

## OBSERVANDO AS DISCUSSÕES FISCAIS E OS SINAIS DO FEDERAL RESERVE

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

- O mercado segue prestando atenção às discussões no Congresso Nacional sobre temas orçamentários e, em particular, a configuração de (novos) programas sociais e mudanças no arcabouço do teto de gastos. A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 28 de outubro cotada a R\$5,65/US\$, com o real se “valorizando” 0,2% em relação ao dólar. A moeda brasileira registrou um desempenho mediano em uma cesta com 31 das moedas mais negociadas do mundo, após uma forte depreciação na semana anterior. Em nossa opinião, a taxa cambial pode ter sido ajudada por um dólar globalmente mais fraco nos últimos dias, bem como sinais de uma política monetária ainda mais contracionista por parte do Copom. Este último fator também influenciou os juros nominais, que observaram forte alta e achatamento (*bear-flattening*), com a estrutura a termo dos futuros de DI aparentemente se invertendo.
- Na reunião do Copom desta semana, o Banco Central do Brasil (BCB) acelerou o ritmo de aperto da política monetária, elevando a taxa Selic em 150 p.b., a maior alta desde 2002. A Selic agora se encontra em 7,75%, o maior nível desde setembro de 2017. No comunicado, a autoridade reconhece as crescentes dúvidas quanto ao arcabouço fiscal e seu impacto sobre a ancoragem das expectativas de inflação. O BCB deverá avançar ainda mais em “território contracionista”, e projetamos agora uma taxa Selic de 11,50% ao final do ciclo (no 1T22).
- O IPCA-15 de outubro subiu 1,20% m/m (10,34% a/a), consideravelmente acima da nossa estimativa e do consenso de mercado (ambos em 1,00% m/m). A maior parte da surpresa veio em serviços, um grupo inercial e cíclico. Vemos esta como mais uma leitura inflacionária desfavorável e seguimos cautelosos quanto ao cenário prospectivo de inflação. Nossos *trackings* (projeções de alta frequência) agora se encontram em 9,6% para o IPCA 2021 (antes 9,1%), 5,2% para o IPCA 2022 (antes 4,7%) e 3,5% para o IPCA 2023 (antes 3,25%).
- A votação da PEC dos Precatórios no plenário da Câmara foi adiada para a próxima semana. A arrecadação federal continuou apresentando resultados positivos, refletindo choques de preços (inflação e *commodities*). O governo central registrou ligeiro superávit primário em setembro, melhor resultado desde 2012, e o resultado de governos regionais continua surpreendendo positivamente.
- O Banco Central divulgou dados de crédito para setembro, mostrando forte crescimento dos saldos. Para as famílias, o segmento livre apresentou aumento nas concessões de 0,5% m/m-sa. Para empresas (não financeiras), o crescimento foi movido pelo segmento direcionado. Olhando para frente, seguimos prevendo desaceleração no crédito, na esteira de um maior endividamento do consumidor e de taxas de juros mais altas.
- Com base na PNAD do IBGE, estimamos a taxa de desemprego com ajuste sazonal em 13,0% em agosto (julho: 13,4%). Com base no CAGED de setembro, estimamos a criação líquida de empregos formais com ajuste sazonal em +221,7 mil para setembro (agosto: +246,1 mil). Avaliamos que o mercado de trabalho continua apresentando recuperação consistente, refletindo o aumento da mobilidade urbana (reabertura econômica). No entanto, o fim do programa BEm (apoio ao emprego) pode levar a uma desaceleração nos próximos meses.
- Ainda na atividade econômica, atualizamos nossas estimativas da massa salarial real devido às recentes mudanças de cenário. Estimamos que o aumento proposto no orçamento de programa social (para R\$ 82 bilhões) será praticamente compensado pelos efeitos da inflação mais alta e da política monetária mais apertada. Talvez um reflexo de que multiplicadores fiscais tendem a ser baixos em situações de preocupações fiscais e menor ociosidade econômica. O IBGE divulga na quinta-feira (04/11) a produção industrial de setembro, e esperamos um crescimento mensal de 0,7% m/m-sa, a primeira alta desde maio.
- No cenário internacional, o foco na próxima semana será a decisão de política monetária do Banco Central norte-americano, Federal Reserve, que deverá anunciar o início do processo de redução no ritmo de compras de ativos (*tapering*). O ritmo deve ser de US\$ 15 bilhões por mês, com o programa se encerrando em junho de 2022. O Fed deve reforçar que os critérios para subir juros não foram cumpridos, e que o fim do *tapering* não implica alta imediata.



\*\*\* *Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 28 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 – Agenda macro: indicadores internacionais da semana (30/out - 05/nov)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: PMI Serviços Oficial (pontos)	NBS	out/21	Sab, 30-out	53,0	53,2
<b>China: PMI Industrial Oficial (pontos)</b>	<b>NBS</b>	<b>out/21</b>	<b>Sab, 30-out</b>	<b>49,7</b>	<b>49,6</b>
China: Sondagem PMI Industrial (pontos)	Caixin	out/21	Dom, 31-nov	50,0	50,0
<b>EUA: ISM Industrial</b>	<b>ISM</b>	<b>out/21</b>	<b>Seg, 01-nov</b>	<b>60,3</b>	<b>61,1</b>
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	out/21	Ter, 02-nov	53,5	53,4
<b>EUA: ISM Serviços</b>	<b>ISM</b>	<b>out/21</b>	<b>Qua, 03-nov</b>	<b>61,8</b>	<b>61,9</b>
<b>EUA: FOMC – Taxa de Juros (% lim. superior)</b>	<b>Fed</b>	<b>nov/21</b>	<b>Qua, 03-nov</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>
Z. Euro: Taxa de Desemprego (%PEA)	Eurostat	set/21	Qua, 03-nov	7,4	7,5
<b>Z. Euro: PPI (% a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>set/21</b>	<b>Qui, 04-nov</b>	<b>15,2</b>	<b>13,4</b>
Z. Euro: Vendas no Varejo (% a/a)	Eurostat	set/21	Sex, 05-nov	1,6	0,0
<b>EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)</b>	<b>BLS</b>	<b>out/21</b>	<b>Sex, 05-nov</b>	<b>400</b>	<b>194</b>
<b>EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)</b>	<b>BLS</b>	<b>out/21</b>	<b>Sex, 05-nov</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
EUA: Ganho Médio por Hora (% a/a)	BLS	out/21	Sex, 05-nov	4,9	4,6
EUA: Taxa de Participação (% PEA)	BLS	out/21	Sex, 05-nov	--	61,6
China: Conta Corrente (US\$ bi)	NBS	3T21(p)	04 a 05-nov	--	53,3

Fonte: Santander.


**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (01/nov - 05/nov)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Balança comercial (US\$ bi)	SECINT	out/21	Seg, 01-nov	-	4,3
<b>Feriado Nacional</b>	-	-	<b>Ter, 02-nov</b>	-	-
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	out/21	Qua, 03-nov	-	155,1
<b>Ata do Copom</b>	<b>BCB</b>	-	<b>Qua, 03-nov</b>	-	-
<b>Produção Industrial (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>set/21</b>	<b>Qui, 04-nov</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,7</b>
<b>Produção Industrial (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>set/21</b>	<b>Qui, 04-nov</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,6</b>
Produção de veículos (milhares)	Anfavea	out/21	Sex, 05-nov	-	173,3

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 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. 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

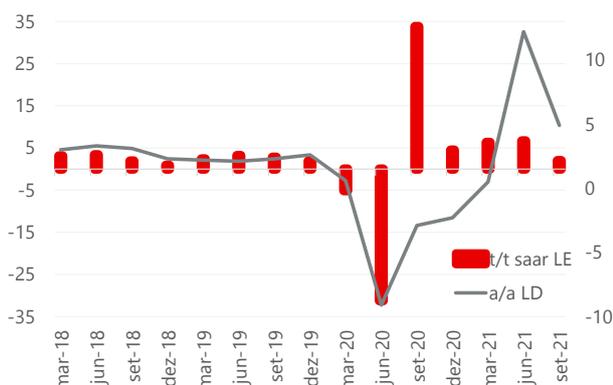
**Semana marcada por muita volatilidade nos mercados de juros globais, com forte abertura nas taxas mais curtas.** O movimento ocorre num momento em que os bancos centrais das economias desenvolvidas começam, aos poucos, a retirar os estímulos monetários, com os mercados precificando que o aperto terá que ser maior do que o anunciado. No Canadá, o Banco Central (BoC) encerrou o processo de compras de ativos e sinalizou que uma alta de juros deve vir antes do que o antecipado, provocando uma forte reação nos vencimentos mais curtos na curva de juros. No Reino Unido, onde o Banco Central (BoE) já anunciou que deve subir juros ainda este ano, o governo anunciou que o déficit fiscal deverá ser muito menor do que o esperado, fazendo com que as emissões de títulos também sejam menores, o que provocou uma forte queda nos vencimentos mais longos da curva de juros. Estes dois eventos tiveram repercussões nos mercados de juros em outras economias do G10.

**No calendário econômico, o PIB do 3T21 nos EUA mostrou um crescimento abaixo do esperado pelo mercado, ficando em 2,0% t/t saar.** A atividade no terceiro trimestre foi impactada pela pandemia e com os gargalos da retomada, e é esperado que volte a acelerar no quarto trimestre. Já na área do Euro, o PIB surpreendeu positivamente, crescendo 3,7% a/a, enquanto a inflação seguiu acelerando, com o núcleo atingindo a marca de 2,1% a/a. Ainda na área do Euro, a decisão do Banco Central Europeu (BCE) veio em linha com as expectativas, sem alterar o montante de estímulos monetários e com a presidente Christine Lagarde afastando as discussões sobre proximidade de uma alta de juros.

**Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em alta, com destaque para as norte-americanas S&P e Nasdaq.** A curva de juros norte-americana teve abertura nos vencimentos mais curto e fechamento nos mais longos (*flatenning*), e o dólar encerrou a semana em queda frente às moedas de países do G10.

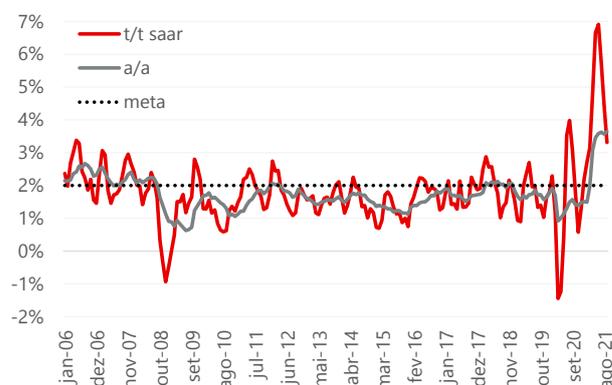
**Na próxima semana, o foco estará na decisão de política monetária do banco central norte-americano (Federal Reserve), que deve anunciar o início do processo de redução no ritmo de compras de ativos (*tapering*), em linha com a sinalização recente.** O Fed deve reduzir as compras de ativos em US\$ 15 bilhões por mês, encerrando o programa em junho de 2022. Além disso, nos EUA também serão divulgados os números do ISMs (indústria e serviços) e os dados de mercado de trabalho, ambos referentes ao mês de outubro. Por fim, na China serão divulgados os números de PMI industrial e de serviços para outubro.

Figura 4 – EUA: PIB (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: Inflação de núcleos (PCE core)



Fontes: Bloomberg, Santander.



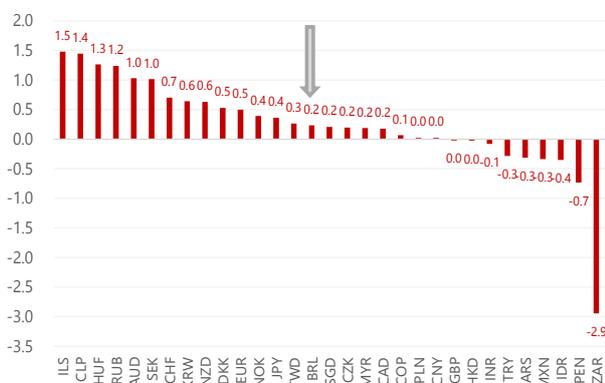
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 28 de outubro cotada a R\$5,65/US\$, com o real se “valorizando” 0,2% em relação ao dólar. A moeda brasileira registrou um desempenho mediano em uma cesta com 31 das moedas mais negociadas do mundo, após uma forte depreciação na semana anterior. Em nossa opinião, a taxa cambial pode ter sido ajudada por um dólar globalmente mais fraco nos últimos dias, bem como sinais de uma política monetária ainda mais contracionista por parte do Copom. No nível local, as discussões sobre política fiscal (e programas sociais a serem incluídos no Orçamento 2022) continuam a dominar o cenário (ver detalhes na seção “Política Fiscal”). A votação da PEC dos precatórios no plenário da Câmara foi adiada para a próxima quarta-feira. Como o mercado identifica grande incerteza sobre a principal âncora fiscal do Brasil (o teto de gastos), um elemento doméstico que favorece a taxa de câmbio é a perspectiva para a taxas de juros. A mensagem do BCB na reunião do Copom desta semana (ver seção “Política Monetária”) foi consistente com um aumento significativo no “orçamento esperado” de alta de juros, o que pode ter desacelerado a velocidade de depreciação da moeda brasileira. Mas dado o rumo sdas discussões orçamentárias, continuamos a ver riscos altistas para as tendências de curto prazo na taxa de câmbio. Em meio a tensões fiscais, para é provável que o impacto do “segundo momento” (maior volatilidade e risco) domine os efeitos do “primeiro momento” (retorno esperado via juro mais alto). Ao mesmo tempo, esperamos que as intervenções do BCB no mercado cambial permaneçam focadas em amenizar eventuais sinais de (temporária) disfuncionalidade, mas sem evitar uma eventual reprecificação gerada por fundamentos.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

Novamente os juros nominais observaram uma elevação expressiva nos últimos dias, em um claro movimento de *bear-flattening* (alta e achatamento), com sinais preliminares de inversão da curva. Desde a última quinta-feira (21 de outubro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) subiu 192 p.b. para 12,40%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) subiu 67 p.b. para 12,47%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento ficou caiu 125 p.b. e ficou em 7 p.b.. Ao mesmo tempo, a inclinação no segmento janeiro de 2025 contra o janeiro de 2027 de fato se inverteu. Na parte curta da curva, a surpresa para cima no IPCA-15 (veja detalhes na seção de Inflação) e a decisão de política monetária (veja mais na seção de Política Monetária) foram, em nossa visão, as principais razões para os juros curtos subirem abruptamente. Na ponta longa da curva, o principal determinante da alta foi a percepção de contínuo aumento do risco idiossincrático (fiscal) no Brasil, reforçando o processo de construção de prêmio de risco neste trecho da curva.

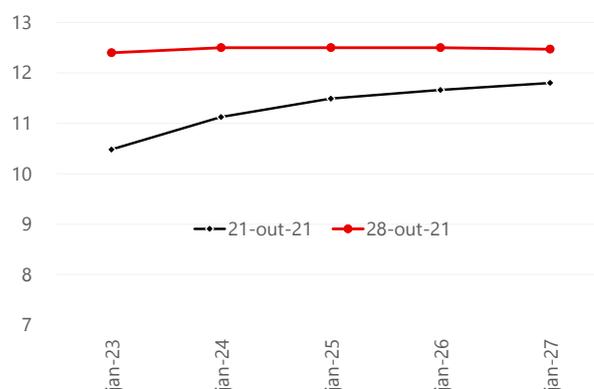
Figura 6 – Variações semanais contra o dólar



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 28-out.

Figura 7 – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 28-out.



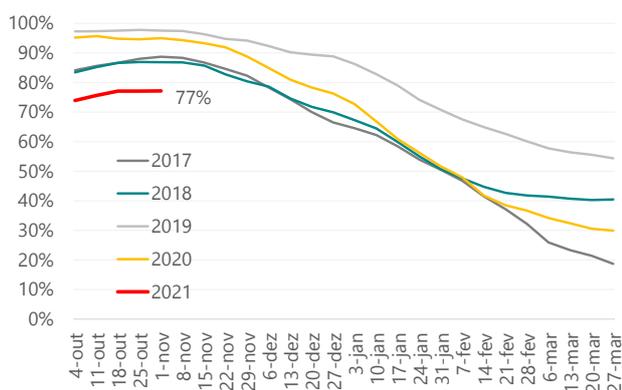
## COMMODITIES

Os preços do gás natural continuam a normalizar lentamente, com as autoridades russas ordenando fornecedores para que recomponham os estoques na União Europeia a partir de 8 de novembro. O principal fornecedor russo se concentrará em repor os estoques de gás na União Europeia assim que concluir a retomada no estoque doméstico. Atualmente em 77%, o estoque de gás europeu está abaixo dos últimos anos (90% nesta época, na média dos últimos cinco anos). Na Ásia, o preço de carvão na China estão 40% abaixo do pico de 10 dias atrás. O país tem discutido a imposição de um limite no preço do combustível fóssil, visando "garantir a estabilidade de longo prazo dos preços do carvão em uma faixa razoável." Ainda que os preços de energia ainda estejam altos, a recente queda do carvão contribuiu para que o preço do petróleo recuasse um pouco, já que alguns setores podem alternar entre o uso destes combustíveis.

**Relatório da EIA<sup>2</sup> aponta um aumento nos estoques de petróleo dos EUA.** A EIA informou na quarta-feira (27 de outubro) que os estoques de petróleo dos EUA aumentaram em 4.268 mil barris na semana encerrada em 22 de outubro, acima da expectativa de um aumento de 1.526 mil barris. Acreditamos que a política de produção da OPEP+ será o principal fator influenciando os preços nos próximos meses. A próxima reunião está marcada para semana que vem, em 4 de novembro.

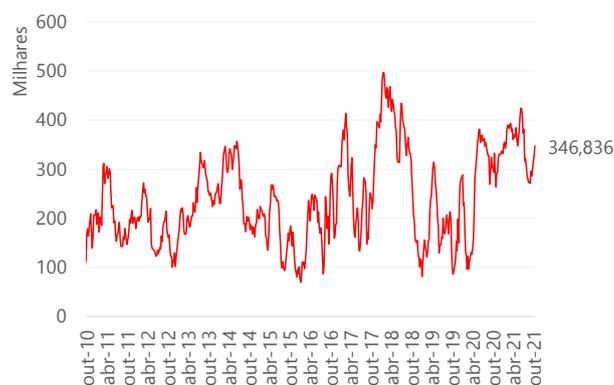
**CFTC<sup>3</sup> registra o quarto aumento semanal consecutivo nas posições compradas de fundos em petróleo WTI.** Os fundos aumentaram suas posições compradas de petróleo (barril WTI) na semana encerrada em 19 de outubro, informou a CFTC na sexta-feira (22 de outubro). A posição *net long* em futuros e opções aumentou em 20.231 contratos para 346.836.

Figura 8 – Estoque europeu de gás natural (%)



Fontes: Bloomberg, 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.



## POLÍTICA MONETÁRIA

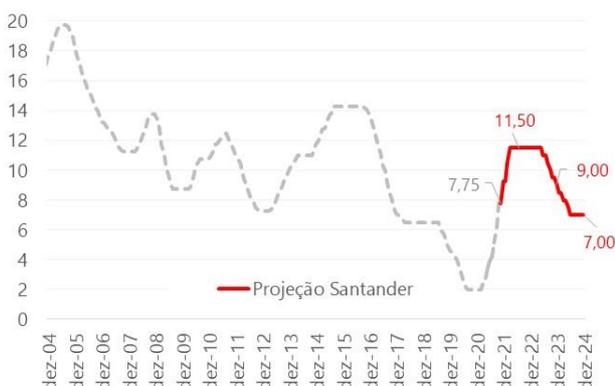
**O Banco Central do Brasil (BCB) acelerou o ritmo de aperto da política monetária, elevando a taxa Selic em 150 p.b. (maior alta desde 2002) para 7,75% (maior nível desde 3T17). A decisão veio em linha com as expectativas dos analistas, apesar de uma dispersão atipicamente elevada de estimativas.**

No comunicado, a autoridade reconheceu o aumento das dúvidas sobre o arcabouço fiscal e seu impacto na ancoragem das expectativas de inflação, que elevam “a assimetria altista no balanço de riscos” e implica “maior probabilidade de trajetórias para inflação acima do projetado de acordo com o cenário básico”. O Copom sinalizou outra alta na Selic de mesma magnitude (150 p.b.) para a próxima reunião e prometeu um aperto de política monetária avançando “ainda mais no território contracionista”. Claramente, isso significa não apenas maior velocidade no processo de aperto, mas também um maior orçamento de elevações.

A julgar pelos modelos do BCB e a análise do balanço de riscos, entendemos que o plano de vôo atual poderia levar a taxa Selic para um intervalo entre 11,0—11,5% a.a.. Pelos modelos oficiais de inflação, com taxa de câmbio iniciando trajetória simulada em 5,60 (e seguindo a paridade de poder de compra, PPC, posteriormente), uma trajetória de elevação da taxa Selic (tal como projetada por economistas) chegando a 8,75% no final de 2021 e 9,75% no início de 2022, e depois recuando a 9,50% ao final do próximo ano e 7,00% no final de 2023, produziria a seguinte trajetória de inflação do IPCA: 9,5% para 2021 (antes 8,5%; meta central: 3,75%; meta superior: 5,50%), 4,1% para 2022 (antes 3,7%; meta central: 3,50%) e 3,1% para 2023 (antes 3,2%; meta central: 3,25%). Com base nas elasticidades históricas do modelo padrão do BCB, calculamos que, para reduzir a inflação projetada em cerca de 0,6 p.p. em um intervalo em torno de um ano, trazendo a mesma ao meio da meta em 2022, seria necessário um ajuste adicional de cerca de 150 p.b. na taxa Selic, em comparação com o cenário básico da simulação.

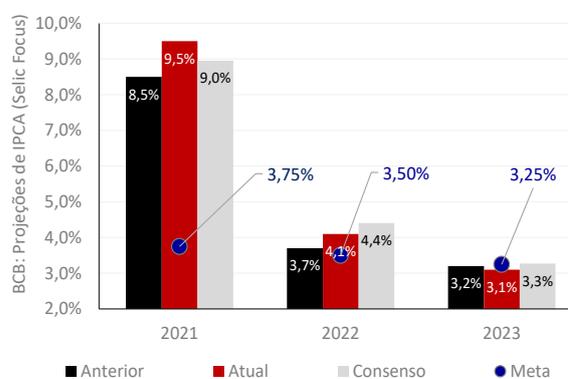
Quanto ao nosso cenário, mantivemos nossa expectativa de um novo aumento de 150 p.b. em dezembro. Mas agora projetamos altas de 125 p.b. e 100 p.b. para fevereiro e março de 2022, respectivamente, com a Selic atingindo a marca de 11,50% ao final do 1T22 (e lá permanecendo até meados de 2023). Na semana passada, havíamos revisado nossa estimativa de taxa Selic terminal de ciclo para 10,5% (ainda no 1T22). Reconhecemos a elevada incerteza, principalmente quanto ao tamanho total do ciclo de alta de juros, que pode depender da evolução da política (e arcabouço) fiscal e da evolução das expectativas de inflação, principalmente para 2023. Esta última se tornará o principal horizonte de política monetária a partir do 1T22. Por ora, os riscos ainda seguem enviesados para cima quanto à nossa projeção de taxa de juros. [Veja detalhes no link<sup>4</sup>](#). Na quarta-feira (3 de novembro), o BCB publicará a ata desta reunião do Copom. Será mais uma oportunidade para o BCB ratificar sua avaliação de cenário e seu plano de vôo.

Figura 10 – Trajetória da taxa Selic (média, % a.a.)



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

Figura 11 – Simulações de inflação do BCB



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Simulação assume taxa cambial de 5,60 e PPC subsequente

<sup>4</sup> Santander Brazil – Monetary Policy: “The Greatest Hike Since 2002, with No Overreaction” – (27/out/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-oct21>



## INFLAÇÃO

**O IPCA-15 de outubro subiu 1,20% m/m (10,34% a/a), consideravelmente acima da nossa estimativa e do consenso de mercado (ambos em 1,00% m/m).** A inflação acelerou para 14,1% em termos de média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s. anualizado), evidenciando que a pressão altista segue firme na margem.

**A maior parte da surpresa veio em serviços, um grupo altamente inercial e cíclico.** Serviços contribuíram com +13 p.b. para o erro da projeção e o desvio foi espalhado entre os quatro principais grupos: serviços relacionados à atividade econômica, serviços inerciais, serviços ligados à salários e serviços voláteis. Destacamos o desvio de +3 p.b. em alimentação fora do domicílio, um item onde vemos riscos altistas—já que o setor sofreu um grande choque de custos que pode ser mais repassado ao consumidor agora—e que possui um peso relevante no núcleo de serviços. De fato, o núcleo de serviços continuou sob forte pressão altista, com a tendência ficando estável em 7,5% mm3m-a.s. anualizado, contrariando nossas expectativas de um arrefecimento nesta leitura. Alimentação no domicílio foi outra surpresa para cima (contribuindo com +6 p.b. para o erro da projeção) e sua tendência ficou em 23% mm3m-a.s. anualizado, sinalizando que a desaceleração em termos a/a pode ser mais lenta do que estimávamos.

**As medidas subjacentes seguem se deteriorando na margem.** A média das principais medidas de núcleo acelerou para 9,3% mm3m-a.s. anualizado (antes 8,8%); e esta medida tem girado acima da meta por 13 meses. Essa é uma evidência de que choques primários (*commodities*, taxa de câmbio, ruptura da cadeia de suprimentos, etc.) se espalharam para os preços gerais e a persistência nestes níveis elevados é arriscada. O núcleo EX3, por outro lado, arrefeceu de 8,1% para 7,5% mm3m-a.s. anualizado. Embora este seja um “bom” sinal, estimávamos uma queda mais relevante. Ainda na parte de notícias “menos negativas”, o índice de difusão caiu consideravelmente, de 69,8% para 59,3% (ajustado sazonalmente), o que pode ser sinal de arrefecimento no processo de espalhamento dos choques.

**No geral, enxergamos esta como mais uma leitura inflacionária desfavorável e seguimos cautelosos quanto às perspectivas de inflação.** Entendemos que o balanço de riscos permanece enviesado para cima (especialmente com a alta recente do risco fiscal idiossincrático e com os choques inflacionários globais se acumulando). Estávamos cautelosamente esperando que o IPCA de setembro e o IPCA-15 de outubro fossem o pico das respectivas séries em termos anuais, mas isto não acontecerá. Contudo, ainda acreditamos que não há espaço para fortes acelerações nas variações acumulados em doze meses, já que o efeito base começa a ficar muito relevante a partir de agora.

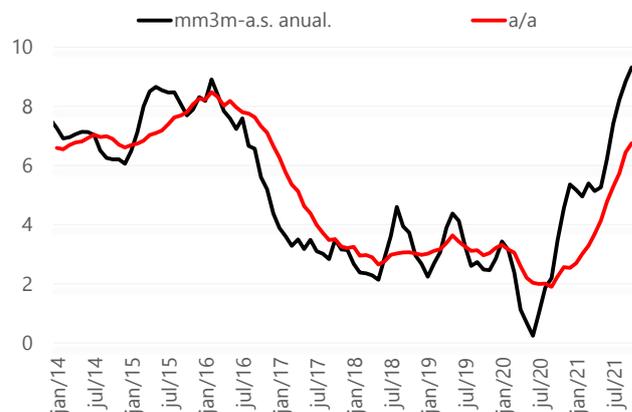
**Revisamos nossos *trackings* de alta frequência para 9,6% (antes 9,1%) para o IPCA 2021, 5,2% para o IPCA 2022 (antes 5,0%) e 3,5% para o IPCA 2023 (antes 3,25%).** [Veja detalhes no link<sup>5</sup>.](#)

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

	m/m			a/a	
	out/21	Santander	Desv.	set/21	out/21
<b>IPCA-15</b>	<b>1,20</b>	<b>1,00</b>	<b>0,20</b>	<b>10,1</b>	<b>10,3</b>
Administrados	1,42	1,39	0,01	14,8	16,1
Livres	1,12	0,85	0,20	8,4	8,4
Alimentação no domicílio	1,54	1,15	0,06	15,5	13,9
Industriais	0,98	0,95	0,01	10,3	10,4
Serviços	1,03	0,66	0,13	4,5	4,9
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,69</b>	<b>0,49</b>	<b>0,07</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 13 – Média dos núcleos IPCA-15 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

<sup>5</sup> Santander Brazil – Inflation: “October’s IPCA-15: Postponing the Peak of YoY Inflation, Again” – (26/out/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-IPCA15-oct21>



## POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

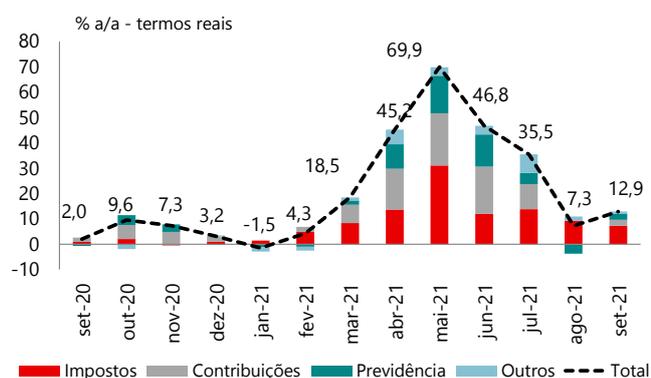
**A votação da PEC dos Precatórios (PEC 23/21) no plenário da Câmara foi adiada para a próxima semana.** A proposta de emenda constitucional restringe o pagamento anual de precatórios dentro de um sublimite no teto de gastos e altera a regra de indexação do teto para abrir maior margem fiscal para um novo programa social (denominado Auxílio Brasil), além de outras despesas. A nosso ver, a proposta abre espaço fiscal de R\$ 110 bilhões para 2022. Aparentemente, as lideranças do governo no Congresso não reuniram votos suficientes (308 votos em 513) para aprovar a proposta nesta semana. Ainda se discute a verba judicial relativa ao fundo educacional (Fundef), já que parte do Congresso quer usar o valor total (R\$ 16 bilhões) para pagar uma bonificação aos professores. A PEC permite que parte dos precatórios do Fundef sejam compensados pela dívida dos estados com o governo federal. Além disso, um grupo de parlamentares segue sensível à reação do mercado, antecipando riscos na mudança da regra do teto de gastos a esta altura. Acreditamos que o debate no Congresso continuará na próxima semana, com riscos de novos atrasos na aprovação da nova legislação. Vale lembrar que o Auxílio Emergencial se encerra no final deste mês, o que provavelmente aumentará o senso de urgência no Congresso.

**Em setembro, a arrecadação federal seguiu em recuperação, impulsionada pelo efeito da inflação e termos de troca mais elevados.** Em 27 de outubro, dados divulgados pela Receita Federal mostraram que a arrecadação atingiu R\$ 149,1 bilhões (+12,9% a/a), próximo à nossa projeção (R\$ 147,5 bilhões). O resultado de setembro foi o melhor resultado do mês na série histórica. No ano, o aumento é de 22,3% a/a (ou 10,3% a/a ante 2019). As receitas deste ano seguem impulsionadas por receitas extraordinárias (R\$ 31 bilhões), principalmente relacionadas a M&A e reestruturações societárias. Nos próximos meses, esperamos resultados positivos, principalmente com preços de petróleo mais elevados. Para 2021 como um todo, projetamos um crescimento real de 17%.

**De acordo com dados do Tesouro Nacional divulgados em 28 de outubro, o governo central registrou superávit primário de R\$ 0,3 bilhão em setembro, melhor do que a nossa projeção (-R\$4,4 bilhões) e do mercado (-R\$6,1 bilhões).** O resultado de setembro foi o melhor para o mês desde 2012. No acumulado em 12 meses, o déficit atingiu R\$ 154,2 bilhões (1,8% do PIB), ante R\$ 236,2 bilhões (2,7% do PIB) registrado em agosto. Para 2021, estimamos um déficit primário federal de R\$110 bilhões (1,3% do PIB).

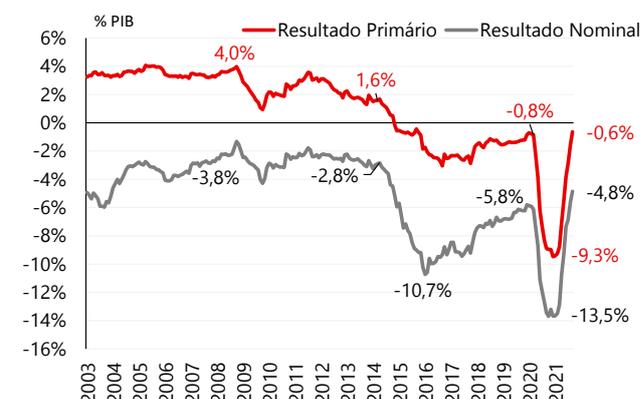
**Em setembro, o setor público registrou superávit primário de R\$ 12,9 bilhões, impulsionado pelo resultado positivo dos governos regionais.** Segundo dados do BCB divulgados em 29 de outubro, no acumulado do ano o setor público registra superávit primário de R\$ 14,2 bilhões (0,2% do PIB), ante déficit de R\$ 635 bilhões (11,7% do PIB) em 2020. Por sua vez, os governos regionais seguem registrando elevado superávit primário, atingindo um recorde em termos reais e como proporção do PIB. Nesse contexto, a dívida bruta atingiu 83,0% do PIB em setembro, alta de 0,3 pp em relação à leitura de agosto - na esteira do aumento no pagamento de juros nominais (+0,5 pp). Antevemos um déficit do setor público consolidado próximo de BRL45 bilhões em 2021 (0,5% do PIB) - com um viés positivo devido aos resultados dos governos regionais e preços mais altos do petróleo.

Figura 14 – Arrecadação Federal



Fontes: Receita Federal, Santander.

Figura 15 – Resultado Fiscal do Setor Público



Fontes: BCB, Santander



## CRÉDITO

O saldo total de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) ficou em R\$ 4,4 trilhões em setembro, o que representa crescimento real de 5,2% a/a, . Este número resulta de uma alta de 8,3% a/a para famílias e 2,3% a/a para empresas não financeiras. Em termos nominais, a taxa de crescimento do crédito total subiu de 15,9 % para 16,0%.

As concessões reais e sazonalmente ajustadas (pela metodologia do Banco Central do Brasil) registraram uma alta de 1,9% em setembro. Para as famílias, o segmento livre apresentou aumento de 0,5% m/m-sa. Esse resultado é composto principalmente por compras com cartão de crédito e veículos. No segmento direcionado, tanto crédito rural como financiamento imobiliário apresentaram quedas (-9,1% e -6,4%, respectivamente). Para as empresas, houve alta de 5,1% m/m-sa em setembro no segmento livre. O segmento direcionado registrou uma alta significativa de 7,2% m/m-as, após queda do mês passado (-48,6%).

Considerando o financiamento corporativo total (novos empréstimos no SFN, dívidas e emissões de ações no mercado de capitais), no acumulado do ano até setembro, as emissões no mercado de capitais foram 67,6% maiores em comparação ao mesmo período do ano anterior, enquanto as concessões do SFN aumentaram 5,5%. Como resultado, o financiamento corporativo total aumentou 13,2% em comparação com o mesmo período de 2020.

Ainda no que se refere ao crédito livre, a taxa de inadimplência (% dos créditos vencidos há mais de 90 dias) ficou praticamente estável em 4,3% e 1,6%, respectivamente, para as pessoas físicas e jurídicas. É importante ressaltar que o comprometimento da renda das famílias continuou em alta, atingindo 59,2% em julho; excluindo-se financiamentos imobiliários, o comprometimento é de 36,5%. O endividamento familiar subiu para 30,1% em julho; excluindo o imobiliário, o endividamento familiar é 27,6%. Vemos estes dados como um risco altista para a inadimplência, mas, principalmente, um risco baixista para o crescimento das concessões creditícias adiante. [Veja detalhes no link<sup>6</sup>.](#)

Figura 16 – Financiamento corporativo total

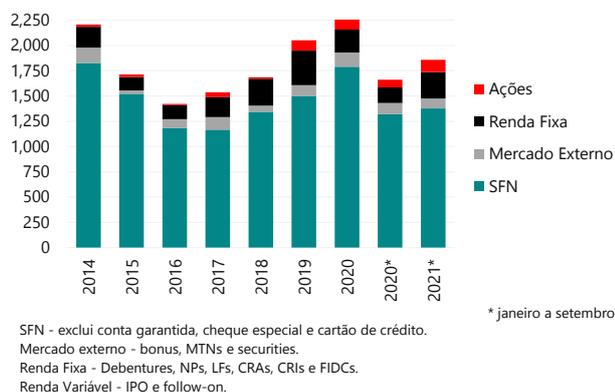
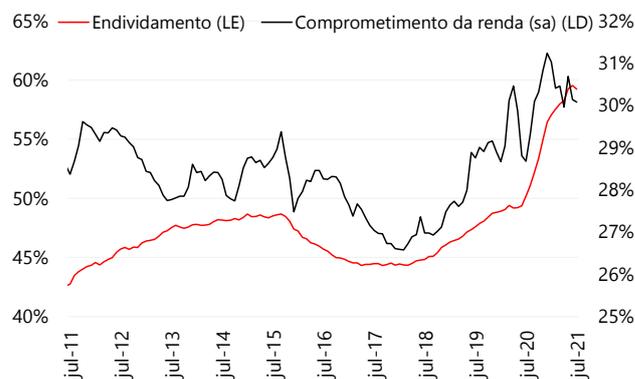


Figura 17 – Endividamento do Consumidor



<sup>6</sup>Santander Brazil - "Credit to Companies Grew Due to Others" – (25/out/2021) – Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-Credit-102521>

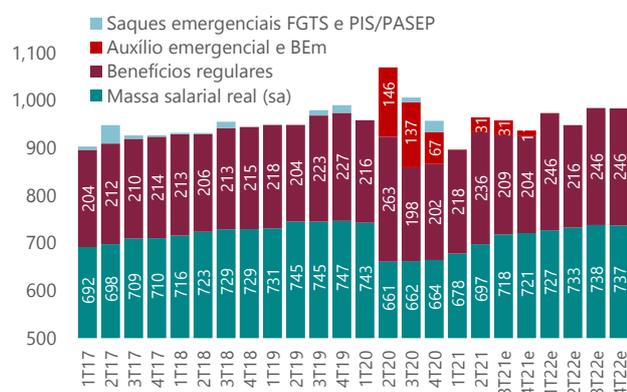


## MERCADO DE TRABALHO

**Atualizamos nossas estimativas para massa salarial “expandida” devido às recentes mudanças de cenário.** Tendo em vista a intenção do governo de aumentar o valor do Auxílio Brasil em 2022 (para R\$ 400 mensais) e as mudanças resultantes em nossos cenários de inflação e taxa de juros (devido às incertezas em relação às regras fiscais), atualizamos nossas estimativas da massa salarial “expandida”, que inclui benefícios sociais, conforme explorado em nosso relatório de 18 de outubro de 2021<sup>7</sup>. Projetamos agora a taxa Selic em 11,5% ao final do 1T22 (9,00% em nossa última simulação), e IPCA mais elevado em 2021 e 2022 (9,6% e 5,2%, respectivamente, de 9,0% e 4,7% na última simulação). Como consequência, reduzimos nossas estimativas para a massa de rendimentos do trabalho devido tanto ao menor nível de emprego (uma vez que a política monetária será mais restritiva) e à menor renda real média (na esteira de uma inflação mais alta). Estimamos que cada aumento de 100 p.b. na Selic implica em 0,4 p.p. de impacto negativo no crescimento do emprego. Para o IPCA, estimamos que cada aumento de 100 p.b. na inflação reduz a massa salarial real em cerca de 0,6 p.p. Dessa forma, reduzimos nossa estimativa de crescimento real da massa de rendimentos do trabalho para 2022 para 4,2% (antes 5,4%).

O 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 por mês (reajustado pela inflação desde 2018), e será pago a 17 milhões de famílias, ante 14,7 milhões incluídos no programa Bolsa Família. A fonte de financiamento do programa ainda é incerta, principalmente para 2022. O valor de R\$ 400 de benefício por mês para o novo programa assistencial totaliza R\$ 82 bilhões orçados (R\$ 35 bilhões para o Bolsa Família, e nova despesa adicional de R\$ 47 bilhões). Em nossa última estimativa para a massa salarial real ampliada, consideramos um orçamento de R\$ 61 bilhões, com um benefício de R\$ 300 por mês. Estimamos que, para cada R\$ 10 bilhões de transferências fiscais, a massa salarial real cresce 0,2% no ano. Para atingir esse objetivo, a PEC dos Precatórios provavelmente será o veículo legislativo para o novo programa assistencial. A versão atual abrirá espaço para gastos (dentro do teto) de R\$ 15 bilhões em 2021 e R\$ 110 bilhões em 2022. Esse valor para 2022 é composto por: (i) redução dos precatórios, abrindo margem fiscal de R\$ 50 bilhões; (ii) alteração do índice de reajuste do teto de gastos desde 2016 (com a janela de inflação do IPCA migrando de junho para dezembro), o que implicaria em R\$ 60 bilhões a mais. Quando consideramos as transferências do governo, o efeito final sobre a massa salarial real é neutro. O efeito do novo valor do programa social e da revisão do valor das transferências regulares (impacto de +1,3p.p.) praticamente compensa o impacto negativo sobre o rendimento do trabalho devido à inflação mais elevada e à política monetária mais apertada (-1,2p.p.). Projetamos que a massa salarial real “expandida” registrará um crescimento de 3,5% em 2022 (ante 3,4% em nossa última estimativa). Considerando as simulações alternativas para inflação e juros, estimamos o crescimento da massa fique entre 3,0% e 4,3%. Ainda consideramos esses cenários compatíveis com uma expansão do consumo das famílias em torno de 1,0% em 2022.

Figura 18 – Massa salarial real (R\$ bilhões)



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

Figura 19 – Taxa Selic e massa salarial real

	2020	2021(E)	2022(E) - Simulação Selic		
			10.00%	11.50%	13.00%
Massa Salarial Real (sem estímulo fiscal)	-7,9%	+3,3%	+4,6%	+4,2%	+3,7%
Massa Salarial Real (estímulo fiscal + Auxílio Brasil R\$35bi)	+3,7%	-5,8%	+2,7%	+2,4%	+2,1%
Massa Salarial Real (estímulo fiscal + Auxílio Brasil R\$82bi)			+3,9%	+3,5%	+3,2%

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

<sup>7</sup>Santander Brazil - “Real Wage Bill – Outlook and Simulations” – (18/out/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-special-101821>



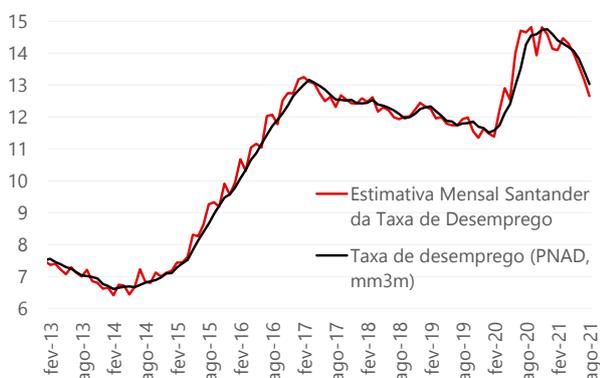
## ATIVIDADE ECONÔMICA

**Os dados mais recentes do mercado de trabalho mostraram continuidade de uma recuperação, mas acreditamos que alguma desaceleração ainda possa ocorrer nos próximos meses.** De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), do IBGE, a taxa de desemprego ficou em 13,2% nos três meses até agosto, um pouco abaixo da nossa estimativa e do consenso de mercado (13,3% e 13,4%, respectivamente). Estimamos a taxa de desemprego com ajuste sazonal em 13,0%, ante 13,4% em julho. Este resultado decorreu de acréscimos de 1,0% m/m-sa e 0,6% m/m-sa na população ocupada e na PEA, respetivamente. Com isso, a força de trabalho praticamente voltou aos níveis pré-crise na série sazonalmente ajustada, embora a taxa de participação ainda esteja levemente abaixo da média histórica. A massa salarial real efetiva apresentou queda de 0,6% na comparação com o mês de julho (dados defasados um mês em relação às demais séries da PNAD), situando a série 5,5% abaixo da marca pré-crise (fevereiro de 2020). De acordo com o CAGED de setembro, a criação líquida de empregos formais foi de +313,9 mil (vs. consenso +360 mil, estimativa do Santander +370 mil). Estimamos que a criação líquida de empregos formais com ajuste sazonal desacelerou para +221,7 mil em setembro, de +246,1 mil em agosto. Apesar da desaceleração na margem, o CAGED continuou mostrando robusta geração de empregos em setembro, refletindo a melhora contínua na (já elevada) mobilidade urbana. Em suma, os dados do mercado de trabalho indicam uma recuperação contínua, liderada por setores mais dependentes de interação social. O comportamento do emprego formal na PNAD deve ser monitorado, a nosso ver, uma vez que o esforço do IBGE para aumentar a taxa de resposta da pesquisa está elevando atipicamente os resultados. No entanto, acreditamos que o fim do programa governamental de apoio ao emprego (BEm), em agosto de 2021, pode ser um obstáculo nos próximos meses tanto para o CAGED quanto para a PNAD, o que pode amenizar o ritmo de recuperação do mercado de trabalho. [Veja detalhes no link<sup>8</sup>.](#)

**De acordo com a FGV, sinais mistos nos indicadores de confiança econômica.** O índice de confiança do consumidor cresceu 1,3%, após duas quedas consecutivas (0,5% e 7,9% em agosto e setembro, respectivamente). Apesar da alta, o índice ainda mostra uma grande ociosidade em relação ao patamar pré-pandemia (queda de 13,1% desde fevereiro de 2020). Por outro lado, a confiança da indústria recuou 1,1%, a terceira queda consecutiva (queda de 1,3% e 0,6% em agosto e setembro, respectivamente), posicionando o índice 3,7% acima do patamar pré-pandemia.

**O IBGE divulgará na quinta-feira (04/11) a produção industrial de setembro.** Esperamos crescimento de 0,7% m/m, a primeira alta desde maio deste ano. Se confirmada a nossa projeção, o resultado de setembro implicaria um carregamento estatístico (*carryover*) positivo de 0,2% para o 4T21.

Figura 20 – Taxa de desemprego (% sa)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 21 – Criação líquida de empregos formais



Fontes: Ministério do Trabalho, Santander.

<sup>8</sup>Santander Brazil Labor Market - “Recovery Continues, with Possible Deceleration Ahead” – (27/out/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-labor-102721>



## 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.