

O QUE CONCLUIR DA QUEDA DA INFLAÇÃO EM DEZEMBRO?

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

- A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 16 de dezembro cotada a R\$5,69 (desvalorização de 1,9%), registrando o terceiro pior desempenho na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, o enfraquecimento do real aconteceu na esteira de notícias desfavoráveis no exterior relativas à evolução da COVID-19 (aversão ao risco) e sinais de retirada mais tempestiva de estímulos monetários nos EUA. Avaliamos que o movimento cambial poderia ter sido mais intenso não fossem as intervenções realizadas pelo Banco Central (BCB) e o tom contracionista visto nas comunicações do Copom nesta semana. A postura do BCB contribuiu para uma inclinação ainda mais negativa da curva de juros no Brasil.
- Na quarta-feira (15 de dezembro), a Câmara dos Deputados concluiu a votação das alterações feitas pelo Senado da PEC dos Precatórios. Pelos nossos cálculos, a nova legislação abre espaço de cerca de R\$ 115 bilhões para novos gastos dentro do teto de gastos (revisado) em 2022. Na próxima semana, o Congresso Nacional pode votar o Orçamento de 2022 e a Receita Federal pode divulgar a arrecadação federal de novembro. Com relação a este último, esperamos um crescimento de +0,8% m/m, com sinais de moderação nas linhas mais cíclicas compensados por um aumento nas receitas originárias da exploração de petróleo.
- O Banco Central do Brasil (BCB) publicou a ata da reunião do Copom realizada em 7 e 8 de dezembro. Observamos um tom *hawkish* (contracionista), em linha com o comunicado, com o BCB focado no processo de desancoragem das expectativas de inflação, o que parece se sobrepor às preocupações com a desaceleração da atividade. A autoridade indica que “o ciclo de aperto monetário deverá ser mais contracionista do que o utilizado no cenário básico por todo o horizonte relevante”, o que interpretamos como sinal de i) plano de voo de manutenção do passo de 1,5 p.p. e ii) fim do ciclo com Selic não abaixo de 12%. No relatório de inflação do 4T21, também publicado nesta semana, o BCB revisa a estimativa para taxa de juros real neutra (de 3,0% para 3,6%), refletindo os riscos fiscais, e projeta um hiato do produto mais prolongado (-2,1% no 4T22), em função de uma postura monetária mais restritiva e piores condições financeiras. Seguimos projetando taxa Selic terminal de 12,25% em março de 2022, com corte de juros se iniciando apenas em 2023.
- O IBC-Br – *proxy* de PIB mensal do Banco Central – mostrou um fraco início de 4T21. Após o resultado decepcionante observado no setor de serviços (-1,2% m/m), o IBC-Br recuou 0,4% m/m em outubro, atingindo níveis 1,9% abaixo do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020). O resultado implica um carregamento estatístico (*carryover*) de -0,86% para o 4T21. Embora estejamos reduzindo nosso *tracking* do PIB do 4T21 para -0,1% t/t (antes tínhamos estabilidade), acreditamos que o fortalecimento dos serviços às famílias (como reflexo da reabertura) aliado ao possível rebote da produção agropecuária podem sustentar a economia e mitigar o impacto de elementos contracionistas.
- Para o IPCA-15 de dezembro (que será divulgado na quinta-feira, 23 de dezembro), projetamos uma alta de 0,79% m/m. Em termos anuais, a alta de 10,43% a/a aponta ligeira desaceleração em comparação com o resultado de 10,73% no IPCA-15 de novembro. Acreditamos que esse aparente alívio reflete efeitos temporários da *Black Friday*. Acreditamos que o IPCA seguirá girando em torno de 10% a/a até abril 2022, o que significa um “platô” em patamar elevado, por um tempo considerável. Sendo assim, continuamos cautelosos quanto ao cenário de inflação, em especial com os riscos de maior inércia e expectativas em alta.
- Estimamos que o saldo em transações correntes tenha sido deficitário em US\$ 6,0 bilhões em novembro, influenciado por um déficit comercial observado no período. Com o desempenho comercial negativo do mês gerado por reveses temporários, seguimos observando uma sólida posição externa da economia brasileira.

*** **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 16 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 (19/dez - 24/dez)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Taxa de Juros (1 ano)	PBoC	dez/20	Dom, 19-dez	3,85	3,85
China: Taxa de Juros (5 anos)	PBoC	dez/20	Dom, 19-dez	4,65	4,65
Z. Euro: Conta Corrente (EUR bi)	BCE	out/21	Seg, 20-dez	--	18,7
Z. Euro: Confiança do Consumidor (pontos)	EC	dez/21	Ter, 21-dez	--	-6,8
EUA: Confiança do Consumidor (pontos)	C.Board	dez/21	Qua, 22-dez	110,6	109,5
EUA: Vendas Casas Usadas (milhões, anualizado)	NAR	nov/21	Qua, 22-dez	6,56	6,34
EUA: Renda Pessoal (% m/m)	BEA	nov/21	Qui, 23-dez	0,5	0,5
EUA: Gasto Pessoal (% m/m)	BEA	nov/21	Qui, 23-dez	0,5	1,3
EUA: Núcleo Deflator Consumo - PCE (% a/a)	BEA	nov/21	Qui, 23-dez	4,5	4,1
EUA: Pedidos de Bens Duráveis (% m/m)	C.Bureau	nov/21	Qui, 23-dez	1,5	-0,4
EUA: Pedidos – Núcleo Bens de Cap. (% m/m)	USCB	nov/21	Qui, 23-dez	0,5	0,7
EUA: Embarques – Núcleo Bens de Cap. (% m/m)	USCB	nov/21	Qui, 23-dez	0,5	0,4
EUA: Vendas Casas Novas (milhões, anualizado)	C.Bureau	nov/21	Qui, 23-dez	770	745

Fonte: Santander.

Última atualização: 17/dez/2021


Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (20/dez – 24/dez)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Confiança do Consumidor (índice)	FGV	dez/21	Qua, 22-dez	--	74,9
Relatório Mensal da Dívida (R\$ tri)	STN	nov/21	Qua, 22-dez	--	5,4
Transações Correntes (US\$ bi)	BCB	nov/21	Qua, 22-dez	-6,0	-4,5
Investimento Direto (US\$ bi)	BCB	nov/21	Qua, 22-dez	4,0	2,5
Confiança da Construção (índice)	FGV	dez/21	Qui, 23-dez	--	95,3
IPCA-15 (% m/m)	IBGE	dez/21	Qui, 23-dez	0,79	1,17
IPCA-15 (% a/a)	IBGE	dez/21	Qui, 23-dez	10,4	10,73
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	nov/21	20 a 27-dez	156,4	178,7

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	% M/m	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

Semana marcada pela decisão de política monetária nos EUA, que sinaliza retirada mais tempestiva de estímulos. O banco central norte americano (Federal Reserve) anunciou que a partir de janeiro vai acelerar o processo de redução de compras de ativos (*tapering*), provavelmente encerrando o programa de compra de ativos em março. Além disso, no comunicado do FOMC, a inflação não foi mais caracterizada como “transitória”, como vinha ocorrendo desde o início do ano. Estas mudanças eram amplamente esperadas diante da evolução do cenário econômico e das persistentes pressões de preços. A surpresa veio na trajetória de juros indicada pelo gráfico de pontos (*dot plot*), que apontou para três altas no ano que vem, contra “50% de chance” de uma alta projetada na última revisão. O presidente do Fed, Jerome Powell, também adotou um discurso menos acomodaticio na coletiva de imprensa, se mostrando mais preocupado com a pressão salarial e (bem) menos preocupado com a evolução da pandemia. Portanto, diante desta surpresa, mudamos o nosso cenário de juros nos EUA, antevendo um ciclo de altas que deve começar já em março, e contando com três altas adicionais ainda em 2022. Para 2023, antecipamos pelo menos três altas nos Fed Funds.

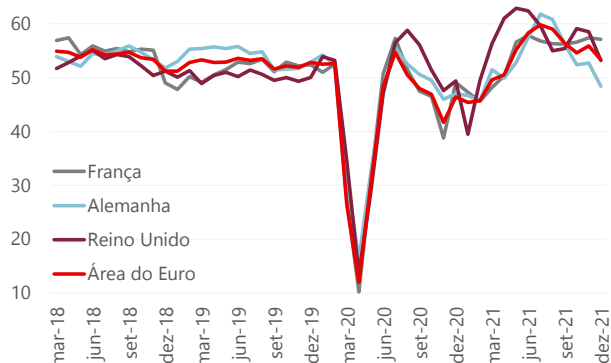
Houve ainda a decisão do Banco Central Europeu (BCE), que mantém sinais de uma postura expansionista adiante. A autoridade anunciou uma diminuição no ritmo de compras emergenciais de ativos (PEPP) a partir de janeiro, e o fim deste programa extraordinário em março, em linha com as expectativas. Mas o BCE segue mantendo uma postura acomodaticia, dado um aumento anunciado no programa convencional de estímulos quantitativos. Ainda na área do Euro, foram divulgados os números de PMI de dezembro. Os dados mostram que a atividade industrial permanece aquecida, com o índice ficando em 58,0, enquanto a atividade de serviços desacelerou, ficando em 53,3. Este último dado revela os efeitos de um novo aumento nas contaminações por COVID-19. Por fim, tivemos a divulgação dos números de atividade de novembro na China, com surpresa negativa nas vendas no varejo, desacelerando de 4,9% a/a para 3,9%, mas com a atividade industrial surpreendendo positivamente: alta 3,8% a/a.

O congresso americano aprovou um aumento de US\$ 2,5 trilhões no limite de endividamento do governo dos EUA, o que permite que a administração mantenha as suas contas em dia até, pelo menos, o quarto trimestre de 2022.

Do lado da pandemia, a preocupação com a nova cepa do coronavírus (Ômicron) segue presente, principalmente diante de estudos que apontam para grande perda de eficácia das vacinas. A notícia positiva vem de estudos apontando que a variante pode ser menos letal do que as cepas anteriores, em que pese a (bem) maior transmissibilidade.

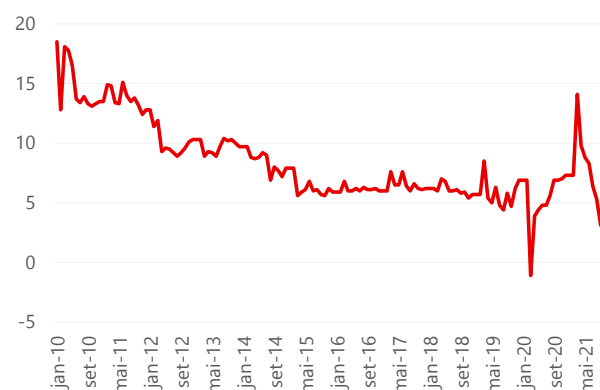
Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas observaram tendência de queda. A curva de juros norte-americana viu fechamento em todos os vértices, principalmente no “miolo” da curva (5 anos). O dólar encerrou a semana com leve alta frente às moedas de países de G10.

Figura 4 – Europa: PMI industrial (índice)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – China: produção industrial (% a/a)



Fontes: Bloomberg, Santander.



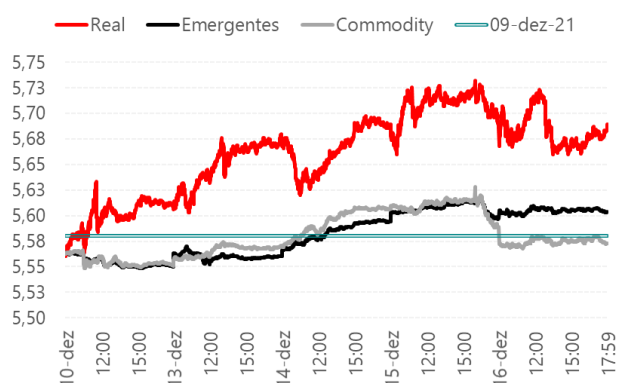
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na semana móvel encerrada em 16 de dezembro, a taxa de câmbio rompeu o patamar de R\$5,70/US\$, mas fechou o período cotada a R\$5,69/US\$ (desvalorização de 1,9%). Este foi o terceiro pior desempenho na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, desdobramentos adversos na Europa relacionados à variante ômicron da COVID-19 provocaram elevação na aversão global ao risco. Combinada à indicação de uma postura mais contracionista do FOMC nos próximos meses, este quadro sugere um ambiente internacional mais desafiador para a economia brasileira à frente. A taxa de câmbio atingiu R\$5,74/US\$ no período (em termos intradiários), o que levou o BCB a intervir 5 vezes no mercado cambial nos últimos dias – quatro no mercado à vista (US\$ 3,4 bilhões) e uma com linha de financiamento (US\$ 0,5 bilhão). Além destas intervenções, avaliamos que o tom mais *hawkish* (contracionista) visto na ata do Copom e relatório de inflação também ajudou a frear uma desvalorização ainda mais intensa do real (mais detalhes na seção de Política Monetária). Contudo, julgamos importante notar que a combinação de intervenções cambiais e postura monetária mais contracionista foi capaz apenas de atenuar o enfraquecimento do real. Seguimos com a crença de que mudanças estruturais na economia brasileira é que poderiam gerar uma valorização mais duradoura da moeda nacional.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A inclinação da curva de juros nominal caiu pela quarta semana seguida, adentrando ainda mais em terreno negativo. Desde a última quinta-feira (9 de dezembro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) subiu 9 p.b. para 11,71%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) caiu 11 p.b. para 10,49%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento caiu 20 p.b., alcançando -122 p.b., aprofundando o processo de inversão da curva. Na ponta curta, dados de atividade econômica decepcionaram (veja mais na seção de Atividade Econômica), mas o tom mais *hawkish* do BCB na divulgação da ata e do Relatório Trimestral de Inflação acabaram compensando o efeito dos dados de atividade (veja mais na seção de Política Monetária). O mercado de opções continua apontando que uma alta de 150 p.b. é a mais provável para a próxima reunião do Copom (70% de probabilidade implícita). 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 neste segmento da curva. Em nossa visão, enquanto parte do movimento pode estar ligado ao sinal de uma política monetária mais restritiva, outra parte pode refletir também elementos técnicos do mercado. Acreditamos que apenas reformas macroeconômicas/fiscais significativas deveriam ser capazes de estancar ou reverter ancoragem processo de desancoragem gerado pela política fiscal. Sendo assim, a redução da inclinação pode até continuar no curto prazo—enquanto não o pico da inflação não fica claro e enquanto a Selic terminal ainda é incerta—, mas consideravelmente tendência é que volte a se inclinar adiante.

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

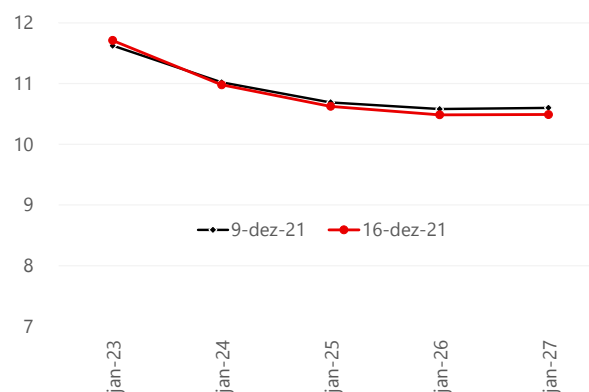


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 16/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, 16/dez/2021.



COMMODITIES

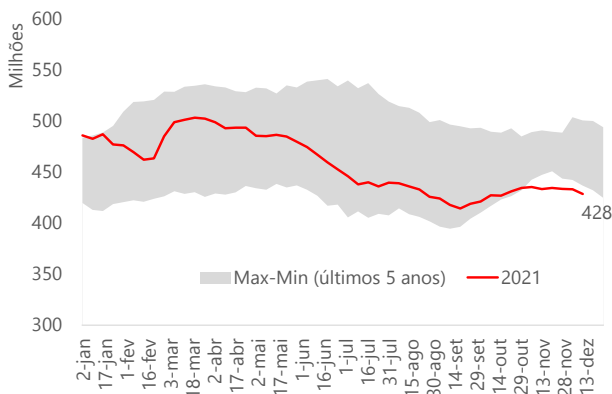
A China vai retomar as importações de carne bovina brasileira. O governo chinês disse que permitirá que alguns produtos de carne bovina do Brasil sejam importados a partir de quarta-feira (15 de dezembro). O país é o principal destino das exportações brasileiras de carne, e o embargo teve início em 4 de setembro, após casos atípicos da vaca louca terem sido detectados. Como resultado, a arroba do boi gordo avançou 5%, atingindo cotação recorde. No mesmo dia, alguns varejistas europeus suspenderam compras de carne bovina brasileira sob alegações (não confirmadas) associando a criação bovina ao desmatamento no país.

Os preços do gás na Europa sobem com os sinais de que o projeto Nord Stream 2 não começará tão cedo. A agência reguladora alemã disse que uma decisão sobre o início do gasoduto Nord Stream 2 não ocorrerá no 1S22. Em nível baixo, os estoques seguem se reduzindo em meio a tensões geopolíticas e ao inverno que se inicia. Sem um aumento no abastecimento da região e considerando o prazo legal para a aprovação do gasoduto, o risco é que o mercado permaneça apertado até o próximo inverno.

Relatório da EIA² aponta uma nova redução nos estoques de petróleo dos EUA. A EIA informou na quarta-feira (15 de dezembro) que os estoques de petróleo dos EUA diminuíram em 4.584 mil barris na semana encerrada em 10 de dezembro, bem abaixo da expectativa de uma redução de 1.651 mil barris. Assim, os estoques (hoje em 428 milhões de barris) seguem abaixo do nível mínimo observado para esta época do ano (considerando os últimos 5 anos).

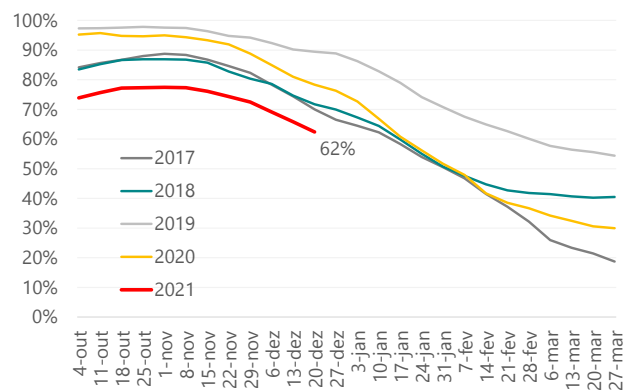
CFTC³ registra aumento nas posições compradas de fundos em petróleo WTI. Os fundos reduziram suas posições compradas de petróleo (barril WTI) na semana encerrada em 7 de dezembro, informou a CFTC na sexta-feira (10 de dezembro). A posição *net long* em futuros e opções aumentou em 2.433 contratos para 260.064 contratos.

Figura 8 – EUA: Estoques de petróleo (barris)



Fontes: EIA, Santander.

Figura 9 – Estoque europeu de gás natural (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.

² Energy Information Administration.

³ U.S. Commodity Futures Trading Commission.



POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

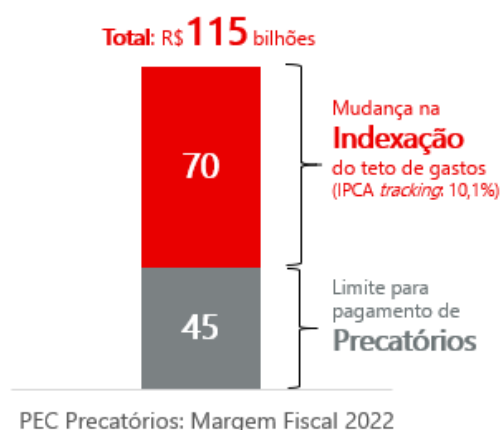
Na quarta-feira (15 de dezembro), a Câmara dos Deputados concluiu a votação da PEC 46/2021, que incluiu as mudanças feitas pelo Senado na PEC dos Precatórios. Para endossar as alterações na PEC, os parlamentares chegaram a um acordo na semana passada para uma votação das mudanças, anexando-as a outra emenda constitucional (PEC 46/2021). Dessa forma, a Câmara concluiu a votação no dia 15 de dezembro. A única modificação adicional foi a retirada do cronograma no pagamento das dívidas relativas ao Fundef. Como essa mudança não altera o núcleo da proposta, a emenda foi sancionada em 16 de dezembro. Segundo nossos cálculos, a nova legislação irá abrir uma margem fiscal de R\$ 115 bilhões, podendo acomodar os gastos adicionais previstos pelo governo e abrindo espaço para aprovação do orçamento de 2022. O orçamento deve ser votado no início da próxima semana, provavelmente a última pauta em debate no Congresso antes do recesso de fim de ano. A nosso ver, as duas principais discussões agora são: (i) o tamanho do Fundo Eleitoral (há uma pressão para elevá-lo a R\$ 5,7 bilhões, dos R\$ 2,1 bilhões orçados); e (ii) o reajuste salarial a policiais, com previsão de destinação de R\$ 2,5 bilhões para esse fim.

Na quarta-feira, a Câmara também aprovou o projeto que muda regras de cabotagem, conhecido como “BR do Mar” (PL 4199/20). A nova legislação promove a abertura gradativa do mercado do setor de cabotagem, permitindo o uso de navios estrangeiros na navegação entre portos nacionais sem a obrigação de contratar a construção de embarcações em estaleiros brasileiros. Os legisladores também aprovaram um novo programa de parcelamento de dívidas tributárias PLP 46/21 (denominado “Relp”) para pequenas empresas sob o regime do Simples Nacional; a legislação já tinha sido aprovada no Senado. Essa legislação poderá gerar um total de R\$50 bilhões em renegociações de dívidas tributárias. Por sua vez, a aprovação da lei relacionada com o programa de parcelamento tributário para grandes empresas (“Refis”) foi adiada para 2022, devido ao seu potencial impacto fiscal (aproximadamente R\$90 bilhões).

Na próxima semana, a arrecadação federal de novembro poderá ser divulgada pela Receita Federal. Projetamos um total de R\$156,4 bilhões (+0,8% a/a, em termos reais); se confirmado, seria o terceiro melhor resultado da série, iniciada em 1997. A nosso ver, os números virão com alguns sinais de arrefecimento no crescimento da arrecadação federal. Esperamos que as receitas relacionadas à atividade econômica percam fôlego, em linha com os indicadores recentes, mas este fator poderá ser compensado por um aumento nas receitas originárias da exploração petrolífera. No dia 22 de dezembro (quarta-feira), o Tesouro Nacional publicará o Relatório Mensal da Dívida do mês de novembro. Esperamos um novo aumento no custo da dívida relacionado à alta do IPCA e da Selic. Além disso, acreditamos que as reservas de liquidez (ou colchão) da dívida pública deverão subir, em função do baixo nível de vencimentos de títulos no mês.

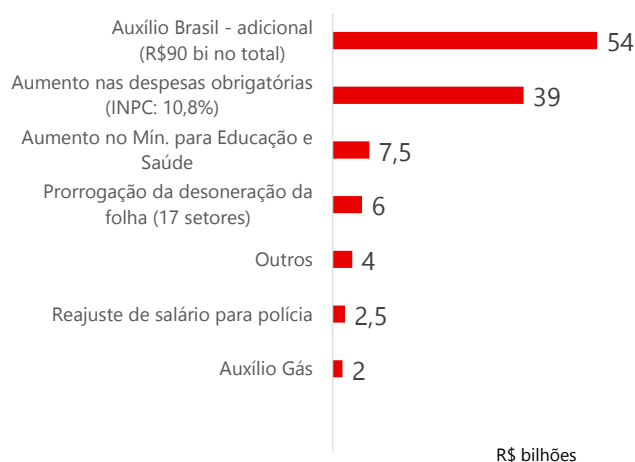
Na terça-feira (14 de novembro), publicamos o *Chartbook* de política fiscal, com detalhes das perspectivas fiscais com base em nossa última revisão de cenário, divulgada em 2 de dezembro. [Veja detalhes no link](#)⁴.

Figura 10 – Margem fiscal para novas despesas



Fontes: Congresso Nacional, Santander.

Figura 11 – Margem fiscal: possível destinação



Fonte: Min. da Economia, Santander.

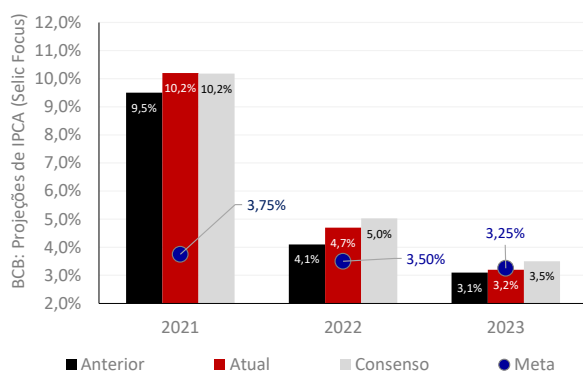
⁴ Santander Brazil Fiscal - “*Chartbook – Unanchored and with a riskier path to a long-term debt stabilization*” – (14/dez/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-fiscal-dec21>



POLÍTICA MONETÁRIA

O Banco Central do Brasil (BCB) divulgou a ata da 243ª reunião do Copom, realizada de 7 a 8 de dezembro, quando a autoridade monetária manteve o ritmo de elevação da taxa básica de juros (Selic) em 1,5 p.p., chegando a 9,25% a.a.. O BCB manteve um tom *hawkish* (contracionista), em linha com o comunicado, enfatizando o balanço de riscos para a inflação, enviesado para cima, em meio a um “risco de desancoragem das expectativas para prazos mais longos, derivado dos desenvolvimentos no cenário fiscal”. Por conta da assimetria no balanço de riscos, a ata indica que “o Copom avaliou que (...) suas projeções [de inflação] se encontram acima da meta tanto para 2022 como para 2023”, apesar de os resultados no cenário básico mostrarem projeção oficial de IPCA em 3,2% (meta central: 3,25%) para 2023. Este último será o principal horizonte de política monetária a partir do 1T22. A autoridade conclui que “o ciclo de aperto monetário deverá ser mais contracionista do que o utilizado no cenário básico por todo o horizonte relevante”. Da leitura da ata do Copom, tiramos (ou mantemos) algumas conclusões: primeiro, o plano de voo do BCB provavelmente incorpora uma taxa de juros terminal não inferior a 12%, com o ritmo atual (1,5 p.p. por reunião) visto como adequado para o alcance dos objetivos do Comitê. Segundo, é possível que, na percepção do Copom, (os sinais de desancoragem de) as expectativas de inflação dominem as preocupações com a desaceleração da atividade econômica, em uma abordagem que consideramos adequada ao regime de metas. A necessidade de uma dose maior do remédio (leia-se alta de juros) para colocar as expectativas de inflação de volta nos trilhos (i.e., trajetória das metas), em que pese à perda de fôlego da atividade econômica, reflete a piora de *trade-offs* (ou custo de produto) para a política monetária. Ainda que esta piora se deva ao agravamento dos riscos fiscais, o que resta ao BCB é seguir focado em seu mandato, controlando as expectativas inflacionárias. [Veja detalhes no link ⁵](#). O BCB também publicou esta semana o relatório de inflação do 4T21, trazendo análises econômicas, simulações e projeções, bem como discussões de política monetária. Parâmetros macroeconômicos importantes foram re-estimados: a taxa de juros real neutra agora é vista em 3,6% (antes: 3,0%), o que implica (a nosso ver) uma taxa terminal mais elevada para o ciclo. A elevação da taxa estrutural ajudou a elevar as projeções de inflação do BCB. Além disso, esse movimento está em linha com a tese que defendemos (de aumento do juro neutro em função do risco fiscal) desde o 1T21. O hiato do produto no 3T21 é calculado em -1,7%, e projetado em -1,8% para o 4T21 e -2,1% (revisado de -1,2%) para o 4T22, com a persistente ociosidade econômica refletindo uma política monetária mais restritiva e piores condições financeiras. Esses números seguem as revisões de projeções de PIB do BCB (2021: de 4,7% para 4,4%; 2022: de 2,1% para 1,0%), com os números abaixo do consenso para 2021 (4,65%) e acima do consenso para 2022 (0,50%). [Veja detalhes no link ⁶](#). Nossa estimativa para a taxa Selic terminal no ciclo permanece em 12,25%. Projetamos aumentos de 1,50 p.p. em fevereiro e março de 2022. A incerteza continua alta, de forma que, se nossa projeção para fevereiro nos parece consolidada, a decisão para março (em diante) nos parece mais dependente da evolução dos dados e dos condicionantes usuais da política monetária.

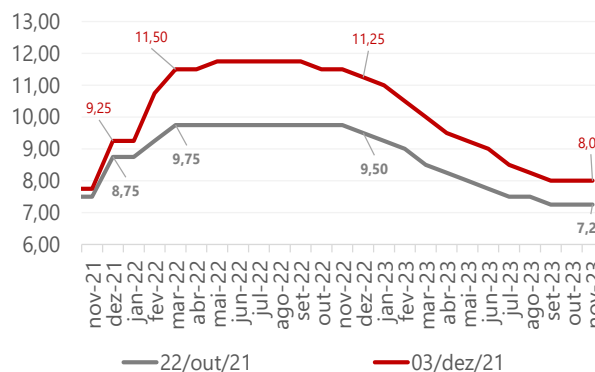
Figura 12 – Simulação de inflação do BCB



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

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

Figura 13 – Projeções de Selic (mediana, mensal)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

⁵Santander Brazil - “Focus on Expectations, (...)” – (14/dez/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-min-dec21>

⁶Santander Brazil - “Higher Neutral Rate (...)” – (16/dez/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-infla-report-4Q21>



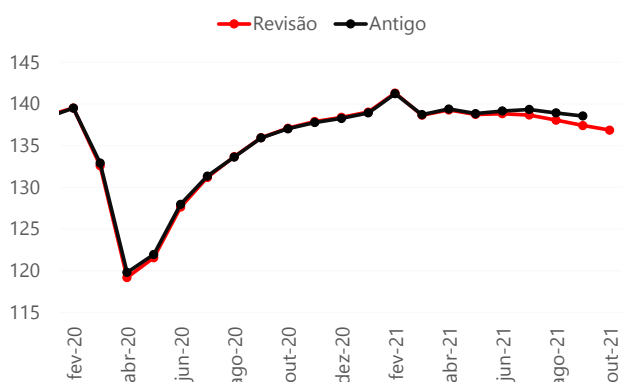
ATIVIDADE ECONÔMICA

Apesar do fraco começo de 4T21 para a receita real dos serviços, o segmento de Serviços às Famílias continuou a se fortalecer. O setor de serviços decepcionou em outubro (-1,2% m/m), vindo abaixo do consenso de mercado e da nossa estimativa (ambos em +0,1% m/m). Esse resultado foi a segunda queda consecutiva, mas o índice ainda se posiciona 2,1% acima do patamar pré-pandemia. Em termos trimestrais, o resultado de outubro implica um carregamento estatístico (*carryover*) de -1,5% para o 4T21. Apesar dos fracos números observados nos segmentos de Informação (-1,6% m/m) e Outros Serviços (-6,7% m/m), os Serviços às Famílias continuaram a se fortalecer (+2,7% m/m, acelerando de +1,6% em setembro), registrando o sétimo ganho consecutivo. Este segmento ainda apresenta grande ociosidade em relação ao patamar pré-pandemia (-13,6%), o que abre espaço para contribuições positivas do setor de serviços para a atividade geral no 4T21 e no 1S22, dado o maior controle da pandemia e o processo ainda em curso de reabertura. [Veja detalhes no link⁷.](#)

A proxy de PIB mensal do BCB mostrou fraco início de 4T21. O índice de atividade ampla (IBC-Br) do Banco Central do Brasil (BCB) recuou em outubro (-0,4%), marcando um anêmico começo de trimestre. Esse resultado veio em linha com o consenso de mercado (-0,4%) e a nossa estimativa (-0,35%), mas com revisões baixistas significativas na série histórica, posicionando a economia 1,9% abaixo do patamar pré-pandemia, de acordo com esse indicador. O índice está 3,1% abaixo do pico recente alcançado em fevereiro de 2021. Em termos trimestrais, o resultado de outubro implica *carryover* de -0,86% para o 4T21, em linha com os principais setores: de acordo com nossos cálculos, os números de outubro implicaram *carryover* de -1,3% para a indústria, -2,7% para o varejo ampliado e -1,5% para a saída de serviços até o 4T21. Para novembro, a queda generalizada da confiança econômica traz desafios para a atividade, principalmente para os setores de bens. Estamos reduzindo nosso *tracking* para -0,1% t/t (antes tínhamos um PIB estável) no 4T21. Apesar dos fracos números esperados para setores relacionados a bens, ainda esperamos uma boa contribuição para o crescimento do PIB proveniente de segmentos de serviços que ainda apresentam ociosidade em comparação com o período pré-crise (Outros Serviços e Serviços Públicos) e que não são integralmente capturados por indicadores mais tempestivos. Com base em dados oficiais já divulgados, também esperamos uma contribuição sequencial positiva do setor agropecuário após a forte queda do 3T21. Esses fatores mitigam algumas das pressões contracionistas em curso. [Veja detalhes no link⁸.](#)

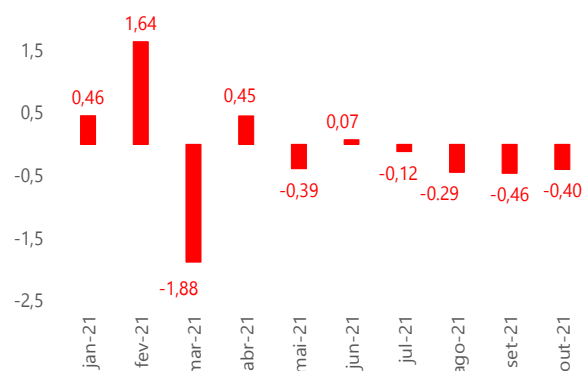
Para a próxima semana, a FGV divulgará o primeiro conjunto de dados de confiança econômica de dezembro. Estão agendadas as divulgações da confiança do consumidor (quarta-feira, 22 de dezembro) e da confiança da construção (quinta-feira, 23 de dezembro). [Para obter detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nossos últimos *chartbook*⁹.](#)

Figura 14 – IBC-Br (a.s., média 2003=100)



Fontes: BCB, Santander.

Figura 15 – IBC-Br (a.s., m/m)



Fontes: BCB, Santander.

⁷ Santander Brazil Economic Activity - "A New Retreat for Services" – (12/dez/2021) – Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-121421>

⁸ Santander Brazil Economic Activity - "Broad Activity Off to a Weak Start in 4Q21" – (15/dez/2021) – Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-121521>

⁹ 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>



INFLAÇÃO

Para o IPCA-15 de dezembro (que será divulgado na quinta-feira, 23 de dezembro), projetamos uma alta de 0,79% m/m. Em termos anuais, esse número significa 10,43% a/a, uma ligeira desaceleração em comparação a inflação em doze meses de 10,73% no IPCA-15 de novembro. Apesar desse pequeno alívio, acreditamos que a inflação continuará girando em torno de 10% até abril de 2022, o que significa um platô em nível desconfortável por um tempo considerável. Quanto à tendência indicada pela média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s.a.), projetamos uma desaceleração de 13,2% para 11,4%. Ainda um nível desfavorável.

Na comparação com o IPCA-15 de novembro (1,17% m/m), esta leitura deve desacelerar em termos mensais, principalmente por conta de bens industriais (0,81% m/m ante 1,76% no mês passado), ainda com efeitos (temporários) da Black Friday. Contudo, em termos tendenciais, bens industriais devem continuar sob pressão altista, em 13,3% mm3m-a.s.a. Alimentação no domicílio (0,03% m/m ante 0,50% no mês anterior) também deve contribuir para a desaceleração mensal do índice, com a tendência observando queda considerável de 13,0% mm3m-a.s.a. para 3,0%. Preços administrados (1,26% m/m ante 2,13% no mês passado), terão influência da desaceleração de combustíveis, também contribuindo para uma variação mais branda do IPCA mensal. Finalmente, serviços (0,73% m/m ante 0,33% no mês anterior) devem ir na direção contrária, acelerando e evitando um abrandamento maior do índice cheio. Porém, a tendência de serviços deve ter uma desaceleração para 7,1% mm3m-a.s.a. (antes 8,1%), embora esse ainda seja um patamar bastante elevado.

Sobre as medidas de inflação subjacente, esperamos que o núcleo EX3 suba em torno de 0,38% m/m, o que deve representar uma estabilidade da tendência em torno de 7,4% mm3m-a.s.a. Este será o décimo quinto mês seguido com o núcleo EX3 rodando acima do centro 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).

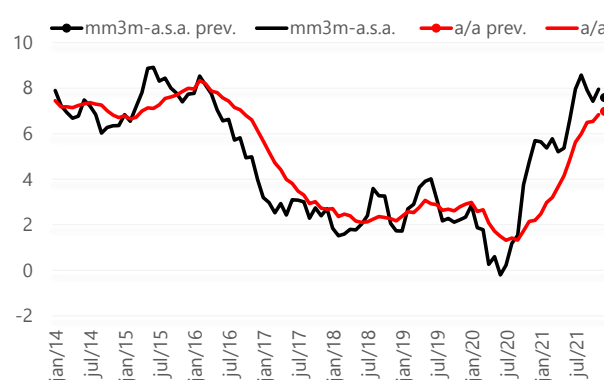
Em suma, seguimos cautelosos quanto ao nível elevado da inflação corrente (e núcleos) e acreditamos que os alívios marginais que devem aparecer na leitura de dezembro podem ser temporários, por conta dos ruídos gerados pelos descontos da Black Friday. Continuamos particularmente preocupados com o aumento recente do risco idiossincrático, que pode resultar em expectativas de inflação e inércia inflacionaria mais elevadas, dificultando ainda mais o processo de desinflação (e o trabalho de convergência à meta do BCB).

Figura 16 – Detalhes da projeção do IPCA-15 (%)

	m/m		a/a	
	dez/21	Contrib.	nov/21	dez/21
IPCA-15	0,79	0,79	10,7	10,43
Administrados	1,26	0,34	18,3	18,3
Livres	0,61	0,45	8,2	7,7
Alim. no dom.	0,03	0,00	11,5	8,7
Industriais	0,81	0,19	11,4	11,8
Serviços	0,73	0,25	4,8	4,8
Núcleo EX3	0,38	0,13	6,8	6,9

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 17 – Projeção do núcleo do IPCA-15 EX3 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.



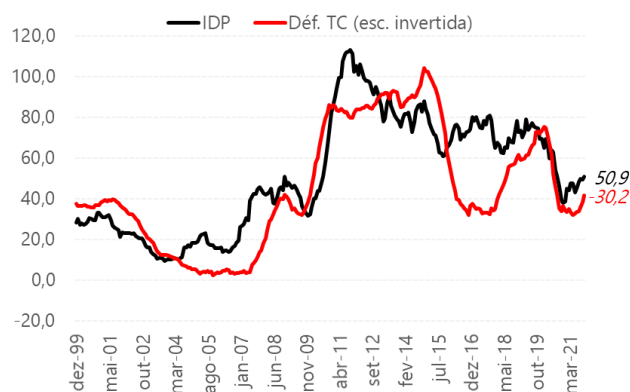
BALANÇO DE PAGAMENTOS

O déficit de US\$ 6,0 bilhões que estimamos para as transações correntes de novembro está ligado principalmente ao resultado negativo registrado pela balança comercial no período. Uma vez que este desempenho desfavorável foi causado por fatores temporários, ainda consideramos que a economia brasileira apresenta uma sólida posição externa – especialmente diante da entrada de investimentos diretos e em carteira mais que suficientes para financiar o déficit em transações correntes, que segue em níveis confortáveis.

De acordo com nossos cálculos, as contas de serviços e renda primária deverão ter registrados déficits em novembro similares aos observados nos meses anteriores (US\$ 1,5 bilhão e US\$ 3,1 bilhões, respectivamente, versus déficits mensais médios de US\$ 1,4 bilhão e US\$ 4,1 bilhões entre janeiro e outubro de 2021). Entretanto, estimamos que a balança comercial apresente um quadro bem distinto, já que o déficit estimado de US\$ 1,7 bilhão se compara a um superávit médio mensal de US\$ 3,6 bilhões nos primeiros dez meses do ano. Esta deverá ter sido a principal razão para o déficit em transações correntes de novembro. Se confirmado, o resultado do mês implica um déficit de US\$ 30,2 bilhões no acumulado em 12 meses (1,9% do PIB).

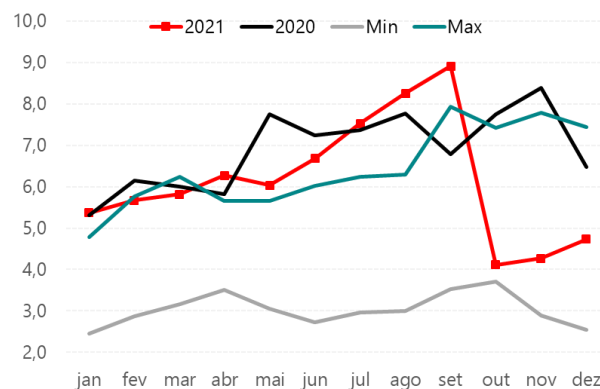
Apesar da contribuição potencialmente negativa para as transações correntes no mês passado, achamos importante notar que o déficit comercial observado no mês resulta de fatores temporários, tais como o embargo imposto pela China à carne bovina brasileira (por conta de sanções sanitárias que já foram revertidas nesta semana). Além disso, temos testemunhado ultimamente um rápido crescimento nas importações de produtos intermediários direcionados à mitigação de problemas na cadeia doméstica de suprimentos, um obstáculo que deverá ser superado em breve. Assim, projetamos que os superávits comerciais retornarão, consequentemente levando a melhores saldos em transações correntes. Desta forma, seguimos observando uma sólida posição externa da economia brasileira.

Figura 18 – Transações correntes versus investimento direto no país (US\$ bi, 12m)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 19 – Exportações de carne bovina (Kilo toneladas/dia útil)



Fontes: SECINT, Santander.



CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Oreng*	Head of Macro Research	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Jankiel Santos*	Economist – External Sector	jankiel.santos@santander.com.br	5511-3012-5726
Ítalo Franca*	Economist – Fiscal Policy	italo.franca@santander.com.br	5511-3553-5235
Daniel Karp Vasquez*	Economist – Inflation	daniel.karp@santander.com.br	5511-3553-9828
Tomas Urani*	Economist – Global Economics	tomas.urani@santander.com.br	5511-3553-9520
Lucas Maynard*	Economist – Economic Activity	lucas.maynard.da.silva@santander.com.br	5511-3553-7495
Felipe Kotinda*	Economist – Commodities	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Fabiana Moreira*	Economist - Credit	fabiana.de.oliveira@santander.com.br	5511-3553-1325
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327

Global Macro Research

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

Fixed Income Research

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

Equity Research

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

Electronic

Bloomberg
Reuters

SIEQ <GO>
Pages SISEMA through SISEMZ

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

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

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

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

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

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





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

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

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

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

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