



## ATIVOS BRASILEIROS SE FORTALECEM

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

- O real seguiu se valorizando na semana móvel encerrada em 3 de fevereiro, na esteira do enfraquecimento global do dólar, da solidez dos preços de *commodities* e de fatores idiossincráticos (tais como aparentes conjecturas construtivas do mercado sobre a política econômica de 2023 em diante). A taxa de câmbio fechou o período cotada a R\$5,29/US\$, com o real figurando entre os dez melhores desempenhos da cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Espelhando o mesmo otimismo acerca da política econômica futura e o ritmo mais lento de alta de juros sinalizado no comunicado do Copom, a curva doméstica de juros registrou um rali nos últimos dias.
- O Copom novamente elevou a taxa básica de juros (Selic) em 1,5 p.p., para 10,75%, em decisão que veio em linha com o consenso dos analistas e o apertamento da curva de juros. O destaque do comunicado foi a mudança na sinalização de curto prazo, já que o BCB "antevê como mais adequada, neste momento, a redução do ritmo de ajuste " para a reunião de 15 a 16 de março. Apesar do tom mais brando percebido pelo mercado no comunicado – e a ata do Copom, a ser publicada na próxima terça-feira (8 de fevereiro), pode eventualmente recalibrar a comunicação – seguimos vendo a autoridade monetária empenhada em recuperar o controle das expectativas de inflação. Após o Copom, projetamos alta de 1,00 p.p. em março e de 0,5 p.p. em maio (antes esperávamos alta de 1,50 p.p. em março). Mantivemos nossa estimativa de taxa Selic de fim de ciclo em 12,25%.
- Segundo dados divulgados em 31 de janeiro pelo BCB, o setor público registrou superávit primário de R\$ 64,7 bilhões (0,75% do PIB) em 2021, a primeira leitura positiva após sete anos de déficit. A dívida bruta caiu para 80,3% do PIB no ano passado, de 88,6% em 2020, mas ainda segue acima dos 74,4% do PIB registrados no pré-pandemia (final de 2019). O Congresso Nacional voltou do recesso, mas o tempo para aprovar mudanças legislativas antes das eleições pode ser curto.
- O Banco Central divulgou dados de crédito para dezembro, mostrando forte crescimento dos saldos de 5,8% a/a (-4,8 p.p. do crescimento registrado em 2020). No segmento livre, as novas concessões apresentaram queda de 5,3% m/m-as para as famílias e 7,9% m/m-as para as empresas. Com a nova metodologia de dados, o endividamento do consumidor em outubro atingiu o maior patamar da série: 51,2%. Olhando para frente, o maior endividamento do consumidor gera riscos de leve aumento da inadimplência adiante.
- O saldo comercial de janeiro repetiu o desempenho observado há um ano ao registrar déficit de US\$ 0,2 bilhão, com o resultado influenciado por fatores climáticos temporários. Mirando à frente, avaliamos que a desaceleração da demanda doméstica, a moeda mais fraca e os preços favoráveis de *commodities* deverão propiciar um novo superávit comercial recorde em 2022 (US\$ 76,4 bilhões).
- Com base no CAGED de dezembro, calculamos que a criação líquida de empregos formais com ajuste sazonal desacelerou para 206 mil (novembro: 263 mil), principalmente devido ao aumento de 3,6% m/m nas demissões. Acreditamos que o fim do Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda (BEm) continuou pesando no crescimento do emprego formal. Assim, esperamos uma tendência de enfraquecimento da geração líquida de empregos do CAGED para os próximos meses.
- A produção industrial cresceu 2,9% m/m em dezembro, superando nossas expectativas (+1,8%) e o consenso de mercado (+1,6%). Trata-se do primeiro crescimento positivo desde maio de 2021. O resultado de dezembro implica estabilidade para o 4T21 e um sólido carregamento estatístico (*carryover*) para o 1T22, indicando melhor contribuição da produção industrial para a atividade geral no curto prazo. Ainda



assim, os riscos de escassez (global) de insumos e taxas de juros mais altas continuam a afetar as perspectivas para o setor manufatureiro no Brasil.

- Na próxima semana, teremos as divulgações dos últimos indicadores de atividade econômica para o mês de dezembro. As vendas do varejo serão divulgadas na quarta-feira (9 de fevereiro), enquanto as receitas de serviços serão divulgadas na quinta-feira (10 de fevereiro). Esperamos sinais mistos: queda de 0,5% m/m para a atividade varejista e alta de 1,2% m/m para os serviços. Além disso, o BCB divulgará na sexta-feira (11 de fevereiro) o IBC-Br, e esperamos uma leve alta de 0,1% m/m. Nosso *tracking* para o crescimento do PIB no 4T21 foi atualizado para +0,3% t/t (antes: +0,2% t/t).
- Para o IPCA de janeiro (que será divulgado na quarta-feira, 9 de fevereiro), projetamos uma alta de 0,52% m/m. Em termos anuais (12 meses), esse número implica um resultado de 10,36% a/a, com ligeira aceleração em comparação à alta de 10,06% registrada no IPCA de dezembro. Quanto às medidas subjacentes, o núcleo do IPCA EX3 deverá permanecer em torno de 8,1% em termos sequenciais (mm3m-a.s.a.). Apesar de uma política monetária contracionista, continuamos a antever dificuldades no processo de desinflação adiante, e projetamos 6,0% para o IPCA 2022 (consenso: 5,4%).

**\*\*\* Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 3 de fevereiro de 2022**

**\*\*\* 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 (06/fev – 11/fev)**

<b>Indicadores / Eventos</b>	<b>Fonte</b>	<b>Referência</b>	<b>Data</b>	<b>Consenso</b>	<b>Anterior</b>
<b>China: Crédito Agregado (CNY bilhões)</b>	<b>NBS</b>	jan/22	<b>8 a 15-fev</b>	<b>5.420</b>	<b>2.370</b>
China: Novos Empréstimos (CNY bilhões)	PBoC	jan/22	8 a 15-fev	3.700	1.130
China: Oferta de Moeda M2 (% a/a)	PBoC	jan/22	8 a 15-fev	9,2	9,0
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	jan/22	Dom, 06-jan	50,5	53,1
EUA: Crédito ao Consumidor (USD bi)	Fed	dez/21	Seg, 07-jan	25	40
EUA: Balança Comercial (USD bi)	C.Bureau	dez/21	Ter, 08-jan	-83	-80,2
<b>EUA: Núcleo do CPI (% a/a)</b>	<b>BLS</b>	<b>jan/22</b>	<b>Qui, 10-fev</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>
EUA: Conf. Consumidor (pontos)	U. Michigan	fev/22	Sex, 11-fev	67,5	67,2

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização às 11h da sexta-feira, 4 de fevereiro.

**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (05/fev – 11/fev)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
IGP-DI (% m/m)	FGV	jan/22	Seg, 07-fev	1,44	1,25
IGP-DI (% a/a)	FGV	jan/22	Seg, 07-fev	16,10	17,74
<b>Ata do Copom</b>	<b>BCB</b>	--	<b>Ter, 08-nov</b>	--	--
<b>IPCA (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>jan/22</b>	<b>Qua, 09-fev</b>	<b>0,52</b>	<b>0,73</b>
<b>IPCA (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>jan/22</b>	<b>Qua, 09-fev</b>	<b>10,36</b>	<b>10,06</b>
PMC – Varejo Restrito (% m/m)	IBGE	dez/21	Qua, 09-fev	-1,4	0,6
PMC – Varejo Restrito (% a/a)	IBGE	dez/21	Qua, 09-fev	-5,0	-4,2
<b>PMC – Varejo Ampliado (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>dez/21</b>	<b>Qua, 09-fev</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,5</b>
<b>PMC – Varejo Ampliado (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>dez/21</b>	<b>Qua, 09-fev</b>	<b>-4,0</b>	<b>-2,9</b>
<b>PMS – Volume de Serviços (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>dez/21</b>	<b>Qui, 10-fev</b>	<b>1,2</b>	<b>2,4</b>
PMS – Volume de Serviços (% a/a)	IBGE	dez/21	Qui, 10-fev	10,0	10,0
<b>IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)</b>	<b>BCB</b>	<b>dez/21</b>	<b>Sex, 11-fev</b>	<b>0,1</b>	<b>0,43</b>
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	dez/21	Sex, 11-fev	0,3	0,69
Produção de veículos (milhares)	Anfavea	jan/22	04 a 07-fev	--	210,9

Fonte: Santander, Bloomberg. \*\* Consenso de mercado

**Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de atualização de cenário<sup>1</sup>.  
Consulte nossas visões para o ano de 2022 em nosso relatório Proposições Macro<sup>2</sup>.**

<sup>1</sup> Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “Inflação continua preocupando” – (20/jan/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-jan22>

<sup>2</sup> Santander Brasil - Proposições Macro – “Navegando em meio a incertezas” – (07/jan/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-Macroprop22-por>

**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	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 Banco Central Europeu (BCE) surpreendeu os mercados adotando uma postura menos acomodaticia na comunicação sobre os possíveis próximos passos da política monetária. A surpresa veio na fala da presidente do BCE, Cristine Lagarde, que não mais descarta a possibilidade de que o BCE venha a subir juros ainda em 2022, levando os investidores a especular que uma alta possa estar no horizonte. Uma revisão do cenário prospectivo do BCE (inclusive com nova sinalização de política monetária futura) poderá ocorrer na reunião de março.

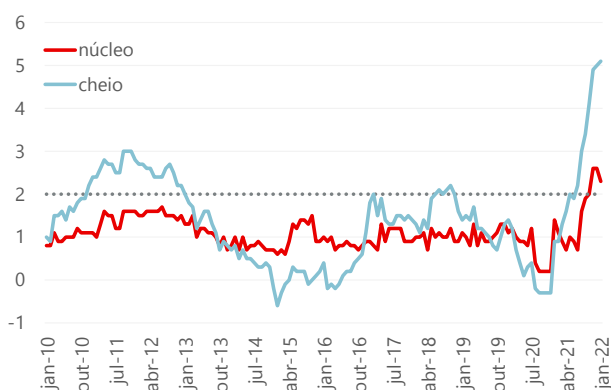
O Banco Central da Inglaterra (BoE, em inglês) também adotou uma postura mais combativa contra a inflação, subindo os juros em 0,25 p.p. (para 0,5%) como esperado, mas com quatro (dos nove) membros votando a favor de uma alta mais intensa (0,50 p.p.). A autoridade também confirmou a intenção (anteriormente anunciada) de iniciar um processo de redução de balanço (*quantitative tightening*).

No calendário econômico, foram divulgados os números de inflação de janeiro na área do Euro, que seguiram muito pressionados, com o número cheio acelerando para 5,1% a/a, recorde histórico, e com o núcleo inflacionário ainda se situando acima da meta (2,3% a/a). Nos EUA, foram divulgados os números de mercado de trabalho de janeiro, que vieram muito fortes, em que pesem os efeitos temporários adversos gerados pela variante Ômicron do Coronavírus. A surpresa altista se materializou tanto na geração de emprego (467 mil, bem acima das expectativas de 125 mil, sem considerar as fortes revisões altistas na série recente), bem como no crescimento dos salários (5,7% a/a, maior da série com início em 2007).

Nos mercados financeiros globais, uma semana de forte valorização nas principais bolsas de valores, em particular nos EUA. A curva de juros norte-americana teve leve abertura em todos os vértices, e o dólar teve queda significativa contra as moedas de países de G10, mas com performance mista contra países emergentes. Um cenário aparentemente favorável para ativos arriscados nos últimos dias, em que pesem os sinais de aperto monetário iminente nas principais economias do globo.

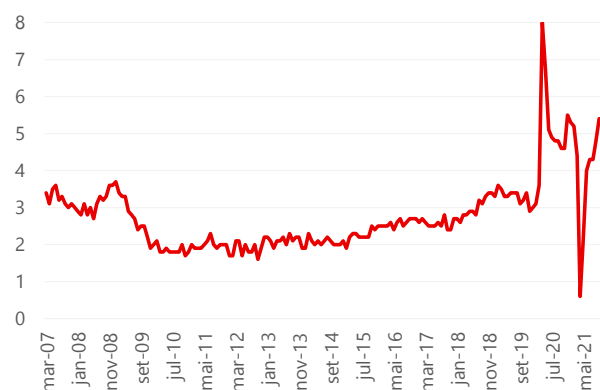
Na próxima semana, serão divulgados os números de inflação (CPI) de janeiro nos EUA, que devem seguir bastante pressionados, tanto do lado dos componentes mais voláteis (carros usados, passagens aéreas, etc.), como por conta dos componentes mais cíclicos, como inflação de serviços e aluguéis. O mercado projeta uma aceleração na variação anual do núcleo para 5,9% (antes: 5,5%), maior patamar desde 1982. Também serão divulgados os dados de crédito de janeiro na China, importantes para ver o apetite do governo em adicionar estímulos diante da desaceleração da atividade na segunda maior economia do mundo.

Figura 4 – Área do Euro: Inflação (CPI) a/a (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: Rendimento médio por hora (% a/a)



Fontes: Bloomberg, Santander.



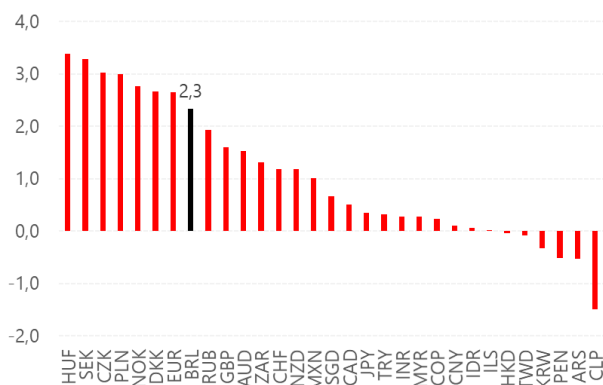
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Apesar das expectativas de uma normalização mais célere da política monetária pelo *Federal Reserve*, o dólar se enfraqueceu frente à maioria dos componentes (aproximadamente 80%) da cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo, considerando a semana móvel encerrada em 3 de fevereiro. O real se beneficiou desta dinâmica e fechou o período cotado a R\$5,29/US\$, figurando entre os dez melhores desempenhos da semana. Em nossa opinião, parte do enfraquecimento do dólar esteve relacionado ao fato de que outras autoridades monetárias ao redor do globo seguiram o exemplo do FOMC e também adotaram um tom *hawkish* (contracionista). Por exemplo, este foi o caso do Banco da Inglaterra e do Banco Central Europeu. Além disto, a manutenção da tendência ascendente de preços de *commodities* e os fluxos para realocação em ativos de risco local ajudaram o real a se valorizar. Por fim, mas não menos importante, as conjecturas construtivas acerca do ambiente doméstico e da política econômica futura se somaram ao conjunto de motivos que explicaram o desempenho favorável do real recente. Apesar desta dinâmica positiva de curto prazo, seguimos enxergando espaço limitado para que o real se valorize de maneira sustentável, em meio ao alto grau de incerteza relacionado à política econômica e reformas adiante.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros local observou rali na maioria dos segmentos nos últimos dias, com a ponta curta caindo após o comunicado do Copom sinalizar um ritmo mais lento de aperto monetário e a ponta longa ainda refletindo conjecturas construtivas sobre o ambiente local, tal como nas últimas semanas. Desde a última quinta-feira (27 de janeiro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) caiu 44 p.b. para 11,32%, enquanto a ponta longa (futuro de DI com vencimento em jan/27) caiu 36 p.b. para 10,97%. Ainda que a inclinação da curva neste segmento tenha aumentado um pouco, em 8 p.b. para -35 p.b., a inversão nesses vértices permanece. Na ponta curta, o movimento foi impulsionado pelo tom do comunicado do Copom, interpretado pelo mercado como mais brando do que o esperado (veja detalhes na seção de Política Monetária) na medida em que o BCB calibra sua política para o final do ciclo que se aproxima. Na ponta longa, assim como nas últimas semanas, o rali parece ter sido impulsionado por expectativas construtivas sobre o ambiente político local. Fundamentalmente, continuamos a observar um ambiente de elevada incerteza para a economia brasileira, principalmente no que diz respeito ao processo de consolidação fiscal. Dito isso, continuamos vendo espaço para uma alta dos juros domésticos na parte longa da curva. Antevemos um aumento da inclinação da curva depois que a inflação do IPCA e a taxa Selic atinjam um pico.

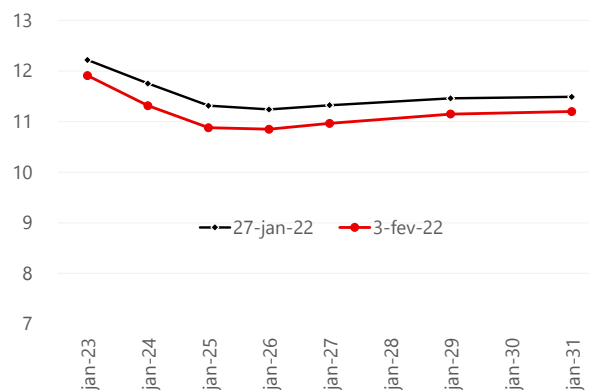
Figura 6 – Variação das moedas (% semanal)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 03/fev/2022.

Figura 7 – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 3/fev/2022.



## COMMODITIES

**As commodities tiveram outra semana de alta.** O índice agregado de *commodities* da Bloomberg subiu 2,0% na semana encerrada em 3 de fevereiro: o sub-índice de Agricultura teve alta de 1,4%, o sub-índice de energia subiu (significativos) 4,4%, enquanto o sub-índice de Metais Industriais caiu 0,3%. Em nossa opinião, a alta das *commodities* continua refletindo os sinais de menor impacto econômico da variante Ômicron, em comparação com variantes anteriores. As indicações de que o estímulo econômico na China limitará os riscos adversos para a atividade na segunda maior economia do mundo também ajudaram. Além disso, fatores idiossincráticos também continuam a alimentar o rali das *commodities* no início de 2022.

**OPEP+ decide aumentar oferta de petróleo em março.** Como esperado, a organização concordou em prosseguir com outro aumento de produção de 400.000 barris por dia em março. Ainda que o aumento da cota de produção seja bem-vindo, o mesmo provavelmente ficará aquém do necessário para equilibrar o mercado, com muitos membros já operando perto da capacidade máxima. O petróleo Brent subiu 1,3% em relação à semana passada, para US\$ 91/barril (o nível mais alto desde outubro de 2014). Ainda vemos o mercado de petróleo em déficit de produção, uma vez que os estoques globais estão baixos e os principais produtores passam por dificuldades para elevar a oferta após anos de baixos investimentos.

**Os preços da soja seguem em alta à medida em que as perspectivas para a colheita da América do Sul continuam se deteriorando.** A *commodity* subiu 6% em relação à semana passada, com algumas consultorias especializadas reduzindo ainda mais suas estimativas recentemente. A colheita no Brasil chegou a 15% da área plantada (acima da média de cinco anos de 9%, mas ainda assim um número baixo), de forma que as previsões ainda devem sofrer alteração. Se essas estimativas se concretizarem, a oferta global do grão passará a depender ainda mais da safra dos EUA. Quanto à demanda, a semana teve *flash sales* de soja americana para a China para entrega durante a safra 2021/2022 e 2022/2023. Continuamos vendo riscos de que a trajetória de queda projetada para os preços dos grãos seja mais suave do que projetamos, pois os estoques globais poderão levar mais tempo para se recompor após a forte redução de anos anteriores. O relatório WASDE<sup>3</sup> do USDA<sup>4</sup> deve ser divulgado na próxima semana (9 de fevereiro).

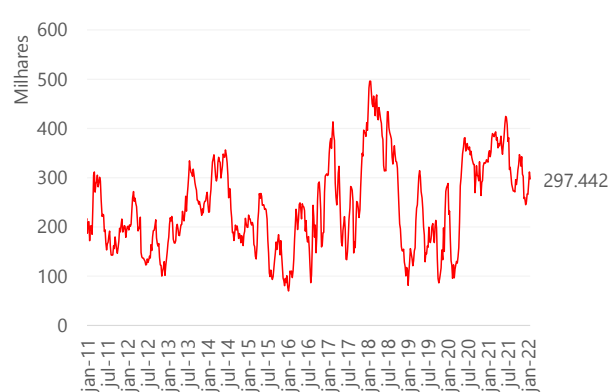
**Embarque de minério de ferro do Brasil em janeiro atingiu menor nível em seis anos.** As chuvas acima da média que caíram no Brasil interromperam as operações em várias minas no primeiro mês do ano. Dados do MDIC<sup>5</sup> mostram que as exportações de minério de ferro caíram 13% a/a em janeiro. O preço do minério de ferro se recupera fortemente desde dezembro, com a expectativa de que a demanda aumentará este ano devido aos estímulos (fiscais, creditícios e monetários) do governo chinês para estabilizar a economia.

**Figura 8 – Chicago Board Of Trade - Grãos (centavos de dólar)**



Fontes: CBOT, Santander.

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



Fontes: COT, Santander.

<sup>3</sup> World Agricultural Supply and Demand Estimates.

<sup>4</sup> United States Department of Agriculture.

<sup>5</sup> Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior.





## POLÍTICA MONETÁRIA

**O Copom novamente elevou a taxa básica de juros (Selic) em 1,5 p.p., para 10,75%, em decisão que veio em linha com o consenso dos analistas e o apreçamento da curva de juros.**

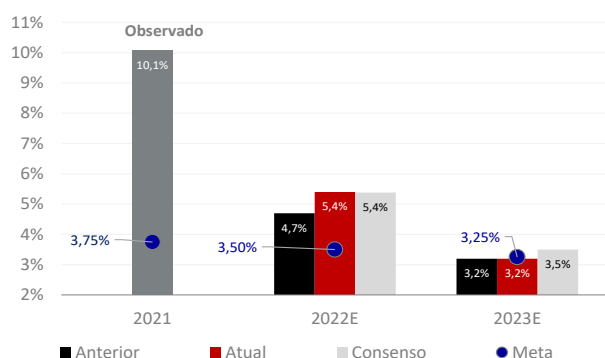
O destaque do comunicado foi a mudança na sinalização de curto prazo, já que o BCB “antevê como mais adequada, neste momento, a redução do ritmo de ajuste da taxa básica de juros” para a reunião de 15 a 16 de março. Esta indicação mais flexível contrasta com a escolha em reuniões anteriores de se apontar uma ação específica para a reunião seguinte. A autoridade refere-se ao “estágio do ciclo de aperto” e a defasagem temporal na ação dos juros sobre a economia para justificar essa maior flexibilidade, que provavelmente tem por objetivo poder calibrar melhor o fim do ciclo que se aproxima.

A orientação mais branda do que o esperado para o ritmo de aumento de juros nas próximas reuniões é (ao menos parcialmente) compensada por outros elementos mais *hawkish* (contracionista) no comunicado, em nossa visão. Destacamos as indicações sobre avançar “significativamente em território contracionista” e “perseverar em sua estratégia” na busca de uma desinflação e uma re-ancoragem de expectativas. A ênfase mantida nos riscos de desancoragem das expectativas de inflação (em função de incertezas fiscais) mostra certa cautela no tom da autoridade. Assim como o faz a própria avaliação de cenário apresentada pelo BCB no comunicado, onde a autoridade sinaliza uma piora das condições macroeconômicas externas e reconhece uma deterioração nos números de inflação local.

Assim, por mais branda que possa ter sido percebido o tom do Copom neste comunicado – e a ata do Copom (a ser publicada na terça-feira, 8 de fevereiro) pode eventualmente recalibrar a comunicação e a percepção do mercado – seguimos vendo a autoridade monetária empenhada em recuperar o controle das expectativas de inflação para os horizontes relevantes. Além disso, em termos práticos, acreditamos que as preocupações com uma desancoragem das expectativas de inflação limitarão as alternativas para as próximas reuniões do Copom. Em outras palavras, vemos a projeção do consenso (vide relatório Focus do BCB) para a Selic, que contempla aumento de 1,00 p.p. para março e 0,25 p.p. para maio, como um limite inferior para os próximos movimentos. E isso se deve especialmente ao balanço de riscos para a inflação, que segue enviesado para cima, na avaliação do comitê. E a se julgar pelas estimativas de inflação do BCB, pode-se concluir que no plano de voo do Copom provavelmente consta uma taxa Selic terminal próxima (mas não inferior) a 12%.

Após a mensagem do BCB, projetamos um alta de 1,00 p.p. na Selic em março e um último movimento de 0,5 p.p. em maio (antes esperávamos um único movimento adicional de 1,50 p.p. em março). Mantivemos nossa estimativa de Selic terminal em 12,25% no ciclo e vislumbramos estabilidade de juros até o 1T23, o que implica uma postura de política monetária consideravelmente restritiva para o restante de 2022. [Veja detalhes no link<sup>6</sup>.](#)

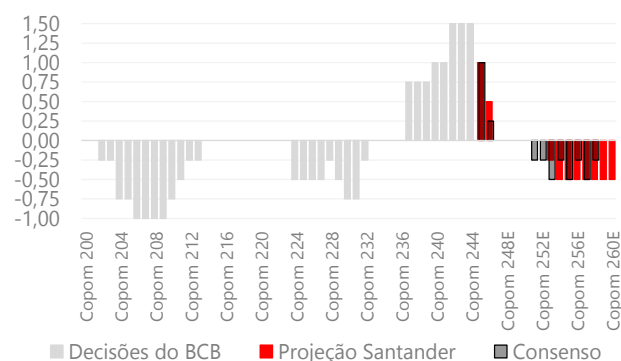
**Figura 10 – BCB: Simulações de inflação do IPCA (% anual)**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota 1: Simulações assumem taxa Selic da pesquisa Focus e taxa cambial partindo de 5,45 (e evoluindo com a PPC).

**Figura 11 – Movimentação da taxa Selic no Copom: histórico e projeção (em p.p)**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

<sup>6</sup> Santander Brazil Monetary Policy - “Copom Decision: Slower but Not Lower” – (03/fev/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Copom-feb22>



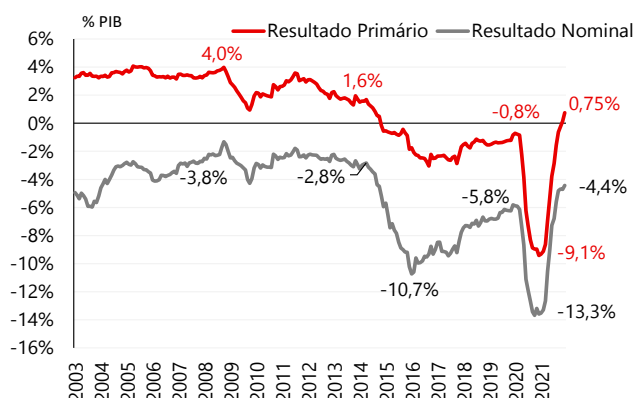
## POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

**Segundo dados do BCB divulgados em 31 de janeiro, o setor público registrou superávit primário de R\$ 64,7 bilhões (0,75% do PIB) em 2021, após sete anos de déficits.** Nos últimos anos, os resultados foram negativos em R\$ 703 bilhões (9,4% do PIB) em 2020 e R\$ 61 bilhões (0,8% do PIB) em 2019. O resultado do ano passado foi impulsionado por o efeito do choque de preços (inflação e termos de troca) e a recuperação da atividade. O destaque foi o resultado dos governos regionais, com superávit de R\$ 97 bilhões (1,1% do PIB), recorde histórico. Apesar desse bom resultado em 2021, estimamos para este ano um déficit primário do setor público de R\$ 95 bilhões (1,0% do PIB), considerando o aumento das despesas e um arrefecimento da receita. Ainda assim, reconhecemos que choque de preços mais duradouro poderá gerar novas surpresas positivas nas receitas, e portanto adicionar um viés altista para a nossa estimativa de resultado primário consolidado.

**A dívida bruta caiu para 80,3% do PIB em 2021, ante 88,6% em 2020 e 74,4% do PIB em 2019.** Vale destacar o efeito da forte elevação do PIB nominal, em função do choque de inflação e recuperação da atividade. A medida do PIB nominal do BCB teve alta de 16,2% em 2021, ante nossa projeção no início de 2021 de cerca de 7%. A dívida líquida atingiu 57,3% do PIB, ante 62,5% do PIB em 2020 e 54,7% do PIB em 2019. Estimamos que a dívida bruta se elevará este ano para 85,1% do PIB, considerando o aumento do déficit nominal do setor público decorrente do aumento do custo da dívida em meio à elevação do juro básico. [Veja detalhes no link](#)<sup>7</sup>.

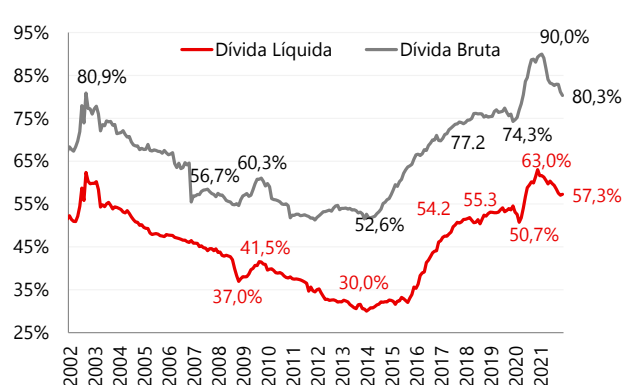
**O Congresso Nacional voltou do recesso no dia 2 de fevereiro, mas o período para aprovar mudanças legislativas antes das eleições de outubro poderá ser curto.** Acreditamos que por ora a agenda legislativa deve se concentrar em questões que podem implicar em redução de receitas para o governo federal. A principal lei que deve ser debatida é a de possibilitar que o governo reduza impostos sobre combustíveis, principalmente sobre o diesel, sem implementar medidas de compensação (para obedecer à lei de responsabilidade fiscal). Se o PIS/Cofins sobre o diesel for reduzido a zero, isso implicaria uma renúncia fiscal de R\$ 20 bilhões. O Congresso também analisará a possibilidade de derrubar o veto presidencial relacionado ao novo programa de anistia fiscal PLP 46/21 (denominado “Relp”) para pequenas empresas sob o regime do Simples. Essa legislação renegociaria cerca de R\$ 50 bilhões em dívida fiscal à frente, em nossos cálculos. Além disso, o Senado poderia propor um projeto de lei para aumentar a faixa de isenção do imposto de renda de pessoas físicas (atualmente em ~R\$ 1.900), o que poderia gerar impacto fiscal superior a R\$ 20 bilhões. Essas medidas ainda não constam em nosso cenário fiscal, mas acreditamos que, ao final, todas as iniciativas possam implicar em uma renúncia fiscal de aproximadamente R\$ 50 bilhões para o governo federal.

Figura 12 – Setor público – Resultado fiscal (% PIB)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 13 – Setor público – Dívida (% PIB)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

<sup>7</sup> Santander Brazil Fiscal: “Primary Surplus Is Back After Eight Years” – (31/jan/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-fiscal-013122>



## CRÉDITO

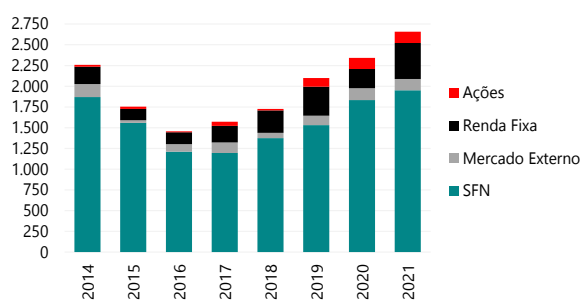
**Em dezembro, o saldo total de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) ficou em R\$ 4,7 trilhões, o que representa crescimento real de 5,8% a/a (-4,8 p.p do crescimento registrado em 2020).** Este número resulta de uma alta de 9,7% a/a para famílias e 0,9% a/a para empresas não financeiras. Em termos nominais, a taxa de crescimento do crédito total foi de 16,5%, aumento de 0,9 p.p em relação a 2020. Além disso, o crédito bancário para empresas não financeiras acelerou de 10,6% para 11,10%, e o volume de crédito para as famílias continua a acelerar, passando de 19,7% para 20,8%, o maio da série.

As concessões reais e sazonalmente ajustadas (pela metodologia do Banco Central) registraram uma significativa queda de 10,3% em dezembro. Para as famílias, o segmento livre apresentou queda de 5,3% m/m-as. Este resultado é composto principalmente por crédito pessoal e aquisição de outros bens. O segmento direcionado também apresentou forte queda (-10,8% m/m-as), com financiamento imobiliário apresentando declínio, mas com crédito rural verificando crescimento. Para as empresas, o segmento livre apresentou queda de 7,9% m/m-as. O segmento direcionado também registrou queda de 4,4% m/m-as.

Considerando o financiamento corporativo total (conceito que inclui os novos empréstimos no SFN, além de emissões de dívida e ações no mercado de capitais), houve um aumento de 13,4% em 2021, em comparação com 2020. As emissões no mercado de capitais foram 56,1% maiores em comparação com o ano anterior, enquanto as concessões do SFN aumentaram 6,4%.

Ainda no que se refere ao crédito livre, a taxa de inadimplência (como percentual dos créditos vencidos há mais de 90 dias) ficou em 4,4% (+0,2 p.p. em relação a 2020) e 1,5% (estável vs. 2020), respectivamente, para as pessoas físicas e jurídicas. É importante ressaltar que apesar da mudança na metodologia do BC, o comprometimento da renda das famílias atingiu, em outubro, o maior número da série: 51,2%; excluindo-se financiamentos imobiliários, o comprometimento é de 32%. O endividamento familiar subiu para 27,9% em outubro; excluindo o imobiliário, o endividamento familiar é 25,6%. Olhando a frente, vemos estes dados como um risco para a inadimplência e para o crescimento das concessões creditícias adiante. [Veja detalhes no link<sup>8</sup>.](#)

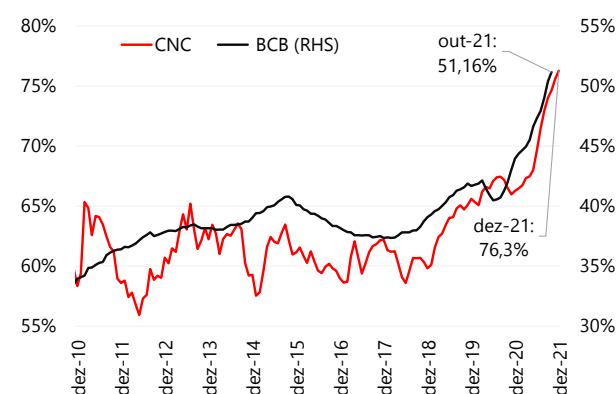
**Figura 14 – Financiamento corporativo total**



SFN - exclui conta garantida, cheque especial e cartão de crédito.  
 Mercado externo - bonus, MTNs e securities.  
 Renda Fixa - Debentures, NPs, LFs, CRAs, CRIs e FIDCs.

Fontes: Banco Central, Anbima, Santander.

**Figura 15 – Endividamento do Consumidor**



Fontes: Banco Cental, Santander.



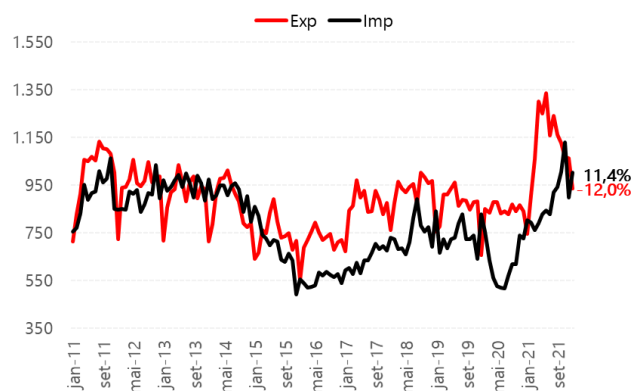
## BALANÇA COMERCIAL

O saldo comercial de janeiro repetiu o desempenho visto há um ano e registrou déficit de US\$ 0,2 bilhão, com o resultado influenciado por fatores climáticos temporários. Mirando à frente, avaliamos que a desaceleração da demanda doméstica, o dólar elevado, e os preços favoráveis de *commodities* deverão resultar em novo recorde de saldo comercial: projetamos superávit de US\$ 76,4 bilhões em 2022, frente ao resultado de US\$ 61,0 bilhões verificado em 2021.

A balança comercial de janeiro repetiu o desempenho visto há um ano e registrou déficit de US\$ 0,2 bilhão, com as exportações e importações mostrando elevações equivalentes (US\$ 4,7 bilhões) frente aos montantes de janeiro de 2021. Do ponto de vista das exportações, os destaques positivos foram as vendas de soja e óleos de petróleo, que foram responsáveis por praticamente a metade do incremento interanual, já que tanto volume quanto preços mostraram variações positivas frente a janeiro de 2021. Por outro lado, o minério de ferro surgiu como destaque negativo, já que tanto preço quanto volume de vendas mostraram variações negativas na mesma comparação. Sob a ótica das importações, os itens que mostraram as maiores expansões foram óleos de petróleo (tanto cru quanto refinado) e gás natural, que também responderam por aproximadamente 50% do incremento interanual. [Veja detalhes no link<sup>9</sup>](#).

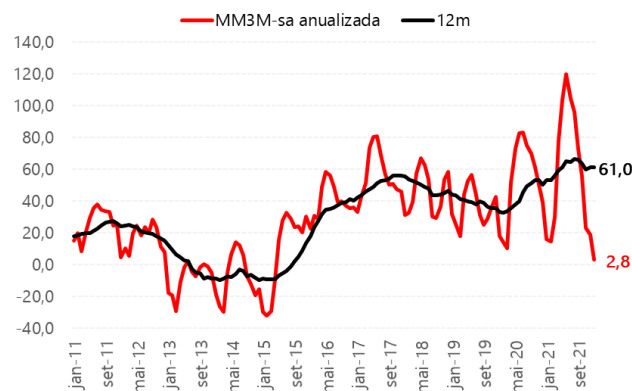
A média anualizada do saldo dessazonalizado nos últimos três meses (MM3M-sa anualizada) foi de US\$ 2,8 bilhões, ainda bem abaixo da nossa projeção de US\$ 76,4 bilhões para o ano de 2022. Entretanto, como mencionado anteriormente, há fatores transitórios influenciando tanto as exportações quanto as importações, os quais avaliamos que cessarão e, assim, melhorarão a MM3M-sa anualizada em breve – tais como a superação dos gargalos na cadeia doméstica de suprimentos e a normalização das atividades de mineração. Além disso, também avaliamos que a fraqueza do real, o crescimento mais lento da demanda doméstica e a manutenção de robusta demanda por *commodities* levarão o país a registrar outro vultoso superávit comercial neste ano.

**Figura 16 – Balança comercial: detalhes (US\$ milhões/dia, a.s.)**



Fontes: SECINT, Santander.

**Figura 17 – Balança comercial: componentes (US\$ bilhões)**



Fontes: SECINT, Santander.

<sup>9</sup> Santander Brazil – External Sector – Data Analysis: “Equal but Different” – (01/fev/2022) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-extsec-020122>



## ATIVIDADE ECONÔMICA

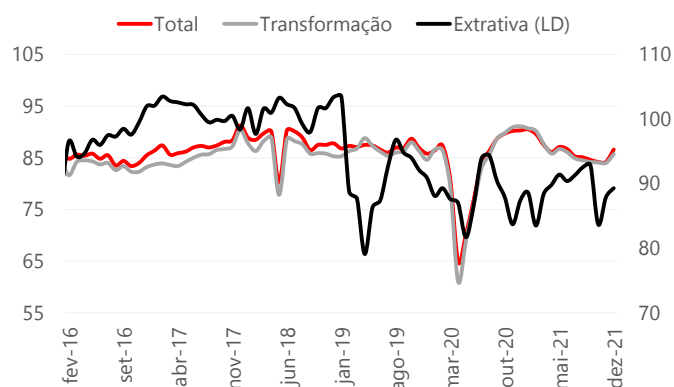
De acordo com o CAGED, houve contração líquida de empregos formais em dezembro **-(265,8 mil vs. consenso em -175 mil e estimativa do Santander de -181 mil)**. O resultado seguiu o padrão sazonal de destruição líquida de empregos em dezembro, mas surpreendeu pelo lado negativo. Após nosso ajuste sazonal, calculamos que a geração líquida de empregos formais desacelerou para 206 mil, de 263 mil em novembro. Acreditamos que o fim do Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda (BEm) continuou afetando os dados, uma vez que a série de demissões renovou altas recentes em termos dessazonalizados. A cada mês, menos trabalhadores permanecem sob a garantia temporária de estabilidade gerada pelo programa. Com isso, esperamos que a desaceleração na geração líquida de empregos do CAGED continue nos próximos meses. [Veja detalhes no link<sup>10</sup>](#).

**Enfraquecimento generalizado da confiança econômica em janeiro.** A confiança do empresariado recuou 2,7% m/m em janeiro, registrando a terceira queda consecutiva e refletindo um enfraquecimento generalizado entre os setores: indústria (-1,7%), varejo (-0,5%) e serviços (-4,5%). Também houve queda na confiança do consumidor (-1,9%). [Veja detalhes no link<sup>11</sup>](#).

**Produção industrial supera expectativas com alta forte e espalhada em dezembro.** A alta de 2,9% m/m foi o primeiro crescimento positivo desde maio de 2021, e veio bem acima do consenso de mercado (+1,6% m/m) e das nossas estimativas (+1,8% m/m). Além de compensar as frustrações com os dados de outubro e novembro, este resultado posiciona o setor industrial nos maiores níveis desde junho de 2021. Os detalhes indicam que a maior contribuição veio da produção atipicamente forte de veículos (+1,23 p.p), mas a alta foi generalizada entre as atividades industriais, com o índice de difusão atingindo 77%. Com este resultado, o setor industrial encerrou o 4T21 com estabilidade (0% t/t) e começa o 1T22 com um carregamento estatístico (*carryover*) positivo de 1,9% t/t. [Veja detalhes no link<sup>12</sup>](#).

**Na próxima semana, o foco está nas divulgações dos últimos indicadores de atividade econômica de dezembro.** Na quarta-feira (9 de fevereiro) e na quinta-feira (10 de fevereiro), o IBGE divulgará os dados do setor terciário de dezembro (atividade varejista e serviços, respectivamente). Projetamos vendas no varejo encolhendo sequencialmente em 0,5% m/m e um crescimento sequencial de 1,2% m/m para o setor de serviços. Além disso, o IBC-Br será divulgado na sexta-feira (11 de fevereiro), e esperamos uma leve alta de 0,1%. Nosso *tracking* para o crescimento do PIB no 4T21 foi atualizado para +0,3% t/t (antes: +0,2% t/t). [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último \*chartbook\*<sup>13</sup>](#).

Figura 18 – Produção industrial (a.s., 2012=100)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 19 – Criação líquida de empregos formais (a.s.)



Fontes: Ministério do Trabalho, Santander.

<sup>10</sup> Santander Brazil Labor Market: “*Slower Employment Growth at the Margin, with Lower Real Wages*” – (31/jan/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-labor-013122>

<sup>11</sup> Santander Brazil Economic Activity: “*Continued Widespread Weakening in January*” – (01/fev/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-020122>

<sup>12</sup> Santander Brazil Economic Activity: “*Industrial Output Topped Expectations in December*” – (02/fev/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-020222>

<sup>13</sup> Santander Brazil Economic Activity: “*Chartbook – Maintaining the Main Growth Drivers for 2022*” – (02/fev/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-020222>



## INFLAÇÃO

Para o IPCA de janeiro (que será divulgado na quarta-feira, 9 de fevereiro), projetamos uma alta de 0,52% m/m. Em termos anuais (12 meses), esse número implica um resultado de 10,36% a/a, com ligeira aceleração em comparação à alta de 10,06% registrada no IPCA de dezembro. Acreditamos que a inflação continuará ao redor de 10% até abril, o que indica um provável platô em patamar elevado.

Na comparação com o IPCA de dezembro (0,73% m/m), esta leitura deve desacelerar em termos mensais, por conta de preços livres (+0.72 m/m ante +0.99% no mês anterior). Sobre as medidas de inflação subjacente, esperamos que o núcleo EX3 permaneça em torno de 8,1% mm3m-a.s.a., com a tendência se situando em nível ainda bem elevado.

Em serviços, projetamos desaceleração em termos mensais (0,58% m/m ante 0,79% no mês anterior). Para bens industriais, também projetamos desaceleração (0,57% m/m ante 1,41% anteriormente). Por fim, estimamos que a alimentação no domicílio acelere para 1,28% m/m (ante 0,79% no mês anterior).

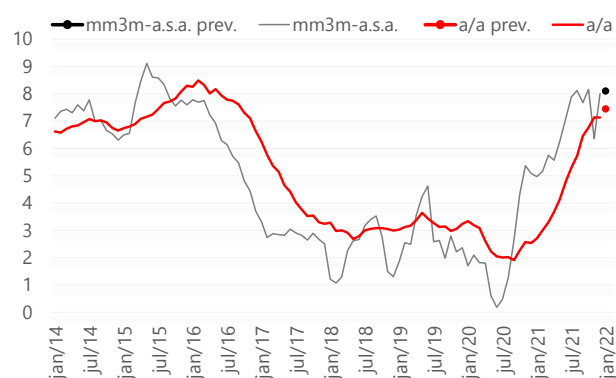
Apesar de uma política monetária contracionista, continuamos a antever dificuldades no processo de desinflação adiante, e projetamos 6,0% para o IPCA 2022, acima do teto da banda de tolerância e do consenso de mercado de 5,4%.

Figura 20 – Detalhes do resultado do IPCA (%)

	m/m		a/a	
	jan/22	Contrib. dez/21	dez/21	jan/22
<b>IPCA</b>	<b>0,52</b>	<b>0,52</b>	<b>10,1</b>	<b>10,4</b>
Administrados	-0,02	-0,01	16,9	17,2
Livres	0,72	0,52	7,7	8,0
Alim. no dom.	1,28	0,19	8,2	8,5
Industriais	0,57	0,13	12,0	12,0
Serviços	0,58	0,20	4,8	5,3
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,85</b>	<b>0,30</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 21 – Núcleo do IPCA EX3 (%)



Fontes: IBGE, 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.

© 2022 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..

©2022 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.