



ATIVIDADE FREIA, INFLAÇÃO AUMENTA, JUROS SOBEM

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

- A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 9 de dezembro cotada a R\$5,58/US\$ (valorização de 1,1%) e figurou entre os melhores desempenhos na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Avaliamos que o desempenho positivo se beneficiou de notícias inicialmente favoráveis acerca das características da variante Ômicron, além da percepção dos agentes econômicos de menor incerteza no âmbito fiscal com a promulgação parcial da PEC dos Precatórios. O tom mais duro (*hawkish*) no comunicado do Copom também colaborou para a apreciação da taxa de câmbio. Esta mesma combinação de fatores acentuou ainda mais a inclinação negativa da estrutura a termo das taxas de juros domésticas.
- Na quarta-feira (8 de dezembro), o Copom anunciou uma nova elevação da Selic em 1,5 p.p., para 9,25%. Este foi o sétimo aumento consecutivo da taxa básica de juros neste ciclo, atingindo o maior patamar desde 3T17. O Copom afirma que “diante do aumento de suas projeções e do risco de desancoragem das expectativas para prazos mais longos, é apropriado que o ciclo de aperto monetário avance significativamente em território contracionista”. A diretoria do BCB também se compromete a “perseverar em sua estratégia até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas”. Acreditamos que essa mensagem reforça nossa projeção (acima do consenso) de Selic terminal em 12,25%.
- No lado fiscal, o Congresso Nacional promulgou esta semana a parte consensual, aprovada pelas duas casas, da PEC dos Precatórios (PEC 23/2021). Basicamente, a parte promulgada modifica as regras de indexação do teto de gastos e abre margem fiscal de R\$ 70 bilhões (nosso cálculo) para gastos adicionais no orçamento de 2022. Na próxima semana, os presidentes da Câmara e do Senado concordaram em votar as alterações no texto feitas pelo Senado, especialmente quanto ao sub-limite para o pagamento de precatórios, o que adicionará R\$45 bilhões ao espaço fiscal no próximo ano.
- O setor varejista iniciou o 4T21 em ritmo lento. O índice ampliado surpreendeu negativamente (-0,9% m/m), com números fracos tanto para os segmentos sensíveis à renda, bem como nos segmentos sensíveis ao crédito. O resultado de outubro posiciona o índice 2,8% abaixo do patamar pré-pandemia e implica um carregamento estatístico (*carryover*) de -2,7% para o 4T21. As vendas do comércio continuam impactadas pela alta da inflação e pelo deslocamento dos gastos do consumidor de volta ao setor de serviços.
- Na terça-feira (14 de dezembro), o IBGE divulgará a receita real de serviços em outubro. Esperamos um aumento sequencial de 0,1% m/m, refletindo principalmente as contribuições positivas dos serviços às famílias e dos transportes. Além disso, o BCB divulgará na quarta-feira (15 de dezembro) sua *proxy* de PIB mensal (IBC-Br) para outubro. Esperamos uma queda de 0,2% m/m, condizente com um *tracking* estável (sequencialmente) de crescimento do PIB no 4T21.
- O IPCA de novembro subiu 0,95% m/m (10,74% a/a, o nível mais alto desde 2003). Embora o número tenha ficado abaixo do consenso de mercado (1,09%) e da nossa projeção (1,12%), esta é a terceira leitura mais alta para um mês de novembro desde 1996. Apesar da surpresa baixista—muito influenciada por efeitos temporários ligados às promoções da *Black Friday*, medidas qualitativas seguiram notadamente desfavoráveis e continuamos cautelosos quanto ao cenário de inflação adiante.

*** **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 9 de dezembro 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 (13/dez - 17/dez)

| Indicadores / Eventos | Fonte | Referência | Data | Consenso | Anterior |
|---|-----------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|
| EUA: PPI – Inflação no Atacado (% a/a) | BLS | nov/21 | Ter, 14-dez | 9,2 | 8,6 |
| China: Vendas no Varejo (% a/a) | NBS | nov/21 | Ter, 14-dez | 4,8 | 4,9 |
| China: Produção Industrial (% a/a) | NBS | nov/21 | Ter, 14-dez | 3,8 | 3,5 |
| China: Investimentos em Ativos Fixos (% acum.) | NBS | nov/21 | Ter, 14-dez | 5,4 | 6,1 |
| Z. Euro: Produção Industrial (% m/m) | Eurostat | out/21 | Qua, 15-dez | 1,3 | -0,2 |
| EUA: Núcleo das Vendas no Varejo (% m/m) | C.Bureau | nov/21 | Qua, 15-dez | 0,8 | 1,6 |
| EUA: FOMC – Taxa de Juros (% lim. sup.) | Fed | -- | Qua, 15-dez | 0,25 | 0,25 |
| Z. Euro: Balança Comercial (€ bi, s.a.) | Eurostat | out/21 | Qui,16-dez | -- | 6,1 |
| Z. Euro: BCE – Taxa de Juros (% refin.) | BCE | -- | Qui,16-dez | 0,00 | 0,00 |
| EUA: Construções de Novas Casas (milhões) | C.Bureau | nov/21 | Qui,16-dez | 1,568 | 1,520 |
| EUA: Produção Industrial (% m/m) | Fed | nov/21 | Qui,16-dez | 0,7 | 1,6 |

Fonte: Santander.


Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (13/dez – 17/dez)

| Indicadores / Eventos | Fonte | Referência | Data | Estimativa Santander | Anterior |
|----------------------------------|-------|------------|-------------|----------------------|----------|
| Ata do Copom | BCB | -- | Ter, 14-nov | -- | -- |
| PMS – Volume de Serviços (% m/m) | IBGE | out/21 | Ter, 14-dez | 0,1 | -0,6 |
| PMS – Volume de Serviços (% a/a) | IBGE | out/21 | Ter, 14-dez | 9,5 | 11,4 |
| IGP-10 (% m/m) | FGV | dez/21 | Qua, 15-dez | -- | 1,19 |
| IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m) | BCB | out/21 | Qua, 15-dez | -0,2 | -0,3 |
| IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a) | BCB | out/21 | Qua, 15-dez | -0,3 | 1,5 |
| Relatório Trimestral de Inflação | BCB | 4T21 | Qui, 16-dez | -- | -- |

Fonte: Santander.

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

¹ Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “*Maiores Riscos Fiscais (e inflacionários) Pesam sobre o Crescimento Futuro*” – (02/dez/21) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-dez21>


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 |
| Acumulado no ano | % acum. | % YTD | jan-ago/2021 contra jan-ago/2020 | não |
| 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

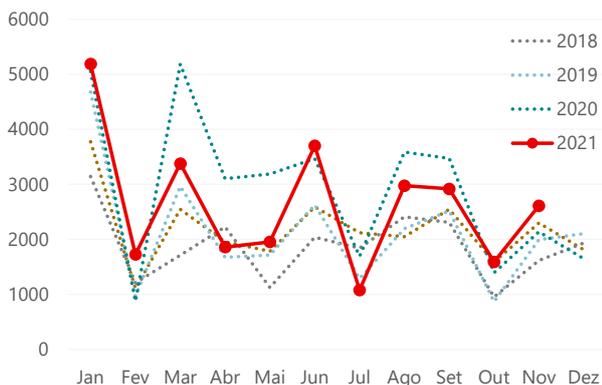
Nesta semana, os mercados financeiros lá fora mantiveram as atenções sobre a nova variante (Ômicron) do coronavírus. Governos e farmacêuticas seguem tentando estimar a transmissibilidade da doença, assim como a eficácia das vacinas e tratamentos disponíveis. As informações ainda são preliminares, mas as evidências por ora apontam para uma alta taxa de transmissão, mas com baixa gravidade (ou letalidade) da doença. Há uma aparente perda de eficácia das vacinas, mas que poderia ser superada com doses de reforço. **Na China, o governo voltou anunciar medidas de estímulo à economia, reduzindo os depósitos compulsórios dos bancos e injetando liquidez nos mercados.** Esta ação ocorre em um momento de maior tensão quanto à solvência de determinadas empresas do setor imobiliário. Nos EUA, o congresso avança nas discussões para suspender o teto de endividamento público, o que evita cenários extremos com potenciais impactos (adversos) sobre a economia e os mercados.

No âmbito econômico, houve divulgações importantes de dados na China, como os fortes números de comércio exterior em novembro. O destaque foram as importações, que aceleraram e cresceram 31,7% a/a. As exportações subiram 22,0% a/a, com a balança comercial registrando um (ainda) elevado superávit de US\$ 71,7 bilhões. Do lado da inflação, os preços ao consumidor aceleraram menos do que o esperado, subindo 2,3% a/a, enquanto a inflação ao produtor ficou abaixo do esperado, em 12,9% a/a, mas permanecendo em nível muito elevado. Por fim, os dados de crédito de novembro, embora abaixo do esperado, voltaram a crescer e superar a marca em 2020, revelando intenção do governo de voltar a estimular a economia. **Também refletindo fortes pressões inflacionárias criadas por este ciclo econômico gerado pela pandemia, a inflação do CPI (preços ao consumidor) nos EUA atingiu a marca de 6,8% a/a, maior patamar desde 1982.** O núcleo do indicador – CPI Core – atingiu a marca de 4,9%, maior nível desde 1991, mostrando um espalhamento dos choques que se permeia pelos índices de inflação subjacente.

A persistência inflacionária na maior economia do mundo já resulta em resposta mais contudente por parte do Federal Reserve, o banco central norte-americano, que anuncia decisão de política monetária nesta quarta-feira (15 de dezembro). Acreditamos que a autoridade irá confirmar as expectativas e indicar uma redução mais intensa nas compras de ativos (*tapering*) a partir de janeiro, sinalizando provável fim do programa em março. A partir de então, a porta ficaria aberta para eventuais aumentos de juros, que projetamos para maio em diante (3 aumentos de 0,25 p.p. em 2022). A decisão do Banco Central Europeu (BCE), programada para quinta-feira (16 de dezembro) também será importante, uma vez que o conselho deve indicar o plano para as compras de ativos após o encerramento do programa emergencial (PEPP) em março.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana com alta significativa, com destaque para a bolsa de Shanghai que subiu 4,6%. A curva de juros norte-americana observou alta em todos os vértices, em particular nos mais curtos (*bear-flatening*). O dólar ficou estável frente às moedas de países de G10.

Figura 4 – China: financiamento agregado (bilhões de yuans)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – China: preços ao produtor (% a/a)



Fontes: Bloomberg, Santander.



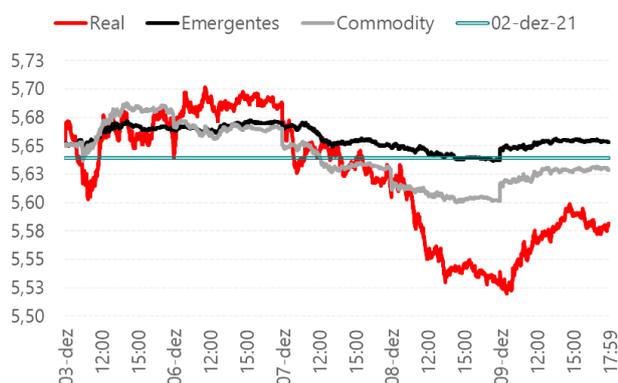
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 9 de dezembro cotada a R\$5,58/US\$ (valorização de 1,1%) e figurou entre os melhores desempenhos na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Avaliamos que o desempenho positivo se beneficiou de notícias inicialmente favoráveis acerca das características da variante Ômicron da Covid-19, o que deu espaço para uma maior tomada de risco (*risk-on*) por parte dos investidores em escala global. Localmente, com o Congresso tendo aprovado parcialmente a PEC dos Precatórios (mais detalhes na seção de Política Fiscal), a avaliação dos investidores de que certas incertezas quanto à política fiscal em 2022 foram reduzidas também contribuiu para o fortalecimento do real. Por fim, mas não menos importante, o tom *hawkish* (contracionista) do comunicado do Copom na quarta-feira (maiores detalhes na seção de Política Monetária) também favoreceu o real. A despeito do desempenho positivo nos últimos dias, a taxa de câmbio permanece distante dos patamares mínimos observados neste ano (R\$4,89/US\$, registrado em 25 de junho).

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A inclinação da curva de juros nominal se reduziu bastante, com a ponta longa seguindo em tendência de queda nas últimas semanas, e com a ponta curta subindo após o comunicado do Copom. Desde a última quinta-feira (2 de dezembro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) subiu 4 p.b. para 11,63%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) caiu 67 p.b. para 10,60%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento caiu 72 p.b., e desceu ainda mais no campo negativo, alcançando -103 p.b. o que aprofunda o processo de inversão da curva. Na ponta curta, o mercado interpretou o comunicado do Copom como mais *hawkish* (veja detalhes na seção de Política Monetária), levando a uma reversão de parte do rali da semana passada, e a um apreçamento de probabilidade maior de altas mais agressivas na taxa de juros nas próximas reuniões. Na ponta longa, continuamos acreditando que as incertezas quanto ao processo de consolidação fiscal permanecem altas, mas o mercado continua reduzindo o prêmio de risco que vinha sendo construído neste segmento da curva durante as últimas semanas. Em nossa visão, esse movimento parece mais técnico do que baseado em fundamentos, já que não houve melhora concretas nos fundamentos fiscais nas últimas semanas. Acreditamos que apenas reformas macroeconômicas significativas deveriam ser capazes de estancar ou reverter ancoragem processo de desancoragem gerado pela política fiscal.

Figura 6 – R\$/US\$ - Cotações intradiárias

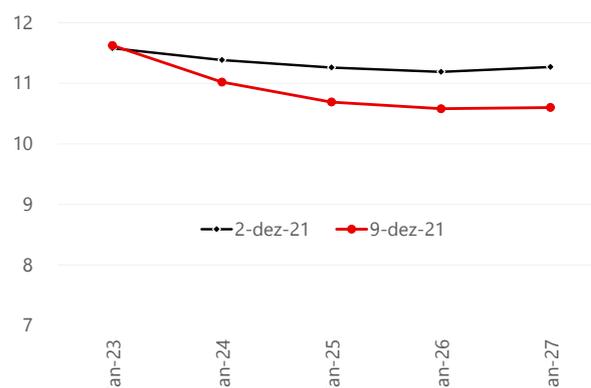


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 09/dez/2021.

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

Figura 7 – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 09/dez/2021.



COMMODITIES

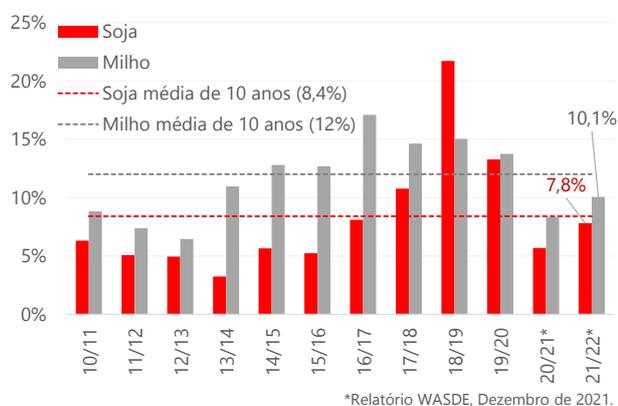
Projeções estáveis do USDA² para os estoques de grãos no relatório de dezembro. Na quinta-feira (9 de dezembro), o relatório WASDE³ manteve sua projeção de estoque final de soja dos EUA em 340 milhões de bushels, em comparação com a estimativa do mercado de 355 milhões de bushels. A previsão de estoque final de milho também ficou inalterada em 1.493 milhões de bushels, contra a expectativa do mercado de 1.475 milhões de bushels. Como resultado, a razão de estoque/uso para 2021-22 é estimada em 7,8% para soja e 10,1% para milho. A título de comparação, a média de 10 anos é de 8,4% e 12,0%, respectivamente.

O preço do petróleo subiu esta semana em função de menores preocupações com a gravidade da variante Ômicron (ao menos por ora). O mercado tem observado de perto o avanço da nova cepa de coronavírus, tentando avaliar seu impacto na reabertura econômica global e, conseqüentemente, na demanda de combustível. Na semana, os preços do petróleo subiram (o petróleo Brent subiu 7% em relação à semana passada, ficando próximo de US\$ 75/bbl). Com poucas informações até o momento sobre a nova variante do coronavírus, resultados de pesquisas científicas em andamento são aguardados para as próximas semanas.

Relatório da EIA⁴ aponta mais uma diminuição nos estoques de petróleo dos EUA. A EIA informou na quarta-feira (8 de dezembro) que os estoques de petróleo dos EUA diminuíram em 241 mil barris na semana encerrada em 3 de dezembro, abaixo da expectativa de uma redução de 1,169 milhão de barris. Assim, os estoques (hoje em 433 milhões de barris) seguem abaixo do nível mínimo observado para esta época do ano (considerando os últimos 5 anos).

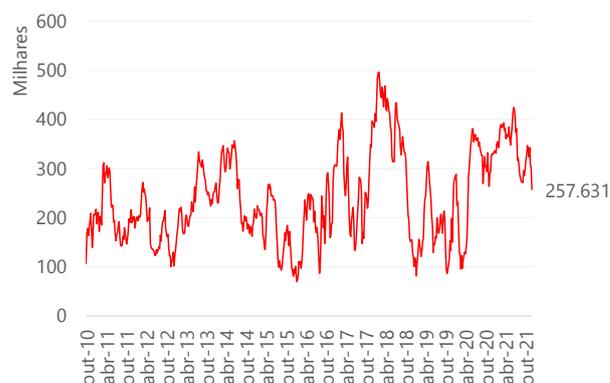
CFTC⁵ registra uma terceira redução nas posições compradas de fundos em petróleo WTI. Os fundos reduziram suas posições compradas de petróleo (barril WTI) na semana encerrada em 30 de novembro, informou a CFTC na sexta-feira (3 de dezembro). A posição *net long* em futuros e opções reduziu em 45.171 contratos para 257.631 contratos.

Figura 8 – EUA: Estoque/uso de grãos (%)



Fontes: USDA, Santander.

Figura 9 – Posição líquida comprada de fundos em petróleo (Número de contratos)



Fontes: COT, Santander.

² United States Department of Agriculture.

³ World Agricultural Supply and Demand Estimates.

⁴ Energy Information Administration.

⁵ U.S. Commodity Futures Trading Commission.



POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

Na quarta-feira (8 de dezembro), o Congresso Nacional promulgou a parte em comum, aprovada pelas duas casas, da PEC dos Precatórios (PEC 23/2021). Basicamente, o texto promulgado abre uma margem fiscal de R\$ 15 bilhões para 2021. Metade desse valor deve ser utilizado para aumentar o valor do benefício do Auxílio Brasil para R\$ 400, com início dos novos pagamentos previsto para o dia 10 de dezembro (em novembro, a parcela foi de R\$ 220). A outra metade deve ser usada para compras de vacinas da COVID-19. Para 2022, foi promulgada a alteração da indexação do teto de gastos, que abrirá um espaço fiscal de R\$ 62 bilhões, segundo estimativas oficiais do governo (R\$ 70 bilhões considerando nossas projeções de inflação). Esse valor é inferior à expectativa do governo de abrir R\$ 106 bilhões de espaço orçamentário para acomodar todas as despesas previstas, e assim aprovar o orçamento de 2022. Diante disso, para endossar as mudanças feitas pelo Senado na PEC dos Precatórios, os parlamentares chegaram a um acordo para uma votação acelerada dos pontos divergentes em uma outra emenda constitucional, que já tramita na Câmara dos Deputados. Assim, as alterações devem ser analisadas novamente nas duas Casas (dois turnos em cada) na próxima semana. Os principais pontos que serão votados são: (i) limite de pagamento de dívidas judiciais até 2026 (ao invés de 2036), o que abrirá um espaço fiscal adicional de R\$ 45 bilhões; (ii) retirada dos precatórios do Fundef do limite do teto de gastos; (iii) vincular a margem fiscal gerada pela PEC exclusivamente ao pagamento de despesas sociais (previdência, assistência e saúde). Além disso, de acordo com o presidente da Câmara, Arthur Lira, após a conclusão da votação da legislação sobre precatórios/teto de gastos, a Câmara vai votar o orçamento de 2022 e iniciar o recesso de fim de ano no dia 18 de dezembro. Em outro projeto de lei, os senadores aprovaram a prorrogação da desoneração da folha para 17 setores intensivos em mão de obra (PL 2541/21), que custará cerca de R\$ 6 bilhões ao ano (e ocupará espaço no teto de gastos).

Estimamos que as despesas públicas para combate à pandemia, que especificamente foram isentas do cumprimento do teto constitucional de gastos (os chamados gastos “extrateto”), totalizaram R\$ 4,0 bilhões em novembro. A maior parte dos desembolsos está relacionada a gastos com vacinas, que somaram R\$ 3,1 bilhões. O gasto médio mensal com vacinas tem se situado em torno de R\$ 2 bilhões por mês, atingindo um total de R\$ 19,1 bilhões em 2021. Em relação às transferências fiscais, o Auxílio Emergencial se encerrou em outubro. Em novembro, foi iniciado o novo programa social, o Auxílio Brasil. Estimamos um dispêndio de aproximadamente R\$ 3,2 bilhões no mês (14,7 milhões de famílias com um benefício médio de R\$ 220). Este valor é inferior à média mensal de desembolso de R\$ 8,5 bilhões com o Auxílio Emergencial em 2021. As despesas com saúde somaram R\$ 20,2 bilhões neste ano até novembro: o custo mensal vem diminuindo com a melhora das condições sanitárias, à medida que a vacinação avança. Acreditamos que parte dos gastos com aquisição de vacinas possa se estender até 2022, e estimamos um orçamento em torno de R\$ 5 a 10 bilhões, fora do do teto de gastos. Por enquanto, o total de despesas “extrateto” orçadas para 2021 é de R\$ 138,2 bilhões, e a PEC dos Precatórios poderá adicionar R\$ 15 bilhões a esse total. Nossas estimativas consideram a execução efetiva de gastos em cerca de R\$ 120 bilhões (1,4% do PIB).

Figura 10 – Margem fiscal para novas despesas



Fontes: Congresso Nacional, Santander.

Figura 11 – Monitor de gastos “extrateto” 2021

| R\$ bilhões - Acumulado | set-21 | out-21 | nov-21 | Orçado | Executado |
|---|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Auxílio Emergencial (MP 1.037/2021) | 52,5 | 60,5 | 60,5 | 64,9 | 93,2% |
| Gastos com Saúde | 17,8 | 19,3 | 20,2 | 28,5 | 71,0% |
| BEm - Emprego formal (MP 935/220 e MP 1.044/2021) | 7,7 | 7,7 | 7,7 | 11,7 | 66,0% |
| Turismo - Infraestrutura (MP 963/2020) | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 1,9 | 27,6% |
| Aquisição de Vacinas (MP 1.015/2020) | 13,8 | 16,1 | 19,1 | 26,2 | 73,1% |
| Pronampe (MP 1.053/2021) | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 100,0% |
| Total Acumulado | 97,3 | 109,1 | 113,1 | 138,2 | 81,9% |

Atualizado em 09/12/2021

Fonte: Tesouro Nacional, Santander.



ATIVIDADE ECONÔMICA

A atividade varejista registrou um fraco começo de 4T21. As vendas no varejo ampliado surpreenderam para baixo, recuando 0,9% m/m - bem abaixo do consenso de mercado (-0,2%) e da nossa estimativa (+0,5%). As vendas no varejo restrito (que excluem vendas de materiais de construção e veículos) apresentaram virtual estabilidade (-0,1% m/m), abaixo do consenso de mercado (+0,6%) e da nossa estimativa (+0,2%). O resultado de outubro marcou a terceira queda consecutiva, posicionando o indicador amplo 2,8% abaixo do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020). Com relação ao varejo restrito, o índice está 0,1% abaixo do patamar pré-pandemia. Analisando os detalhes, Supermercados (-0,3%) e Combustíveis (-0,3%) foram os destaques negativos nos segmentos sensíveis à renda, enquanto o segmento Outros cresceu 1,4%. Já nos segmentos sensíveis ao crédito, Veículos (-0,5%), Materiais de Construção (-0,9%) e Móveis e Eletrodomésticos (-0,5%) foram os destaques negativos. Ao todo, apenas 3 dos 10 segmentos do varejo ampliado registraram crescimento, caracterizando uma queda generalizada no mês. As maiores contribuições positivas vieram dos segmentos Outros (+0,11 p.p.) e Material de Escritório (+0,05 p.p.). Por outro lado, as maiores contribuições negativas vieram de Veículos (-0,13 p.p.), Supermercados (-0,09 p.p.) e Materiais de Construção (-0,08 p.p.). Apenas 3 segmentos permanecem acima dos níveis pré-crise, com destaque para Farmacêuticos (+11,7%), Outros (+7,6%) e Materiais de Construção (+10,9%). Em termos trimestrais, o carregamento estatístico (*carryover*) para as vendas no varejo amplo no 4T21 é de -2,7%; com relação ao varejo restrito, o *carryover* é de -2,3%. Segundo a FGV, a confiança do varejo caiu (-6,6%) em novembro⁶, o que, junto com a alta da inflação e o redirecionamento dos gastos das famílias aos serviços, traz desafios para o comércio no 4T21. **Veja detalhes no link⁷.**

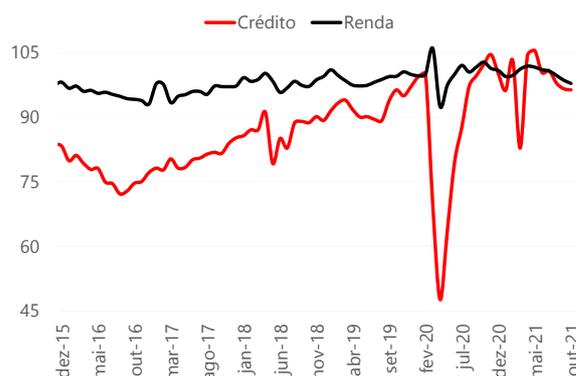
Na terça-feira (14 de dezembro), o IBGE divulgará os dados da receita real dos serviços em outubro. Esperamos um aumento sequencial de 0,1% m/m, refletindo principalmente as contribuições positivas dos serviços às famílias e dos transportes (terrestre e aéreo) em meio à reabertura econômica permitida pelas altas taxas de vacinação. Além disso, o BCB divulgará na quarta-feira (15 de dezembro) sua *proxy* de PIB mensal (IBC-Br) para outubro. Esperamos uma queda de 0,2% m/m (antes -0,1%), condizente com o *tracking* de crescimento do PIB no 4T21 testável em termos sequenciais (antes +0,1%). **Para obter detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nossos últimos *chartbooks*⁸.**

Figura 12 – Vendas do Varejo (a.s., média 2014=100)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 13 – Crédito x Renda (a.s., média 2011=100)



Fontes: IBGE, Santander.

⁶ Santander Brazil Economic Activity - “Widespread Drop in November” – (01/dez/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-120121>

⁷ Santander Brazil Economic Activity - “Weak Figure (Once Again) For Retail Activity” – (08/dez/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-120821>

⁸ Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – Lowering (Again) Our GDP Estimates” – (08/dez/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-dec21>

Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – Household Debt is a Risk for Loan Growth and Delinquencies” – (02/dez/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-credit-dec21>



POLÍTICA MONETÁRIA

Na quarta-feira (8 de dezembro), o Copom anunciou uma nova elevação da taxa Selic em 1,5 p.p., para 9,25%. Este foi o sétimo aumento consecutivo da taxa básica de juros neste ciclo, com a Selic atingindo o maior patamar desde o 3T17. A decisão veio em linha com o consenso de analistas e a curva de juros, embora alguns participantes de mercado tenham se surpreendido com o tom mais *hawkish* (ou *contracionista*) por parte do BCB – que entendemos como adequado.

Em um comunicado com poucas alterações em relação à versão anterior, o Copom afirma que “diante do aumento de suas projeções e do risco de desancoragem das expectativas para prazos mais longos, é apropriado que o ciclo de aperto monetário avance significativamente em território *contracionista*”. A diretoria do BCB também se compromete a “perseverar em sua estratégia até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas”. Desta forma, o foco do Copom na evolução das expectativas é bastante claro.

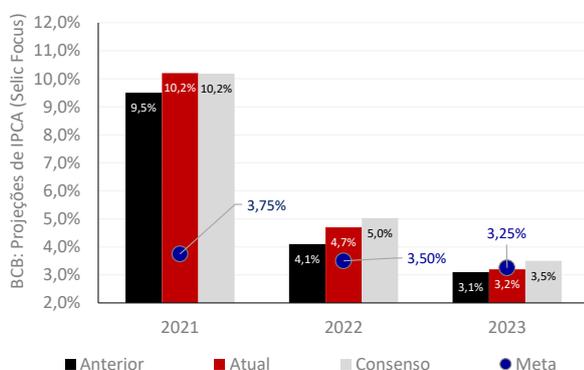
A nosso ver, o Copom apresentou uma resposta clássica de um banco central operando em um regime de metas para a inflação: com as expectativas de inflação divergindo das metas de curto, médio e longo prazo, a autoridade indica que não irá tolerar a deterioração em curso nas chances de alcançar seu principal objetivo: trazer as expectativas de inflação de volta à trajetória das metas. Com a desaceleração da atividade econômica, ao menos por ora, tendo influência limitada sobre as expectativas, acreditamos que o BCB se concentrou nos elementos certos no comunicado.

No entanto, dada a diferente postura (mais *expansionista*) na parte fiscal, não será uma tarefa fácil para o BCB conter as expectativas de inflação. As simulações de inflação da autoridade oferecem evidências de quão profundo terá de ser o avanço da postura monetária em “território *contracionista*”, o que naturalmente influencia o período para o qual o BCB poderia estar planejando manter o ritmo de 1,5 p.p. de aumento de juros por reunião. A se julgar pelos números apresentados pelo Comitê, estimamos que o plano de vôo do Copom poderia incluir uma taxa Selic terminal acima de 12%. Especialmente se considerarmos o balanço de riscos para a inflação, que o Copom considera ainda mais enviesado para cima.

Em nosso cenário, continuamos projetando mais duas altas de 1,5 p.p. para as reuniões do Copom no 1T22, projetando uma Selic terminal de 12,25% para o ciclo. Mas essa estimativa depende claramente da evolução das expectativas de inflação, especialmente aquelas observadas na pesquisa Focus (entre analistas), que provavelmente ganhará relevância adicional nas próximas semanas e meses. [Veja detalhes no link⁹](#)

Na próxima semana, o BCB terá algumas oportunidades para (re-) calibrar sua comunicação com o mercado, através da ata do Copom (terça-feira) e o relatório de inflação do 4T21 (quinta-feira).

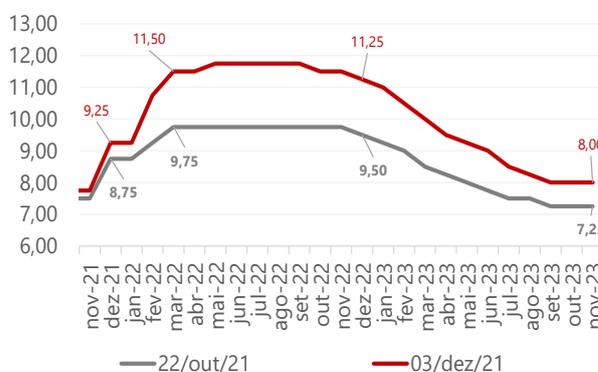
Figura 14 – Simulação de inflação do BCB



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Projeções consideram taxa Selic da Focus e taxa cambial partindo de 5,65 e evoluindo de acordo com a paridade do poder de compra.

Figura 15 – Mediana das projeções de Selic (mensais)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

⁹ Santander Brazil Monetary Policy - “Inflation Expectations, Target, and (Almost) Nothing Else Matters” – (08/12/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-dec21>



INFLAÇÃO

O IPCA, índice oficial de inflação ao consumidor, subiu 0,95% m/m em novembro (ou 10,74% a/a, nível mais alto desde 2003). Embora o número “cheio” tenha ficado abaixo do consenso de mercado (1,09%) e da nossa projeção (1,12%), esta é a terceira leitura mais alta para um mês de novembro desde 1996. Além disso, a tendência da inflação permaneceu em torno de 13,5%, de acordo com a média móvel trimestral anualizada e com ajuste sazonal (mm3m a.s.a.), evidenciando que a pressão alista segue firme na margem.

A maior parte da surpresa foi concentrada em itens voláteis e usualmente relacionados a promoções da *Black Friday*, porém algumas medidas qualitativas mostraram um alívio na margem. A média dos núcleos desacelerou de 9,6% para 9,1% em termos de mm3m a.s.a., mas ainda se situando em um patamar bastante elevado. Já o núcleo EX3 (que engloba o núcleo de serviços e o núcleo de preços de bens industriais) arrefeceu para 6,5% mm3m a.s.a., vindo de 7,9% em outubro. Contudo, este número também pode estar influenciado por efeitos pontuais de descontos gerados pela *Black Friday*, de forma que a leitura deve ser feita com cautela. De qualquer forma, este foi o 15º mês seguido 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). O índice de difusão caiu para 61,3% (ajustado sazonalmente).

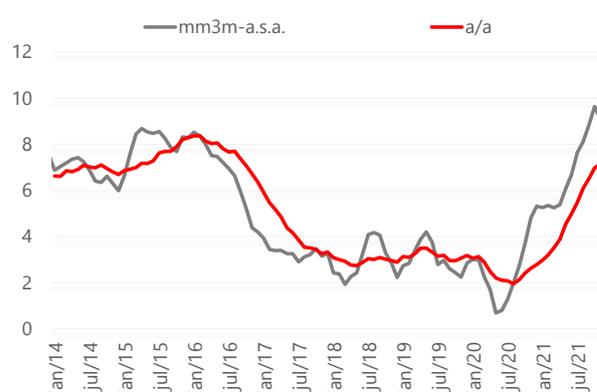
Seguimos cautelosos quanto ao cenário prospectivo para a inflação e ainda não entendemos essa surpresa baixista um sinal claro de inflexão na tendência da inflação em bases anuais (em especial, por conta da elevada influência dos efeitos pontuais da *Black Friday* vista nesta divulgação). Além disso, o recente aumento do risco fiscal doméstico, que pode levar as expectativas inflacionárias a níveis mais elevados, e contribuir para uma inércia inflacionária ainda mais acentuada, nos levam a enxergar um processo desinflacionário difícil e arriscado adiante.

Figura 16 – Detalhes do resultado do IPCA-15 (%)

| | m/m | | | a/a | |
|--------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| | nov/21 | Santander | Desv. | out/21 | nov/21 |
| IPCA | 0,95 | 1,12 | -0,17 | 10,7 | 10,7 |
| Administrados | 2,30 | 2,33 | -0,01 | 17,0 | 19,2 |
| Livres | 0,45 | 0,67 | -0,16 | 8,5 | 7,8 |
| Alimentação no domicílio | 0,04 | 0,42 | -0,06 | 13,3 | 9,7 |
| Industriais | 0,98 | 1,24 | -0,06 | 11,1 | 11,4 |
| Serviços | 0,27 | 0,39 | -0,04 | 4,9 | 4,8 |
| Núcleo EX3 | 0,24 | 0,60 | -0,13 | 6,6 | 6,5 |

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 17 – Média dos núcleos de inflação (%)



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 Oreng* | Head of Macro Research | mauricio.oreng@santander.com.br | 5511-3553-5404 |
| Jankiel Santos* | Economist – External Sector | jankiel.santos@santander.com.br | 5511-3012-5726 |
| Ítalo Franca* | Economist – Fiscal Policy | italo.franca@santander.com.br | 5511-3553-5235 |
| Daniel Karp Vasquez* | Economist – Inflation | daniel.karp@santander.com.br | 5511-3553-9828 |
| Tomas Urani* | Economist – Global Economics | tomas.urani@santander.com.br | 5511-3553-9520 |
| Lucas Maynard* | Economist – Economic Activity | lucas.maynard.da.silva@santander.com.br | 5511-3553-7495 |
| Felipe Kotinda* | Economist – Commodities | felipe.kotinda@santander.com.br | 5511-3553-8071 |
| Gabriel Couto* | Economist – Special Projects | gabriel.couto@santander.com.br | 5511-3553-8487 |
| Fabiana Moreira* | Economist - Credit | fabiana.de.oliveira@santander.com.br | 5511-3553-1325 |
| Gilmar Lima* | Economist – Modeling | gilmar.lima@santander.com.br | 5511-3553-6327 |

Global Macro Research

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

Fixed Income Research

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

Equity Research

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

Electronic

Bloomberg
Reuters

SIEQ <GO>
Pages SISEMA through SISEMZ

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

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

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

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

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

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





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

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

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

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

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