

SINAIS ALENTADORES (MAS OS RISCOS PERMANECEM)

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

- Na semana móvel encerrada em 26 de agosto, o real registrou ganho de 2,9% frente ao dólar e fechou cotado a R\$5,26/US\$ – melhor desempenho entre as principais moedas. Em nossa opinião, o noticiário relativamente favorável ao crescimento global, juntamente com declarações de membros do governo e líderes parlamentares quanto à manutenção do regime fiscal brasileiro favoreceram o real e provocaram um achatamento da estrutura a termo dos juros domésticos. A curva viu parte do prêmio construído recentemente se estreitar nos prazos mais longos (~30 p.b.).
- O IPCA-15 de agosto subiu 0,89% m/m (9,30% a/a), superando nossa estimativa e o consenso do mercado, ambos em 0,83%. Bens industriais e serviços continuaram sob pressão, mantendo a composição da inflação desfavorável. Seguimos enxergando um cenário arriscado para inflação no curto prazo.
- Em julho, a arrecadação federal registrou resultado positivo, impulsionado pelas receitas de *royalties* e impostos corporativos. Dados do Tesouro Nacional mostraram que os custos de refinanciamento da dívida vêm subindo com a alta da inflação e da taxa Selic. O Supremo Tribunal Federal reafirmou a constitucionalidade da autonomia formal do Banco Central. Na próxima semana, serão divulgados dados fiscais do setor público em julho; e 31 de agosto é o prazo final para o governo apresentar o Projeto de Lei Orçamentária (PLOA) de 2022.
- Fatores sazonais (como remessas de dividendos e pagamentos de juros) pesaram nas transações correntes de julho mais vigorosamente do que imaginávamos, gerando um déficit superior à nossa estimativa (US\$ 1,6 bilhão vs. US\$ 0,3 bilhão). Contudo, avaliamos que o resultado não muda a visão construtiva dos mercados (e nossa) sobre a sólida posição externa da economia brasileira. Esperamos que o superávit comercial de agosto reforce esta percepção: esperamos um resultado positivo de US\$ 8,0 bilhões (quarta-feira, 1 de setembro).
- O CAGED de julho indicou criação líquida de empregos formais de +316,6 mil (consenso +300 mil, estimativa do Santander +325 mil). Após ajuste sazonal, calculamos que a criação líquida de empregos formais chegou a 317,6 mil, um outro resultado robusto. O mercado de trabalho continua apresentando importantes sinais de recuperação, acompanhando a extensão de programas de estímulo ao emprego e, principalmente, refletindo os efeitos da maior mobilidade urbana sobre a retomada dos serviços. Nesse sentido, a PNAD de junho sai na terça-feira (31 de agosto), e esperamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal caia para 14,0% (de 14,2% em maio).
- Os dados do PIB do 2T21 têm divulgação prevista para quarta-feira (1 de setembro) e esperamos uma moderada alta sequencial de 0,2% t/t-a.s.. Se confirmada nossa projeção, esse resultado posicionaria a economia em patamares 0,2% acima do marco pré-crise (4T19). O IBGE também divulgará na quinta-feira (2 de setembro) a produção industrial de julho: esperamos uma retração mensal, marcando um fraco início de 3T21 na esteira de contínuos sinais de ruptura nas cadeias produtivas globais.

*** **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 26 de agosto de 2021**

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

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


Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (28/ago - 03/set)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: PMI Serviços Oficial (pontos)	NBS	ago/21	Seg, 30-ago	52,0	53,3
China: PMI Industrial Oficial (pontos)	NBS	ago/21	Seg, 30-ago	50,1	50,4
Z. Euro: Confiança Econômica (pontos)	Com. Eur.	ago/21	Seg, 30-ago	118,0	119,0
Z. Euro: Núcleo CPI (% a/a)	Eurostat	ago/21	Ter, 31-ago	1,5	0,7
China: Sondagem PMI Industrial (pontos)	Caixin	ago/21	Ter, 31-ago	50,1	50,3
EUA: Conf. Consumidor (pontos)	Michigan	ago/21	Ter, 31-ago	123,0	129,1
EUA: Emprego no Setor Privado (mil)	ADP	ago/21	Qua, 01-set	650	330
EUA: ISM Industrial (pontos)	ISM	ago/21	Qua, 01-set	58,6	59,5
Z. Euro: PPI (% a/a)	Eurostat	jul/21	Qui, 02-set	11,0	10,2
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	ago/21	Qui, 02-set	52,0	54,9
EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)	BLS	ago/21	Sex,03-set	750	943
EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)	BLS	ago/21	Sex,03-set	5,2	5,4
EUA: Ganho Médio por Hora (% a/a)	BLS	ago/21	Sex,03-set	3,9	4,0
EUA: ISM Serviços	ISM	ago/21	Sex,03-set	62,0	64,1
Vendas no Varejo (% m/m)	Eurostat	jul/21	Sex,03-set	0,0	1,5

Fonte: Santander.


Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (30/ago - 03/set)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Resultado Primário – Gov. Central (R\$ bi)	STN	jul/21	Seg, 30-ago	-12,1	-73,6
IGP-M (% m/m)	FGV	ago/21	Seg, 30-ago	0,72	0,78
IGP-M (% a/a)	FGV	ago/21	Seg, 30-ago	31,25	33,83
Confiança dos Serviços (índice)	FGV	ago/21	Seg, 30-ago	--	98
Confiança do Comércio (índice)	FGV	ago/21	Seg, 30-ago	--	101
Confiança do Empresariado (índice)	FGV	ago/21	Ter, 31-ago	--	102
Taxa de Desemprego (% PEA)	IBGE	jun/21	Ter, 31-ago	14,1	14,6
Taxa de Desemprego (% PEA, a.s.)	IBGE	jun/21	Ter, 31-ago	14,0	14,2
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	jul/21	Ter, 31-ago	1,7	-65,5
Prazo final – Orçamento (PLOA) 2022	Min. Economia	2022	Ter, 31-ago	--	--
PIB (% a/a)	IBGE	2T21	Qua, 01-set	12,8	1,0
PIB (% t/t)	IBGE	2T21	Qua, 01-set	0,2	1,2
PIB acumulado em 4 trimestres (%)	IBGE	2T21	Qua, 01-set	1,8	-3,8
Balança Comercial (US\$ bi)	SECINT	ago/21	Qua, 01-set	8,0	7,4
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	ago/21	Qua, 01-set	--	175
Produção Industrial (% a/a)	IBGE	jul/21	Qui, 02-set	1,5	12,0
Produção Industrial (% m/m)	IBGE	jul/21	Qui, 02-set	-1,0	0,0

Fonte: Santander.

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

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


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

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

Fonte: Santander.



AMBIENTE INTERNACIONAL

O governo chinês e, em particular, o Banco Central (PBOC) voltaram a anunciar medidas para estimular a economia, principalmente via o canal de crédito. Os estímulos chegam diante de uma maior preocupação diante da desaceleração na atividade, impactada pelas duras medidas adotadas pelo governo para conter o avanço da pandemia (variante Delta) no mês de julho. A boa notícia é que os casos de COVID-19 foram controlados e a atividade voltou a ser normalizada, principalmente nos portos, que ficaram fechados por algumas semanas e prejudicando ainda mais o funcionamento das cadeias de suprimento globais.

Nos EUA, a câmara dos deputados aprovou o início das discussões do projeto fiscal com gastos sociais no valor de US\$ 3,5 trilhões, que seguirá pelo processo chamado de *reconciliation* (que facilita a aprovação sem apoio dos republicanos). Ao mesmo tempo, foi marcada a votação do projeto bipartidário de gastos com infraestrutura de US\$ 1,2 trilhão para o dia 27 de setembro. Do lado da pandemia, o órgão de vigilância sanitária (FDA) aprovou o uso da vacina da Pfizer para uso comum (e não apenas emergencial), o que oferece mecanismos às empresas no sentido de elevar a vacinação dentre o quadro de funcionários.

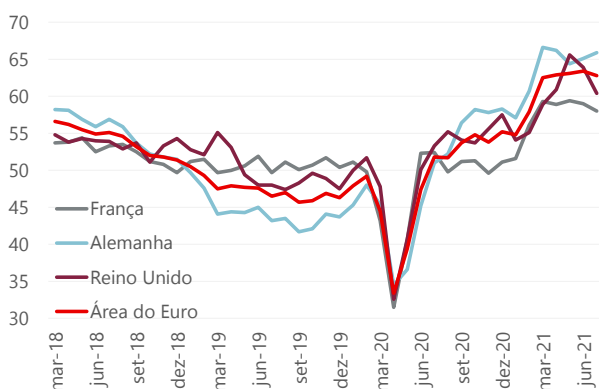
O evento anual de política monetária em Jackson Hole contou com a fala do presidente do banco central norte-americano (Federal Reserve), Jerome Powell. Em discurso nesta sexta-feira (27 de agosto), Powell mostra concordar com a comunicação da última ata, que indicava que o processo de redução de compras de ativos deve começar ainda esse ano. Contudo, o presidente do Fed deu destaque para os riscos (baixistas para a atividade) relacionados à pandemia, principalmente por conta da variante Delta. A sinalização foi interpretada pelos mercados como mais acomodatória (ou menos *hawkish*).

No calendário econômico, foram divulgados dados de inflação (em particular, o deflator dos gastos com consumo, ou *PCE*) nos EUA para o mês de julho. O número de inflação subjacente ficou em linha com o esperado pelo mercado, variando 3,6% a/a, indicando que a inflação pode estar perto de um pico. Na área do Euro, os dados de PMI de julho tiveram leve queda e vieram em linha com o esperado, permanecendo em níveis elevados, mas sugerindo que a atividade também tende a arrefecer nos próximos meses.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em alta. A curva de juros norte-americana observou alta em todos os vértices, principalmente nos mais longos (*bear-steepening*). O dólar se enfraqueceu contra moedas de países do G10.

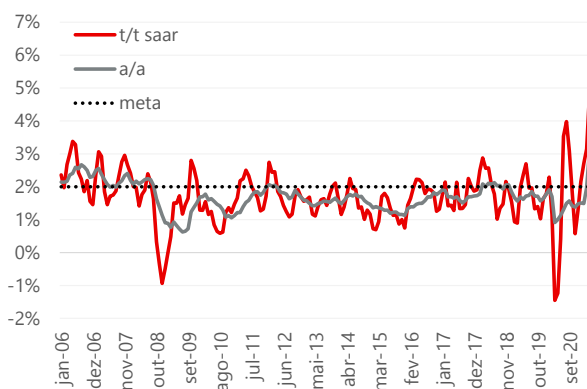
Na próxima semana serão divulgados os dados de mercado de trabalho de agosto nos EUA, que estão no foco da atenção do Federal Reserve. Na China, o principal destaque serão os dados de PMI de agosto, que ganham particular importância em função de maiores preocupações com o estado da atividade no país.

Figura 2.A. – Área do Euro: PMI industrial



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. – EUA: Núcleo de inflação do PCE



Fontes: Bloomberg, Santander.



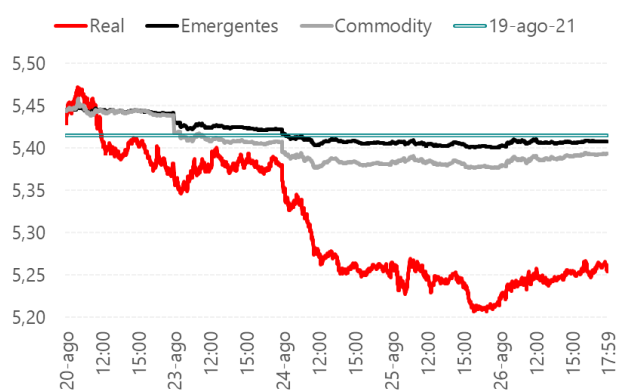
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Fiel à sua natureza de beta alto (i.e., amplificação das influências externas), a taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 26 de agosto cotada a R\$5,26/US\$ (ganho de 2,9% frente ao dólar) - cravando o melhor desempenho entre as principais moedas no período. A taxa de câmbio recuou praticamente ao mesmo nível observado há duas semanas. Os mercados receberam bem as declarações feitas por autoridades chinesas de que estão dispostas a conceder novos estímulos (creditícios) para fortalecer a economia, o que ajudaria a sustentar a demanda global. Adicionalmente, notícias de que a disseminação da variante Delta da COVID-19 foi controlada no país, levando ao afrouxamento de restrições à mobilidade também auxiliaram a reduzir as preocupações dos mercados. O real também foi influenciado positivamente por acontecimentos no âmbito doméstico, após declarações de membros do governo e de líderes parlamentares reafirmando a disposição de se manter inalterado o atual arcabouço fiscal. Isto ajudou a reduzir as tensões dos mercados acerca de hipotéticas mudanças na política fiscal para acomodar mais estímulos orçamentários. De qualquer forma, as discussões sobre o orçamento de 2022 e o espaço para elevar transferências sociais continuarão a influenciar os mercados nas próximas semanas e meses.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

Após três semanas deslocando-se para cima, a curva de juros nominal observou um arrefecimento, com leve redução na inclinação. Desde a última quinta-feira (19 de agosto), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) subiu 2 p.b. para 8,51%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) caiu 32 p.b. para 9,853%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento reduziu 34 p.b., para 134 p.b. No segmento curto da curva, a leitura desfavorável da inflação do IPCA-15 de agosto (veja detalhes na seção de Inflação) deu suporte para os juros curtos continuarem sob pressão. No mercado de opções, a probabilidade implícita de uma alta de 100 p.b. na Selic no próximo Copom continua sendo a maior, em 75%, com a segunda maior probabilidade sendo de uma alta de 125 p.b., com 20%. Na ponta longa, as discussões quanto à trajetória da política fiscal parecem ter ajudado às expectativas quanto a continuação do processo de consolidação fiscal, levando o mercado a reduzir parte do prêmio de risco que vinha sendo construído nesse trecho da curva nas últimas semanas.

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

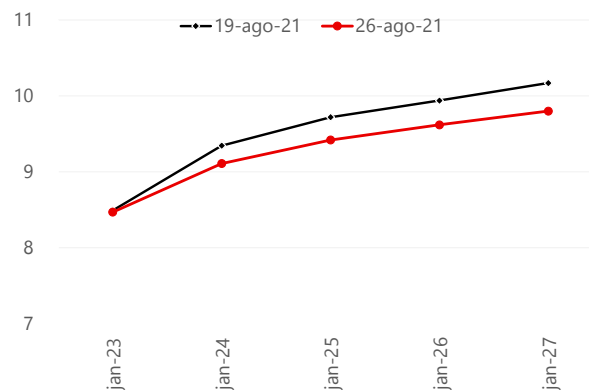


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 26/ago.

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

Figura 3.B. – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 26/ago.

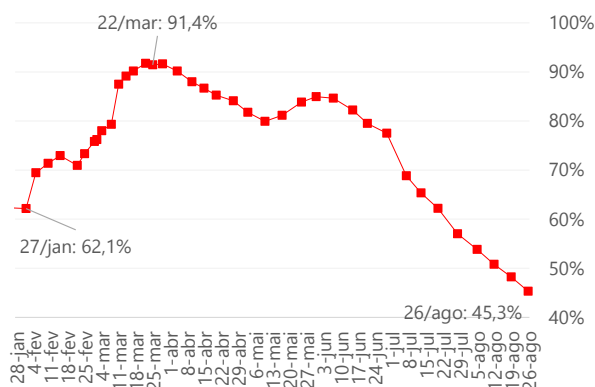


COVID-19

A média móvel (de 7 dias) de vacinação no Brasil foi de 1,8 milhão de doses diárias na quarta-feira, 25 de agosto. Esperamos que o ritmo se mantenha em torno de 1,5 milhão ao longo do 2S21. Na quarta-feira (25 de agosto), o Ministério da Saúde anunciou que as doses de reforço da vacina da BioNTech/Pfizer serão oferecidas a idosos (maiores de 70 anos) a partir de 15 de setembro. Além disso, o intervalo indicado entre a primeira e a segunda dose foi encurtado de 12 para 8 semanas, tanto para a vacina da BioNTech/Pfizer quanto para a vacina da Fiocruz/AstraZeneca. **As condições sanitárias ainda parecem melhorar no curto prazo no Brasil.** Com base nos últimos dados disponíveis (26 de agosto), nossa *proxy*² para a taxa média nacional de ocupação de UTIs caiu para 45%, o nível mais baixo de nossa série (iniciada em janeiro). Esse número se compara a um pico anterior de 92% (final de março). O avanço da variante Delta continua sendo o principal fator de risco, com disseminação ainda observada em regiões importantes como a cidade de São Paulo, onde atualmente responde por 43% das novas infecções (ante 23% no início de agosto). Dados do Ministério da Saúde mostram uma média diária de 27 mil novos casos na quarta-feira (25 de agosto), queda de 11% em relação à semana anterior e o menor nível desde novembro de 2020; no mesmo período, as mortes diárias (média móvel de 7 dias) ficaram em 711, queda de 15% na mesma comparação e o menor nível desde janeiro de 2021.

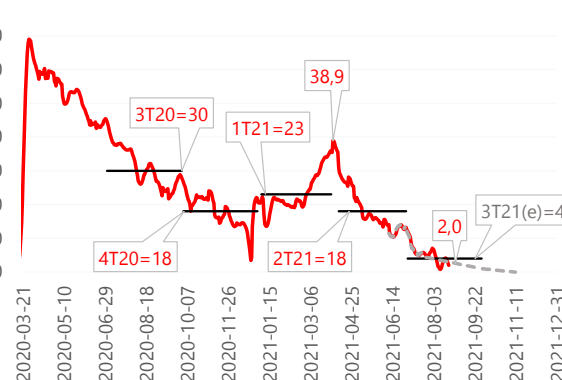
A mobilidade urbana permanece em níveis elevados. Os dados indicam um ligeiro recuo da mobilidade na semana passada, com a média móvel semanal de nosso índice de *lockdown* atingindo 2,0 pontos (em 21 de agosto) ante 1,2 pontos na semana anterior (em 12 de agosto). Este movimento decorre principalmente de uma diminuição da mobilidade no segmento de Estações de Trânsito, devolvendo os ganhos recentes que lhe permitiram ultrapassar os patamares pré-pandemia. O segmento Locais de Trabalho ainda apresenta uma elevada mobilidade, já tendo ultrapassado o marco pré-crise em junho. Em suma, apesar do discreto recuo na margem, a mobilidade permanece em níveis “historicamente” elevados, mesmo considerando o período de Natal do ano passado (22 a 24 de dezembro). Isso significa uma rápida convergência para “normalidade”, à medida que a vacinação progrida. A esperança geral é que a variante Delta não atrapalhe essa retomada. **Nosso índice de atividade diária parece ter se recuperado em agosto.** O índice - baseado em dados diários de consumo de energia, vendas de carros e mobilidade - mostrou uma tendência de alta de abril a junho; na comparação sequencial mensal com ajuste sazonal, o índice cresceu 5,6%, 3,0% e 4,2% em abril, maio e junho, respectivamente. O índice parece ter iniciado o 3T21 em ritmo mais lento, com queda de 0,8% em julho. Entretanto, considerando a média diária em agosto (até o dia 21), calculamos expansão de 1,5%, mais do que compensando a queda anterior. Esse resultado posiciona o indicador em patamares 3,1% 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 21 de agosto, 2021.

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



INFLAÇÃO

O IPCA-15 de agosto subiu 0,89% m/m (9,30% a/a), acima da nossa estimativa e do consenso do mercado, ambos em 0,83%. A inflação acelerou para 11,3% na média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s. anualizado), evidenciando que a pressão altista segue firme na margem. A maior surpresa para cima veio em bens industriais, um grupo relacionado às medidas de núcleo de inflação. Bens industriais tiveram alta de 0,92% m/m (ante estimativa de 0,65%), contribuindo com +6 p.b. para o erro da projeção. Apesar da surpresa altista, a medida de tendência mostrou leve desaceleração, de 12,4% para 11,7% mm3m-a.s. anualizada. Contudo, não acreditamos que essa desaceleração seja suficiente para gerar otimismo quanto a inflação de bens industriais, já que continuamos a ver problemas na cadeia de suprimentos piorando na margem. Além disso, a desaceleração na medida de núcleo de bens industriais foi menor, passando apenas de 10,4% para 10,1% mm3m-a.s. anualizada. Já em serviços, a inflação veio em linha com nossa estimativa, mas elevando a tendência para 6,8% mm3m-a.s. anualizada (antes 5,0%). Mais importante, o núcleo de serviços acelerou de 6,2% para 7,9% mm3m-a.s. anualizado.

As medidas subjacentes se deterioraram na margem, reforçando nossa visão de um cenário desfavorável para inflação no curto prazo. A média das cinco principais medidas de núcleo acompanhadas pelo BCB avançaram para 8,2% mm3m-a.s. anualizado (antes 7,5%), e vêm girando acima da meta (e se distanciando dela) há 11 meses. Essa é uma evidência de que choques primários (*commodities*, taxa de câmbio, ruptura da cadeia de suprimentos) estão sendo repassados aos preços gerais, com risco importante de uma persistência inflacionária nestes níveis elevados. Outro destaque foi o índice de difusão, que se situou em 73% em termos dessazonalizados, atingindo um novo pico recente, próximo da máxima de 76% observada em 2016.

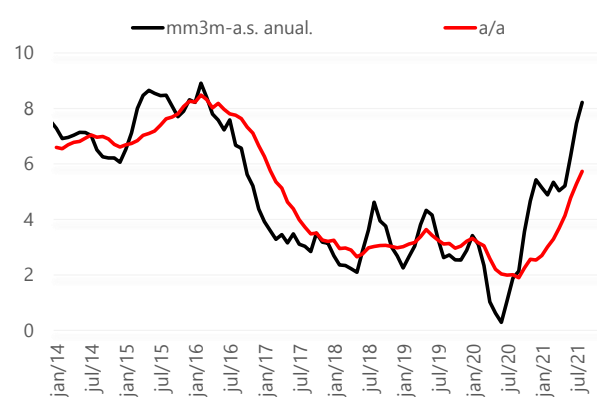
Nossas preocupações quanto à inflação seguem aumentando, e revisamos nosso *tracking* de alta frequência do IPCA 2021 de 7,5% para 7,8%. Para 2022, nossa projeção para o IPCA permanece em 4,2%. Continuamos a ver risco enviesado para cima, em especial para este ano, por conta de novos possíveis aumentos no custo de energia elétrica. [Veja detalhes no link³](#).

Figura 5.A. – Detalhes do resultado do IPCA-15 (%)

	m/m			a/a	
	ago/21	Santander	Desv.	jul/21	ago/21
IPCA-15	0,89	0,83	0,06	8,6	9,3
Administrados	1,44	1,37	0,02	12,9	13,5
Livres	0,69	0,63	0,04	7,1	7,8
Alimentação no domicílio	1,29	1,33	-0,01	15,3	16,0
Industriais	0,92	0,65	0,06	9,0	9,4
Serviços	0,29	0,33	-0,01	2,9	3,8
Núcleo EX3	0,50	0,50	0,00	5,6	6,0

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 5.B. – Média dos núcleos IPCA-15 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

³ Santander Brazil – Inflation: “August IPCA-15: Underlying Inflation Rises Further, Services Gain Steam” – (25/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-IPCA15-aug21>



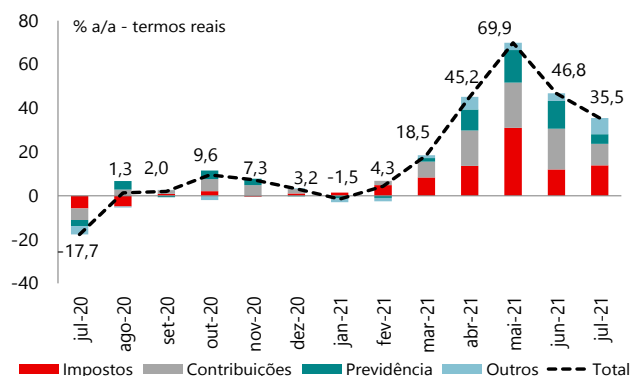
POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

Em julho, a arrecadação federal teve resultado positivo, impulsionado pela arrecadação de royalties e impostos corporativos. Segundo dados divulgados (em 25 de agosto) pela Receita Federal, a arrecadação de impostos atingiu R\$ 171,2 bilhões (ou + 35,5% a/a), pouco acima da nossa projeção (R\$ 168,6 bilhões) e superando a mediana do mercado (R\$ 161,1 bilhões). O resultado mensal (melhor da série histórica) foi impulsionado por impostos corporativos (R\$ 41 bilhões, +55% a/a real), receitas extraordinárias de IRPJ/CSLL (R\$ 4 bilhões), pagamento de diferimentos do Simples (R\$ 3,8 bilhões) e royalties provenientes das atividades de mineração e petróleo (R\$ 15 bilhões ou 29% do total de 2021). No ano, a alta da arrecadação é de 26,1% a/a em termos reais. Importante notar que a variação anual ainda é influenciada pelo efeito-base da queda registrada em 2020 (devido à pandemia): uma comparação com uma base “menos impactada por choques” de 2019 sinalizaria uma elevação real anual de 5,6% a/a em julho e 3,4% no acumulado do ano. Nos próximos meses, à medida que esses efeitos de base diminuam, esperamos resultados positivos, mas com certa moderação do ritmo de alta na arrecadação. Para 2021, projetamos uma elevação real de 15,0% a/a, com viés altista devido ao aumento dos riscos inflacionários, especialmente aqueles relacionados ao preço de energia elétrica.

Números de julho mostraram que a inflação e os juros mais altos elevaram o custo de financiamento da dívida pública. Em 25 de agosto, o Tesouro Nacional divulgou o Relatório Mensal da Dívida do mês de julho. A emissão de dívida foi um pouco menor (R\$142,4 bilhões) do que a média dos últimos 12 meses (R\$159,4 bilhões). Ainda assim, foi a segunda maior emissão para o mês, ficando atrás apenas de 2020. Com R\$ 1,160 trilhão, o colchão de dívida permaneceu praticamente estável, sendo suficiente para cobrir mais de 11 meses de vencimentos da dívida. O custo da dívida continuou a subir, afetado pela alta da inflação e da taxa básica de juros. O custo médio da dívida, nos últimos 12 meses, subiu para 7,64% (de 7,18% em jun-21). O custo das NTN-B (títulos atrelados à inflação) nos últimos 12 meses subiu para 14,2% ao ano (+4,0 p.p. desde janeiro). Por sua vez, a dívida que irá vencer até dezembro somou R\$ 539 bilhões - a maior parte em outubro. Para agosto, o Tesouro está reduzindo as emissões para conter a volatilidade.

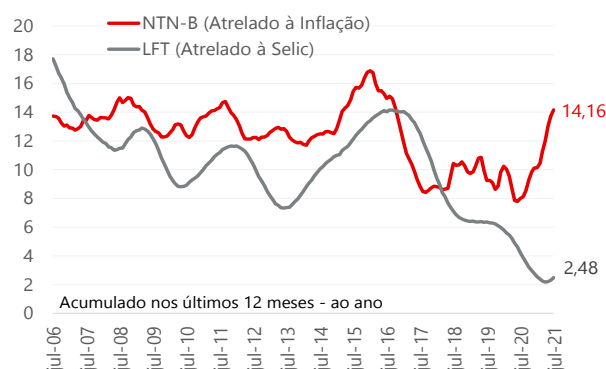
A próxima semana está repleta de publicações de política fiscal. Em 30 de agosto (segunda-feira), o Tesouro deve divulgar o saldo primário do governo central de julho: esperamos déficit de R\$ 12,1 bilhões, ainda ajudado por uma forte arrecadação em julho; do lado das despesas, destaque para o gasto extraordinário (“extra-teto”) relacionado à pandemia (R\$ 19,4 bilhões). Em 31 de agosto (terça-feira), o BCB divulgará os números fiscais do setor público do mês passado: projetamos um superávit primário de R\$ 1,7 bilhão, com resultados positivos gerados pelos entes subnacionais. **31 de agosto é o prazo final para o governo apresentar o Projeto de Lei Orçamentária (PLOA) de 2022.** A nosso ver, a proposta a ser divulgada na próxima semana precisará de ajustes futuros, pelos seguintes motivos: (i) parâmetros macroeconômicos podem ser alterados, (ii) o orçamento do novo Bolsa Família (Auxílio Brasil) deve ser mantido em R\$ 35 bilhões, e sua possível expansão dependerá da margem do teto de gastos para 2022, (iii) orçamento de precatórios deverá ficar em R\$ 89 bilhões, valor que o governo pretende reduzir. Além disso, acreditamos que a meta de déficit primário será abaixo de R\$100 bilhões, considerando o recente aumento de receita. Este valor é inferior à meta de déficit de R\$170 bilhões divulgada na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para 2022, aprovada em abril.

Figura 6.A. – Arrecadação federal



Fontes: Receita Federal, Santander.

Figura 6.B. – Custo médio da dívida



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.



BALANÇO DE PAGAMENTOS

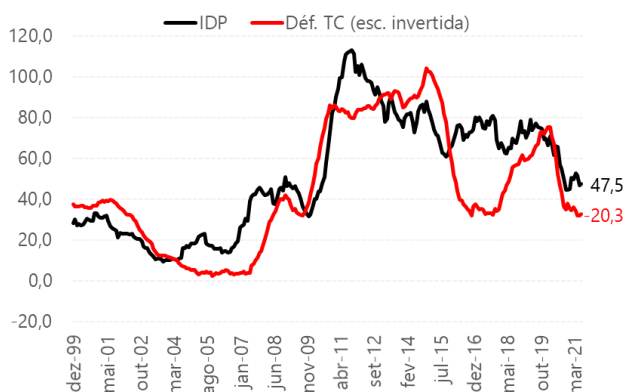
Embora o déficit em transações correntes de julho tenha superado nossa estimativa (US\$ 1,6 bilhão vs. US\$0,3 bilhão), a divergência foi causada por fatores sazonais que não implicam reversão na tendência favorável. Continuamos projetando déficit zero em conta corrente para o fim do ano, frente ao resultado negativo de US\$ 20 bilhões nos últimos doze meses encerrados em julho. Projetamos também superávit da balança comercial de US\$ 8,0 bilhões para agosto, que deverá reforçar esta avaliação e manter inalterada a visão construtiva dos mercados acerca da sólida posição externa da economia brasileira.

Enquanto os dados do balanço de pagamentos de julho provaram que nossas estimativas para a balança comercial e a conta de serviços estavam corretas, por outro lado nos mostraram que subestimamos o volume de pagamentos de juros e de remessas de lucros e dividendos no período. Apesar de estarmos cientes de que há uma clara concentração sazonal destes desembolsos em janeiro e julho, os montantes superaram nossa expectativa no mês passado, especialmente no que tange aos pagamentos de juros. Discussões no Congresso Nacional acerca de possíveis alterações na taxa de dividendos também podem ter contribuído para esta surpresa, em nossa opinião. [Veja detalhes no link⁴](#).

Contudo, o déficit acima do esperado em julho não sinaliza mudança estrutural na dinâmica das transações correntes, já que os dados preliminares de agosto apontam para um resultado melhor da conta de renda primária neste mês. Adicionalmente, os déficits na conta de serviços continuam baixos. Por último, mas não menos importante, as perspectivas para o comércio exterior permanecem favoráveis.

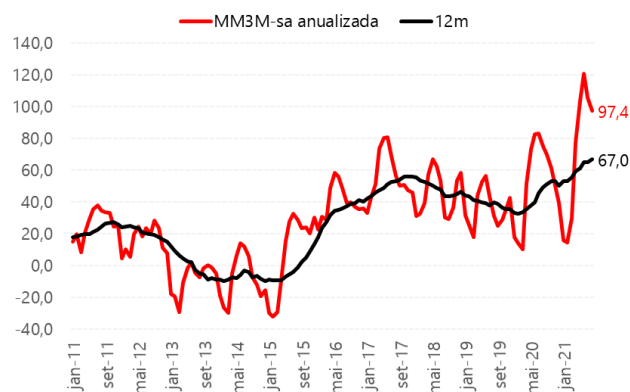
Com relação a este último tópico, esperamos que a publicação dos dados da balança comercial de agosto na quarta-feira (1 de setembro) revele um superávit de US\$ 8,0 bilhões no período, que – caso confirmado – traduzir-se-á em superávit de US\$67,0 bilhões acumulado em 12 meses e um superávit de US\$ 97,4 bilhões na tendência (MM3M-sa anualizada). Portanto, acreditamos que os dados do comércio exterior deverão manter os mercados despreocupados, dada a solidez da posição externa da economia nacional (em contraste com as dificuldades ainda vistas na parte fiscal).

Figura 7.A. – Transações correntes vs. Investimento direto no país (US\$ bi, 12m)



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 7.B. – Balança comercial (US\$ bi)



Fonte: SECINT, Santander.

⁴ Santander Brazil – External Sector: “*And the Ships Sails on*” – 25 de agosto, 2021- Disponível no link (em inglês): <https://bit.ly/Std-extsec-250821>



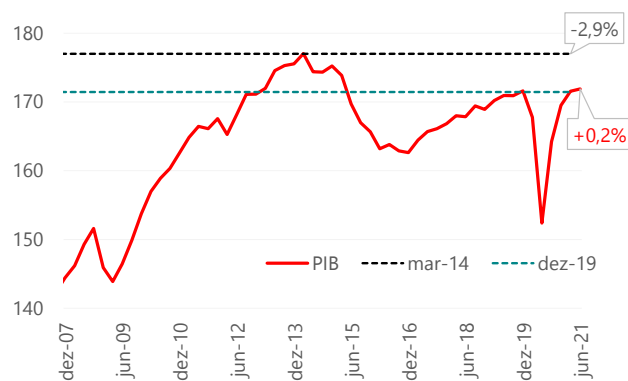
ATIVIDADE ECONÔMICA

Na quarta-feira (1 de setembro), o IBGE publicará os dados do PIB do 2T21. Revisamos para cima nossa projeção para 0,2% t/t-a.s. (antes projetávamos estabilidade). As surpresas negativas do mercado observadas no IBC-Br em abril e maio vieram em linha com nosso cenário de PIB modesto no 2T21. No entanto, a surpresa positiva do IBC-Br em junho motivou o aumento da nossa projeção para +0,2% t/t-a.s. Do lado da oferta, esperamos que o setor de serviços registre um crescimento sólido, conforme a crise sanitária seja gradualmente superada e a mobilidade volte à “normalidade”. Por outro lado, vemos a produção agrícola e industrial limitando a atividade no curto prazo. Se confirmada a nossa projeção, esse resultado implicaria um *carryover* (carregamento estatístico) de 5,1% para o restante do ano, e posicionaria a economia em patamares 0,2% acima do marco pré-crise (4T19). Ademais, esse resultado confere um pequeno risco de alta à nossa atual projeção de PIB para 2021 (5,1%). [Veja detalhes no link⁵.](#)

Emprego formal continua melhorando. De acordo com o CAGED de julho, a criação líquida de empregos formais foi de +316,6 mil (consenso +300 mil, estimativa do Santander +325 mil), consideravelmente acima da média histórica (+82,9 mil) e do recorde histórico do mês (+203,2 mil em 2008). Após nosso ajuste sazonal, a criação líquida de empregos formais desacelerou para 317,6 mil, de 339,0 mil em junho. As admissões e os desligamentos tiveram aumentos de 1,7% m/m-sa e 3,8% m/m-sa, respectivamente. Com isso, o CAGED teve ligeira desaceleração na margem, mas manteve-se em patamares fortes de criação de empregos. O mercado de trabalho continua apresentando importantes sinais de recuperação, acompanhando o aumento da mobilidade urbana desde abril e a expectativa de um processo de reabertura mais consistente devido ao avanço da vacinação. No entanto, o impacto da pandemia foi particularmente forte no mercado de trabalho informal, e seu estágio inicial de recuperação não é captado pelo CAGED. Além disso, os fortes ganhos líquidos de empregos formais também podem refletir a extensão do programa de apoio ao emprego do governo (BEm). A recente dissociação entre as tendências do CAGED e do IBC-Br podem ainda sugerir que o primeiro reflete apenas parte da história do último.

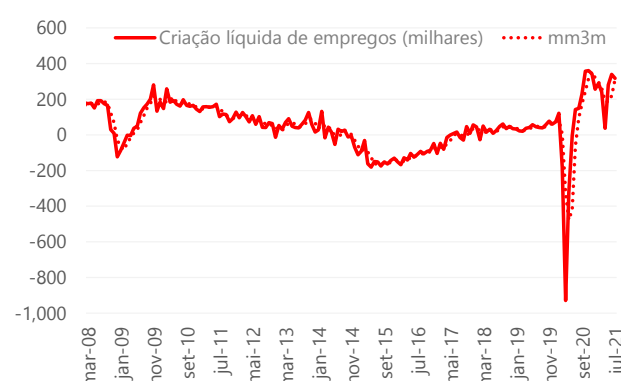
Para a próxima semana, o IBGE divulga na próxima quinta-feira (2 de setembro) a produção industrial de julho. Esperamos um recuo mensal de 1,0% m/m-sa. Os dados do mercado de trabalho também serão divulgados, com a divulgação da PNAD na terça-feira (31 de agosto). Esperamos que a taxa de desemprego nacional alcance 14,1% nos três meses até junho. De acordo com nosso ajuste sazonal preliminar, isso representaria uma queda para 14,0% (de 14,2% em maio). [Para obter detalhes sobre as perspectivas de atividade do Santander, consulte nosso último *chartbook*⁶.](#)

Figura 8.A. – PIB real (a.s., média 1995=100)



Fontes: IBGE, Estimativas do Santander.

Figura 8.B. – Criação de empregos formais (a.s.)



Fontes: Ministério do Trabalho, Santander.

⁵ Santander Brazil Economic Activity – “Modest 2Q21 GDP Growth Expected” – (26/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-GDP-p-082621>

⁶ Santander Brazil Economic Activity – “Chartbook – A Brighter Outlook for Mobility and Services” – (18/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-aug21>



CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

Brazil Macro Research

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

Global Macro Research

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

Fixed Income Research

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

Equity Research

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

Electronic

Bloomberg
Reuters

SIEQ <GO>
Pages SISEMA through SISEMZ

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

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

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

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

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

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





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

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

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

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

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