

## AÇÃO MAIS CONTUNDENTE NA POLÍTICA MONETÁRIA

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

- Na quarta-feira (27 de outubro), o BCB anuncia decisão de política monetária. A nosso ver, as últimas iniciativas de política fiscal, que implicam mudanças de arcabouço, devem aumentar o viés altista no balanço de riscos. Estamos revisando nossa projeção para este Copom, considerando como cenário mais provável uma alta de 150 p.b. na taxa Selic, para 7,75%. Antes projetávamos alta de 100 p.b.. Antecipamos um tom *hawkish* (contracionista) no comunicado, provavelmente acompanhado de uma sinalização de movimento semelhante em dezembro. Projetamos agora uma taxa Selic terminal no ciclo de dois dígitos (10,5%, antes: 9,0%), a ser atingida no 1T22. Com aumento da incerteza sobre a política econômica, seguimos identificando riscos altistas para nossa estimativa de juro terminal neste ciclo.
- A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 21 de outubro cotada a R\$5,66/US\$, queda de 2,6%, registrando o segundo pior desempenho na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, o resultado foi provocado principalmente pelos temores de mercado quanto ao arcabouço fiscal. Pelo mesmo motivo, a curva de juros observou um notório deslocamento altista nos últimos dias.
- O governo anunciou a intenção de ampliar o novo programa social para um benefício mensal de até R\$ 400 para 17 milhões de famílias. A PEC dos Precatórios provavelmente será o veículo legal para viabilizar o novo programa. A nova legislação poderá enfraquecer o papel do teto de gastos como âncora fiscal. A próxima semana está repleta de divulgações de política fiscal para o mês de setembro.
- O saldo em transações correntes registrou déficit de US\$ 1,7 bilhão em setembro de 2021, superando nossa estimativa (-US\$ 1,0 bilhão) por conta de remessas de lucros e pagamentos de juros ligeiramente superiores ao esperado. O volume de investimentos diretos no país somou US\$ 4,5 bilhões no mês passado, abaixo da nossa estimativa (US\$ 5,4 bilhões). Em geral, os dados não alteram nossa visão de que a posição externa brasileira permanece sólida.
- Na próxima semana, serão divulgados dados do mercado de trabalho. Na terça-feira (26 de outubro), o Ministério do Trabalho divulgará os dados de criação de empregos do CAGED de setembro, para os quais esperamos uma desaceleração para +242 mil em termos dessazonalizados (+273 mil em agosto). Na quarta-feira (27 de outubro), o IBGE divulgará a PNAD de agosto. Esperamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal recue para 13,1% (13,5% em julho). A FGV divulgará na próxima semana os dados de confiança econômica para o mês de outubro.
- Para o IPCA-15 de outubro (a ser divulgado na terça-feira, 26 de outubro), projetamos uma alta de 1,00% m/m, ou 10,1% a/a. Esperamos que esse seja o pico da inflação em 12 meses no IPCA-15. Projetamos algum “alívio” em medidas subjacentes, mas em geral essa ainda será uma leitura inflacionária desfavorável. Seguimos cautelosos quanto ao cenário de inflação, e ainda mais com o aumento do risco idiossincrático.

\*\*\* *Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 21 de outubro 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.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (25/out - 29/out)**

<b>Indicadores / Eventos</b>	<b>Fonte</b>	<b>Referência</b>	<b>Data</b>	<b>Consenso</b>	<b>Anterior</b>
China: Lucros da Indústria (% a/a)	NBS	set/21	Ter, 26-out	--	10,10
EUA: Confiança Econômica (pontos)	C.Board	out/21	Ter, 26-out	108,00	109,30
EUA: Encomendas de Bens Duráveis (% m/m)	C.Bureau	set/21(p)	Qua, 27-out	-1,00	1,80
EUA: Pedidos de Bens de Capitais (% m/m)	USCB	set/21(p)	Qua, 27-out	0,40	0,60
EUA: Envios de Bens de Capitais (% m/m)	USCB	set/21(p)	Qua, 27-out	0,00	0,80
<b>EUA: PIB (% t/t anualizado)</b>	<b>BEA</b>	<b>3T21</b>	<b>Qui, 28-out</b>	<b>2,40</b>	<b>6,70</b>
EUA: Gasto Pessoal (% t/t anualizado)	BEA	3T21	Qui, 28-out	1,20	12,00
<b>EUA: Deflator PCE núcleo (% t/t anualizado)</b>	<b>BEA</b>	<b>3T21</b>	<b>Qui, 28-out</b>	<b>--</b>	<b>6,10</b>
Z. Euro: Indicador de Confiança	EC	out/21	Qui, 28-out	116,80	117,80
<b>Z. Euro: Taxa Básica de Juros (Refin.)</b>	<b>BCE</b>	<b>out/21</b>	<b>Qui, 28-out</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,50</b>
<b>Z. Euro: Núcleo CPI (%a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>out/21(p)</b>	<b>Sex, 29-out</b>	<b>1,90</b>	<b>1,90</b>
Z. Euro: PIB (% a/a)	Eurostat	3T21	Sex, 29-out	3,50	14,30
EUA: Deflator PCE núcleo (% a/a)	BEA	set/21	Sex, 29-out	3,70	3,60
EUA: Conf. Consumidor (pontos)	Michigan	out/21(p)	Sex, 29-out	71,40	71,40

Fonte: Santander.


**Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (25/out - 29/out)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Confiança do Consumidor (índice)	FGV	out/21	Seg, 25-out	-	75,3
Relatório de Crédito Bancário	BCB	set/21	Seg, 25-out	-	--
Confiança da Construção (índice)	FGV	out/21	Ter, 26-out	-	96,4
<b>IPCA-15 (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>out/21</b>	<b>Ter, 26-out</b>	<b>1,00</b>	<b>1,14</b>
<b>IPCA-15 (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>out/21</b>	<b>Ter, 26-out</b>	<b>10,11</b>	<b>10,05</b>
Empregos Formais (milhares)	CAGED	set/21	Ter, 26-out	370,0	372,3
<b>Empregos Formais (milhares, a.s.)</b>	<b>CAGED</b>	<b>set/21</b>	<b>Ter, 26-out</b>	<b>242,0</b>	<b>273,0</b>
Relatório Mensal da Dívida (R\$ tri)	STN	set/21	Qua, 27-out	-	5,48
Confiança da Indústria (índice)	FGV	out/21	Qua, 27-out	-	106,4
Taxa de Desemprego (% PEA)	IBGE	ago/21	Qua, 27-out	13,3	13,7
<b>Taxa de Desemprego (% PEA, a.s.)</b>	<b>IBGE</b>	<b>ago/21</b>	<b>Qua, 27-out</b>	<b>13,1</b>	<b>13,5</b>
<b>Copom - Taxa Selic (%)</b>	<b>BCB</b>	<b>--</b>	<b>Qua, 27-out</b>	<b>7,75</b>	<b>6,25</b>
Resultado Primário – Gov. Central (R\$ bi)	STN	set/21	Qui, 28-out	-6,8	-9,9
IGP-M (% m/m)	FGV	out/21	Qui, 28-out	-	-0,64
IGP-M (% a/a)	FGV	out/21	Qui, 28-out	-	24,86
Confiança dos Serviços (índice)	FGV	out/21	Qui, 28-out	-	97,3
Confiança do Comércio (índice)	FGV	out/21	Qui, 28-out	-	94,1
Confiança do Empresariado (índice)	FGV	out/21	Sex, 29-out	-	99,3
Dívida Líquida - Setor Público (% PIB)	BCB	set/21	Sex, 29-out	58,7	59,3
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	set/21	Sex, 29-out	-1,9	16,7
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	set/21	20 a 25-out	147,5	146,5

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 – “Avanços na Vacinação e Mobilidade; Riscos na Política Fiscal” – (21/out/21) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-out21>


**Figura 1.C. Glossário macro – convenções e abreviações usadas em nossos relatórios**

Base de comparação	Grafia em português	Grafia em inglês	Exemplo	Ajuste sazonal?
Mensal sequencial	% m/m	% 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. anualizado	% 3MMA-saar	mai-jul/2021 contra fev-abri/2021, multiplicado por 4	sim
Interanual	% a/a	% YoY	mai/2021 contra mai/2020	não
Segundo trimestre de 2021	2T21	2Q21	abril a junho/2021	--
Segundo semestre de 2021	2S21	2H21	julho a dezembro/2021	--
Pontos base	p.b.	bp	--	--
Pontos percentuais	p.p.	pp	--	--
Dado com ajuste sazonal	a.s.	sa	--	--

Fonte: Santander.



## AMBIENTE INTERNACIONAL

**A agenda fiscal do presidente norte-americano, Joe Biden, segue sem avanço no congresso.** Membros mais conservadores do partido democrata estão resistindo às pressões e não estão cedendo por mais gastos, querendo diminuir o valor do pacote de gastos sociais para em torno de US\$ 1,5 trilhão, contra 3,5 trilhões propostos por Biden. Além disso, a ideia de subir os impostos corporativos também está enfrentando reticências e deve ser retirada da proposta.

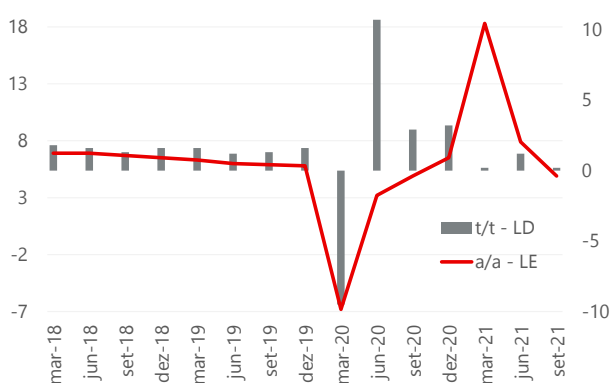
**Na China, a notícia positiva veio do lado da incorporadora Evergrande, que efetuou o pagamento dos juros para investidores estrangeiros,** que estavam atrasados desde setembro, mas ainda dentro do período de carência. O pagamento acalmou os mercados, por diminuir o risco de contaminação em outros mercados.

**No calendário econômico, destacam-se os números de atividade de setembro na China.** Os dados de vendas no varejo aceleraram no mês, com a economia sofrendo menos restrições por conta da pandemia, mas os números de produção industrial seguiram desacelerando, subindo 3,1% a/a e refletindo os problemas relacionados à crise energética no país. Também foi divulgado o PIB do 3T21, que seguiu desacelerando, crescendo 4,9% a/a. Na área do Euro, os PMIs de outubro tiveram surpresa positiva na atividade industrial, com o índice ficando em 58,5. Já na atividade de serviços, o indicador ficou em 54,7, abaixo das expectativas de mercado, mas ainda em nível elevado.

**Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em forte alta.** A curva de juros norte-americana inclinou, com abertura de taxas em todos os vértices, especialmente nos mais longos. O dólar encerrou a semana com leve queda frente às moedas de países de G10.

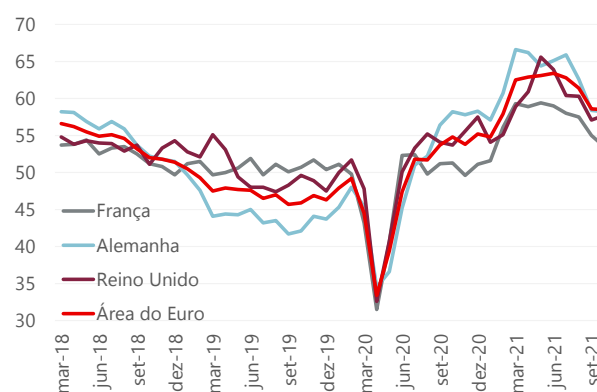
**Na próxima semana, teremos a divulgação do PIB do 3T21 dos EUA, junto com os números de inflação (PCE).** Na área do Euro também serão divulgados os números do PIB do 3T21, assim como o CPI (inflação) de outubro. Por fim, ainda na área do Euro, teremos a decisão de política monetária do Banco Central Europeu (BCE), que não deve trazer maiores novidades em termos de mudança de postura.

Figura 2.A. – China: PIB (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. – Europa: PMIs da indústria (Índice)



Fontes: Bloomberg, Santander.



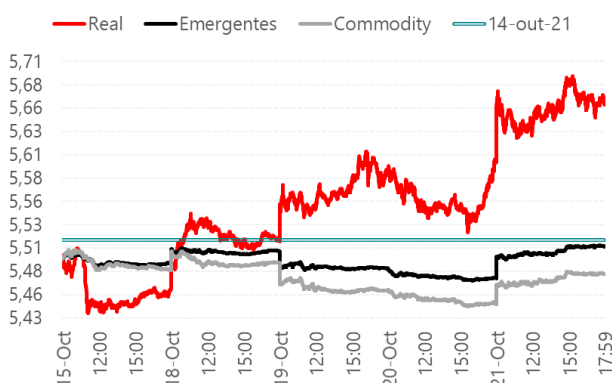
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 21 de outubro cotada a R\$5,66/US\$, desvalorização de 2,6% no período, marcando o segundo pior desempenho entre as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa avaliação, o resultado é fruto, principalmente, de uma percepção de aumento do risco fiscal, a despeito de intervenções pontuais do BCB. Dados de atividade econômica na China divulgados no início da semana acabaram frustrando os agentes de mercados, mas avaliamos que o noticiário internacional teve papel secundário no desempenho negativo registrado pela taxa de câmbio nos últimos dias. Na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo, a lira turca foi a única a registrar desempenho pior que o real, na esteira de redução de juros mais forte do que o esperado pelos mercados. Os sinais de um estímulo fiscal em 2022 mais amplo do que o imaginado inicialmente, e viabilizado por meio de alterações no teto constitucional de gastos suscitaram temores quanto ao arcabouço fiscal (mais detalhes na seção de Política Fiscal). Isto acabou pesando sobre o real e levou o BC a vender *swaps* cambiais novamente (US\$ 1,0 bilhão) no período. A intervenção teve pouco impacto, como esperado, e a autoridade monetária decidiu ofertar US\$ 0,5 bilhão no mercado à vista, que também se mostrou insuficiente para acalmar as tensões. Em nossa opinião, a menos que vejamos algum abrandamento destas incertezas, o espaço para valorização do real é praticamente inexistente.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominal observou um aumento expressivo nos últimos dias. Desde a última quinta-feira (14 de outubro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) subiu 134 p.b. para 10,48%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) subiu 134 p.b. para 11,80%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento ficou estável em 132 p.b. Na parte curta da curva, o aumento do risco idiossincrático doméstico (e a possibilidade de uma ação mais incisiva do Banco Central; veja mais detalhes na seção de Política Monetária) foi, em nossa visão, o principal determinante. Contudo, o noticiário internacional apontando para um ambiente globalmente mais inflacionário (como o choque global de energia puxando os preços de *commodities* para cima), também deve ter contribuído para o movimento. Na ponta longa da curva, o principal determinante da alta também foi o aumento do risco idiossincrático doméstico, com a percepção de incerteza sobre o processo de consolidação fiscal, e reforçando o processo de construção de prêmio de risco neste segmento da curva. A alta da taxa de juros longa americana (*US Treasury yield*) provavelmente também contribuiu para a alta taxa de juros longa doméstica, em nossa avaliação.

Figura 3.A. – Variações semanais contra o dólar

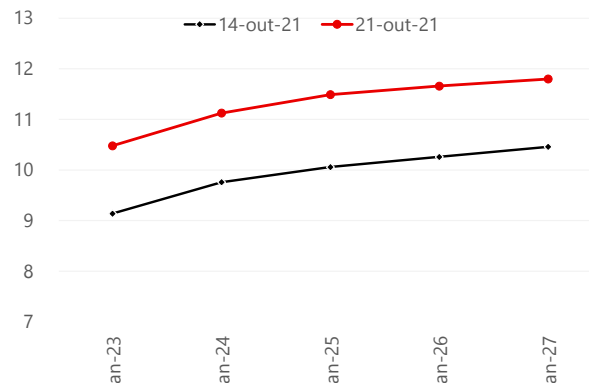


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 21-out.

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

Figura 3.B. – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 21-out.



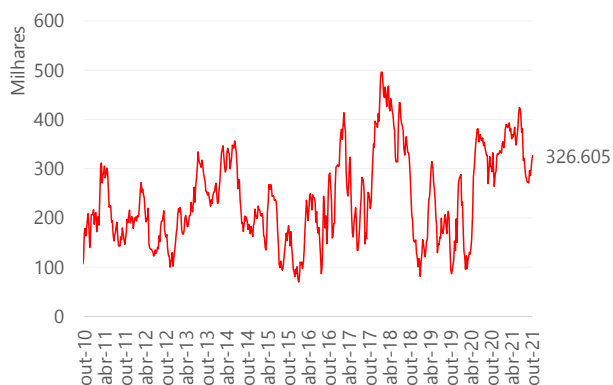
## COMMODITIES

**Relatório da EIA<sup>2</sup> aponta queda inesperada nos estoques de petróleo dos EUA.** A EIA informou na quarta-feira (20 de outubro) que os estoques de petróleo dos EUA caíram 431 mil barris na semana encerrada em 15 de outubro, contra as expectativas de um aumento de 1.283 mil barris. Os estoques de gasolina dos EUA também caíram 5.368 mil barris, atingindo o nível mais baixo desde novembro de 2019.

**CFTC<sup>3</sup> registra o terceiro aumento semanal consecutivo nas posições compradas de fundos em petróleo WTI.** Os fundos aumentaram suas posições compradas de petróleo (barril WTI) na semana encerrada em 12 de outubro, informou a CFTC na sexta-feira (15 de outubro). A posição *net long* em futuros e opções aumentou em 10.498 contratos para 326.605. Durante esse período, os futuros do petróleo WTI subiram 2,6% devido às crescentes preocupações com a crise global de energia.

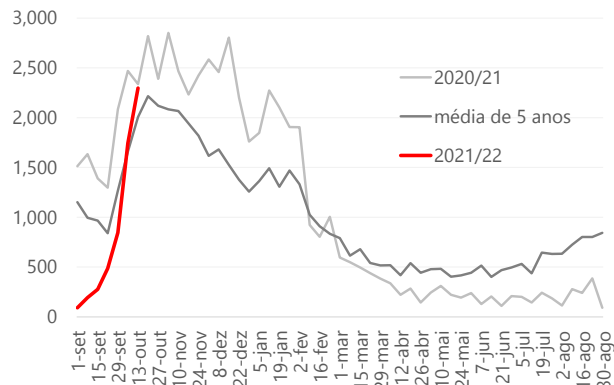
**Os preços da soja dispararam depois que as inspeções de exportação dos EUA apontaram para o número mais alto deste ano.** Na segunda-feira (18 de outubro), o relatório mostra que as inspeções de soja aumentaram 2,3 milhões de toneladas na semana passada, elevando o acumulado da safra até o momento para 5,8 milhões de toneladas. Além disso, o relatório de vendas semanais na quinta-feira (21 de outubro) mostra que os exportadores venderam na semana passada o maior volume de soja dos EUA desde setembro de 2020, com a China aumentando as compras no Golfo do México (área que ainda se recupera dos danos do furacão Ida). Embora o aumento em ambos os indicadores seja um sinal altista, o mercado ainda precisa ver mais evidências de demanda forte, já que as inspeções acumuladas ainda mostram queda de 51% em comparação com o ano passado.

**Figura 4.A. – Posição líquida comprada de fundos (Número de contratos)**



Fontes: COT, Santander.

**Figura 4.B. – EUA: Embarques semanais de soja (milhões de toneladas)**



Fontes: USDA, Santander.

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

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





## POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

O governo anunciou intenção de aumentar o benefício mensal do novo programa social para um mínimo de R\$ 400, para 17 milhões de famílias. O programa chamado de Auxílio Brasil entra em vigor a partir de novembro, em substituição ao Auxílio Emergencial, previsto para terminar este mês. O benefício permanente será de R\$ 235 mensais (reajustado pela inflação desde 2018) e deverá ser pago a 17 milhões de famílias, ante 14,7 milhões contemplados no Bolsa Família. Além disso, haverá um benefício adicional temporário (de no máximo dois anos) para complementar o benefício, chegando a R\$ 400. A fonte de financiamento do programa ainda não está definida, principalmente para 2022. Para chegar ao valor de R\$ 400 por mês, o orçamento total do novo programa atingirá R\$ 82 bilhões (R\$ 35 bilhões orçados para o Bolsa Família, mais gastos adicionais de R\$ 47 bilhões). Para viabilizar o programa, o governo deverá aprovar a PEC dos Precatórios para “resolver” os pagamentos de ordens judiciais, limitando essa despesa a R\$ 40 bilhões em 2022 (ante estimativa inicial de R\$ 89 bilhões). Assim, se abrirá uma margem fiscal de R\$ 50 bilhões, que deverão ser executados fora do limite do teto de gastos. Além disso, a nova versão do PEC Precatórios, aprovada em 21 de outubro na Comissão Especial da Câmara, incluiu a alteração do índice de reajuste da regra de teto de gastos, que deve retroagir a 2016. A nova regra passa a usar o IPCA nos 12 meses encerrados em dezembro (antes: junho). Esta mudança aumentaria a margem fiscal dentro do limite constitucional, criando espaço adicional de BRL51 bilhões. Desta forma, ao mudar o indexador do teto e limitar os precatórios, a margem fiscal total gerada será de R\$ 101 bilhões, o que pode ajudar o governo a acomodar a demanda por novos gastos sem “furar” a regra (alterada). Os novos gastos considerados são: (i) a expansão do novo programa social (R\$ 47 bilhões); (ii) maiores despesas obrigatórias devido à maior inflação no 2S21 (R\$ 25 bilhões); (iii) Benefício de R\$ 400 para cerca de 750 mil caminhoneiros para compensar a alta no preço do diesel (R\$ 4 bilhões); (iv) e R\$ 25 bilhões para acomodar outras despesas. Diante desse novo cenário, acreditamos que o teto de gastos perderá ainda mais a capacidade de agregar ao processo de consolidação fiscal. Mudanças podem acontecer na tramitação da PEC, que poderá ser votada no plenário da Câmara na próxima semana. A nosso ver, os números finais surgirão após um debate acalorado em relação ao orçamento de 2022, que deverá ser aprovado ainda este ano. Em relação às nossas projeções, o déficit primário para 2022, de 1,3% do PIB, teria alta de 0,2-0,4 pp. Para a dívida bruta, vemos risco altista para nossa projeção (que já aponta trajetória ascendente no médio prazo), resultando inclusive de uma consequente deterioração das condições financeiras. A decisão por mais despesas e a mudança no quadro fiscal implicam um caminho ainda mais arriscado para a estabilização da dívida de longo prazo, dada a necessidade de novas reformas estruturais e de uma âncora fiscal mais robusta. Nesse contexto de alterações de regras fiscais, alguns servidores do Ministério da Economia renunciaram ao cargo, entre os quais o Secretário do Orçamento e Fazenda Bruno Funchal e o Secretário do Tesouro Jefferson Bittencourt.

A próxima semana está repleta de publicações de política fiscal de setembro. No dia 27 de outubro (quarta-feira), o Tesouro Nacional publicará o Relatório Mensal da Dívida. No dia 28 de outubro (quinta-feira), o Tesouro Nacional divulga o resultado primário do governo central: esperamos déficit primário de R\$ 6,8 bilhões. No dia 29 de outubro (sexta-feira), o BC divulga o balanço fiscal do setor público consolidado: projetamos déficit primário de R\$ 1,9 bilhão.

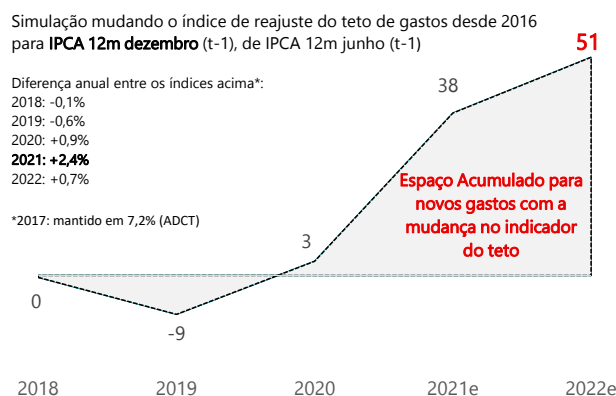
Figura 5.A. – Simulação da margem fiscal

Margem fiscal 2022 - Teto de Gastos - R\$ bi						
Precatórios: Gastos Anuais						
R\$ bi	40	50	75	89	90	
Inflação anual (NPC   dez-21)	6.5%	54	44	19	5	4
	7.0%	49	39	14	0	-1
	7.5%	44	34	9	-5	-6
	8.0%	40	30	5	-9	-10
	9.5%	25	15	-10	-24	-25
	10.0%	22	12	-14	-28	-29
Orçamento para o "Auxílio Brasil" - R\$ bi						
Benefícios Médio Mensal (R\$)						
Famílias (milhões)	17	20	26	36	47	
	16	20	26	36	47	
	16	13	17	23	32	42

Orçamento atual do Bolsa Família: R\$ 35 bilhões/ano | Total: 14,6 mi famílias

Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

Figura 5.B. – Possível mudança no teto (simulação)







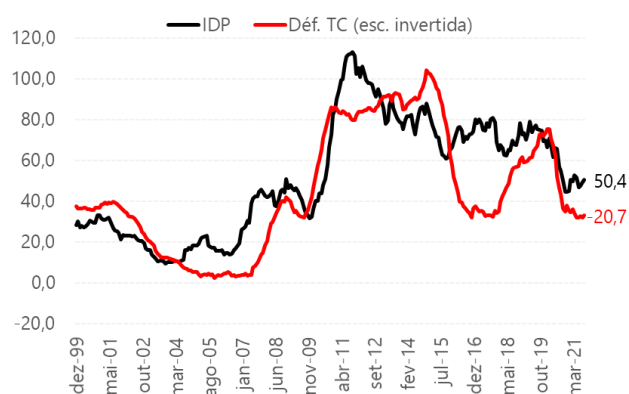
## BALANÇO DE PAGAMENTOS

O saldo em transações correntes foi deficitário em US\$ 1,7 bilhão no mês de setembro, valor que superou nossa estimativa (-US\$ 1,0 bilhão) devido a remessas de lucros e pagamentos de juros ligeiramente acima do esperado. O volume de investimentos diretos no país somou US\$ 4,5 bilhões e ficou aquém do imaginado (US\$ 5,4 bilhões) para o período. Apesar dos reveses, os dados não alteram nossa percepção de que a posição externa brasileira segue bastante sólida.

O déficit em transações correntes de US\$ 1,7 bilhão visto no mês passado adveio da combinação de superávit comercial de US\$ 2,5 bilhões e déficits de US\$ 1,4 bilhão na conta de serviços e de US\$ 3,1 bilhões na conta de renda primária (um fluxo positivo de US\$ 0,3 bilhão na conta de renda secundária completou a lista de contribuições). O resultado final excedeu nossa estimativa de déficit de US\$1,0 bilhão no mês, com as remessas de lucros e dividendos e os pagamentos de juros ultrapassando ligeiramente o que esperávamos, resultando em déficit de US\$ 20,7 bilhões nos últimos 12 meses (-1,3% do PIB). Contudo, o ligeiro revés não altera nossa confiança na trajetória cadente ao longo deste ano e, tampouco, em nossa projeção de déficit de US\$ 0,5 bilhão em 2021.

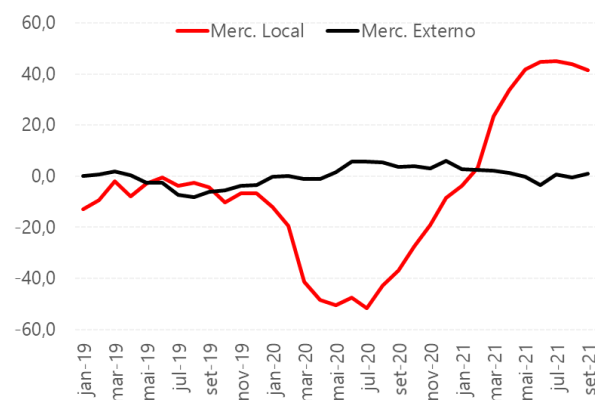
Com relação à conta financeira, no último mês, o volume de investimentos diretos no país atingiu US\$ 4,5 bilhões frente a nossa expectativa de entrada de US\$ 5,4 bilhões e contrastou com os dados preliminares divulgados pelo BC em meados de setembro. Nos últimos 12 meses, os investimentos diretos no país subiram para US\$ 50,4 bilhões, reforçando nossa expectativa de influxo anual de US\$ 59,2 bilhões em 2021. Além destes investimentos, o fluxo estrangeiro destinado a operações de carteira no mercado doméstico registrou saída de US\$ 0,9 bilhão em setembro e encerrou a série de resultados positivos iniciada em abril. Nos últimos 12 meses, as compras estrangeiras de ativos financeiros no mercado doméstico atingiram US\$ 41,6 bilhões. Por outro lado, os investimentos em carteira de brasileiros no exterior somaram US\$ 0,1 bilhão no último mês, acumulando saída de US\$ 20,3 bilhões nos últimos 12 meses. As perspectivas para o financiamento do déficit em transações correntes seguem favoráveis, em nossa opinião.

**Figura 6.A. – Déficit em transações correntes vs. Investimentos diretos no país (US\$ bi, 12m)**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

**Figura 6.B. – Investimentos estrangeiros em carteira (US\$ bi, 12m)**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

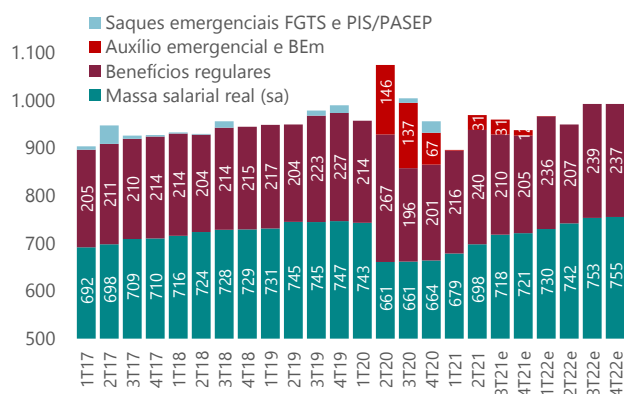


## ATIVIDADE ECONÔMICA

**Atualizamos nossas estimativas para a massa salarial real “expandida”, uma medida que abrange a renda do trabalho, aposentadorias, e outras transferências federais.** Desde a última revisão de nossas estimativas da massa salarial real, o mercado de trabalho melhorou consideravelmente, impulsionado pela maior mobilidade urbana na esteira do avanço da vacinação. Como o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda (BEm) terminou em agosto, avaliamos que será importante acompanhar o desempenho do mercado de trabalho formal sem o estímulo fiscal (embora um efeito parcial deva estar presente até o final do ano). Diante disso, esperamos alguma desaceleração na recuperação do emprego formal medida pelo CAGED. Estimamos que em 2020 a massa salarial real “expandida” apresentou crescimento anual de 3,7%, considerando o forte estímulo fiscal durante 2020 (acima de 8% do PIB, com R\$ 293 bilhões do Auxílio Emergencial). Em uma simulação contra-factual sem as transferências fiscais, calculamos uma queda de 7,9% na massa salarial real para 2020, de forma que os benefícios mais do que compensaram a queda causada pela pandemia em 2020 (impulso positivo de +11,6%). Para 2021, estimamos queda de 5,7%, mesmo considerando os repasses de ~R\$ 90 bilhões no ano. Na mesma simulação contra-factual, o crescimento esperado é de 3,3%. **Calculamos também a massa salarial real para 2022 e simulamos o impacto das transferências fiscais, da inflação e da taxa Selic.** Observamos crescimento real entre 2,9% e 4,1% em relação a 2021. Em nosso cenário base, considerando um programa social de R\$ 61 bilhões, projetamos que a massa salarial real aumentará 3,4%. Estimamos que para cada R\$ 10 bilhões de transferências fiscais, a massa salarial real cresce 0,2% no ano. Para a taxa Selic, estimamos que cada aumento de 100 pb implica em 0,4 p.p. de impacto negativo no crescimento do emprego. Para o IPCA, estimamos que cada aumento de 100 pb na inflação reduz a massa salarial real em cerca de 0,6 p.p. Consideramos que os cenários para a massa salarial real “ampliada” são compatíveis com uma expansão de 1,1% do consumo das famílias em 2022. Reconhecemos que haverá um deslocamento na demanda de bens para serviços, e há o risco de que a redução no consumo de bens pode ter um impacto considerável sobre a atividade econômica. No entanto, avaliamos que a recuperação do consumo de serviços deve superar esses efeitos negativos. [Veja detalhes no link<sup>4</sup>.](#)

**Na próxima semana, serão divulgados dados do mercado de trabalho.** Na terça-feira (26 de outubro), o Ministério do Trabalho divulgará o CAGED de setembro, para o qual esperamos criação líquida de empregos de +370 mil. De acordo com nosso ajuste sazonal preliminar, isso representaria uma desaceleração para +242 mil (+273 mil em agosto). Na quarta-feira (27 de outubro), o IBGE divulgará a PNAD de agosto. Esperamos que a taxa de desemprego fique em 13,3%, o que indica queda para 13,1% em termos dessazonalizados (13,5% em julho). Na próxima semana, a FGV divulgará os dados de confiança econômica de outubro. A confiança do consumidor será divulgada na próxima segunda-feira (25 de outubro), enquanto que a confiança da indústria será divulgada na quarta-feira (27 de outubro). Os dados do setor terciário serão divulgados na quinta-feira (28 de outubro), e a confiança do empresariado será divulgada na sexta-feira (29 de outubro).

Figura 7.A. – Massa salarial real (R\$ bilhões)



Fontes: STN, IBGE, Ministério da Economia, Santander.

Figura 7.B. – Inflação e massa salarial real

	2020	2021(E)	2022(E) - Simulação IPCA		
			3,50%	4,70%	5,50%
Massa Salarial Real (sem estímulo fiscal)	-7,9%	+3,3%	+6,3%	+5,4%	+5,0%
Massa Salarial Real (estímulo fiscal + Auxílio Brasil R\$35bi)	+3,7%	-5,7%	+3,5%	+2,7%	+2,2%
Massa Salarial Real (estímulo fiscal + Auxílio Brasil R\$61bi)			+4,1%	+3,4%	+2,9%

Fontes: STN, IBGE, Ministério da Economia, Santander.

<sup>4</sup>Santander Brazil - “Real Wage Bill – Outlook and Simulations” – (18/out/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-IGETser-set21>



## INFLAÇÃO

Para o IPCA-15 de outubro (que será divulgado na terça-feira, 26 de outubro), projetamos um alta de 1,00% m/m, o que significa estabilidade em 12 meses em 10,1% a/a, provavelmente no pico do IPCA-15 em bases anuais. Quanto à tendência indicada pela média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s. anualizada) ainda deve haver uma aceleração de 12,7% para 13,3% em outubro.

É importante notar que este provável pico do IPCA-15 anual—muito próximo do pico de 10,7% em dezembro de 2015—deve ser ajudado por um efeito-base: as variações mensais muito altas do 4T20 começam a sair da série em 12 meses, deixando espaço para um recuo na variação anual nos próximos meses.

O arrefecimento na margem (m/m), porém, não deve ser muito relevante, já que esperamos que a tendência em termos mm3m-a.s. anualizada chegue a 5% em dezembro e permaneça ao redor desse patamar até meados de 2022. Sendo assim, apesar de o pico do IPCA ser um marco importante, seguimos cautelosos quanto ao cenário de inflação, pois vemos a inércia como um possível limitador do ritmo de desaceleração dos preços daqui pra frente. E, mais recentemente, a elevação do risco idiossincrático também pode influenciar de forma adversa a dinâmica inflacionária.

Na comparação com o IPCA-15 de setembro (1,14% m/m), esta leitura deve desacelerar ligeiramente em termos mensais, basicamente por conta de preços livres (+0,85% m/m em outubro ante 1,01% em setembro). Alimentação no domicílio deve ter uma leve desaceleração mensal para 1,15% m/m (ante 1,51% no mês anterior), mas com a tendência permanecendo no nível alto de 22,0% mm3m-a.s. anualizada. Serviços também devem desacelerar, para 0,66% m/m (ante 0,74% em setembro), mas com a tendência estável no alto nível de 8,1% mm3m-a.s. anualizada. Ainda em preços livres, bens industriais devem subir 0,95% m/m, um pouco menos que os 1,11% de setembro, com a tendência permanecendo no nível desfavorável de 11,5% mm3m-a.s. anualizada.

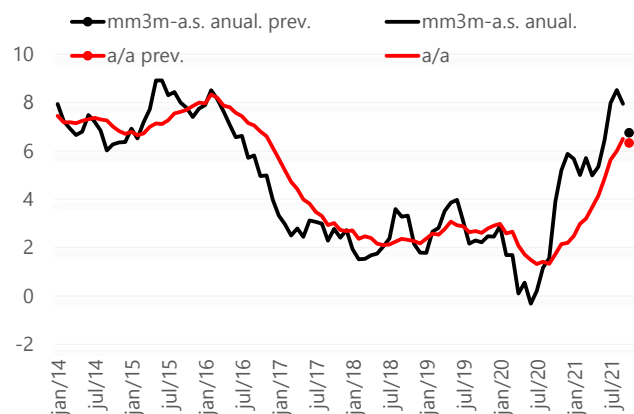
O lado mais positivo da leitura é que as medidas de núcleo de bens industriais e de serviços provavelmente vão desacelerar de maneira mais relevante: o núcleo de bens industriais deve passar de 9,6% para 7,9% mm3m-a.s. anualizada e o núcleo de serviços deve passar de 7,0% para 6,3% mm3m-a.s. anualizada. Finalmente, nas medidas amplas de inflação subjacente, esperamos que o núcleo EX3 suba em torno de 0,49% m/m, o que deve representar uma desaceleração relevante da tendência, mas para um nível ainda (bastante) desconfortável de 6,8% mm3m-a.s. anualizada (ante 7,9% em setembro). Este será o décimo terceiro mês com o núcleo EX3 rodando acima da meta do BCB na métrica mm3m-a.s. anualizada (o centro da meta é 3,75% para 2021 e 3,50% para 2022). Este dado evidencia um espalhamento dos choques primários para os preços gerais. Em suma, apesar de algum alívio em medidas subjacentes na margem, continuamos muito cautelosos quanto ao nível elevado da inflação corrente (e núcleos) e ao cenário prospectivo.

Figura 8.A. – Detalhes da projeção do IPCA-15 (%)

	m/m		a/a	
	out/21	Contrib.	set/21	out/21
<b>IPCA-15</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>10,1</b>	<b>10,1</b>
Administrados	1,39	0,37	14,8	16,1
Livres	0,85	0,62	8,4	8,1
Alim. no dom.	1,15	0,17	15,5	13,5
Industriais	0,95	0,22	10,3	10,4
Serviços	0,66	0,23	4,5	4,5
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,49</b>	<b>0,18</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 8.B. – Projeção do núcleo do IPCA-15 EX3 (%)



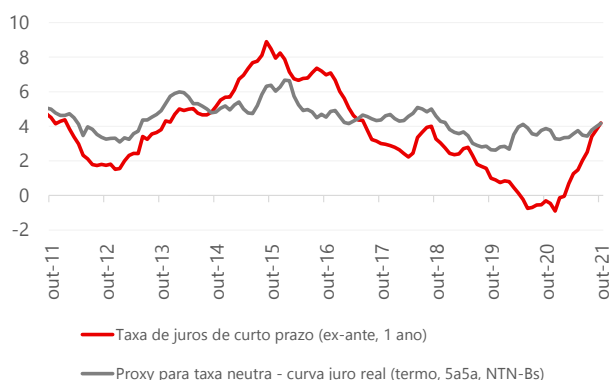
Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.



## POLÍTICA MONETÁRIA

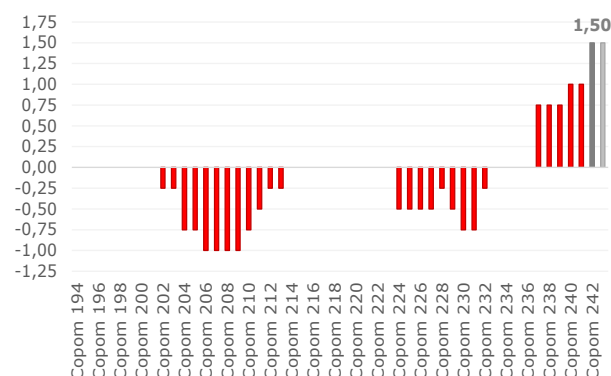
Na quarta-feira (27 de outubro), o BCB anuncia decisão de política monetária. A nosso ver, as últimas iniciativas de política fiscal, que implicam mudanças de arcabouço, devem aumentar o viés altista no balanço de riscos. Com isso, estamos revisando nossa projeção para este Copom, considerando como cenário mais provável uma alta de 150 p.b. na taxa Selic, para 7,75%. Anteriormente, projetávamos movimento de 100 p.b.. Antecipamos um tom *hawkish* (contracionista) no comunicado, provavelmente acompanhado de uma sinalização de movimento semelhante em dezembro. Projetamos agora uma taxa Selic terminal de dois dígitos no ciclo (10,5%, antes: 9,0%), a ser atingida no 1T22. Com aumento da incerteza sobre a política econômica, seguimos identificando riscos altistas para nossa estimativa de juro terminal. Na última reunião do Copom (21-22 de setembro), o BCB elevou a taxa Selic em 100 p.b. (para 6,25%), sinalizando o mesmo ritmo para a reunião seguinte. A autoridade entende que “no atual estágio do ciclo de elevação de juros, esse ritmo de ajuste é o mais adequado para garantir a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante e, simultaneamente, permitir que o Comitê obtenha mais informações sobre o estado da economia e o grau de persistência dos choques”. Na ata do Copom, o BCB reiterou que o nível da taxa terminal domina a velocidade do aperto na busca do centro da meta de inflação em 2022. O BCB afirmou que “simulações com trajetórias de elevação de juros que mantêm o ritmo atual de ajuste, mas consideram diferentes taxas terminais, sugerem que o atual ritmo de ajuste é suficiente para atingir patamar significativamente contracionista e garantir a convergência da inflação para a meta em 2022, mesmo considerando a assimetria no balanço de riscos”. Embora em discursos recentes (em meados de outubro), a diretoria do BCB tenha esclarecido que não há compromisso com o passo de 100 p.b., a mensagem ainda era de novos aumentos desta magnitude no plano de voo. Mas isso mudou. As condições de inflação seguem em deterioração, à medida em que choques (globais) de oferta permanecem em curso, e a inflação de custos já se espalha para outros preços, inclusive os mais cíclicos. Este é particularmente o caso dos serviços, cujos repasses se intensificam em meio a um processo (cada vez mais firme) de aumento da mobilidade urbana e reabertura das atividades econômicas. A mediana de expectativas de inflação para 2022 (principal horizonte atual de política monetária) seguem acima da meta central e se distanciando desta (+8 p.b. desde o último Copom, a 4,18%). Na ausência de choques deflacionários em variáveis onde o BCB tem pouco ou nenhum controle (e.g., taxa de câmbio, preços de matérias primas), a impressão é que seria necessário um grande choque nos juros para trazer a inflação para o centro da meta em um espaço relativamente curto de tempo (dado o patamar atual da inflação: 10,2% em setembro). Uma vez que o BCB já via a questão fiscal implicando riscos altistas para a trajetória da inflação – inclusive reconhecendo a resultante necessidade de uma postura mais contracionista que no cenário-base – é possível que os desdobramentos recentes na política fiscal elevem ainda mais as preocupações do BCB com a trajetória de inflação (detalhes na seção de Política Fiscal). Além da piora no balanço de riscos, nossos cálculos preliminares apontam ainda para um possível aumento da projeção do BCB para o IPCA em 2022 para cerca de 4,0% (+ 0,3 p.p.). Mesmo que as estimativas para 2023 permaneçam estáveis no centro da meta (3,25%), o risco de que repercussões fiscais para esse horizonte (que se torna cada vez mais importante) aumenta a necessidade de uma reação mais contundente na política monetária.

Figura 9.A. – Juro real e estímulo (% a.a.)



Fontes: Anbima, Bloomberg, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 9.B. – Decisões do Copom (Selic, % a.a.)



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

### Global Macro Research

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

### Fixed Income Research

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

### Equity Research

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

### Electronic

Bloomberg  
Reuters

SIEQ <GO>  
Pages SISEMA through SISEMZ

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

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

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

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

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

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







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

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

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

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

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