

## UM NOVO ÁPICE INFLACIONÁRIO NO CICLO

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

- A taxa de câmbio fechou a semana móvel até 4 de novembro cotada a R\$5,60/US\$, alta de 0,8% em relação ao dólar americano. A moeda brasileira registrou um dos melhores desempenhos no período, dentro de uma cesta com 31 das moedas mais líquidas do mundo, possivelmente na esteira de um contraste entre sinais acomodatórios (*dovish*) de alguns dos principais bancos centrais do mundo, e um tom contracionista (*hawkish*) por parte do Banco Central do Brasil (BCB) na ata do Copom.
- A curva de juros nominais observou um deslocamento paralelo para baixo nos últimos dias, reduzindo uma pequena parte de um prêmio de risco que permanece muito elevado. Identificamos um espaço limitado para apreciação de ativos brasileiros no futuro próximo, dadas iniciativas em curso que podem reduzir a efetividade do arcabouço fiscal e do teto de gastos, a principal âncora fiscal do país. Em nossa opinião, se elevaram os riscos para o processo de consolidação fiscal adiante.
- Em 4 de novembro, a Câmara dos Deputados aprovou em primeiro turno a PEC dos Precatórios. Foram 312 votos a favor, um pouco acima dos 308 necessários (de 513 no total) para aprovação. A emenda constitucional aumenta a margem para acomodar despesas dentro do teto de gastos em torno de R\$ 110 bilhões, abrindo caminho para um novo programa social, além de outras despesas. A votação em segundo turno está marcada para terça-feira (9 de novembro). A mudança no arcabouço fiscal implica uma trilha ainda mais arriscada para a estabilização da dívida no longo prazo, elevando ainda mais a necessidade de reformas estruturais e de uma âncora fiscal mais robusta.
- O Banco Central do Brasil (BCB) divulgou a ata da reunião do Copom realizada de 26 a 27 de outubro. Nossa impressão é que o BCB manteve um tom contracionista (*hawkish*), mas de forma equilibrada e alinhada com o comunicado. O BCB reconhece riscos de uma possível desancoragem das expectativas de inflação e de um aumento do juro neutro, na esteira dos recentes desdobramentos fiscais. A autoridade afirma que “o grau apropriado de aperto monetário é significativamente mais contracionista do que o utilizado no cenário básico”. Projetamos taxa Selic terminal de ciclo em 11,50% (1T22).
- A produção industrial recuou 0,4% m/m em setembro e contraiu 1,7% t/t no 3T21. O resultado do trimestre reforça nossa visão de que a indústria segue sendo um “limitador” de curto prazo para a atividade ampla, em meio a uma escassez de insumos e alta de custos. O deslocamento do consumo das famílias em direção aos serviços (em detrimento do consumo de bens) deve ser obstáculo adicional para o setor no 2S21. Atualizamos nosso *tracking* do IBC-Br para setembro: +0,1% m/m (antes +0,3%).
- Na próxima semana, o IBGE divulgará dados do setor terciário para setembro. As vendas do varejo serão divulgadas na quinta-feira (11 de novembro), enquanto a receita real do setor de serviços será divulgada na sexta-feira (12 de novembro). Esperamos alta sequencial para ambos indicadores, com variações mensais de 0,7% e 0,2%, respectivamente.
- Para o IPCA de outubro (que será divulgado na quarta-feira, 10 de novembro), projetamos um alta de 1,09% m/m. Ao contrário do que esperávamos há um mês, o IPCA de setembro não deverá mostrar o pico da inflação em 12 meses neste ciclo. Nossa estimativa aponta aceleração para 10,5% a/a em outubro (setembro: 10,2%). De forma geral, seguimos bastante cautelosos quanto ao cenário de inflação, especialmente para o próximo ano, especialmente após a recente elevação do risco idiossincrático, que pode seguir impactando as expectativas de inflação de curto, médio e longo prazo.



\*\*\* **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 4 de novembro 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 – Agenda macro: indicadores internacionais da semana (06/nov - 12/nov)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
<b>China: Exportação (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>out/21</b>	<b>06 a 07-nov</b>	<b>22,8</b>	<b>28,1</b>
<b>China: Importação (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>out/21</b>	<b>06 a 07-nov</b>	<b>26,2</b>	<b>17,6</b>
<b>China: Crédito Agregado (CNY tri)</b>	<b>NBS</b>	<b>out/21</b>	<b>08 a 15-nov</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>
China: Novos Empréstimos (CNY tri)	PBoC	out/21	08 a 15-nov	0,8	1,6
China: Oferta de Moeda M2 (% a/a)	PBoC	out/21	08 a 15-nov	8,3	8,3
China: CPI (% a/a)	NBS	out/21	Ter, 09-Nov	1,4	0,7
<b>China: PPI – inflação no atacado (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>out/21</b>	<b>Ter, 09-Nov</b>	<b>12,5</b>	<b>10,7</b>
<b>EUA: PPI – inflação no atacado (% a/a)</b>	<b>BLS</b>	<b>out/21</b>	<b>Ter, 09-Nov</b>	<b>8,6</b>	<b>8,6</b>
Z. Euro: Índice de Expectativas (pontos)	ZEW	nov/21	Ter, 09-Nov	--	21,0
EUA: Núcleo do CPI (% m/m)	BLS	out/21	Qua, 10-Nov	0,4	0,2
<b>EUA: Núcleo do CPI (% a/a)</b>	<b>BLS</b>	<b>out/21</b>	<b>Qua, 10-Nov</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>
EUA: Abertura de Postos de Trabalho (milhões)	BLS	set/21	Sex, 12-nov	--	10,4
EUA: Conf. Consumidor (pontos)	U. Michigan	nov/21(p)	Sex, 12-nov	72,4	71,7
<b>Z. Euro: Produção Industrial (% m/m)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>set/21</b>	<b>Sex, 12-nov</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,6</b>

Fonte: Santander.


**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (08/nov - 12/nov)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
IGP-DI (% m/m)	FGV	out/21	Seg, 08-nov	-	-0,55
IGP-DI (% a/a)	FGV	out/21	Seg, 08-nov	-	23,43
Produção de veículos (milhares)	Anfavea	out/21	Seg, 08-nov	-	173,3
<b>IPCA (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>out/21</b>	<b>Qua, 10-nov</b>	<b>1,09</b>	<b>1,16</b>
<b>IPCA (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>out/21</b>	<b>Qua, 10-nov</b>	10,5	<b>10,25</b>
PMC – Varejo Restrito (% m/m)	IBGE	set/21	Qui, 11-nov	-1,4	-3,1
PMC – Varejo Restrito (% a/a)	IBGE	set/21	Qui, 11-nov	-5,5	-4,1
<b>PMC – Varejo Ampliado (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>set/21</b>	<b>Qui, 11-nov</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,5</b>
PMC – Varejo Ampliado (% a/a)	IBGE	set/21	Qui, 11-nov	-1,2	0,0
<b>PMS – Volume de Serviços (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>set/21</b>	<b>Sex, 12-nov</b>	<b>0,2</b>	<b>0,50</b>
PMS – Volume de Serviços (% a/a)	IBGE	set/21	Sex, 12-nov	12,9	16,7

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 (EXTRA) – “Perdendo a Âncora” – (05/nov/21) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-extra-nov21>


**Figura 3 – 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.a.	% 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**) anunciou oficialmente o início do processo de redução no ritmo de compras de ativos (*tapering*), que deve se dar em ritmo de US\$ 15 bilhões por mês e se encerrar em junho de 2022. No comunicado após a decisão, o comitê de política monetária (FOMC) seguiu caracterizando as pressões inflacionárias como transitórias, embora tenha demonstrado maior preocupação do que nos comunicados anteriores. Além disso, o Presidente do Fed, Jerome Powell, em sua fala após a decisão, também destacou a transitoriedade da inflação e destacou que o *tapering* não traz implicação mecânica para um processo de alta de juros.

Ainda sobre o ambiente de política monetária nas economias desenvolvidas, o Banco Central da Inglaterra (**BoE**) surpreendeu a muitos participantes de mercado ao não subir os juros. Isso ocorreu após a autoridade ter indicado que o faria este ano e o mercado ter precificado alta de juros já para esta decisão. O BoE indicou que deve iniciar o processo em breve, mas a surpresa na decisão do colegiado implicou forte correção nas precificações de altas de juros no Reino Unido e nas principais economias avançadas.

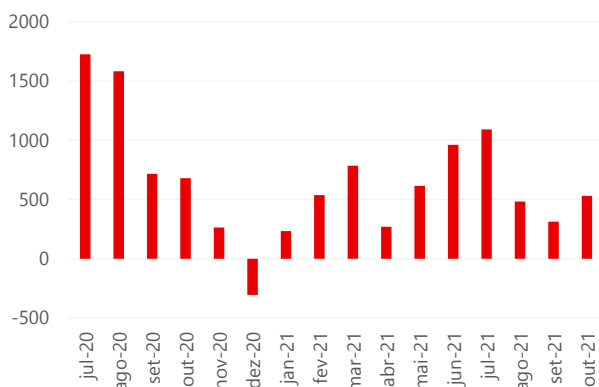
No campo político, seguem as negociações em torno dos pacotes fiscais propostos pelo presidente norte-americano Joe Biden. A maior discordância continua sendo em torno das fontes de financiamento para o pacote fiscal abrangendo gastos sociais, além de outras questões pontuais quanto à sua abrangência. O pacote deve ser votado na câmara nos próximos dias (no momento da edição, isto ainda não havia ocorrido). Após uma esperada aprovação, o projeto segue para o senado, onde enfrentará maiores resistências, com provável redução adicional do tamanho, cuja discussão por ora se situa em torno de US\$ 1,8 trilhão.

No âmbito econômico, a semana também foi marcada pela divulgação dos números de mercado de trabalho de outubro nos EUA. Os dados superaram as expectativas dos analistas, com 531 mil empregos gerados (contra uma expectativa de 450 mil), com a taxa de desemprego recuando de 4,8% para 4,6%, e com os salários por hora se elevando em 4,9% em relação a um ano antes (bem acima da taxa de expansão média de 2,5% registrada de 2007 a 2019).

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas de valores voltaram a encerrar a semana em alta. A curva de juros norte-americana teve fechamento de taxas em todos os vencimentos, principalmente nos mais curtos, com o mercado apreçando menos altas de juros do Fed para 2022. O dólar encerrou a semana em alta frente às moedas de países de G10.

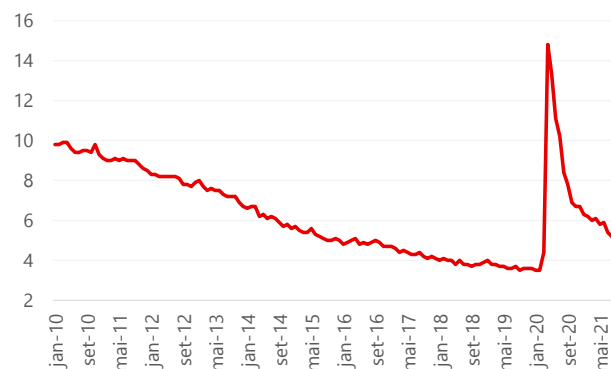
Na próxima semana, destaque para os números de inflação (PPI e CPI) de outubro nos EUA. Na China, serão divulgados os números de comércio exterior, crédito e inflação, também referentes ao mês de outubro.

**Figura 4 – EUA: Geração líquida de empregos (milhares)**



Fontes: Bloomberg, Santander.

**Figura 5 – EUA: Taxa de desemprego (%)**



Fontes: Bloomberg, Santander.



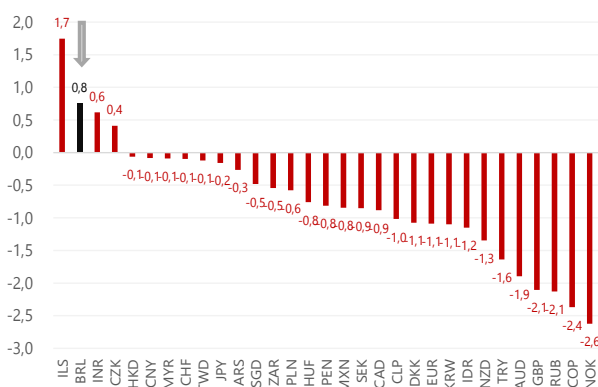
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A taxa de câmbio fechou a semana móvel até 4 de novembro cotada a R\$5,60/US\$, alta de 0,8% em relação ao dólar americano. A moeda brasileira registrou um dos melhores desempenhos no período, dentro de uma cesta com 31 das moedas mais líquidas do mundo. Em nossa opinião, com a taxa cambial ainda perto das máximas históricas, e em meio a iniciativas que podem enfraquecer a principal âncora fiscal do país (o teto de gastos), o desempenho do real acima dos pares nesta semana não parece indicar uma mudança de tendência. Em primeiro lugar, dado o padrão de “beta elevado” do real (que tende a reagir de forma mais intensa às flutuações de mercado que os seus pares, em ambas direções), é possível que a moeda brasileira tenha sido favorecida pela percepção de uma postura ainda acomodaticia (*dovish*) por parte de alguns dos principais bancos centrais, após reuniões recentes de política monetária do Federal Reserve e do Banco da Inglaterra. A movimentação das commodities nos últimos dias –com agrícolas apresentando ganhos, e contrastando com a queda observada em metais e energia–também pode ter ajudado o real, pelo menos no que concerne ao desempenho relativo às moedas pares. Se, por um lado, admitimos dificuldade em se extrair o sinal da efetiva influência global no desempenho do câmbio desta semana, por outro lado, seguimos desassociando esse movimento do real à evolução dos fundamentos econômicos, excluindo-se a taxa de juros. De fato, o único fator doméstico que nos parece ter dado alguma sustentação à moeda nacional foi a postura mais contracionista (*hawkish*) por parte do BCB, após a ata do Copom ter sinalizado a necessidade de uma Selic ainda mais alta e uma postura monetária ainda mais apertada (ver seção de “Política Monetária”). De qualquer forma, dado o aparente rumo da política fiscal, à medida em que avança no Congresso nova legislação que altera o arcabouço do teto de gastos (ver seção de “Política Fiscal”), seguimos identificando riscos enviesados para cima quanto às tendências da taxa de câmbio no curto prazo. Em nossa opinião, elevações do juro básico tendem a ter efeitos limitados sobre a taxa cambial em meio a crescentes preocupações com as perspectivas fiscais.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominais observou um deslocamento paralelo para baixo nos últimos dias, reduzindo pequena parte de um prêmio de risco que ainda segue muito elevado. Desde a última quinta-feira (28 de outubro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) diminuiu 31 p.b. para 12,10%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) diminuiu 28 p.b. para 12,19%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento aumentou 2 p.b. para 9 p.b., o que ainda significa uma curva praticamente plana. A queda semanal parece refletir mais fatores técnicos de mercado do que um alívio nas perspectivas macroeconômicas e de inflação, uma vez que os riscos idiossincráticos permanecem elevados e que a incerteza sobre o processo de consolidação fiscal persiste. O mercado continua precificando aumentos da taxa Selic entre 175 a 200 p.b. para dezembro de 2021, bem como altas em torno de 175 p.b. para fevereiro de 2022 e 125-150 p.b. para março de 2022. Esses preços podem estar refletindo algum prêmio de risco e não necessariamente altas de juros pelo Copom dessa magnitude.

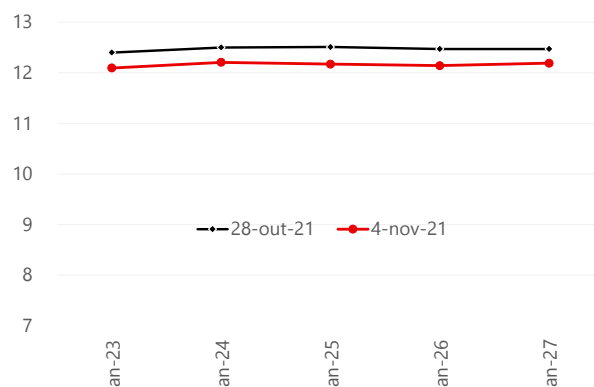
Figura 6 – Variações semanais contra o dólar



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 4-nov.

Figura 7 – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 4-nov.



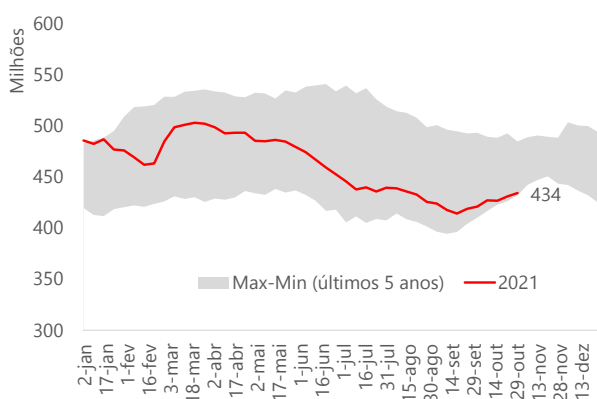
## COMMODITIES

**A OPEP+ decidiu manter o plano de aumentos graduais na produção de petróleo.** Os membros concordaram na quinta-feira (4 de novembro) em aumentar a cota de produção de petróleo do cartel em 400 mil barris por dia. Além disso, os membros não têm permissão para compensar a baixa produção de outros, mesmo após o grupo não ter conseguido cumprir a cota de produção de outubro. A decisão foi tomada em meio a pressões crescentes de países consumidores relevantes como EUA, China e Índia por uma maior oferta de petróleo, com a organização alegando que a pandemia ainda é um risco (baixista) para a demanda. Após a decisão, fontes da imprensa indicaram que os EUA e outros países poderiam recorrer a reservas estratégicas de petróleo. A próxima reunião da OPEP+ será no dia 2 de dezembro.

**Relatório da EIA<sup>2</sup> aponta novo aumento nos estoques de petróleo dos EUA.** A EIA informou na quarta-feira (3 de novembro) que os estoques de petróleo dos EUA aumentaram em 3.290 mil barris na semana encerrada em 29 de outubro, acima da expectativa de um aumento de 1.746 mil barris. Apesar do aumento, os estoques (hoje em 434 milhões de barris) ainda estão muito próximos do nível mínimo observado para esta época do ano (considerando os últimos 5 anos).

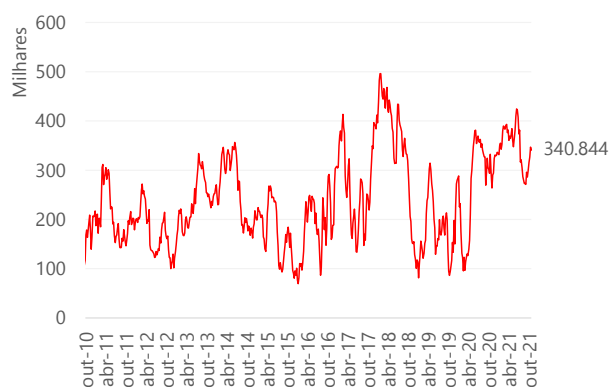
**CFTC<sup>3</sup> registra uma diminuição nas posições compradas de fundos em petróleo WTI.** Os fundos reduziram suas posições compradas de petróleo (barril WTI) na semana encerrada em 26 de outubro, informou a CFTC na sexta-feira (29 de outubro). A posição *net long* em futuros e opções diminuíram em 5.992 contratos para 340.844 contratos.

**Figura 8 – EUA: Estoques de petróleo (barris)**



Fontes: EIA, Santander.

**Figura 9 – Posição líquida comprada de fundos (número de contratos)**



Fontes: COT, Santander.

<sup>2</sup> Energy Information Administration.

<sup>3</sup> U.S. Commodity Futures Trading Commission.



## POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

Estimamos que as despesas públicas para combate à pandemia, especificamente aquelas que foram isentas do cumprimento do teto constitucional de gastos, totalizaram R\$ 11,8 bilhões em setembro. A maior parte está relacionada aos desembolsos do Auxílio Emergencial, no valor de R\$ 8,0 bilhões. Segundo o governo, cerca de 3,8 milhões de benefícios foram cancelados ou bloqueados desde abril, reduzindo o desembolso mensal em R\$ 0,8 bilhão. O programa conta agora com cerca de 35 milhões de beneficiários. Vale ressaltar que o Auxílio Emergencial deve terminar em outubro. O governo planeja lançar o novo programa social (Auxílio Brasil) em novembro ou dezembro, que vai cobrir cerca de 17 milhões de famílias. Estimamos que cerca de 19 milhões de pessoas deixarão de receber o benefício a partir de novembro. Para o novo programa social, há um total de R\$ 9,3 bilhões orçados para o Bolsa Família que poderão ser utilizados neste ano. Essa sobra se refere à migração de beneficiários do Bolsa Família para o Auxílio Emergencial entre abril e outubro, o que reduziu os desembolsos do programa regular. Além disso, o governo aumentou o IOF em setembro para financiar o programa social, gerando um impacto esperado na receita de cerca de R\$ 2,2 bilhões. O novo programa social precisa ser aprovado no Congresso e promulgado até dezembro, visto que aumentos neste tipo de despesas são legalmente proibidos em anos eleitorais. As despesas com saúde totalizaram R\$ 19,3 bilhões neste ano até outubro, uma vez que o custo mensal diminuiu com a melhoria das condições de saúde, com o avanço da vacinação. O gasto médio mensal com vacinas tem girado em torno de R\$ 2,1 bilhões por mês, atingindo um total de R\$ 16,1 bilhões em 2021. Acreditamos que parte dos gastos com aquisição de vacinas pode se estender até 2022, e estimamos em torno de R\$ 5-10 bilhões extratexto. Por ora, o total de despesas extratexto orçadas para 2021 é de R\$ 135,6 bilhões, e a PEC dos Precatórios poderia somar R\$ 15 bilhões a esse total. Nossas estimativas consideram a execução de gastos extratexto em R\$ 115-125 bilhões (~1,3-1,4% do PIB).

**Em 4 de novembro, a Câmara dos Deputados aprovou em primeiro turno a PEC dos Precatórios com 312 votos a favor, com resultado levemente acima do mínimo de 308 votos necessários para aprovação. Essa emenda constitucional aumenta a margem fiscal em BRL110 bilhões para financiar um novo programa social e acomodar outras despesas.** A PEC limita o pagamento de precatórios dentro do teto de gastos e altera a regra de indexação do teto, abrindo espaço para um programa social reformulado (Auxílio Brasil) e outras despesas. Estimamos que a proposta atual abre margem orçamentária de R\$ 110 bilhões para 2022, ampliando a capacidade de agregar gastos dentro do teto constitucional. Assim, o governo pode acomodar a demanda crescente por gastos sem “quebrar” a regra. A decisão de ampliar o orçamento e a mudança no arcabouço fiscal implicam um caminho ainda mais arriscado para a estabilização da dívida no médio e longo prazo, aumentando ainda mais a necessidade de novas reformas estruturais e da criação de uma âncora fiscal mais robusta. **A votação em segundo turno PEC dos Precatórios na Câmara dos Deputados está marcada para terça-feira (9 de novembro).**

Figura 10 – Monitor de gastos “extrateto” 2021

R\$ bilhões - Acumulado	ago-21	set-21	out-21	Orçado	Executado
Auxílio Emergencial (MP 1.037/2021)	44,3	52,5	60,5	64,9	80,8%
Gastos com Saúde	14,2	17,8	19,3	26,1	68,4%
BEm - Emprego formal (MP 935/220 e MP 1.044/2021)	7,6	7,7	7,7	11,7	66,0%
Turismo - Infraestrutura	0,5	0,5	0,5	1,9	26,0%
Aquisição de Vacinas (MP 1.015/2020)	11,7	13,8	16,1	26,2	52,7%
Pronampe (MP 1.053/2021)	5,0	5,0	5,0	5,0	100,0%
<b>Total Acumulado</b>	<b>83,2</b>	<b>97,3</b>	<b>109,1</b>	<b>135,7</b>	<b>71,7%</b>

Atualizado em 02/11/2021

Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

Figura 11 – Efeitos da PEC dos Precatórios em 2022

2022		
Mudanças na margem do teto de gastos:	R\$ bi	% PIB
Margem Fiscal Atual (Inflação INPC Dez-21: 10%)	-28	-0,3%
<b>Aleterações da PEC Precatórios</b>		
Limitando os pagamentos judiciais em R\$ 40 bi (de R\$ 89 bi)	50	0,5%
Alteração da indexação da regra fiscal (alterando a janela anual do IPCA de jun para dez)	60	0,6%
<b>Nova Margem Fiscal (pós PEC Precatórios)</b>	<b>110</b>	<b>1,3%</b>
<b>Novos gastos com a nova margem</b>		
Aumento nos gastos obrigatórios (inflação mais alta)	-28	-0,3%
Auxílio Brasil (orçamento total de R\$ 82 bilhões)	-47	-0,5%
Benefício de R\$400 para 750mil caminhoneiros	-4	0,0%
Outras despesas - debate Orçamento 2022	-31	-0,3%
<b>Total de novos gastos</b>	<b>-110</b>	<b>-1,2%</b>
<b>Estimativa de déficit primário (preliminar)</b>	<b>155</b>	<b>1,7%</b>

Fontes: Congresso Nacional, Ministério da Economia, Santander





## POLÍTICA MONETÁRIA

O Banco Central do Brasil (BCB) divulgou a ata da 242ª reunião do Copom, realizada de 26 a 27 de outubro, momento em que a autoridade monetária decidiu por acelerar o ritmo de elevação na taxa de juros básica (Selic) em 1,5 p.p., para 7,75% a.a..

De forma geral, nossa impressão é que o BCB manteve um tom contracionista (*hawkish*), mas de forma adequada, o que nos parece ter vindo em linha com o comunicado da semana anterior e proporcional à deterioração das perspectivas para a inflação desde a reunião anterior (21 a 22 de setembro).

O Copom está particularmente preocupado com uma possível desancoragem das expectativas de inflação, na esteira de sinais recentes do lado da política fiscal (i.e., mudança iminente no arcabouço do teto de gastos, principal âncora fiscal nos últimos anos). O BCB aponta um aumento na assimetria altista de riscos para a inflação, além de chances de uma elevação no nível da taxa de juros neutra e, conseqüentemente, um espaço para um orçamento ainda maior para o ciclo de alta de juros.

O BCB deixa claro que segue perseguindo o centro da meta de inflação para 2022 (3,50%) – o que a autoridade considera necessário para evitar uma deterioração nas expectativas de inflação para horizontes mais longos (em janelas de tempo que se tornarão cada vez mais importantes nos próximos meses).

A autoridade monetária afirma que “o grau apropriado de aperto monetário é significativamente mais contracionista do que o utilizado no cenário básico”. Calculamos que os modelos do BCB sugerem a necessidade de um nível de taxa de juros terminal de ciclo ao menos 1,50 p.p. acima do cenário testado nas simulações recentemente publicadas pelo Copom (as quais utilizaram como insumo o consenso entre os analistas para a taxa Selic, com dados da semana anterior à reunião do comitê).

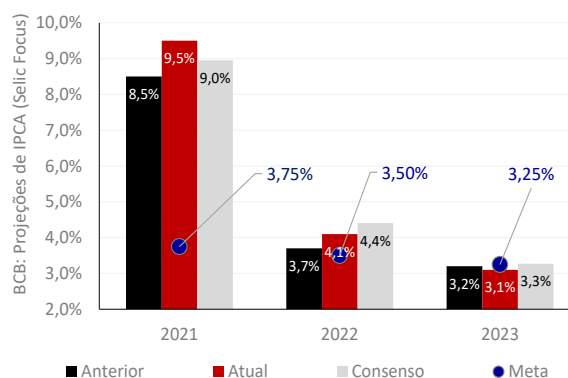
Recentemente elevamos nossa estimativa de taxa Selic terminal no ciclo para 11,50%. Projetamos altas de 1,50 p.p. para dezembro de 2021 e movimentos subsequentes de 1,25 p.p. em fevereiro de 2022 e 1,00 p.p. em março de 2022. Nosso cenário estima que a taxa de juros permanecerá nesse nível pelo menos até o 2T23, condicional à evolução da política fiscal. Reconhecemos a incerteza sobre as perspectivas para a política econômica e a dificuldade de se projetar cenários neste momento. Por ora, entendemos que ainda há riscos altistas para nossa estimativa de taxa terminal de ciclo. [Veja detalhes no link ↴](#).

Figura 12 – Trajetória Selic e projeções Santander



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.  
Nota: Série em médias mensais

Figura 13 – Simulações de inflação do BCB



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.  
Nota: Assume taxa cambial de 5,60 e PPC posteriormente

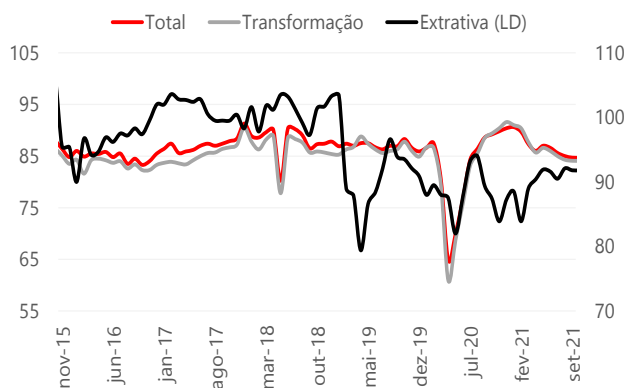


## ATIVIDADE ECONÔMICA

A produção industrial (PIM) recuou novamente em setembro, registrando ainda a terceira queda trimestral em 2021. O índice caiu 0,4% m/m em setembro, discretamente abaixo do consenso de mercado (-0,2%) e registrando a sétima queda em oito meses. O resultado de setembro decorre de quedas na indústria de transformação (-0,2%) e extrativa (-0,3%) e posiciona a produção industrial 3,2% abaixo do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020). Analisando a composição, as categorias correlacionadas com investimentos apresentaram os piores resultados, com bens de capital e insumos da construção civil (este último não compõe o resultado agregado da PIM) recuando 1,6% e 2,4%, respectivamente. Os bens intermediários (que respondem por cerca de 60% da produção industrial) apresentaram virtual estabilidade (queda de 0,1%). Por outro lado, os bens de consumo aumentaram 0,7%, mas com queda na produção de bens duráveis (-0,2%), recuando pelo nono mês consecutivo. Após duas quedas trimestrais (-0,7% e 3,0% no 1T21 e 2T21, respectivamente), o resultado do 3T21 (-1,7%) reforça nossa visão de que a indústria continua a ser um “reductor” de curto prazo para a atividade ampla, em meio a uma escassez de insumos e alta de custos. Nosso *tracking* do IBC-Br para setembro foi atualizado para +0,1% (antes +0,3%), trazendo um leve risco baixista para a nossa projeção de crescimento do PIB no 3T21 (atualmente em +0,3% t/t). Ainda esperamos um número positivo, impulsionado principalmente pela retomada da atividade no setor de serviços, na esteira de um melhor controle da pandemia (via vacinação) e de uma consequente reabertura econômica. [Veja detalhes no link<sup>5</sup>](#).

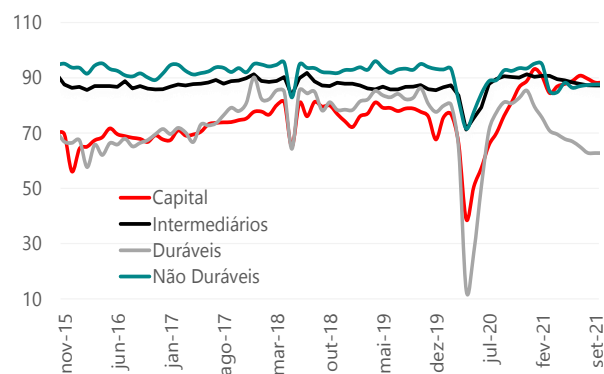
Na próxima semana, o IBGE divulgará os dados do setor terciário de setembro. Os dados de vendas no varejo devem ser divulgados na quinta-feira (11 de novembro), enquanto os dados da receita real do setor de serviços devem ser divulgados na sexta-feira (12 de novembro). Esperamos alta nos dois indicadores, 0,7% m/m e 0,2% m/m, respectivamente. Se confirmados tais resultados, as vendas no varejo encerrariam o 3T21 recuando 0,9% t/t, enquanto o setor de serviços encerraria o 3T21 com expansão de 3,3% t/t. Tais números refletem retorno do consumo de serviços (em detrimento do consumo de bens), como parte natural do processo de normalização econômica à medida que o controle da pandemia se consolida. [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último \*chartbook\*](#).

**Figura 14 – Produção industrial**  
(a.s., média 2012=100)



Fontes: IBGE, Santander.

**Figura 15 – Categorias industriais**  
(a.s., 2012=100)



Fontes: IBGE, Santander.

<sup>5</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Weak Figure (Again) for Industrial Output” – (04/nov/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-110421>

<sup>6</sup> Santander Brazil – “Chartbook – Downgrading the Estimate for 2022 and 2023” – (05/nov/21) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-nov21>



## INFLAÇÃO

Para o IPCA de outubro (que será divulgado na quarta-feira, 10 de novembro), projetamos um alta de 1,09% m/m. Ao contrário do que esperávamos um mês atrás, o IPCA de setembro não deverá ser o pico da inflação em 12 meses neste ciclo. Nossa estimativa é consistente com uma aceleração para 10,5% a/a em outubro (setembro: 10,2%). Quanto à tendência indicada pela média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s.a.), também projetamos aceleração: de 13,5% em setembro para 13,8% em outubro.

Na comparação com o IPCA de outubro (1,16% m/m), esta leitura deve desacelerar ligeiramente em termos mensais, basicamente por conta de preços administrados (+1,09% m/m em outubro ante 1,93% em setembro) - já que o impacto da bandeira tarifária excepcional (Vermelha 2 “Escassez Hídrica”) deve se encerrar. Preços livres, por outro lado, devem acelerar (1,08% m/m ante 0,88% no mês passado), por conta de serviços. Em particular, projetamos que o núcleo de serviços acelere para 7,8% mm3m-a.s.a. (antes 7,2%). A tração que a inflação de serviços vem ganhando é uma causa de preocupação, já que o grupo tem inércia elevada, o que pode dificultar o processo de desinflação projetado para os próximos meses. Alimentação no domicílio deve continuar sob pressão na margem, com a tendência estável em torno de 20,0% mm3m-a.s.a.. Finalmente, bens industriais devem continuar desacelerando—porém ainda se situando em um nível alto—com o índice de cheio passando de 11,9% para 11,3% mm3m-a.s.a. e o núcleo passando de 8,4% para 7,6% mm3m-a.s.a..

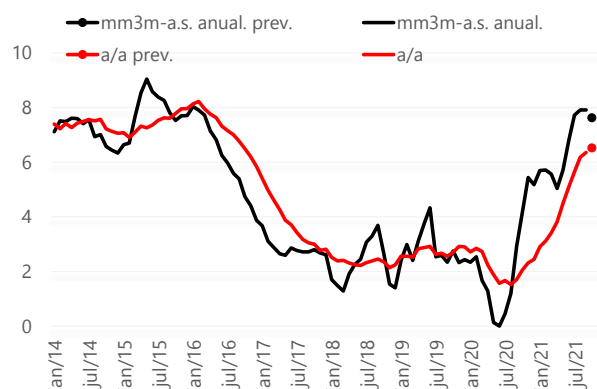
Sobre as medidas de inflação subjacente, esperamos que o núcleo EX3 suba em torno de 0,82% m/m, o que deve representar uma leve desaceleração da tendência, mas para um nível ainda bastante desconfortável de 7,6% mm3m-a.s.a. (ante 7,9% em setembro). Vale destacar que essa desaceleração não traz grande otimismo, pois é puxada apenas pelo núcleo de industriais, enquanto o núcleo de serviços ainda acelera. Este será o décimo terceiro mês com o núcleo EX3 rodando acima da meta do BCB na métrica mm3m-a.s.a. (comparado ao centro da meta de 3,75% para 2021 e 3,50% para 2022). Este dado evidencia um espalhamento dos choques primários para os preços gerais. Em suma, seguimos cautelosos quanto ao nível elevado da inflação corrente (e núcleos), especialmente em meio a um aumento recente do risco idiossincrático, que pode resultar em expectativas de inflação e inércia inflacionaria mais altas, dificultando ainda mais o processo de desinflação.

Figura 16 – Detalhes da projeção do IPCA (%)

	m/m		a/a	
	Oct-21	Contrib.	set/21	out/21
<b>IPCA</b>	<b>1,09</b>	<b>1,09</b>	<b>10,2</b>	<b>10,5</b>
Administrados	1,09	0,30	15,7	16,7
Livres	1,08	0,79	8,3	8,4
Alim. no dom.	1,30	0,20	14,7	13,2
Industriais	1,13	0,26	10,6	10,7
Serviços	0,96	0,33	4,4	4,8
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,82</b>	<b>0,29</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 17 – Projeção do núcleo do IPCA EX3 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.



## CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

### Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Oreg*	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 Oreg*	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.