

## INFLAÇÃO SOBE, ATIVIDADE ARREFECE

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 encerrada em 18 de novembro cotada a R\$5,56/US\$ (desvalorização de 2,9%), registrando o terceiro pior desempenho da cesta com 31 moedas das mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, o fortalecimento do dólar em escala global e as incertezas latentes relativas à política fiscal no Brasil ajudam a explicar este movimento. A combinação de cenário inflacionário em deterioração e panorama fiscal mais arriscado contribuíram para um *bear-steepening* (movimento altista e de inclinação) da curva de juros local nos últimos dias.
- Um grupo de senadores apresentou nesta semana uma proposta alternativa para a PEC dos Precatórios, que tramita na casa. Nessa nova proposta consta a remoção temporária dos precatórios do limite do teto de gastos para 2022, abrindo espaço fiscal de R\$ 89 bilhões, mas também a manutenção da atual regra de indexação do teto. Na proposta, a margem fiscal seria utilizada apenas para o novo programa de transferência de renda (totalizando R\$ 64 bilhões) e o aumento das despesas obrigatórias devido à inflação mais alta (e.g., caso dos benefícios previdenciários). Além disso, a proposta extingue as emendas do relator no orçamento (R\$ 16 bilhões). Pelos nossos cálculos, o projeto de lei aprovado na Câmara abre espaço para cerca de R\$ 120 bilhões de novos gastos dentro do teto em 2022 (estimativa atualizada após a recente alta no nosso *tracking* de IPCA). Antecipamos um provável debate sobre as alternativas antes da votação na Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania do Senado (CCJ), marcada para 23 a 24 de novembro. A votação em plenário é esperada para até o início de dezembro. Na próxima semana, a Receita Federal pode divulgar a arrecadação federal de outubro: projetamos um resultado agregado de R\$ 173,2 bilhões, crescimento real de 2,1% a/a.
- O IBC-Br - proxy de PIB mensal do BCB - recuou em setembro (-0,27% m/m), fechando um 3T21 não tão robusto como se pensava anteriormente. Os resultados do 3T21 destacam a ambiguidade entre sólidos gastos com serviços e fraca demanda por bens. Estamos reduzindo nosso *tracking* do crescimento do PIB trimestral oficial para +0,1% t/t no 3T21 (antes: +0,2%), com este número positivo refletindo expectativas de boa contribuição de segmentos de serviços que ainda devem refletir os efeitos da reabertura (e.g., Outros Serviços e Serviços Públicos). Alguns destes segmentos não são integralmente capturados por indicadores mais tempestivos. Na sexta-feira (26 de novembro), o Ministério do Trabalho divulgará os dados do CAGED de criação líquida de empregos formais em outubro: esperamos uma desaceleração para +126 mil, após ajuste sazonal (setembro: +221 mil). Ao longo da semana, a FGV divulgará dados de confiança econômica para novembro.
- Para o IPCA-15 de novembro (que será divulgado na quinta-feira, 25 de novembro), projetamos um alta de 1,17% m/m. Ao contrário do que esperávamos há um mês, o IPCA-15 de novembro não deve apresentar o pico da inflação em 12 meses neste ciclo: nossa estimativa é consistente com uma aceleração nesta métrica para 10,7% a/a (outubro: 10,3%). De forma geral, seguimos bastante cautelosos quanto ao cenário de inflação, especialmente para o próximo ano, ainda mais após a recente elevação do risco fiscal, que pode seguir impactando as expectativas de inflação de médio e longo prazo.
- Estimamos que o saldo em transações correntes de outubro (que sai na quinta-feira, 25 de novembro) tenha registrado déficit de US\$ 4,6 bilhões na esteira de superávit comercial menor que em meses anteriores e remessas de lucros e dividendos sazonalmente maiores. Este resultado não altera nossa percepção acerca da solidez atual da posição externa da economia brasileira.

\*\*\* **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 18 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 (21/nov - 26/nov)**

| <b>Indicadores / Eventos</b>              | <b>Fonte</b>  | <b>Referência</b> | <b>Data</b>        | <b>Consenso</b> | <b>Anterior</b> |
|---|---------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|
| China: Taxa de Juros (1 ano)              | PBoC          | nov/22            | Dom, 21-Nov        | 3,85            | 3,85            |
| China: Taxa de Juros (5 anos)             | PBoC          | nov/22            | Dom, 21-Nov        | 4,65            | 4,65            |
| <b>Z. Euro – PMI Industrial (pontos)</b>  | <b>Markit</b> | <b>nov/21 (p)</b> | <b>Ter, 23-Nov</b> | <b>57,2</b>     | <b>58,3</b>     |
| <b>Z. Euro – PMI de Serviços (pontos)</b> | <b>Markit</b> | <b>nov/21 (p)</b> | <b>Ter, 23-Nov</b> | <b>53,5</b>     | <b>54,6</b>     |
| EUA: Pedidos de Bens de Capitais (% m/m)  | USCB          | out/21 (p)        | Qua, 24-Nov        | 0,5             | 0,8             |
| EUA: Envios de Bens de Capitais (% m/m)   | USCB          | out/21 (p)        | Qua, 24-Nov        | 0,5             | 1,4             |
| EUA: Vendas de Novas Casas (milhares)     | USCB          | out/21            | Qua, 24-Nov        | 798             | 800             |
| <b>EUA: Deflator PCE núcleo (% m/m)</b>   | <b>BEA</b>    | <b>out/21</b>     | <b>Qua, 24-Nov</b> | <b>0,4</b>      | <b>0,2</b>      |
| <b>EUA: Deflator PCE núcleo (% a/a)</b>   | <b>BEA</b>    | <b>out/21</b>     | <b>Qua, 24-Nov</b> | <b>4,1</b>      | <b>3,6</b>      |
| <b>EUA: Ata do FOMC</b>                   | <b>Fed</b>    | <b>nov/21</b>     | <b>Qua, 24-Nov</b> | <b>--</b>       | <b>--</b>       |

Fonte: Santander.


**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (22/nov – 26/nov)**

| Indicadores / Eventos  | Fonte         | Referência    | Data               | Estimativa Santander | Anterior     |
|--|---------------|---------------|--------------------|----------------------|--------------|
| Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesa Primárias | Min. Economia | nov/21        | Seg, 22-nov        | --                   | --           |
| Confiança do Consumidor (índice)                                 | FGV           | nov/21        | Qua, 24-nov        | --                   | 76,3         |
| Relatório Mensal da Dívida (R\$ tri)                             | STN           | out/21        | Qua, 24-nov        | --                   | 5,4          |
| Confiança da Construção (índice)                                 | FGV           | nov/21        | Qui, 25-nov        | --                   | 96,1         |
| <b>IPCA-15 (% m/m)</b>   | <b>IBGE</b>   | <b>nov/21</b> | <b>Qui, 25-nov</b> | <b>1,17</b>          | <b>1,20</b>  |
| <b>IPCA-15 (% a/a)</b>   | <b>IBGE</b>   | <b>nov/21</b> | <b>Qui, 25-nov</b> | <b>10,73</b>         | <b>10,34</b> |
| Transações Correntes (US\$ bi)                                   | BCB           | out/21        | Qui, 25-nov        | -4,6                 | -1,7         |
| Investimento Direto (US\$ bi)                                    | BCB           | out/21        | Qui, 25-nov        | 4,0                  | 4,5          |
| Relatório de Crédito Bancário                                    | BCB           | out/21        | Qui, 25-nov        | --                   | --           |
| Confiança da Indústria (índice)                                  | FGV           | nov/21        | Sex, 26-nov        | --                   | 105,2        |
| <b>Empregos Formais (milhares)</b>                               | <b>CAGED</b>  | <b>out/21</b> | <b>Sex, 26-nov</b> | <b>217</b>           | <b>314</b>   |
| <b>Empregos Formais (milhares, a.s.)</b>                         | <b>CAGED</b>  | <b>out/21</b> | <b>Sex, 26-nov</b> | <b>126</b>           | <b>221</b>   |
| Arrecadação Federal (R\$ bi)                                     | RFB           | out/21        | 22 a 25-nov        | 173,2                | 149,1        |

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             |
| 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 sem maiores destaques no cenário internacional. Nos EUA, o foco esteve no processo de nomeação do próximo presidente do banco central americano (Federal Reserve) para um mandato de 4 anos a partir de fevereiro de 2022.** Os principais nomes cogitados para o cargo são o atual presidente, Jerome Powell, e a também membro da diretoria do Fed, Lael Brainard. A nomeação se dá em um momento chave na condução da política monetária do país em meio a forte pressão inflacionária. A escolha deverá ser sabatinada pelo Senado, que está dividido quase que igualmente entre democratas e republicanos, com leve vantagem para os primeiros, com possível “voto de Minerva” da vice-presidente Kamala Harris.

**Na Europa, o forte aumento de casos de COVID-19 segue preocupando.** Alguns governos nacionais estão reagindo ou ameaçando reagir caso a pandemia siga piorando. No caso mais extremo, na Áustria, o governo voltou a implementar um *lockdown* nacional com duração de 20 dias, além de considerar a hipótese de uma lei para tornar a vacinação obrigatória para os residentes no país.

**No âmbito econômico global, a semana foi marcada pela divulgação de números de atividade de outubro, que voltaram a surpreender positivamente.** Nos EUA, tanto as vendas no varejo quanto a produção industrial aceleraram e ficaram acima do esperado pelo mercado, marcando um início positivo para a atividade no 4T21. Na China, os números também superaram as expectativas, principalmente do lado da produção industrial, que subiu 3,5% a/a (consenso: 3,0%) e das vendas no varejo, que subiram 4,9% a/a (consenso: 3,7%).

**Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas tiveram performance positiva na semana, com destaque para o índice Nasdaq que subiu 2,8%.** A curva de juros norte-americana teve abertura de taxas, especialmente nos vencimentos mais longos (inclinação), e o dólar se fortaleceu novamente contra moedas de países de G10.

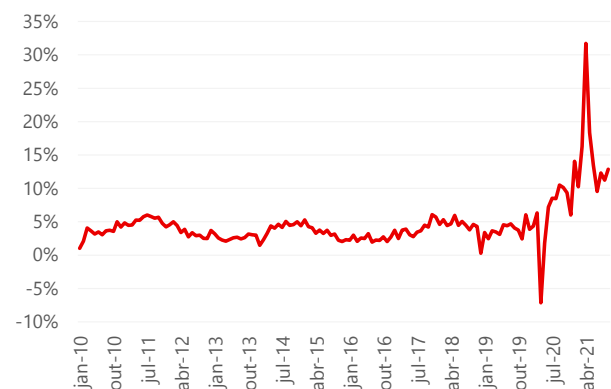
**Na próxima semana, nos EUA, serão divulgados os números de inflação do *PCE core* (núcleo do deflator dos gastos com consumo, índice acompanhado com maior atenção pelo Federal Reserve) para o mês de outubro.** Ainda nos EUA, teremos a ata da última decisão de política monetária do Fed, que será importante para conhecermos mais detalhes da discussão em torno do início do processo de redução no ritmo de compras de ativos (*tapering*). Por fim, na área do Euro, serão divulgados os números preliminares da sondagem PMI para o mês de novembro.

Figura 4 – China: vendas no varejo (% a/a)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: Núcleo das vendas no varejo (control group, % a/a)



Fontes: Bloomberg, Santander.



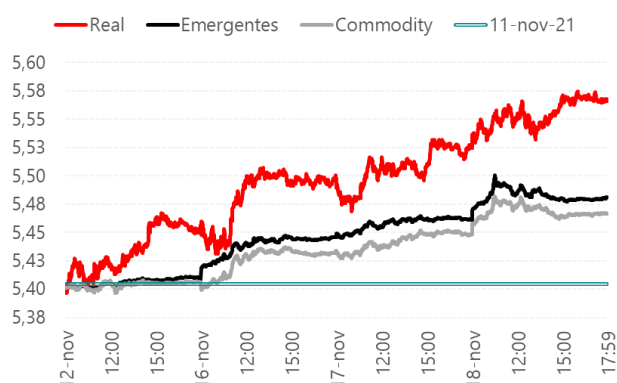
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 18 de novembro cotada a R\$5,56/US\$ (desvalorização de 2,9%), registrando o terceiro pior desempenho da cesta com 31 moedas das mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, o fortalecimento do dólar em escala global e as incertezas latentes relativas à política fiscal no Brasil explicam este movimento. Na esteira de um noticiário relativamente tranquilo tanto no âmbito internacional quanto no doméstico – com um calendário de eventos macro extremamente esvaziado nos últimos dias – a apreensão com a nomeação do *chairman* do Fed (a partir de fevereiro de 2022) e as tensões no mercado de petróleo foram destaques no exterior. No Brasil, as discussões acerca da PEC dos Precatórios e suas implicações para o orçamento de 2022 continuaram capturando a maior parte do mercado. As negociações seguem em curso, com os mercados apreçando riscos de estímulos fiscais fora do teto constitucional de gastos. Nestas circunstâncias, a taxa de câmbio quase zerou a valorização prévia e retornou próxima a R\$5,60/US\$ na quinta-feira. Esta dinâmica reforça nossa avaliação de que as incertezas no âmbito fiscal seguirão limitando a probabilidade de uma valorização significativa do real nos próximos meses.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominal reverteu parte do desempenho positivo da semana anterior e se deslocou para cima, em um claro movimento de *bear-steepening*. Mas em termos absolutos, a curva segue invertida. Desde a última quinta-feira (11 de novembro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) subiu 12 p.b. para 12,08%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) subiu 18 p.b. para 11,87%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento subiu 6 p.b., mas seguiu no campo negativo em -21 p.b., mantendo a curva com inclinação invertida. Na ponta curta, não houve determinantes claros para a alta da taxa de juros, mas, em nossa opinião, o noticiário global trazendo mais notícias sobre inflação pode ter impactado a curva doméstica. A probabilidade implícita no mercado de opções continua a sugerir que o BCB subirá a taxa Selic em 150 p.b. na próxima reunião do Copom (61% de probabilidade de 150 p.b ante 21% de 200 p.b. e 12% de 175 p.b.). Ainda assim continuamos vendo chances crescentes de um movimento mais rápido e íngreme na taxa Selic. Na ponta longa, temos já há algum tempo argumentado que as incertezas quanto ao processo de consolidação fiscal permanecem altas. Sendo assim, apesar de uma aparente melhora recente, acreditávamos que a tendência continuaria sendo de construção do prêmio de risco, o que de fato aconteceu nesta semana. Embora há de se reconhecer que a alta da taxa de juros longa norte-americana também pode ter influenciado o movimento na curva doméstica.

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

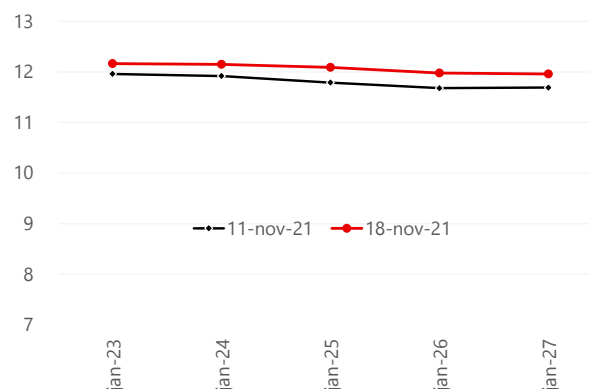


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 18-nov.

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, 18-nov.



## COMMODITIES

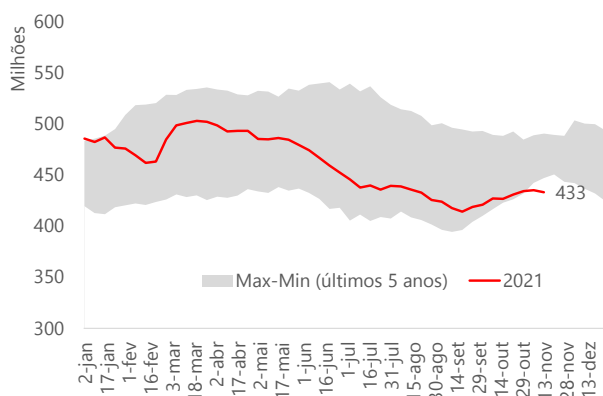
**Autoridades dos EUA pedem para que outros países considerem liberar reservas estratégicas de petróleo.** Os EUA pediram a alguns dos maiores países consumidores de petróleo (China, Índia, Japão) que considerassem a liberação de suas reservas estratégicas de petróleo em uma tentativa de conter a alta dos preços. A ação ocorre após apelos, sem sucesso, por novos aumentos na produção de petróleo por membros da OPEP+. A China já vem liberando suas reservas, mas é improvável que o Japão faça o mesmo, já que seu governo afirmou que suas reservas somente devem ser usadas em emergências ou na ocasião de um choque de oferta mais severo.

**Rússia busca a aprovação da Nord Stream 2 a partir de subsidiária na Alemanha.** Os preços do gás natural na Europa aumentaram esta semana depois que a licença do gasoduto Nord Stream 2 foi suspensa até que a empresa crie uma nova subsidiária na Alemanha para estar em conformidade com a regulamentação da União Europeia. De acordo com um modelo da *Bloomberg*, as temperaturas no noroeste da Europa devem retornar a níveis sazonais e um pouco acima da média histórica já no início de dezembro, o que pode amenizar as preocupações quanto à uma crise energética mais severa na Europa.

**Relatório da EIA<sup>2</sup> aponta redução nos estoques de petróleo dos EUA.** A EIA informou na quarta-feira (13 de novembro) que os estoques de petróleo dos EUA reduziram em 2,101 milhões de barris na semana encerrada em 12 de novembro, contra a expectativa de um aumento de 1,074 milhões de barris. Assim, os estoques (hoje em 433 milhões de barris) já estão abaixo do nível mínimo observado para esta época do ano (considerando os últimos 5 anos).

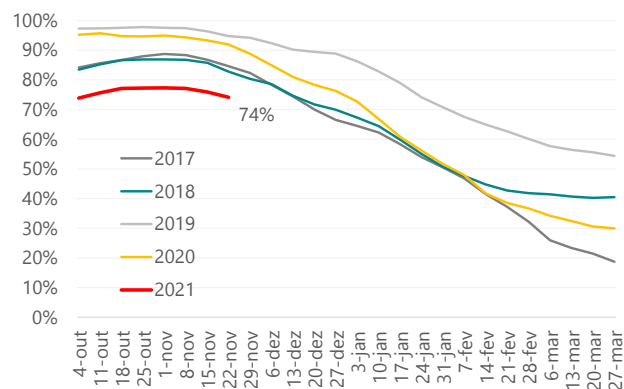
**CFTC<sup>3</sup> registra aumento nas posições compradas de fundos em petróleo WTI.** Os fundos aumentaram suas posições compradas de petróleo (barril WTI) na semana encerrada em 9 de novembro, informou a CFTC na sexta-feira (12 de novembro). A posição *net long* em futuros e opções aumentaram em 18.982 contratos para 342.685 contratos.

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



Fontes: EIA, Santander.

**Figura 9 – Estoque europeu de gás natural (%)**



Fontes: USDA, Santander.

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

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



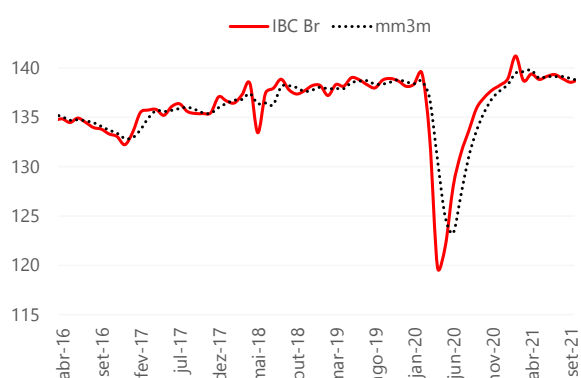
## ATIVIDADE ECONÔMICA

O IBC-Br, uma espécie de *proxy* de PIB mensal do BCB, recuou em setembro (-0,27% m/m), fechando um 3T21 não tão forte como se pensava anteriormente. Esse resultado mensal veio em linha com o consenso de mercado (-0,3%) e posicionou a economia 0,7% abaixo do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020), pela métrica desse indicador. Além disso, o índice está 1,9% abaixo do pico local visto em fevereiro de 2021. Em termos trimestrais, o IBC-Br encerrou o 3T21 com ligeira queda (-0,14%), refletindo uma atividade econômica modesta e heterogênea no período: os setores relacionados ao mercado de bens (indústria e varejo amplo) recuaram 1,7%, enquanto os serviços mais cíclicos cresceram 3,0%. A ambiguidade entre a solidez dos gastos com serviços e a fraca demanda por bens observada no 3T21 reflete a gradual normalização das condições de saúde e mobilidade, favorecendo a reabertura dos serviços e implicando um equilíbrio mais “normal” entre os gastos com serviços e bens adiante. [Veja detalhes no link<sup>4</sup>](#).

Estamos reduzindo nosso *tracking* para o crescimento do PIB (oficial do IBGE) para +0,1% t/t (antes: +0,2%). Nossa expectativa de um resultado positivo para o 3T21 decorre principalmente de boas contribuições esperadas para o crescimento nos segmentos de serviços que ainda apresentam grande ociosidade em relação ao período pré-crise (e.g., Outros Serviços e Serviços Públicos, que correspondem por mais de 30% do PIB). Estes segmentos não são capturados integralmente por indicadores mais tempestivos de atividade econômica. De fato, o segmento de Serviços às Famílias da pesquisa mensal do IBGE (que abrange bares, restaurantes, atividades de lazer e outras atividades relacionadas à mobilidade) apresenta considerável correlação com esses segmentos ociosos, tendo crescido 17,2% no 3T21 (+ 4,2% no 2T21). Vale ressaltar que o IBGE costuma publicar revisões importantes da série histórica do PIB na divulgação do terceiro trimestre. Não é tarefa simples antecipar tais movimentos, de forma que nossos números não trazem nenhuma hipótese específica sobre essas revisões.

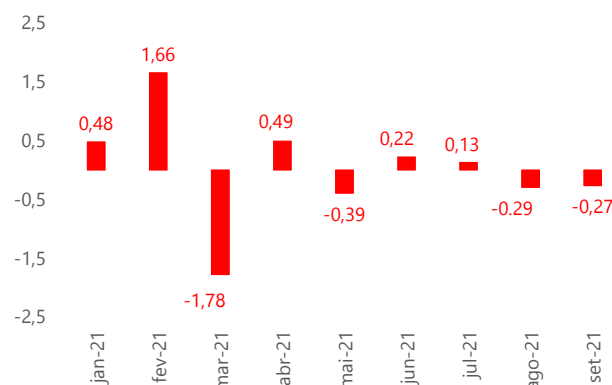
Para a próxima semana, o Ministério do Trabalho divulga na sexta-feira (26 de novembro) os dados do CAGED de criação líquida de empregos formais para outubro. Projetamos um resultado (sem ajuste sazonal) de +217 mil e, de acordo com nosso ajuste sazonal preliminar, esse resultado indicaria uma desaceleração para +126 mil (setembro: +221 mil). Além disso, a FGV divulgará o primeiro conjunto de dados de confiança econômica para novembro: o índice de confiança do consumidor será divulgado na próxima quarta-feira (24 de novembro), enquanto que o índice de confiança da indústria será divulgado na sexta-feira (26 de novembro). [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último \*chartbook\*<sup>5</sup>](#).

Figura 10 – IBC-Br (a.s., média 2003=100)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 11 – IBC-Br (a.s., m/m%)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

<sup>4</sup> Santander Brazil Economic Activity – “3Q21 Not as Strong as Previously Thought” – (16/nov/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-111621>

<sup>5</sup> Santander Brazil Economic Activity – “Chartbook – Downgrading the Estimate for 2022 and 2023” – (05/nov/21) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-nov21>

Santander Brazil Economic Activity – “Chartbook – Household Indebtedness Expected to Slow Lending in 2022” – (09/nov/21) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-credit-nov21>





## INFLAÇÃO

Para o IPCA-15 de novembro (que será divulgado na quinta-feira, 25 de novembro), projetamos alta de 1,17% m/m. Ao contrário do que esperávamos um mês atrás, o IPCA-15 de novembro não deve ter sido o pico da inflação em 12 meses neste ciclo. Nossa estimativa é consistente com uma aceleração nesta métrica para 10,7% a/a (ante 10,3% em outubro). Quanto à tendência indicada pela média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s.a.), esta deve continuar em torno de 14,1%.

Na comparação com o IPCA-15 de outubro (+1,20% m/m), esta leitura deve ficar relativamente estável em termos mensais. Por um lado, serviços devem contribuir para a desaceleração, passando de 1,03% m/m em outubro para 0,50% em novembro, mas com importante contribuição de passagens aéreas, item altamente volátil e que deve passar de +34,4% m/m em outubro para -4,0% nesta leitura. Apesar dessa desaceleração mensal, a tendência deve continuar praticamente estável ao redor de 9,0% mm3m-a.s.a. Além disso, o núcleo de serviços deve subir 0,63% m/m (basicamente a mesma variação de outubro, 0,66%), o que significa que a tendência permanecerá em 7,6% mm3m-a.s.a. O outro grupo que deve desacelerar em termos mensais é alimentação no domicílio, subindo 0,88% m/m (ante 1,54% mês passado), com uma desaceleração da tendência para o nível de 17,0% mm3m-a.s.a. Por outro lado, bens industriais devem acelerar 1,39% m/m (ante 0,98% mês passado), mantendo a tendência em 12,2% mm3m-a.s.a. Finalmente, preços administrados também devem acelerar em termos mensais para 2,04% m/m, puxados por combustíveis.

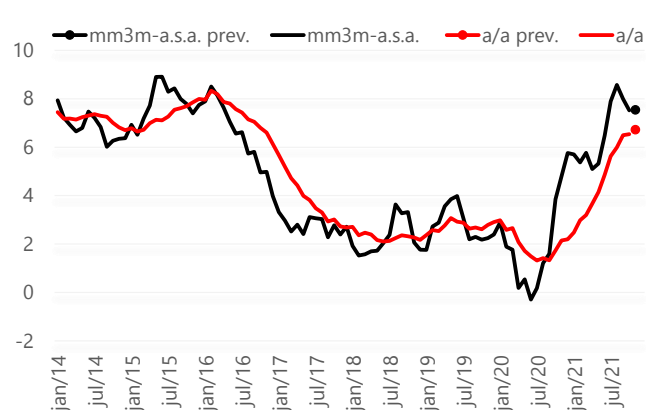
Sobre as medidas de inflação subjacente, esperamos que o núcleo EX3 suba em torno de 0,82% m/m, o que deve representar uma tendência estável em torno do desconfortável nível de 7,5% mm3m-a.s.a. Este será o 14o mês seguido com o núcleo EX3 rodando acima da meta do BCB na métrica mm3m-a.s.a. (comparado ao centro da meta de 3,75% para 2021 e 3,50% para 2022). 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 adiante.

Figura 12 – Detalhes da projeção do IPCA-15 (%)

|                   | m/m         |             | a/a         |             |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                   | nov/21      | Contrib.    | out/21      | nov/21      |
| <b>IPCA-15</b>    | <b>1,17</b> | <b>1,17</b> | <b>10,3</b> | <b>10,7</b> |
| Administrados     | 2,04        | 0,55        | 16,1        | 18,2        |
| Livres            | 0,85        | 0,62        | 8,4         | 8,2         |
| Alim. no dom.     | 0,88        | 0,13        | 13,9        | 11,9        |
| Industriais       | 1,39        | 0,32        | 10,4        | 11,0        |
| Serviços          | 0,50        | 0,17        | 4,9         | 5,0         |
| <b>Núcleo EX3</b> | <b>0,82</b> | <b>0,29</b> | <b>6,5</b>  | <b>6,8</b>  |

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 13 – Projeção do núcleo do IPCA-15 EX3 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.



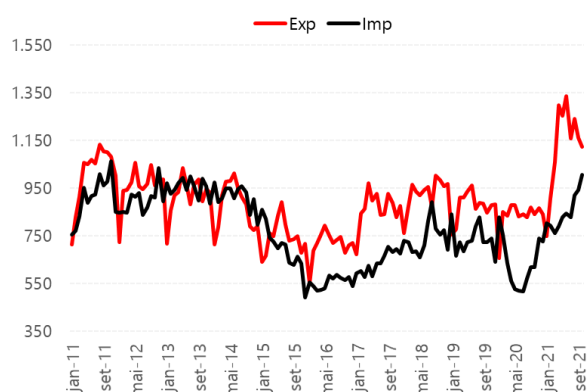
## BALANÇO DE PAGAMENTOS

**Dadas remessas de lucros e dividendos sazonalmente maiores e saldo comercial menores que em meses anteriores, estimamos que o saldo em transações correntes de outubro virá com déficit de US\$ 4,6 bilhões. O dado sai na quinta-feira (25 de novembro). Esperamos que o volume de investimentos diretos no país tenha somado US\$ 4,0 bilhões no mesmo período. Nossa visão construtiva sobre a posição externa brasileira permanecerá inalterada após esta divulgação.**

Embora as receitas de exportações continuem girando em patamares elevados, as despesas com importações ganharam tração recentemente – principalmente, de bens intermediários – o que parece refletir uma resposta a problemas nas cadeias domésticas de suprimentos. Este fator resultou em um superávit comercial mais baixo do que em meses anteriores. Avaliamos que este ponto deverá ajudar a explicar parcialmente o déficit de US\$ 4,6 bilhões que estimamos para as transações correntes no mês passado. Contudo, avaliamos que os superávits comerciais deverão retornar a patamares mais elevados nos próximos meses diante do enfraquecimento do real, da recuperação econômica gradual e de nossa expectativa de superação dos problemas nas cadeias de suprimentos adiante, o que poderá retirar parte do impulso das importações à frente.

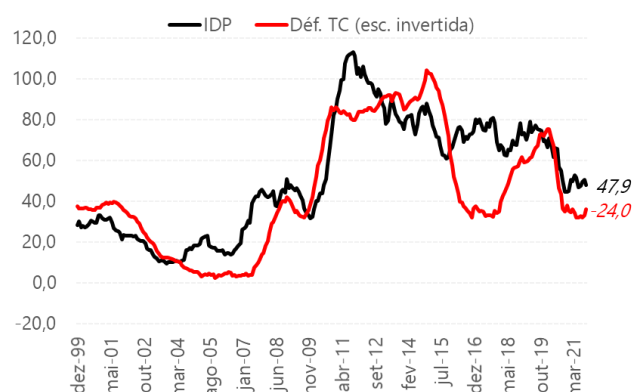
Além do superávit comercial mais tímido, também estimamos um aumento sazonal nas remessas de lucros e dividendos no mês passado, que impactará negativamente o saldo em transações correntes. Em nossa visão, a lenta recuperação econômica e a desvalorização do real deverão impedir que as remessas entrem em trajetória consistentemente crescente. Não antecipamos uma reversão estrutural no ciclo de ajuste das transações correntes. Aliás, a manutenção de um déficit contido na conta de serviços deverá servir como evidência adicional de nossa avaliação que a estrutura das transações correntes permanece inalterada. Se somarmos a isto o fato de que os investimentos diretos no país continuam a fluir e a financiar confortavelmente o déficit em transações correntes, acreditamos que os mercados manterão uma visão construtiva acerca da posição externa brasileira.

**Figura 14 – Componentes da balança comercial (US\$ milhões/dia útil, a.s.)**



Fontes: SECINT, Santander.

**Figura 15 – Saldo em transações correntes vs. Investimento direto no país (US\$ bi, 12m)**



Fontes: 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.