

POLÍTICA MONETÁRIA E ATIVIDADE EM FOCO

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

- O real teve o melhor desempenho entre as principais moedas na semana móvel encerrada em 29 de julho, com ganho de 2,4% frente ao dólar ao recuar para R\$5,08/US\$. O movimento foi provocado principalmente por fatores globais (especialmente, um tom mais ameno do FOMC), realçando uma vez mais o padrão de beta elevado da moeda brasileira. Apesar do bom desempenho do real, a estrutura a termo de taxas de juros doméstica registrou um *bear-flattening* no período (elevação maior nos prazos mais curtos e menos intensa nos prazos mais longos) na esteira de números de inflação que geraram expectativas de uma ação mais contundente do BCB.
- Nossa *proxy* para a taxa média nacional de ocupação de UTIs continua em queda, atingindo a marca de 57%, o menor nível da nossa série histórica (iniciada no final de janeiro). O ritmo médio de vacinação no Brasil permanece em torno de 1,3-1,4 milhão por dia, reafirmando as perspectivas positivas para o controle da pandemia e para a reabertura da economia no 2S21.
- No âmbito fiscal, junho foi marcado por condições de mercado favoráveis para a gestão da dívida. Mas o governo central registrou um elevado déficit primário de R\$ 73,6 bilhões no mês, em função de despesas mais altas. No plano político, uma reforma ministerial foi anunciada esta semana, com o senador Ciro Nogueira (PP-PI) nomeado novo ministro-chefe da Casa Civil.
- O IGP-M de julho registrou alta de 0,78% m/m (33,83% a/a), abaixo da expectativa do mercado de 0,90%. Vemos sinais preliminares de que a inflação do IGP-M pode estar perto de seu ápice. Porém, este possível arrefecimento vai demorar para influenciar os preços ao consumidor (IPCA).
- O CAGED de junho registrou um forte ganho líquido de empregos formais ajustado sazonalmente, de 321 mil. A PNAD do IBGE de maio apontou que a taxa de desemprego com ajuste sazonal recuou (-0,1 p.p.) para 14,3%. As condições do mercado de trabalho permanecem frágeis, mas os dados recentes mostram sinais de melhora, especialmente para os setores mais dependentes da interação social, à medida o processo de reabertura econômica avança.
- Para a próxima semana, o IBGE divulgará na terça-feira (3 de agosto) os dados da produção industrial de junho: esperamos uma retração mensal de 0,5% m/m-sa, o que implicaria contração de 2,6% t/t-sa.
- O superávit de US\$2,8 bilhões em transações correntes registrado em junho ficou ligeiramente aquém de nossa projeção, mas a dinâmica continua sinalizando uma trajetória cadente. Esperamos que esta tendência tenha se mantido em julho, dada nossa projeção de superávit comercial de US\$9,0 bilhões no mês.
- Na quarta-feira (4 de agosto), o Banco Central (BCB) anuncia sua decisão de política monetária. Em resposta ao aumento dos riscos inflacionários, projetamos um ajuste mais célere da taxa básica de juros: 100 p.b., levando a Selic para 5,25%. No comunicado, acreditamos que o BCB abandonará a orientação de Selic neutra para o fim do ciclo e reforçará seu compromisso de trazer a inflação (e expectativas) de volta para o centro da meta no horizonte relevante.

*** **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 29 de julho 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 (02/ago - 06/ago)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Sondagem PMI Indústria (pontos)	Caixin	jul/21	Dom, 01-ago	51,0	51,3
EUA: ISM Industrial	ISM	jul/21	Seg, 02-ago	60,7	60,6
EUA: ISM Preços Pagos	ISM	jul/21	Seg, 02-ago	88,0	92,1
China: Sondagem PMI Composto (pontos)	Caixin	jul/21	Ter, 03-ago	--	50,6
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	jul/21	Ter, 03-ago	50,5	50,3
Z. Euro: PPI (% m/m)	Eurostat	jun/21	Ter, 03-ago	1,4	1,3
Z. Euro: PPI (% a/a)	Eurostat	jun/21	Ter, 03-ago	10,3	9,6
Z. Euro: Vendas no Varejo (% m/m)	Eurostat	jun/21	Qua, 04-ago	1,5	4,6
Z. Euro: Vendas no Varejo (% a/a)	Eurostat	jun/21	Qua, 04-ago	4,4	9,0
EUA: Emprego no Setor Privado (mil)	ADP	jul/21	Qua, 04-ago	675	692
EUA: Sondagem ISM Serviços (pontos)	ISM	jul/21	Qua, 04-ago	60,5	60,1
China: Conta Corrente (US\$ bi)	PBoC	2T21	Qui, 05-ago	--	69,4
EUA: Balança Comercial (US\$ bilhão)	USCB	jun/21	Qui, 05-ago	-73,0	-71,2
EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)	BLS	jul/21	Sex, 06-ago	900	850
EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)	BLS	jul/21	Sex, 06-ago	5,7	5,9
EUA: Ganho Médio por hora (% m/m)	BLS	jul/21	Sex, 06-ago	0,3	0,3
EUA: Ganho Médio por hora (% a/a)	BLS	jul/21	Sex, 06-ago	3,9	3,6
EUA: Taxa de Participação (% PEA)	BLS	jul/21	Sex, 06-ago	--	61,6

Fonte: Santander.


Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (02/ago - 06/ago)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Confiança do Empresariado (índice)	FGV	jul/21	Seg, 02-ago	--	98,8
Balança comercial (US\$ bi)	SECINT	jul/21	Seg, 02-ago	9,0	10,4
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	jun/21	Seg, 02-ago	--	182,5
Produção Industrial (% m/m)	IBGE	jul/21	Ter, 03-ago	-0,5	1,4
Produção Industrial (% a/a)	IBGE	jul/21	Ter, 03-ago	11,3	24,0
Copom - Taxa Selic (%)	BCB	ago/21	Qua, 04-ago	5,25	4,25
Produção de veículos (milhares)	Anfavea	jun/21	Sex, 06-ago	--	167

Fonte: Santander.

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

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


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	% M/m-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	--	--

Fonte: Santander.



AMBIENTE INTERNACIONAL

Nos EUA, o projeto fiscal com apoio bipartidário finalmente foi posto em discussão no senado. Na quarta-feira, os senadores aprovaram o início da tramitação do projeto, que deve ser posto em votação antes do recesso no dia 9 de agosto.

Do lado da pandemia, os números de contaminações por Covid-19 seguem piorando nos EUA. A piora já culmina em aumento nas hospitalizações e é maior nos estados com taxas de vacinação mais baixas, o que reforça o argumento a favor das vacinas. As boas notícias vieram do Reino Unido, que após ter uma forte aceleração no número de casos, inverteu a tendência e observa queda acelerada.

Na China, a semana foi de muita turbulência nos mercados financeiros, com os investidores reagindo às ações regulatórias do governo chinês, principalmente nos setores de tecnologia e de educação. O governo, através de veículos de comunicação oficiais, tentou acalmar os mercados e diminuir a importância das intervenções realizadas.

No calendário econômico, o foco esteve na decisão de política monetária do banco central norte-americano (Fed), que manteve os estímulos inalterados e reafirmou que ainda falta observar progresso substancial na direção de seus objetivos. Porém, a surpresa veio na afirmação de que algum progresso já foi realizado, indicando que o início da retirada de estímulos pode estar mais próximo. Diante das sinalizações, o cenário base segue sendo de uma orientação mais explícita quanto ao processo de retirada de estímulos na próxima reunião, em setembro, com o anúncio (de fato) vindo na reunião de dezembro.

Além da decisão do Fed, também foi divulgado o PIB do segundo trimestre, crescendo 6,5% 3mma-saar, abaixo do esperado pelo mercado. Porém, embora o crescimento tenha decepcionado, a abertura mostra que o consumo das famílias segue em alta e a atividade econômica segue robusta.

A semana foi novamente marcada por forte volatilidade nos mercados financeiros, com as principais bolsas globais encerrando a semana em alta (exceto a bolsa de Shanghai). A curva de juros norte-americana teve recuo nos vencimentos mais longos. E o dólar se apreciou contra moedas de países de G10.

Na próxima semana serão divulgados os números de mercado de trabalho nos EUA, que ganham particular importância neste momento onde as atenções se voltam para (as expectativas para) os próximos passos do Fed.

“O Comitê indicou que continuaria a aumentar suas posses de títulos do Tesouro em pelo menos US \$ 80 bilhões por mês e de títulos garantidos por hipotecas de agências em pelo menos US \$ 40 bilhões por mês até que um progresso substancial tenha sido feito em direção ao seu emprego máximo e objetivos de estabilidade de preços. Desde então, a economia avançou em direção a essas metas.” – Comunicado do FOMC



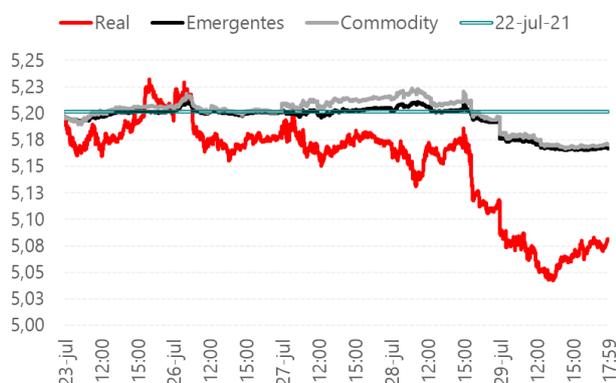
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

O real registrou o melhor desempenho entre as principais moedas na semana móvel encerrada em 29 de julho, apenas uma semana após ter cravado o pior desempenho entre elas, realçando assim, mais uma vez, sua natureza de beta elevado e alta volatilidade. A taxa de câmbio se valorizou para R\$5,08/US\$ frente a R\$5,20/US\$ na semana anterior (apreciação de 2,4%) na esteira de um tom mais acomodatório por parte do FOMC do que os mercados estavam aparentemente imaginando. Embora a autoridade monetária norte-americana tenha declarado que houve progresso econômico desde sua reunião anterior, o presidente do Fed reforçou que serão necessários “progressos substanciais adicionais” para viabilizar o início do processo de normalização da política monetária. A sinalização de um Fed mais paciente fez com que o dólar se desvalorizasse em termos globais, mas o real se sobressaiu frente às demais moedas, demonstrando sua tendência de amplificar movimentos de mercado em ambas as direções (isto é, sua natureza de beta elevado). Em nossa opinião, esta influência internacional se sobrepôs ao noticiário doméstico, que contou com várias divulgações econômicas, mas sem implicações substanciais para o panorama macroeconômico. Contudo, dado que as atividades parlamentares serão retomadas na próxima semana, o noticiário doméstico poderá, potencialmente, ter maior influência nos movimentos do mercado cambial doméstico nos próximos dias.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominal se elevou de forma significativa, com a ponta curta subindo mais do que a longa, gerando uma queda da inclinação - movimento de *bear-flattening*. Desde a última quinta-feira (22 de julho), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) subiu 42 p.b. para 7,60%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) subiu 19 p.b., para 8,74%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento caiu 23 p.b., para 114 p.b. A alta no segmento curto da curva foi causada pelo IPCA-15 de julho, divulgado na última sexta-feira (23 de julho), cuja inflação surpreendeu para cima e com as medidas subjacentes em níveis desfavoráveis (veja nosso relatório para maiores detalhes²). Como resultado, os participantes de mercado migraram suas expectativas de volta para uma alta de 100 p.b. na Selic na próxima reunião do Copom (3-4 de agosto), ao invés da alta de 75 p.b., que prevalecia na semana passada. Agora o mercado de opções apreça uma probabilidade implícita de 77% de alta de 100 p.b. na Selic, comparado a uma probabilidade de apenas 12% de alta de 75%. Até mesmo o risco de cauda de um cenário de 125 p.b. ganhou alguma tração, com a probabilidade subindo de 1% para 7%. Assim, os preços de mercado estão em linha com nossa projeção (veja mais detalhes na seção de Política Monetária). Na parte longa da curva, apesar de um noticiário local escasso e apesar de a taxa de juros americana (*US Treasuries* de 10 anos) ter ficado relativamente estável, a taxa longa doméstica subiu consideravelmente, provavelmente refletindo uma percepção de possível alta na taxa de juros neutra. A se verificar.

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

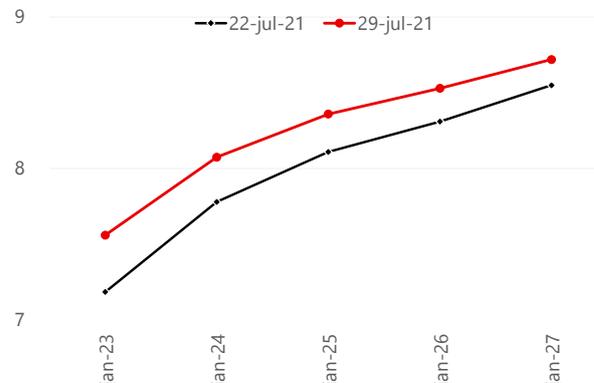


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quarta-feira, 29/jul.

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 quarta-feira, 29/jul.

² Santander Brazil Inflation - “July IPCA-15: Underlying Inflation Deteriorates Further; Services’ Core Reaches 6% 3mma-saar” – (23/jul/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-IPCA15-jul21>



COVID-19

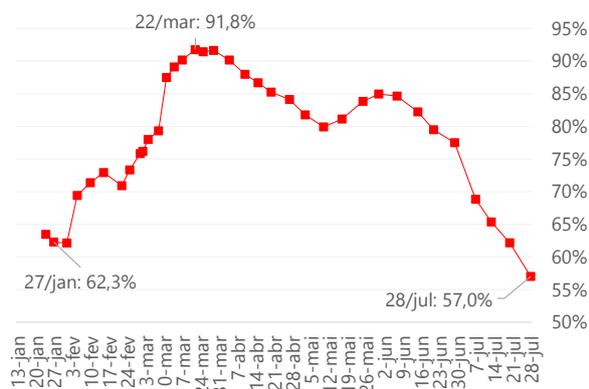
O ritmo de vacinação no Brasil permanece em torno de 1,3-1,4 milhão por dia em média. Esperamos que o ritmo médio diário de vacinação fique em 1,5 milhão de doses no 2S21, uma vez que os estoques de vacinas permanecem altos (~40 milhões de doses) e o ritmo de entregas permanece acima do ritmo de aplicação. Na terça-feira (27 de julho), o Ministério da Saúde afirmou que o intervalo de 90 dias entre as duas doses (de vacinas Pfizer e AstraZeneca) será mantido até que toda a população adulta esteja vacinada com a primeira dose. [Veja detalhes no link³.](#)

Nossa proxy⁴ para a taxa média nacional de ocupação de UTIs continua em queda, atingindo a marca de 57%, o menor nível de nossa série histórica (iniciada no final de janeiro). Esse número se compara a um pico anterior de 92% (final de março). À medida em que a pandemia fique um pouco mais “sob controle”, acreditamos que os governos locais seguirão retirando as restrições à mobilidade urbana. É o caso do estado de São Paulo, onde os estabelecimentos comerciais (por exemplo, restaurantes) poderão funcionar até a meia-noite (a partir de 1º de agosto). Além disso, todas as restrições chegarão ao fim no estado de São Paulo a partir de 17 de agosto. Dados do Ministério da Saúde mostram uma média de 46 mil novos casos diários (média móvel de 7 dias) na quarta-feira (28 de julho), um aumento de 22% em relação à semana anterior (impulsionado por uma revisão pontual no estado do Rio Grande do Sul); no mesmo período, as mortes diárias (média móvel de 7 dias) ficaram em 1.082, queda de 7% na mesma comparação.

A mobilidade segue em ascensão no início do 3T21. Os dados de julho indicam um aumento nos níveis de mobilidade, com o nosso índice de *lockdown* atingindo 4,4 pontos (em 25 de julho) ante 6,9 pontos (8 de julho). Se excluirmos o período do Natal de 2020 (22 a 24 de dezembro), este é o nível mais baixo desde o início da pandemia. Tal movimento decorre do aumento da mobilidade nas principais categorias, com destaque para o Varejo desde a nossa última atualização. Locais de Trabalho já se situam em níveis pré-pandemia.

Nosso índice de atividade diária iniciou o 3T21 em ritmo mais lento. O índice - baseado em dados diários de consumo de energia, venda de carros e mobilidade - vem apresentando melhora desde o início do 2T21, com altas sequenciais nos últimos meses. Na comparação mensal com ajuste sazonal, o índice cresceu 5,6%, 3,0% e 4,2% em abril, maio e junho, respectivamente. Para julho, contudo, considerando a média diária até o dia 25, o índice registra uma queda de 0,5% com ajuste sazonal, posicionando o indicador cerca de 4,2% abaixo do nível visto em fevereiro de 2021.

Figura 3.A. – Proxy da taxa média nacional de ocupação de UTIs (%)



Fontes: @coronavirusbra1, Santander.

Figura 3.B. – Índice de lockdown* e cenário de mobilidade (fev/20=0, média de 7 dias)



Fontes: Google, Santander.

* Índice construído como uma média de segmentos selecionados do Google Mobility Report com escalas invertidas. Dados disponíveis até 25 de julho, 2021.

³ Santander Brazil Covid Monitor - (29/jul/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COVID-290721>

⁴ 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.



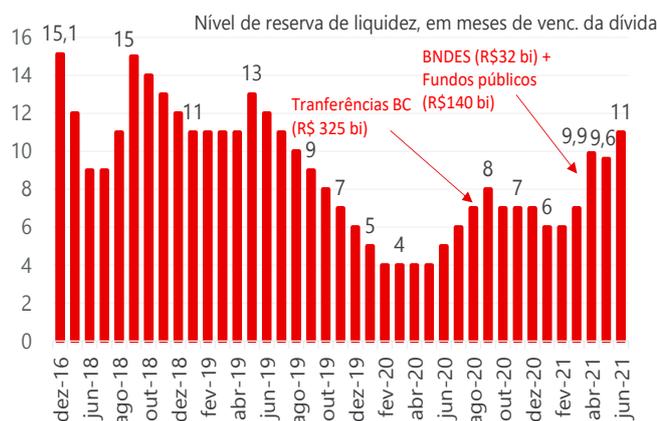
POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

O mês de junho mostrou condições de mercado favoráveis para a gestão da dívida. Em 28 de julho, o Tesouro Nacional divulgou o Relatório Mensal da Dívida referente ao mês. A emissão de dívida atingiu recorde mensal (em termos reais) de R\$ 142,1 bilhões, décimo mês consecutivo acima de R\$ 140 bilhões (a média em 2019 foi de R\$ 63 bilhões/mês). O prazo médio das novas emissões (4,58 anos) foi o maior desde março de 2020 (5,46 anos). Houve ainda fluxo positivo de não residentes em junho (no mês: R\$ 7,6 bilhões, acumulado no ano: R\$ 54,9 bilhões), com participação total subindo a 9,7%. O percentual vencendo em 12 meses caiu para 22,5% do total, ante 22,9% em maio, refletindo o perfil das emissões e vencimentos de junho. Embora o custo das novas emissões tenha subido para 5,8%, de 5,5% em maio, o custo médio do estoque da dívida continua próximo a 7,1% ao ano. Por sua vez, a reserva de liquidez aumentou R\$ 130,6 bilhões em junho (totalizando R\$ 1,17 trilhão), suficiente para cerca de 11 meses de vencimentos da dívida. Em nossa opinião, as perspectivas para a gestão da dívida melhoraram no curto prazo, embora continuem desafiadoras no médio prazo e dependentes da manutenção do atual arcabouço fiscal, do avanço nas reformas estruturais, do nível de reserva de liquidez e de condições de mercado favoráveis.

Além disso, segundo dados do Tesouro Nacional divulgados em 29 de julho, o governo central registrou elevado déficit primário de R\$ 73,6 bilhões em junho, na esteira de maiores gastos. O resultado ficou acima da nossa projeção e do mercado, ambas próximas a R\$ 67 bilhões. Impulsionado por estímulos fiscais, foi o segundo maior déficit para o mês e o terceiro no acumulado do ano da série histórica. No 1S21, a receita total cresceu 28,5% a/a, em meio à recuperação da arrecadação federal. As despesas totais caíram 22% a/a, impulsionadas pelo menor nível de gastos discricionários (-22% a/a) - atualmente R\$ 1,8 bilhão acima do mínimo histórico em 12 meses registrado em maio (R\$ 102 bilhões). No acumulado em 12 meses, o déficit atingiu R\$ 401 bilhões (4,7% do PIB). Para 2021, estimamos déficit primário do governo central em torno de R\$195 bilhões (2,3% do PIB), com viés levemente positivo. Acreditamos que o resultado primário poderia ser melhor se o efeito da alta das *commodities* for mais intenso do que esperamos.

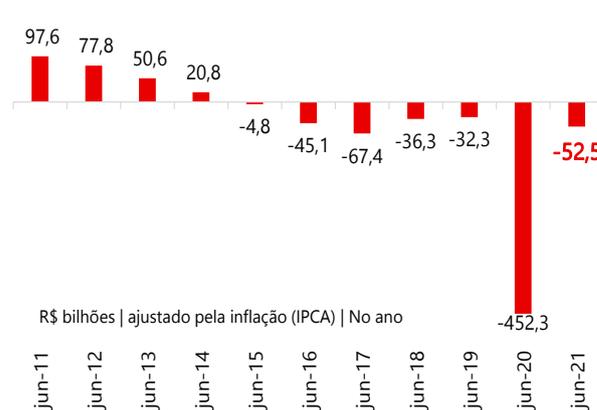
No plano político, a reforma ministerial foi anunciada esta semana, com o senador Ciro Nogueira (PP-PI) sendo nomeado ministro-chefe da Casa Civil. Além disso, o Ministério do Trabalho e Previdência foi oficialmente recriado por meio de medida provisória (MP 1.058/2021), saindo do Ministério da Economia, que havia acumulado a pasta desde o início da atual gestão. Além disso, a próxima semana marca o fim do recesso parlamentar. Nos próximos dias, deverá ser divulgado o relatório da reforma do imposto de renda pelo relator Celso Sabino (PSDB-PA). Em nossa opinião, as negociações sobre a proposta do governo continuarão; o relator já anunciou que voltará atrás na redução dos incentivos fiscais relacionados a benefícios empregatícios, além da manutenção de incentivos fiscais para alguns setores. Além disso, o relator está analisando a isenção do imposto sobre dividendos par empresas no regime do Simples Nacional (regime tributário simplificado para negócios com faturamento de até R\$ 4,8 milhões anuais). Com base na proposta de Sabino divulgada em 13 de julho, estimamos uma queda de receita de 0,2% a 0,4% do PIB por ano, com as novas modificações podendo gerar perda adicional de receita. Para agosto, também esperamos a proposta legislativa para a reformulação do Bolsa Família, e o governo ainda deve divulgar o projeto de lei orçamentária (PLOA) para 2022 até 31 de agosto.

Figura 4.A. – Gestão da dívida - reserva de liquidez



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

Figura 4.B. – Resultado primário do gov. central



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.



INFLAÇÃO

O IGP-M de julho registrou alta de 0,78% m/m (33,83% a/a), abaixo da expectativa do mercado de 0,90% e bem abaixo da nossa estimativa de 1,13%. Embora ainda seja um nível muito alto, a inflação continuou perdendo tração com a tendência passando de 28% em termos mm3m s.a. para 26%. De fato, esta é a segunda leitura seguida que a inflação desacelera em 12 meses, vindo de 37% a/a em maio para 36% em junho e 34% agora. De qualquer forma, os números seguem em níveis desconfortáveis.

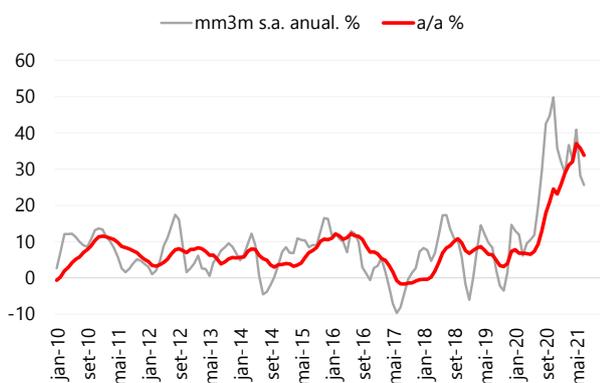
Preços agropecuários caíram 1,33% m/m, com a tendência desacelerando para 24% mm3m s.a, vindo de 43% no último mês. Em 12 meses, porém, a inflação do IPA-agropecuário ainda não mostra um pico claro—ela parou de acelerar, mas está em um platô em torno de 50% a/a. Além disso, a recente onda de geadas em algumas regiões do Brasil pode atingir algumas culturas, gerando risco para cima no curto prazo.

Preços industriais subiram 1,50% m/m e sua tendência desacelerou de 35% mm3m s.a para 33%. Neste setor, a inflação parece estar chegando no pico—a variação ano contra ano desacelerou de 48% em maio para 45% em junho e 43% agora. Contudo, ainda pode ser cedo para se projetar uma queda adiante, dado que ainda não é claro se os problemas de quebra nas cadeias de suprimentos irão ser solucionados rapidamente.

De maneira geral, apesar das incertezas, em nossa opinião é provável que a inflação anual do IGP-M esteja chegando em seu pico—projetamos 19% para o fim de 2021. Primeiro, há um efeito-base: o baixo nível de comparação do primeiro semestre de 2020 sairá do cálculo em 12 meses. Segundo, alguns choques devem começar a se dissipar. Em nossa visão, o rali de *commodities* deve arrefecer, com seus preços ao menos subindo mais lentamente ou até mesmo começando a cair. A taxa de câmbio também pode se estabilizar em um nível mais apreciado, seguindo o ciclo de alta de juros (pelo menos no curto prazo, enquanto as eleições presidenciais de 2022 ainda não são um tema relevante para o mercado). Preços agropecuários podem sofrer no curto prazo por conta dos eventos climáticos adversos, mas acreditamos que devem ser temporários. Finalmente, embora ainda não vejamos sinais claros do fim do problema nas cadeias produtivas, acreditamos que a situação deve ao menos não piorar na margem, de forma que a pressão de preços deve ser menor.

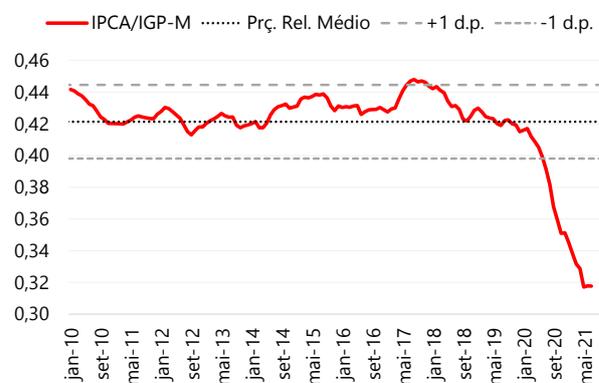
É importante destacar que, mesmo com um possível arrefecimento dos preços ao nível do produtor (IGP-M), preços ao consumidor ainda estão “atrasados” em relação ao movimento que aconteceu no nível do produtor. Logo, a pressão altista no IPCA ainda deve continuar no curto prazo, inclusive porque o IPCA tem um peso maior para os preços de serviços (cuja influência é muito menor nos IGPs). Acreditamos que os preços de serviços devem seguir em aceleração com a reabertura da economia.

Figura 5.A. – IGP-M inflação anual (%)



Fontes: FGV, Santander.

Figura 5.B. – Preço relativo: IPCA-15/IGP-M



Fontes: FGV, IBGE, Santander.

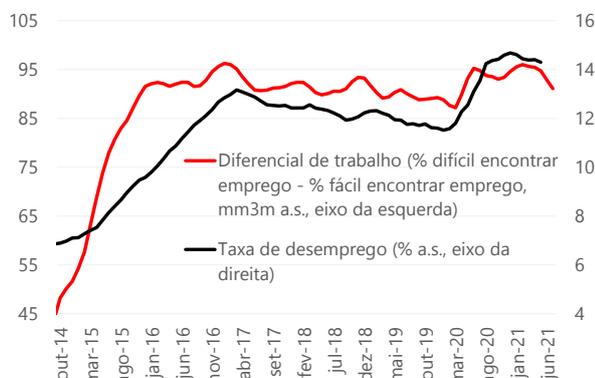


ATIVIDADE ECONÔMICA

O mercado de trabalho segue em recuperação. De acordo com o CAGED de junho, a criação líquida de empregos formais foi de +309,1 mil (consenso: +270 mil; estimativa Santander: +267,6 mil). Estimamos que o saldo com ajuste sazonal aumentou para +320,8 mil em junho, de +274,4 mil em maio. Essa aceleração resultou no retorno a níveis de criação de empregos próximos aos observados no 1T21, uma vez que mais restrições de mobilidade foram retiradas em junho. Além disso, a nova rodada do programa BEm do governo continuou a evitar um maior número de demissões. Em junho, a maior contribuição para o resultado veio do setor de serviços. A PNAD do IBGE, por sua vez, mostrou que a taxa de desemprego ficou em 14,6% nos três meses até maio (consenso: 14,5%; estimativa Santander: 14,4%). Após ajuste sazonal (nosso cálculo), a taxa de desemprego ficou em 14,3%, um ligeiro recuo em relação ao nível de abril (14,4%). Este resultado decorreu de variações de +1,6% m/m-sa e +1,4% m/m-sa na população ocupada e na força de trabalho, respectivamente. O mercado de trabalho continua frágil e com ociosidade considerável, principalmente considerando os trabalhadores informais, não captados pelo CAGED. No entanto, mais uma vez, os dados do mercado de trabalho indicam sinais de melhora para alguns setores mais dependentes da interação social, como mostra a criação de empregos nos setores de varejo e serviços no CAGED. **Dados de confiança sugerem um início positivo do 3T21.** De acordo com a FGV, a confiança do consumidor subiu 1,6% m/m-sa em julho (-6,4% ante fevereiro-2020, pré-crise), a quarta alta consecutiva e posicionando o indicador nos maiores níveis desde outubro de 2020. Nos detalhes, o diferencial de emprego (ou seja, porcentagem de entrevistados que veem empregos como “difíceis de conseguir” menos a porcentagem dos entrevistados que veem empregos como “fáceis de conseguir”) caiu para 89,3 (de 90,2), a quinta queda consecutiva e atingindo a menor leitura desde março de 2020. Trata-se de um bom presságio para o mercado de trabalho à frente, dada a alta correlação da série com a taxa de desemprego. Adicionalmente, a confiança da indústria cresceu 0,7% m/m-sa (6,9% acima do pré-crise, agora). Os detalhes indicam que o excedente de estoques (ou seja, a porcentagem de entrevistados que veem os estoques como excessivos menos os entrevistados que veem os estoques como insuficientes) caiu pela primeira vez em três meses, atingindo -2,1 pontos (1,5 no mês anterior) depois de ficar acima do patamar neutro (zero) desde abril. Este baixo nível de estoques permanece como um fator favorável para o crescimento da produção à frente, na medida em que as interrupções no fornecimento diminuirão e a indústria local for capaz de superar a escassez de insumos.

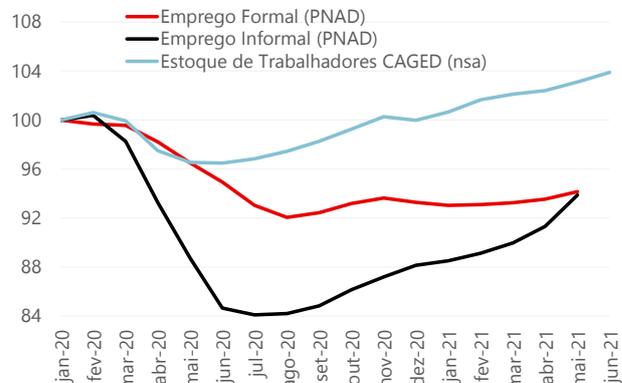
Para a próxima semana, o IBGE divulgará os dados da produção industrial de junho. Projetamos uma retração mensal de 0,5%, o que implicaria contração trimestral de 2,6% no 2T21 (-0,4% no 1T21). Esse número corrobora nossa visão de que a indústria deve pesar sobre o PIB no curto prazo, refletindo os custos em alta e a escassez de insumos. **Para detalhes sobre o cenário de atividade do Santander, consulte nosso último [chartbook](#).**

Figura 6.A. – Desemprego x diferencial de emprego



Fontes: IBGE, FGV, Santander.

Figura 6.B. – População ocupada (a.s., jan-20=100)



Fontes: IBGE, Ministério da Economia, Santander.



POLÍTICA MONETÁRIA

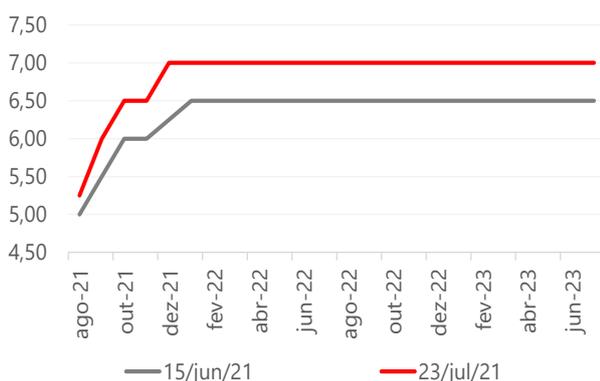
Na quarta-feira (04 de agosto), o Banco Central anuncia decisão de política monetária. Esperamos que o Copom prossiga com a retirada de estímulo monetário, em ritmo ainda mais acelerado, em resposta a um aumento nos riscos inflacionários e diante de sinais cada vez mais contundentes de maior persistência e espalhamento dos choques altistas.

Projetamos uma elevação da taxa básica de juros (Selic) de 1,00 p.p., para 5,25%. As expectativas de analistas e os preços de mercado sugerem que esta decisão já é amplamente esperada pelo mercado, especialmente após a divulgação dos números do IPCA-15 de julho há cerca de uma semana atrás. Em linha com a decisão esperada, acreditamos que o BCB vai novamente elevar o tom do comunicado, abandonando a indicação de Selic neutra no fim do ciclo, dada na última reunião, e reforçando o compromisso de trazer a inflação (e expectativas) de volta à meta central no horizonte relevante.

Em termos de orientação futura para o ajuste total, acreditamos que o Copom deverá abandonar a sinalização dada na última reunião do Copom, que apontava para uma Selic neutra (i.e. 6,50%) ao final do processo de ajuste. Estimamos que os modelos de inflação do BCB indicarão a necessidade de uma Selic mais alta que esse patamar sugerido na reunião passada para se garantir o alcance da meta central de 3,50% para o IPCA em 2022. Desta forma, acreditamos que o BCB irá reforçar a sinalização de que fará o que for necessário para trazer a (expectativa e a) inflação observada para o centro da meta em 2022. Neste contexto, é possível inclusive que a autoridade mencione a necessidade de um juro levemente contracionista no fim do ciclo.

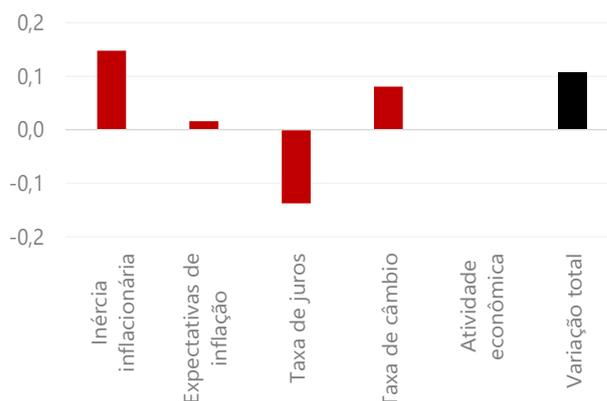
Quanto à velocidade de ajuste (i.e., a próxima decisão do Copom, marcada para 21-22 de setembro), temos dúvida se o BCB seguirá apontando explicitamente para uma decisão mais provável para o Copom seguinte (i.e., no caso de o cenário do BCB se confirmar no período entre reuniões), como vem fazendo nos últimos meses. Embora acreditemos que a transparência (especialmente quanto aos condicionantes das decisões de política monetária) seja bem-vinda, o aumento da incerteza no contexto atual pode fazer com que a autoridade tenha menos clareza sobre o passo seguinte. De qualquer forma, no caso de o Copom optar por manter a sinalização do próximo passo, acreditamos que o cenário a ser indicado como mais provável para setembro deverá ser um novo aumento de 100 p.b. (para 6,25%). [Veja detalhes no link⁶.](#)

Figura 7.A. – Expectativas para taxa Selic (mediana, trajetória mensal)



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

Figura 7.B. – O que esperar das projeções do BCB para o IPCA de 2022 (var. desde último Copom)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.
Nota: Na reunião do Copom de 15-16 de junho, o BCB simulou IPCA em 3,5% para 2022.

⁶ Santander Brasil – Monetary Policy: “Going 100 And Suggesting A Tight Policy Stance” - (30/jul/ 2021) - Disponível no [link](https://bit.ly/Std-COPOM-p-aug21) (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-p-aug21>



BALANÇO DE PAGAMENTOS

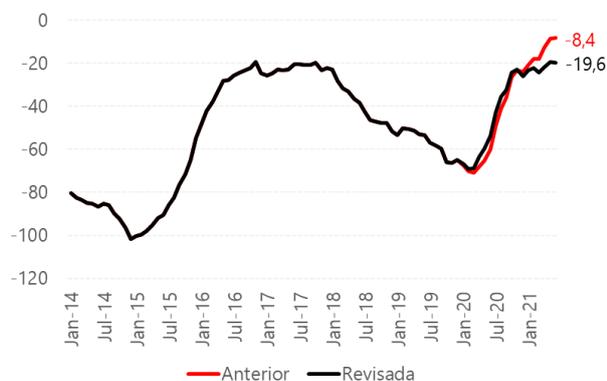
Avaliamos que a elevação do patamar de déficit em transações correntes (em 12 meses) decorrente da revisão semestral conduzida pelo BCB não altera a percepção favorável acerca do balanço de pagamentos brasileiro. Ademais, esta percepção favorável deverá ser reforçada com outro resultado comercial robusto no mês de julho (divulgação programada para 2 de agosto, próxima segunda-feira).

O BCB divulgou na terça-feira (27 de julho) os dados do balanço de pagamentos de junho. Embora o superávit de US\$2,8 bilhões em transações correntes tenha ficado só um pouco abaixo de nossa estimativa (US\$3,0 bilhões), o destaque ficou para a revisão da série histórica de dados, que resultou em déficits em transações correntes para 2020 e 2021 superiores ao previamente estimados.

Apesar deste ajuste – que, por sua vez, resultou em aumento do volume de investimentos diretos no país – a dinâmica recente que temos observado nas transações correntes permaneceu intacta. Ou seja, saldos comerciais expressivos compensando déficits (declinantes) nas contas de serviços e de renda primária. Assim, continuamos projetando uma trajetória cadente para o déficit em transações correntes ao longo do ano. **Veja detalhes no link⁷.**

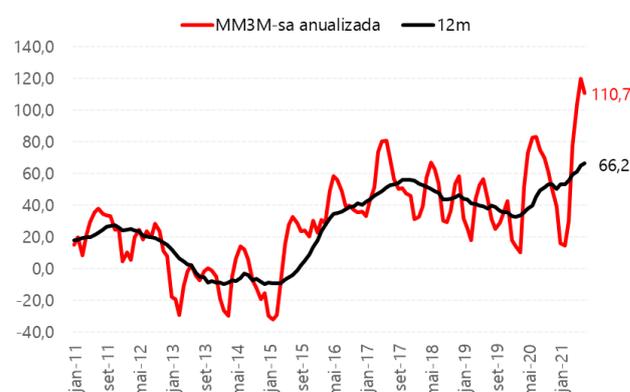
Neste sentido, avaliamos que a divulgação dos números da balança comercial de julho na segunda-feira (2 de agosto) deverá reforçar esta impressão. De acordo com nossas simulações, as exportações deverão ter atingido US\$26,5 bilhões no período, enquanto as importações deverão somar US\$17,5 bilhões, resultando em superávit de US\$9,0 bilhões. Caso seja confirmado, o resultado traduzir-se-á em superávit de US\$66,2 bilhões nos últimos 12 meses e terá sido a sétima expansão mensal consecutiva nestes termos – reforçando nossa expectativa de saldo anual positivo de US\$77,8 bilhões em 2021 (US\$50,4 bilhões em 2020). Em suma, julgamos que a percepção favorável do mercado acerca do balanço de pagamentos não se alterará.

Figura 8.A. – Déficit em transações correntes - séries históricas (US\$ bilhões, 12m)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 8.B. – Balança comercial (US\$ bilhões)



Fontes: SECINT Santander.

⁷ Santander Brazil – External Sector: “New Characters, but the Same Plot” - (27/jul/2021) - Disponível no link (em inglês): <https://bit.ly/Std-extsec-270721>



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.