avaliamos que o superávit comercial de US\$ 4,2 bilhões que projetamos para setembro deverá reforçar a percepção de solidez da posição externa brasileira, apesar da flutuação que o resultado trará – caso seja confirmado – no total acumulado em 12 meses. O saldo em transações correntes de agosto (superávit de US\$ 1,7 bilhão) veio abaixo de nossa estimativa (US\$ 2,6 bilhões), mas os números ainda apontam para um balanço de pagamentos robusto.**

O superávit de US\$ 1,7 bilhão registrado no mês passado ficou aquém de nossa estimativa (US\$ 2,6 bilhões), levando a um déficit de US\$19,5 bilhões nos últimos 12 meses (1,2% do PIB). Este último segue em trajetória cadente. Enquanto o saldo comercial de agosto veio abaixo do que esperávamos (US\$ 5,6 bilhões versus US\$ 6,1 bilhões), o déficit de US\$ 1,6 bilhão na conta de serviços superou o valor que havíamos calculado (US\$ 1,4 bilhão). O déficit de US\$ 2,6 bilhões na conta de renda primária foi ligeiramente maior que pensávamos (US\$ 2,4 bilhões). Com relação a esta última conta, as remessas de lucros e dividendos somaram US\$ 1,8 bilhão e os pagamentos de juros foram de US\$ 0,8 bilhão – estimávamos remessas de US\$ 1,4 bilhão e pagamentos de juros de US\$ 1,0 bilhão. Além das transações correntes, observamos que o volume de investimentos diretos no país foi de US\$ 4,5 bilhões no mês passado, enquanto os investimentos estrangeiros em portfólio doméstico somaram US\$ 1,2 bilhão no mesmo período. Conseqüentemente, nos últimos 12 meses, o IDP atingiu US\$ 49,4 bilhões e o fluxo de portfólio doméstico chegou a US\$ 43,7 bilhões, indicando uma confortável situação do país quanto às fontes de financiamento externo. Assim, a despeito do saldo em transações correntes de agosto, continuamos vendo o balanço de pagamentos brasileiro fora da lista de preocupações do mercado.

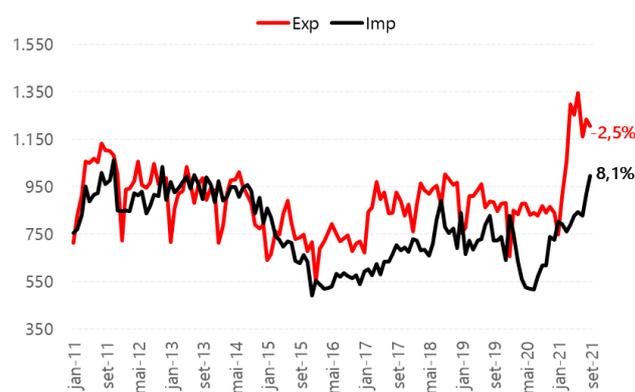
Como se nota pela abertura do resultado em transações correntes de agosto, um desempenho robusto do comércio exterior é crucial para as perspectivas favoráveis quanto ao balanço de pagamentos. Esperamos que o superávit comercial de US\$ 4,2 bilhões que projetamos para setembro demonstre esta situação (divulgação na sexta-feira, primeiro de outubro), embora nossa projeção implique em superávit de US\$ 65,9 bilhões nos últimos 12 meses. Este saldo implicaria uma pausa na trajetória ascendente que o indicador tem registrado nos últimos meses. De acordo com nossos cálculos, a acomodação deverá ser fruto de uma elevação substancial nas importações, cuja média diária deverá crescer 8,1% m/m em termos dessazonalizados. Já a média diária das exportações deverá recuar 2,5% m/m na mesma comparação. Apesar do recuo, a média diária das exportações permanecerá em patamar relativamente elevado. Por outro lado, com os fertilizantes respondendo por grande parte da expansão das importações e a economia brasileira mantendo trajetória gradual de recuperação, avaliamos que o repique das importações poderá se mostrar temporário. Portanto, continuamos esperando que a balança comercial dê sustentação à boa posição externa brasileira.

**Figura 9.A. – Transações correntes vs. Investimentos diretos no país (US\$ bi, 12m)**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

**Figura 9.B. – Exportações vs. Importações (US\$ milhões, média diária, sa)**



Fontes: SECINT, 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 – 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.