

## ATIVIDADE PERDENDO TRAÇÃO NO 3T21

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 25 de novembro cotada a R\$5,56/US\$ (valorização de 0,1%) e registrou o segundo melhor desempenho na cesta das 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa visão, o real permaneceu relativamente estável no período, apesar do fortalecimento do dólar em escala global, refletindo a percepção de ligeira redução nas incertezas relativas às mudanças no arcabouço fiscal.
- A estrutura a termo de juros domésticos registrou um *bull-flattening* nos últimos dias (recoo das taxas, principalmente nos vencimentos mais longos), com os mercados considerando aparentemente os discursos recentes de membros do BCB como evidências de elevação de 150pbs na próxima reunião do Copom.
- A arrecadação federal continuou em recuperação em outubro, impulsionada pela receita de *royalties* de petróleo. Porém, notamos alguns sinais de arrefecimento com a queda da receita relacionada à atividade. Além disso, o Ministério da Economia publicou uma revisão das projeções fiscais oficiais para 2021, mostrando nova redução na estimativa para o déficit primário (de 1,6% do PIB para 1,1% do PIB). Na próxima semana, serão divulgados dados fiscais de outubro. Esperamos superávit primário sazonal para o setor público acima de R\$30 bilhões. Por fim, está prevista para a próxima semana a votação da PEC dos Precatórios na Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania (CCJ) do Senado.
- O IBGE divulgará os dados do PIB do 3T21 na próxima quinta-feira (02 de dezembro), para o qual esperamos crescimento sequencial de +0,1% t/t. Este número modesto está em linha com as recentes divulgações de atividade econômica, que mostraram um 3T21 não tão robusto como se pensava anteriormente. No entanto, ainda esperamos um valor positivo, refletindo a contribuição e recuperação de segmentos de serviços, com os efeitos da reabertura da economia e que não são integralmente capturados pelos indicadores mais tempestivos de atividade.
- Na terça-feira (30 de novembro), o IBGE divulgará a PNAD de setembro. O IBGE anunciou que nesta divulgação será feita a revisão de toda a série histórica do desemprego. Com base na série atual, esperamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal chegue a 12,6% (agosto: 13,0%). Na sexta-feira (03 de dezembro), o IBGE divulgará a produção industrial de outubro, e esperamos um recoo sequencial de 0,3% m/m, a quinta queda consecutiva. Além disso, a FGV deve divulgar o último conjunto de dados de confiança para novembro.
- O IPCA-15 de novembro ficou em 1,17% m/m e 10,73% a/a, o mesmo nível do fim de 2015/início de 2016. O resultado foi em linha com nossa projeção (1,17%) e o consenso de mercado (1,13%). Serviços surpreenderam para cima, enquanto bens industriais surpreenderam para baixo. Contudo, a principal mensagem permaneceu a mesma: uma leitura desfavorável, com a inflação subjacente ainda sob pressão altista.
- Enquanto o déficit em transações correntes de -US\$ 4,5 bilhões de outubro veio em linha com nossa estimativa (-US\$ 4,6 bilhões), o volume de investimentos diretos no país (US\$ 2,5 bilhões) ficou aquém de nosso cálculo (US\$ 4,0 bilhões). Contudo, os dados não alteraram a avaliação construtiva acerca da posição externa brasileira em nossa visão. Nem mesmo o déficit comercial de US\$ 1,4 bilhão em novembro (a ser divulgado em 01 de dezembro, quarta-feira) deverá mudar esta avaliação, já que o resultado deverá derivar de obstáculos transitórios.



**\*\*\* Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 25 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 (29/nov - 03/dez)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
Z. Euro: Indicador de Confiança	EC	nov/21	Seg, 29-nov	117,5	118,6
China: PMI Serviços Oficial (pontos)	NBS	nov/21	Seg, 29-nov	51,3	52,4
<b>China: PMI Industrial Oficial (pontos)</b>	<b>NBS</b>	<b>nov/21</b>	<b>Seg, 29-nov</b>	49,8	<b>49,2</b>
China: Sondagem PMI Industrial (pontos)	Caixin	nov/21	Ter, 30-nov	50,5	50,6
<b>Z. Euro: Núcleo CPI (%a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>nov(p)/21</b>	<b>Ter, 30-nov</b>	2,3	<b>2,0</b>
EUA: Confiança Econômica (pontos)	C.Board	nov/21	Ter, 30-nov	110,7	113,8
EUA: Emprego no Setor Privado (mil)	ADP	nov/21	Qua, 01-dez	515	571
<b>EUA: ISM Industrial</b>	<b>ISM</b>	nov/21	Qua, 01-dez	61,0	60,8
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	nov/21	Qui, 02-dez	51,0	53,8
Z. Euro: Taxa de Desemprego (%PEA)	Eurostat	out/21	Qui, 02-dez	7,3	7,4
<b>Z. Euro: PPI (% a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>out/21</b>	<b>Qui, 02-dez</b>	19,0	<b>16,0</b>
Z. Euro: Vendas no Varejo (% a/a)	Eurostat	out/21	Sex,03-dez	1,4	2,5
<b>EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)</b>	<b>BLS</b>	<b>nov/21</b>	<b>Sex,03-dez</b>	525	<b>531</b>
<b>EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)</b>	<b>BLS</b>	<b>nov/21</b>	<b>Sex,03-dez</b>	4,5	<b>4,6</b>
EUA: Ganho Médio por Hora (% a/a)	BLS	nov/21	Sex,03-dez	5,0	4,9
EUA: Taxa de Participação (% PEA)	BLS	nov/21	Sex,03-dez	61,7	61,60
<b>EUA: ISM Serviços</b>	<b>ISM</b>	<b>nov/21</b>	<b>Sex,03-dez</b>	65,0	<b>66,7</b>

Fonte: Santander.

**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (29/nov – 03/dez)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Resultado Primário – Gov. Central (R\$ bi)	STN	out/21	Seg, 29-nov	26,7	0,3
IGP-M (% m/m)	FGV	nov/21	Seg, 29-nov	0,15	0,64
IGP-M (% a/a)	FGV	nov/21	Seg, 29-nov	18,1	21,73
Confiança dos Serviços (índice)	FGV	nov/21	Seg, 29-nov	--	99,1
Confiança do Comércio (índice)	FGV	nov/21	Seg, 29-nov	--	94,2
<b>Taxa de Desemprego (% PEA)</b>	<b>IBGE</b>	<b>set/21</b>	<b>Ter, 30-nov</b>	<b>12,7</b>	<b>13,2</b>
Taxa de Desemprego (% PEA, a.s.)	IBGE	set/21	Ter, 30-nov	12,6	13,0
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	out/21	Ter, 30-nov	33,7	12,9
Dívida Líquida - Setor Público (% PIB)	BCB	out/21	Ter, 30-nov	58,3	58,5
Confiança do Empresariado (índice)	FGV	nov/21	Qua, 01-dez	--	100,3
Balança comercial (US\$ bi)	SECINT	nov/21	Qua, 01-dez	-1,4	2,0
<b>PIB (% t/t)</b>	<b>IBGE</b>	<b>3T21</b>	<b>Qui, 02-dez</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>
<b>PIB (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>3T21</b>	<b>Qui, 02-dez</b>	<b>4,4</b>	<b>12,4</b>
<b>PIB acumulado em 4 trimestres</b>	<b>IBGE</b>	<b>3T21</b>	<b>Qui, 02-dez</b>	<b>3,9</b>	<b>1,8</b>
<b>Produção Industrial (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>out/21</b>	<b>Sex, 03-dez</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>
<b>Produção Industrial (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>out/21</b>	<b>Sex, 03-dez</b>	<b>-7,2</b>	<b>-3,9</b>
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	nov/21	01 a 03-dez	--	162,4

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

O atual presidente do Banco Central norte-americano (Fed), Jerome Powell, foi renomeado para um novo mandato de quatro anos. A nomeação foi em linha com as expectativas, porém havia incerteza maior do que o normal em torno do nome a ser escolhido. Lael Brainard foi nomeada para o cargo de vice-presidente, substituindo Richard Clarida. Ainda restam três nomes para serem apresentados nas próximas semanas.

Na última semana, os discursos de membros do Fed adotaram um tom mais duro, indicando que deve haver uma maior redução no ritmo de compras de ativos (*tapering*) e que o ciclo de alta de juros deve começar ainda em 2022. A ata da última reunião do comitê de política monetária (FOMC) veio na mesma linha, e o anúncio da aceleração do *tapering* deverá ocorrer já na reunião de dezembro de 2021.

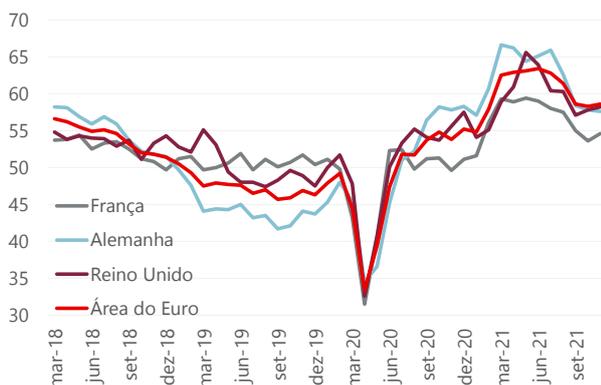
Do lado da pandemia, o surgimento de uma nova variante do COVID-19 em países africanos, com casos já registrados em outros continentes, voltou a preocupar os mercados. Ainda se sabe pouco sobre a mutação, e a preocupação é que possa vir a reduzir a eficácia das vacinas.

No âmbito econômico, os números de confiança (PMI) de novembro na área do Euro seguiram fortes, tanto no setor industrial como em serviços. Nos EUA, os números de inflação (PCE) vieram em linha com o esperado, com a medida de núcleo acelerando para 4,1% a/a, registrando a maior variação desde 1991.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas tiveram performance mista, com destaque de alta para a bolsa do Reino Unido, subindo 0,8%, e destaque de queda para a norte-americana Nasdaq, caindo 0,7%. A curva de juros norte-americana viu abertura em todos os vencimentos, mas principalmente nos mais curtos (*bear-flattening*), e o dólar seguiu se fortalecendo contra moedas de países de G10.

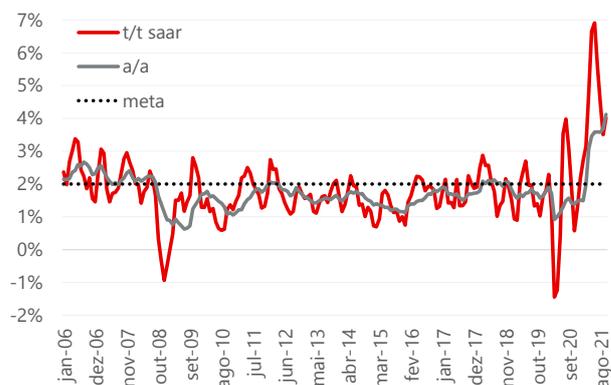
Na próxima semana, nos EUA serão divulgados os números do mercado de trabalho (*payroll*) de novembro. O mercado de trabalho tem sido o principal foco do Fed, portanto, as divulgações têm sido de grande importância. Além disso, na China, serão divulgados os dados de PMI industrial e de serviços.

Figura 4 – Europa: PMI Industrial (índice)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: Núcleo de Inflação (PCE) a/a



Fontes: Bloomberg, Santander.



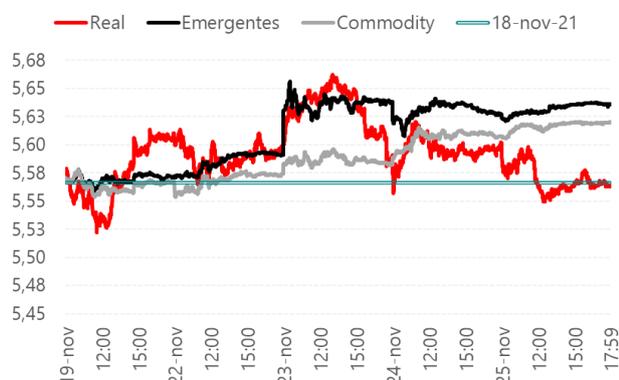
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

O real fechou a semana móvel encerrada em 25 de novembro relativamente estável, com a taxa de câmbio marcando R\$5,56/US\$ (valorização de 0,1%), apesar do fortalecimento do dólar em termos globais nestes dias. Declarações recentes de membros importantes do FOMC e a ata de sua última reunião reforçaram a percepção geral de que, não apenas a remoção dos estímulos monetários terá início, mas também de que, provavelmente, o processo deverá ser acelerado nos próximos meses. O que significa maior probabilidade de início de um ciclo de elevação dos juros nos EUA em meados de 2022 ao invés do final de 2022. Este sinal fortaleceu o dólar frente à maior parte das moedas ao redor do globo. O real foi uma exceção e permaneceu relativamente estável (ainda que em patamar elevado) na esteira do progresso nas negociações referentes à chamada PEC dos Precatórios no Senado. Isto reduziu marginalmente as incertezas (*i.e.*, o escopo de possíveis resultados) na política fiscal doméstica (mais detalhes na seção de Política Fiscal). Seguimos acreditando que a chave para um melhor cenário cambial depende da dissipação da névoa de incertezas com relação ao panorama fiscal brasileiro.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominal arrefeceu nos últimos dias, em um movimento de *bull-flattening* que tornou a curva ainda mais invertida. Desde a última quinta-feira (18 de novembro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) caiu 7 p.b. para 12,10%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) caiu 15 p.b. para 11,81%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento caiu 8 p.b., e foi ainda mais para o campo negativo, alcançando -29 p.b. e aprofundando a inversão. Na ponta curta, comunicações públicas do presidente do BCB foram interpretadas pelo mercado como uma indicação de que a alta de 150 p.b. na Selic voltou a ser mais provável. Embora nossa projeção oficial também seja alta de 150 p.b., nossa interpretação da fala do BCB não foi igual à do mercado e seguimos achando que o risco de altas mais rápidas/fortes está elevado. Neste sentido, a divulgação das expectativas de inflação no relatório Focus da segunda-feira (29 de novembro) ganha importância. Além disso, a divulgação de inflação veio em linha com as expectativas depois de várias surpresas para cima (veja detalhes na seção de Inflação), provavelmente eliminando percepções de risco altistas para o anúncio, o que pode ter ajudado a ponta curta de juros a cair. De fato, a probabilidade implícita no mercado de opções voltou a precificar probabilidade de 65% para a alta de 150 p.b., após ter sido negociada a 45% semana passada. Na ponta longa, continuamos acreditando que as incertezas quanto ao processo de consolidação fiscal permanecem altas, mas o mercado acabou reduzindo um pouco do prêmio de risco que vinha sendo construído neste segmento da curva durante as últimas semanas. Vale destacar que o movimento aconteceu mesmo com a taxa de juros de 10 anos dos EUA subindo esta semana.

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

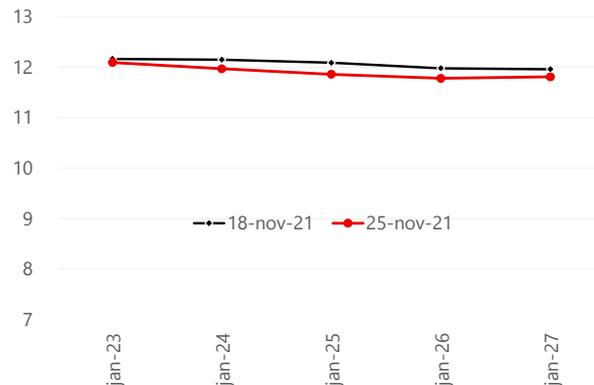


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 25-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, 25-nov.



## COMMODITIES

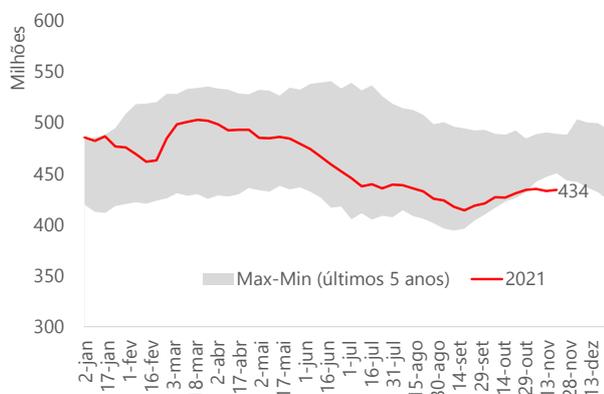
**EUA e outros países anunciaram que vão liberar petróleo de suas reservas estratégicas.** Os EUA anunciaram nesta terça-feira (23 de novembro) a liberação de 50 milhões de barris de petróleo de suas reservas estratégicas (equivalente a dois dias e meio de demanda dos EUA) em coordenação com China, Índia, Coréia do Sul, Japão e Reino Unido. A medida é uma tentativa de reduzir os preços de energia no mundo. Essas liberações não são suficientes para resolver o déficit estrutural no mercado de petróleo, uma vez que os estoques globais permanecem baixos e produtores sofrem com baixo investimento.

**O Brasil espera que a China suspenda o veto à carne brasileira.** De acordo com autoridades governamentais, a decisão da China de aceitar a importação de carne brasileira que recebeu certificação sanitária antes de 4 de setembro pode ser o primeiro passo para a suspensão do veto, previsto agora para o próximo mês. O Brasil suspendeu suas exportações de carne bovina para a China no início de setembro, depois que dois casos atípicos da doença da vaca louca foram encontrados no país.

**Relatório da EIA<sup>2</sup> aponta aumento nos estoques de petróleo dos EUA.** A EIA informou na quarta-feira (20 de novembro) que os estoques de petróleo dos EUA aumentaram em 1,017 milhão de barris na semana encerrada em 19 de novembro, contra a expectativa de uma redução de 1,526 milhão de barris. Assim, os estoques (hoje em 434 milhões de barris) seguem abaixo do nível mínimo observado para esta época do ano (considerando os últimos 5 anos).

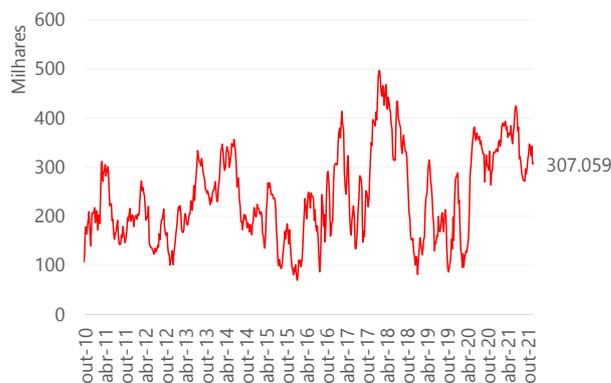
**CFTC<sup>3</sup> registra redução nas posições compradas de fundos em petróleo WTI.** Os fundos reduziram suas posições compradas de petróleo (barril WTI) na semana encerrada em 16 de novembro, informou a CFTC na sexta-feira (19 de novembro). A posição comprada (*net long*) em futuros e opções foi reduzida em 35.626 contratos para 307.059 contratos.

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



Fontes: EIA, Santander.

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



Fontes: USDA, Santander.

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

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



## ATIVIDADE ECONÔMICA

**A confiança do consumidor recuou em novembro (-1,8% m/m), o segundo resultado negativo em três meses.** Essa queda reforçou a tendência negativa observada desde a forte queda registrada em setembro (-7,9%), posicionando o índice 14,7% abaixo dos níveis de fevereiro de 2020. Na composição, esse resultado decorre principalmente da queda observada na componente situação atual (-3,0%), com o componente de expectativas também contribuindo negativamente (-1,2%). Os detalhes da pesquisa indicam que o diferencial de emprego (ou seja, a porcentagem de entrevistados que veem empregos como difíceis de conseguir menos a porcentagem dos entrevistados que veem empregos como fáceis de conseguir) subiu para 91,9 pontos (de 90,2), o terceiro aumento consecutivo, o que pode sugerir alguns empecilhos para o mercado de trabalho à frente.

**Esperamos um crescimento morno do PIB no 3T21 (+0,1% t/t).** As recentes divulgações dos indicadores de atividade mostraram um ritmo no 3T21 não tão forte quanto se pensava anteriormente, motivando nossa revisão baixista do crescimento do PIB do 3T21 para +0,1% t/t (antes: +0,2%). O número positivo reflete nossas expectativas de boas contribuições para o PIB de segmentos que ainda devem se beneficiar com a reabertura da economia e que usualmente não são capturados integralmente pelos indicadores mais tempestivos. Se nossa projeção se confirmar, esse resultado implicaria em um carregamento estatístico (*carryover*) de 4,9% para 2021. Vale ressaltar que o IBGE costuma publicar revisões importantes na série histórica do PIB nas divulgações do 3T. Não é tarefa simples antecipar os impactos das revisões, de forma que nossos números não trazem nenhuma hipótese específica sobre isto. [Veja detalhes no link](#)<sup>4</sup>.

**Na terça-feira (30 de novembro), o IBGE divulgará a pesquisa domiciliar da PNAD de setembro.** O IBGE anunciou que a divulgação trará uma revisão de toda a série do desemprego, após uma reponderação da amostra. Com base na série atual, esperamos que a taxa de desemprego atinja 12,7%. Nosso ajuste sazonal preliminar aponta queda para 12,6% na taxa de desemprego em setembro (13,0% em agosto). Ainda na terça-feira, o Ministério do Trabalho divulgará os dados de geração de empregos formais de outubro do CAGED, após adiamento da data de divulgação. Nossa estimativa com ajuste sazonal é de +126k (setembro: +221k). Na sexta-feira (03 de dezembro), o IBGE divulgará a produção industrial de outubro e esperamos um recuo sequencial de 0,3% m/m, o quinto consecutivo. Além disso, a FGV divulgará o último conjunto de dados de confiança econômica para novembro: os dados do setor terciário serão divulgados na segunda-feira (29 de novembro), enquanto os dados de confiança do empresariado serão divulgados na quarta-feira (01 de dezembro). [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último \*chartbook\*](#)<sup>5</sup>.

Figura 10 – Confiança do consumidor (a.s., pontos)



Fontes: FGV, Santander.

Figura 11 – Decomposição da projeção do PIB

	1T21		1T21E	
	% a/a	% t/t	% a/a	% t/t
<b>PIB</b>	<b>12,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,4</b>	<b>0,1</b>
<b>Oferta</b>				
Agricultura	1,3	-2,8	0,1	-0,5
Indústria	17,8	-0,2	-0,1	-1,0
Serviços	10,8	0,7	6,5	0,7
<b>Demanda</b>				
Consumo	10,8	0,0	3,9	0,6
Governo	4,2	0,7	2,5	0,6
FBKF	32,9	-3,6	18,0	-0,9
Exportações	14,1	9,4	3,3	-11,2
Importações	20,2	-0,6	25,4	-5,3

Fontes: IBGE, Santander.

<sup>4</sup> Santander Brazil Economic Activity – “*Tepid GDP Growth Expected in 3Q21*” – (24/nov/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-GDP-p-112421>

<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

O IPCA-15 de novembro ficou em 1,17% m/m e 10,73% a/a, o mesmo nível registrado no fim de 2015/início de 2016. O resultado foi em linha com nossa projeção (1,17%) e o consenso de mercado (1,13%). A tendência da inflação continuou em 14,1%, de acordo com a média móvel trimestral anualizada e com ajuste sazonal (mm3m-a.s.a.), reforçando a pressão altista na margem.

Por um lado, a inflação de serviços e de alimentação no domicílio surpreenderam para baixo; por outro lado, a inflação de bens industriais e de preços administrados surpreenderam para cima. Bens industriais foram a principal surpresa altista (contribuindo +9 p.b. para o erro da projeção total), com uma concentração em grupos/itens como vestuário, perfumes e maquiagem. Em nossa visão, este pode ser um efeito de curto prazo com empresas subindo preços preventivamente antes das promoções da *Black Friday*. Independente da razão, a tendência da inflação de bens industriais fez nova máxima em 14,1% mm3m-a.s.a. (antes 11,8%), enquanto a tendência do núcleo de bens industriais subiu novamente para 9,7% mm3m-a.s.a., após um curto alívio para 7,4% no mês passado. A resiliência da inflação de bens industriais continua surpreendendo e a permanência dos problemas na cadeia de suprimentos global é uma preocupação. Já o grupo alimentação no domicílio surpreendeu para baixo, contribuindo com -6 p.b. para o desvio da projeção, com boa parte da surpresa vindo de proteínas. Embora essa surpresa seja bem-vinda, somos céticos quanto a sua persistência, pois quando a China reabrir o mercado de carne bovina para o Brasil, a tendência é que a inflação deste grupo volte a acelerar. Finalmente, a surpresa baixista em serviços (-6 p.b.) foi uma vitória de Pirro, já que puxou a tendência do grupo para baixo, chegando a 8,3% mm3m-a.s.a. (ante 9,6% anteriormente), que ainda é um nível muito desfavorável. Além disso, a surpresa foi muito concentrada em alimentação fora do domicílio, conserto de carros e passagens aéreas, itens geralmente muito voláteis. Como consequência, o núcleo de serviços não arrefeceu, permanecendo em torno de 7,2% mm3m-a.s.a.

Em suma, novembro trouxe mais uma leitura desfavorável para a inflação e continuamos cautelosos quanto às perspectivas, com o balanço de riscos ainda viesado para cima (especialmente com a recente elevação do risco doméstico e novos choques globais). Desde a última revisão, passamos a não considerar mais um pico específico para a inflação em 12 meses, mas sim um *platô* em torno de 10,5% até o fim do 1T22. Adiante, mantemos nosso *tracking* de alta frequência em 10,5% para o IPCA 2021, 5,8% para o IPCA 2022 e 3,5% para o IPCA 2023.

Figura 12 – Detalhes do resultado do IPCA-15 (%)

	m/m			a/a	
	nov/21	Santander	Desv.	out/21	nov/21
<b>IPCA-15</b>	<b>1,17</b>	<b>1,17</b>	<b>0,00</b>	<b>10,3</b>	<b>10,7</b>
Administrados	2,13	2,04	0,02	16,1	18,3
Livres	0,82	0,85	-0,03	8,4	8,2
Alimentação no domicílio	0,50	0,88	-0,06	13,9	11,5
Industriais	1,76	1,39	0,09	10,4	11,4
Serviços	0,33	0,50	-0,06	4,9	4,8
Núcleo EX3	0,90	0,82	0,03	6,5	6,8

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 13 – Média dos núcleos de inflação (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.



## POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

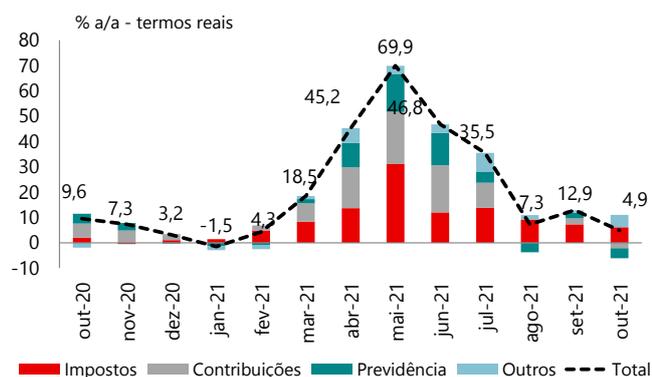
Em 22 de novembro, o Ministério da Economia divulgou novas projeções fiscais para 2021. As estimativas oficiais continuaram mostrando uma melhora do resultado primário, principalmente por conta de projeções de receitas mais elevadas (R\$ 58 bilhões), com aumento de dividendos de empresas estatais (R\$ 17,1 bilhões), maior arrecadação de imposto de renda (R\$ 14,6 bilhões, impulsionada pela alta da inflação) e pela receita de *royalties* do petróleo (R\$ 5 bilhões). Do lado dos gastos, a expectativa do governo é de elevação das despesas discricionárias em R\$ 4,6 bilhões, totalizando R\$ 129 bilhões. Com isso, a projeção para o déficit primário do governo central caiu para R\$ 95 bilhões (1,1% do PIB), de R\$ 139,4 bilhões (1,6% do PIB) em setembro. Continuamos projetando déficit de R\$ 115 bilhões para 2021 (1,3% do PIB).

Em outubro, a arrecadação federal continuou em recuperação, impulsionada pela receita de *royalties* do petróleo. No dia 24 de novembro, segundo dados divulgados pela Receita Federal, a arrecadação atingiu R\$ 177,7 bilhões (ou alta de 4,9% a/a), acima de nossa projeção (R\$ 173,2 bilhões). A principal surpresa em relação à nossa projeção foi a receita atípica de IRPJ/CSLL de R\$ 5 bilhões, provavelmente relacionada com reestruturações societárias (M&A, IPOs). O resultado de outubro foi o segundo melhor resultado do mês na série histórica. Em termos reais no acumulado do ano, a alta é de 20,1% a/a e 10,8% a/a em relação a 2019. Os valores no ano estão na máxima histórica, "ajudados" por receitas extraordinárias (R\$ 36 bilhões) e receita de *royalties* (R\$ 69,4 bilhões, +53% a/a). Nos próximos meses, esperamos resultados positivos, mas observamos alguns sinais de arrefecimento na arrecadação relacionada à atividade (consumo e mercado de trabalho). Para 2021, projetamos um aumento real de 17,5% a/a.

O mês de outubro foi marcado pelo aumento do custo da dívida e pelo elevado vencimento dos títulos de renda fixa. Em 24 de novembro, o Tesouro Nacional divulgou o Relatório Mensal da Dívida do mês de outubro. A emissão de dívida atingiu R\$ 142,1 bilhões, próximo à média dos últimos 12 meses (R\$ 153 bilhões). Na emissão de títulos, destacaram-se os títulos pós-fixados (59% do total), somando R\$ 86,7 bilhões. Os títulos prefixados foram o destaque nos resgates, totalizando R\$ 268 bilhões no mês, refletindo o grande vencimento desses títulos no mês. Os não-residentes apresentaram fluxo positivo em outubro (R\$ 12,5 bilhões e no ano de R\$ 93,3 bilhões), com participação total de 10,5% como detentores da dívida pública. O percentual vincendo em 12 meses caiu para 21,5% do total da dívida, de 24,3% em setembro, refletindo o perfil de emissões e vencimentos de outubro. O custo da nova emissão subiu para 7,5% a.a., de 6,9% a.a. em setembro (com aumento do IPCA e da Selic). O custo médio da dívida subiu para 8,0% a.a., +0,23p.p. acima do valor de setembro. A reserva de liquidez caiu R\$ 117 bilhões (totalizando BRL1,01 trilhão). O nível atual das reservas cobre aproximadamente 11 meses de vencimento da dívida. Em nossa opinião, as perspectivas para a gestão da dívida continuam desafiadoras para o médio prazo, principalmente após a alta da Selic e do IPCA.

A próxima semana está repleta de publicações de indicadores fiscais. No dia 29 de novembro (segunda-feira), o Tesouro Nacional divulgará o resultado primário do governo central: esperamos superávit primário sazonal de R\$ 26,7 bilhões. No dia 30 de novembro (terça-feira), o BCB divulga o resultado fiscal do setor público consolidado: projetamos superávit primário de R\$ 33,7 bilhões. No dia 30 de novembro, a PEC dos Precatórios deverá ser votada na Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania do Senado (CCJ), com a votação no plenário do Senado podendo ocorrer no início de dezembro.

Figura 14 – Arrecadação Federal



Fontes: Receita Federal do Brasil, Santander.

Figura 15 – Projeções Fiscais do Governo - 2021

R\$ bilhões	nov-21	set-21	jul-21	Dif. nov-set
<b>Receita Bruta Total</b>	1.913,3	1.855,5	1.816,3	57,8
Receita Administrada pela RFB	1.187,6	1.165,7	1.156,0	21,9
Arrecadação Líquida para o RGPS	457,5	450,2	440,0	7,3
Receitas Não Administradas pela RFB	268,2	239,7	220,1	28,6
Transferências a E&M	357,7	347,7	339,9	10,0
<b>Receita Líquida</b>	1.555,6	1.507,9	1.476,4	47,7
<b>Despesa Primária</b>	1.651,4	1.647,3	1.631,8	4,1
Benefícios previdenciários	709,9	709,9	705,9	0,1
Pessoal e encargos sociais	330,6	330,8	332,4	-0,2
Outras Despesas Obrigatórias	334,4	336,2	328,6	-1,8
Obrigatórias - com controle de fluxo	147,4	145,9	145,6	1,4
Discricionárias do Executivo	129,0	124,5	119,3	4,6
<b>Resultado Primário Gov. Central</b>	<b>-95,8</b>	<b>-139,4</b>	<b>-155,4</b>	<b>43,7</b>
<b>Meta de Primário (LDO 2021)</b>	<b>-247,1</b>	<b>-247,1</b>	<b>-247,1</b>	<b>0,0</b>

Fontes: Ministério da Economia, Santander.



## BALANÇO DE PAGAMENTOS

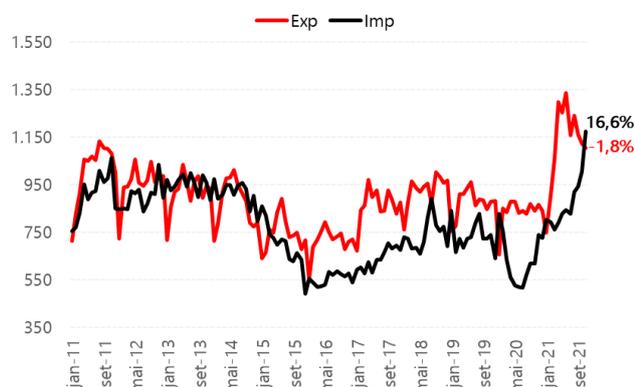
O destaque nos números do balanço de pagamentos em outubro foi a frustração com o volume de investimentos diretos no país no período, que ficou aquém da nossa estimativa (US\$ 2,5 bilhões vs. US\$ 4,0 bilhões). O déficit em transações correntes ficou em linha com nossos cálculos (US\$ 4,5 bilhões), reforçando a percepção de solidez na posição externa brasileira.

Conforme expectativa, as remessas de lucros (sazonalmente) maiores juntamente com um superávit na balança comercial menor e um déficit na conta de serviços pesaram no resultado das transações correntes em outubro, que registrou déficit de US\$ 4,5 bilhões. O resultado ficou próximo ao déficit de US\$ 4,6 bilhões que estimávamos. Nos últimos 12 meses, o déficit atingiu US\$ 26,7 bilhões no mês passado frente a US\$24,5 bilhões em dezembro de 2020, já considerando a revisão semestral promovida pelo BCB na série histórica (que ocorre em julho e novembro). Não obstante a mudança altista no nível do déficit em transações correntes, sua dinâmica favorável permaneceu inalterada em nossa avaliação.

A conta financeira também foi revisada e indicou que o volume de investimentos diretos no país somou US\$ 49,2 bilhões nos últimos 12 meses, abaixo dos US\$ 50,8 bilhões que havíamos calculado. Porém, é importante notar que, além da revisão de dados, o fluxo de US\$ 2,5 bilhões foi menor do que os R\$ 4,0 bilhões que estimamos para o período com base nos dados preliminares disponibilizados pelo BCB em meados de outubro. Apesar da frustração no período, os investimentos diretos no país seguem sendo suficientes para financiar o déficit em transações correntes, reforçando a solidez das contas externas brasileiras.

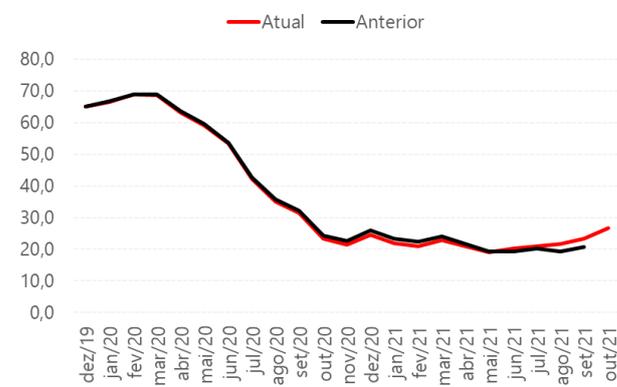
Em primeiro de dezembro (quarta-feira), a SECINT publicará o saldo comercial de novembro para o qual estimamos déficit de US\$1,4 bilhão no período, na esteira de um agudo incremento de importações e ligeiro declínio nas exportações (ambos em termos dessazonalizados). Considerando o fato de que a elevação nas despesas com importações tem sido concentrada em produtos intermediários, avaliamos que o repique possa estar ligado aos problemas na cadeia doméstica de suprimentos, os quais esperamos que sejam superados no futuro próximo. Por outro lado, dadas as perspectivas que a demanda externa seguirá robusta e que as cotações das commodities permanecerão em patamar elevado, calculamos que as receitas de exportações mostrarão resiliência à frente. Como resultado, mantemo-nos confiante que o saldo comercial proverá resultados vultosos em termos anuais nos próximos anos, a despeito do resultado negativo esperado para este mês.

**Figura 16 – Componentes da balança comercial (US\$ milhões/dia útil, a.s.)**



Fontes: SECINT, Santander.

**Figura 17 – Revisão do saldo em transações correntes (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.