

## DADOS MISTOS DE INFLAÇÃO E ATIVIDADE

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

- A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 6 de janeiro cotada a R\$5,69/US\$ (desvalorização de 2%) e figurou entre os piores desempenhos da cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, o enfraquecimento do real aconteceu devido ao noticiário global desfavorável relacionado à COVID-19 (que gerou aversão a risco) e ao tom mais duro na ata da última reunião do FOMC (que provocou valorização global do dólar). Estas foram as prováveis razões que ajudaram a reverter a valorização (provavelmente por fatores “técnicos”) que o real registrou no último pregão de 2021. O tom *hawkish* do Fed também influenciou o mercado de renda fixa local, fazendo a curva de juros se deslocar paralelamente para cima.
- A balança comercial registrou superávit de US\$ 61,0 bilhões em 2021, novo pico histórico em bases anuais. Paradoxalmente, a contribuição das exportações líquidas para o PIB em 2021 deverá ser negativa, já que a maior parte do resultado foi causado pelo fator preço (em particular, os ganhos nos termos de troca em função da alta nos preços das *commodities*), e não aumento de volume. Adicionalmente, o fluxo cambial no mercado à vista no segmento comercial mostrou desempenho relativamente fraco no ano passado, em meio a incertezas que, em nossa opinião, limitaram a repatriação de receitas de exportadores.
- No âmbito fiscal, os dados divulgados no dia 30 de dezembro pelo Banco Central apontaram para um superávit primário do setor público em novembro, impulsionado por uma surpresa positiva no resultado dos governos regionais. Com isso, nosso tracking aponta para um superávit primário consolidado de 0,4% do PIB em 2021, o que seria o primeiro resultado positivo em oito anos. Quanto ao orçamento de 2022, destacamos dois riscos: a pressão por reajuste salariais no setor público e a compensação fiscal da recém-renovada desoneração da folha de pagamento.
- A produção industrial recuou 0,2% m/m em novembro, abaixo das nossas expectativas (+1,0% m/m) e do consenso de mercado (+0,1% m/m). Esse resultado marca a sexta queda mensal consecutiva, e implica em um carregamento estatístico de -1,4% para o 4T21. Este número sugere outra contribuição negativa da produção industrial para a atividade geral no 4T21, após quedas observadas nos três trimestres anteriores.
- Na próxima semana, o IBGE divulgará os dados do setor terciário de novembro. O volume de serviços será divulgado na quinta-feira (13 de janeiro), e esperamos um aumento de 0,2% m/m (7,0% a/a). As vendas no varejo serão divulgadas na sexta-feira (14 de janeiro), e esperamos uma queda de 0,6% m/m para o índice amplo (-4,7% a/a), e uma queda de 0,5% m/m para o índice restrito (-6,5% a/a). Os números são consistentes com uma leitura próxima à estabilidade para o IBC-Br (índice de atividade ampla do BCB) em novembro.
- Para o IPCA de dezembro (que será divulgado na terça-feira, 11 de janeiro), projetamos alta de 0,70% m/m. Em termos anuais (a/a), esse resultado implica 10,03% a/a, ligeira desaceleração em comparação com os 10,74% vistos no IPCA de novembro. Embora este pequeno alívio possa ser visto estritamente como o pico da inflação anual, acreditamos que a inflação continuará girando em torno de 10% até abril de 2022, constituindo um platô. Seguimos cautelosos quanto ao cenário de inflação, projetando IPCA 2022 acima do consenso (5,8%).

\*\*\* *Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 6 de janeiro 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 (08/jan - 14/jan)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
Z. Euro: Desemprego (%PEA)	Eurostat	nov/21	Seg, 10-jan	7,2	7,3
China: CPI (% a/a)	NBS	dez/21	Ter, 11-jan	1,7	2,3
China: PPI (% a/a)	NBS	dez/21	Ter, 11-jan	11,3	12,9
<b>EUA: Núcleo do CPI (% a/a)</b>	<b>BLS</b>	<b>dez/21</b>	<b>Qua, 12-jan</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>
<b>Z. Euro: Produção Industrial (% a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>nov/21</b>	<b>Qua, 12-jan</b>	<b>0,8</b>	<b>3,3</b>
China: Balança Comercial (US\$ bi)	NBS	dez/21	Qui, 13-jan	73,4	71,7
<b>China: Exportação (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>dez/21</b>	<b>Qui, 13-jan</b>	<b>20,0</b>	<b>22,0</b>
<b>China: Importação (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>dez/21</b>	<b>Qui, 13-jan</b>	<b>28,0</b>	<b>31,7</b>
EUA: Núcleo do PPI (% a/a)	BLS	dez/21	Qui, 13-jan	8,0	7,7
<b>EUA: Núcleo V. Varejo (% m/m)</b>	<b>C.Bureau</b>	<b>dez/21</b>	<b>Sex, 14-jan</b>	<b>--</b>	<b>-0,1</b>
EUA: Conf. Consumidor (pontos)	Michigan	jan/22(p)	Sex, 14-jan	70,0	70,6
Z. Euro: Balança Comercial (€ bi, s.a.)	Eurostat	nov/21	Sex, 14-jan	1,5	2,4
<b>China: Crédito Agregado (CNY bi)</b>	<b>NBS</b>	<b>dez/21</b>	<b>08 a 15-jan</b>	<b>2450</b>	<b>2610</b>
China: Novos Empréstimos (CNY bi)	PBoC	dez/21	08 a 15-jan	1250	1270
China: Oferta de Moeda M2 (% a/a)	PBoC	dez/21	08 a 15-jan	8,6	8,5

Fonte: Santander.


**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (10/jan – 14/jan)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
IPCA (% m/m)	IBGE	dez/21	Ter, 11-jan	0,70	0,9
IPCA (% a/a)	IBGE	dez/21	Ter, 11-jan	10,03	10,74
PMS – Volume de Serviços (% m/m)	IBGE	nov/21	Qui, 13-jan	0,2	-1,2
PMS – Volume de Serviços (% a/a)	IBGE	nov/21	Qui, 13-jan	7,0	7,5
PMC – Varejo Restrito (% m/m)	IBGE	nov/21	Sex, 14-jan	-0,5	-0,1
PMC – Varejo Restrito (% a/a)	IBGE	nov/21	Sex, 14-jan	-6,5	-7,1
PMC – Varejo Ampliado (% m/m)	IBGE	nov/21	Sex, 14-jan	-0,6	-0,9
PMC – Varejo Ampliado (% a/a)	IBGE	nov/21	Sex, 14-jan	-4,7	-7,1

Fonte: Santander.

**Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão 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 – “*Maiores Riscos Fiscais (e inflacionários) Pesam sobre o Crescimento Futuro*” – (02/dez/21) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-dez21>

<sup>2</sup> Santander Brasil - Proposições Macro – “*Navegando em meio a incertezas*” – (07/jan/21) – 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	% M/m	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 ano de 2022 começou com o foco voltado para a política monetária nos Estados Unidos. Na semana, foi divulgada a ata referente à última decisão do banco central norte-americano (Fed), reforçando a postura menos acomodatória que vem sendo adotada pelos seus membros. Na ata, o Fed indicou que os juros podem subir mais cedo e mais rapidamente do que o anteriormente antecipado, e que o banco central pode começar a encolher o seu balanço de ativos pouco após o início do ciclo de altas de juros. A postura corrobora com o nosso cenário de que os juros devem começar a subir já no mês de março, com três altas adicionais ainda em 2022.

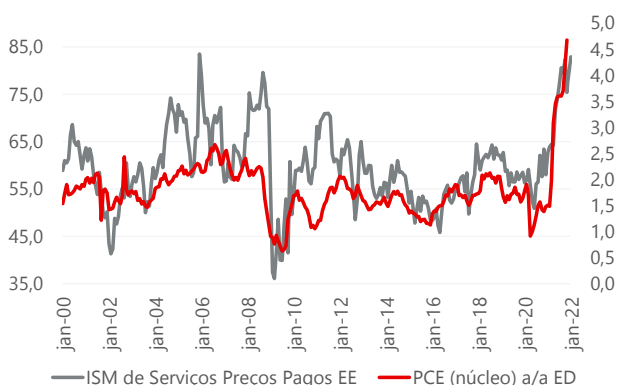
Do lado da pandemia, segue a preocupação crescente com o forte aumento nos números de contaminação nas principais economias. No entanto, a contaminação não vem acompanhada de um aumento significativo nas hospitalizações e mortes, permitindo que os governos, por ora, não avancem com medidas severas que poderiam magnificar o impacto econômico da onda atual.

No calendário econômico, tivemos a divulgação do ISM nos EUA, com desaceleração tanto na atividade industrial quanto na de serviços, embora ambos permaneçam em níveis elevados. O componente de preços pagos pela indústria desacelerou consideravelmente, mas também se mantendo em nível elevado. Já o componente de preços pagos no ISM de serviços seguiu muito pressionado. Este indicador é mais correlacionado com o principal indicador de inflação monitorado pelo Fed (PCE core), de forma que o resultado constitui sinal importante para a persistência inflacionária na maior economia do mundo. Por fim, ainda nos EUA, os números de mercado de trabalho decepcionaram na geração de emprego (199 mil, ante expectativa de 450 mil), mas indicaram forte queda na taxa de desemprego, para 3,9% (antes: 4,2%). Os salários seguiram pressionados, subindo 4,7% a/a (expectativa: 4,2%).

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas tiveram performance mista, com destaque de queda para os índices norte-americanos, e de alta nos índices europeus. A curva de juros norte-americana viu abertura em todos os seus vértices, com destaque para os mais longos, e o dólar voltou a se fortalecer contra moedas de países de G10.

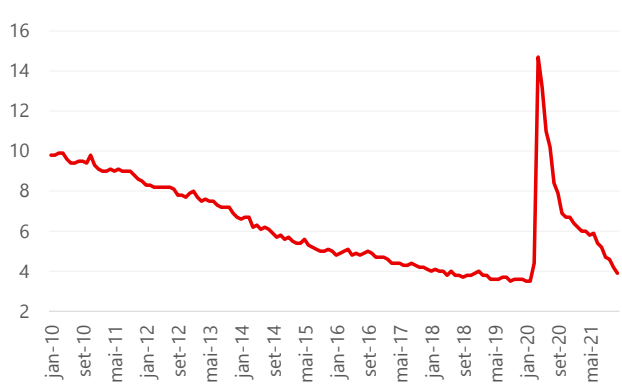
Na próxima semana, teremos divulgações importantes, com destaque para o número de inflação (CPI) de dezembro nos EUA, particularmente importante no momento em que o Fed está acelerando o processo de retirada de estímulos. Na China, também serão divulgados os números de inflação de dezembro, assim como os dados de comércio exterior e de crédito.

Figura 4 – EUA – ISM de serviços vs PCE Core



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: taxa de desemprego (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.



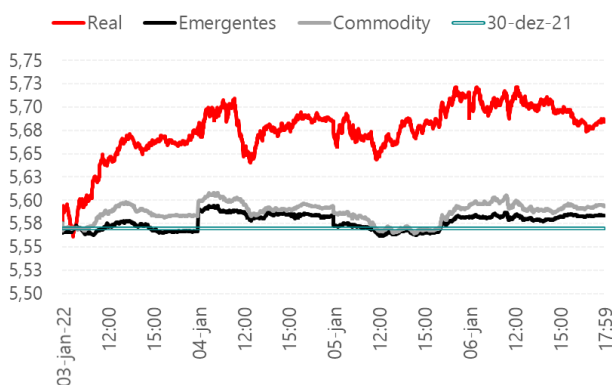
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na semana móvel encerrada em 6 de janeiro, a taxa de câmbio revisitou a faixa de R\$5,70/US\$ e fechou o período cotada a R\$5,69/US\$ (desvalorização de 2%). Este foi o terceiro pior desempenho da cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, a preocupação mundial com as novas variantes da COVID-19 e o aparecimento de uma nova variedade da Influenza (H3N2) mantiveram os mercados com elevada aversão a risco, quadro que prejudicou o real no período. Além disto, o tom *hawkish* (contracionista) visto na ata da última reunião do FOMC também contribuiu para a desvalorização da moeda brasileira (além de outras da cesta), já que o documento indicou que, não apenas a autoridade monetária norte-americana poderá elevar a taxa básica de juros antes do esperado, mas também que o ritmo de ajuste poderá ser mais rápido do que se imaginava. Ou seja, as condições monetárias internacionais deverão se tornar menos favoráveis para moedas emergentes do que foram nos últimos anos, e este ambiente naturalmente não favorece o real. Como resultado, a taxa de câmbio começou 2022 revertendo a valorização observada no último pregão de 2021 (que provavelmente foi determinada por aspectos técnicos e não por razões estruturais).

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominais teve uma forte alta na primeira semana do ano, se deslocando paralelamente para cima e permanecendo invertida. Desde a última quinta-feira (30 de dezembro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2024<sup>3</sup>) subiu 62 p.b. para 11,59%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) subiu 62 p.b. para 11,23%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento ficou estável em -37 p.b. Na ponta curta, a alta de preços de *commodities* importantes—grãos (soja e milho), boi, petróleo e metais—contribuíram para a alta do juro mais curto. Contudo, em termos de expectativa do mercado para o Copom, não houve grandes mudanças e a curva de juros continua apreçando uma alta de 150 p.b. na Selic para a próxima reunião (fevereiro) e outra de 100 p.b. na reunião seguinte (março). Na ponta longa, vínhamos argumentando que o rali visto desde o fim de novembro de 2021 não era condizente com os fundamentos econômicos domésticos. Sendo assim, vemos a alta dessa semana como um ajuste de prêmio de risco para nível mais alinhado ao cenário de incerteza quanto ao processo de consolidação fiscal. Quanto ao formato da curva, acreditamos que a redução da inclinação pode até continuar no curto prazo—enquanto o pico da inflação não fica claro e enquanto a Selic terminal ainda é incerta. Subsequentemente, a curva deve voltar a se inclinar consideravelmente nos próximos meses.

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

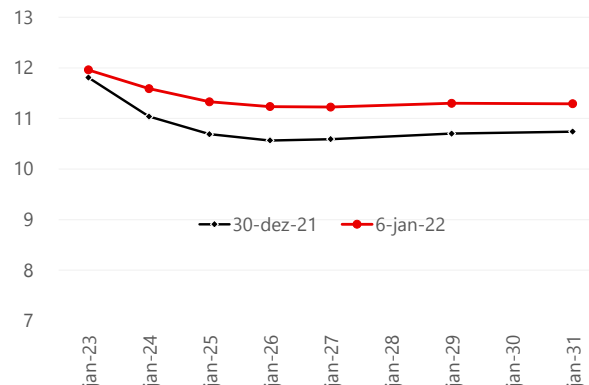


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 6/jan/2022.

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

Figura 7 – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 6/jan/2022.

<sup>3</sup> Estamos alterando a análise da ponta curta da curva do usual vencimento do DI janeiro 2023 para o DI janeiro 2024, de forma a capturar melhor um horizonte de dois anos à frente, que faz mais sentido do ponto de vista da política monetária.



## COMMODITIES

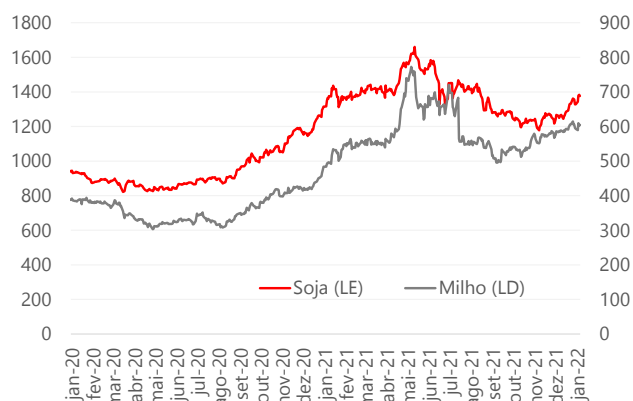
**Preços de grãos sobem com o tempo quente e seco na América do Sul.** Tanto a soja (alta de 15% desde outubro) quanto o milho (alta de 20% desde setembro) tem subido para os níveis mais altos desde julho de 2021. O clima quente e seco (devido ao fenômeno *La Niña*) está reduzindo as perspectivas para a produção do Brasil e da Argentina, levando várias consultorias a cortar suas estimativas. Enquanto isso, agricultores dos Estados Unidos provavelmente aumentarão a área de plantio de soja para aproveitar a alta dos preços. O relatório USDA<sup>4</sup> WASDE<sup>5</sup> será divulgado na próxima semana (12 de janeiro).

**Minério de ferro amplia ganhos com rumores de políticas macro expansionistas na China.** O minério de ferro continua subindo (alta de 40% desde novembro), em meio a expectativas de que a política econômica na China (maior produtor de aço do mundo) irá conter a desaceleração puxada pelo setor imobiliário no país. O Banco Central do país deve afrouxar a política monetária antes do feriado do Ano Novo Chinês, que começa em 31 de janeiro. Cortes de impostos também estão sendo considerados numa tentativa do governo de buscar diferentes instrumentos para estimular o crescimento econômico.

**O petróleo Brent continua subindo, agora de volta ao nível pré-Ômicron.** O petróleo Brent subiu para USD 82/barril, o maior valor desde o final de novembro, quando os mercados foram atingidos pelas preocupações com a variante Ômicron. Ainda vemos o mercado de petróleo em déficit, com os estoques globais baixos e os produtores (de membros da OPEP+ a empresas de xisto independentes dos EUA) sofrendo com o baixo investimento realizado nos anos anteriores.

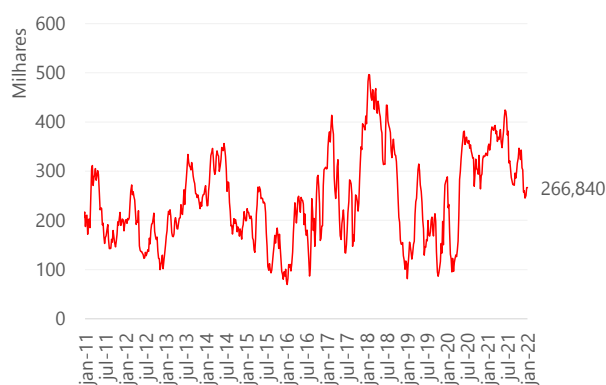
**CFTC<sup>6</sup> registra aumento nas posições compradas de fundos em petróleo WTI.** Os fundos aumentaram suas posições compradas de petróleo (barril WTI) na semana encerrada em 28 de dezembro, informou a CFTC na sexta-feira (31 de dezembro). A posição *net long* em futuros e opções aumentou em 16.470 contratos para 266.840 contratos.

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



Fontes: Bloomberg, Santander.

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



Fontes: COT, Santander.

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

<sup>5</sup> World Agricultural Supply and Demand Estimates.

<sup>6</sup> U.S. Commodity Futures Trading Commission.



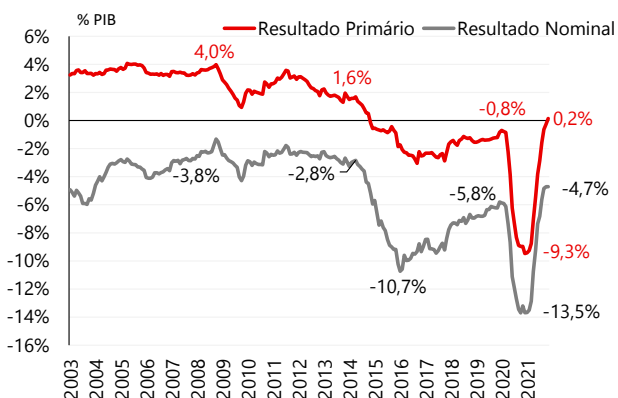
## POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

Segundo dados divulgados em 30 de dezembro pelo Banco Central do Brasil (BCB), o setor público consolidado apresentou superávit primário de R\$ 15,0 bilhões em novembro, acima da nossa projeção (R\$ 9,5 bilhões) e da mediana do mercado (R\$ 7,5 bilhões). Foi o melhor resultado para novembro desde 2013. A principal surpresa veio do superávit dos governos regionais com superávit de R\$ 11,7 bilhões (acima da nossa estimativa: R\$ 6 bilhões). No ano, o setor público atingiu superávit de R\$ 64,6 bilhões (0,8% do PIB). Em 12 meses, o resultado primário alcançou R\$ 12,8 bilhões (0,2% do PIB), ante -R\$20,4 bilhões (-0,6% do PIB) em outubro, mantendo trajetória de melhora após "normalização" do estímulo fiscal em 2021 vs. 2020. Diante disso, nosso *tracking* aponta para um superávit do setor público próximo a R\$ 40 bilhões (0,4% do PIB) em 2021, impulsionado por um superávit de 1,1% do PIB dos governos regionais. Este será o primeiro superávit primário consolidado em oito anos. No entanto, continuamos estimando os déficits primários para os próximos anos, principalmente devido ao impacto futuro da inflação sobre as despesas e com o efeito do processo de desinflação (e normalização nos preços de *commodities*) sobre as receitas.

Estimamos que as despesas públicas para combate à pandemia que foram isentas do cumprimento do teto constitucional de gastos (os chamados gastos "extrateto") totalizaram R\$ 8,3 bilhões em dezembro e R\$ 121,4 bilhões (1,4% do PIB) em 2021. No mês, a maior parte foi relacionada a gastos com saúde (R\$ 5,5 bilhões), atingindo R\$ 25,8 bilhões no ano. A aquisição da vacina somou R\$ 21,8 bilhões em 2021, com gasto médio mensal em torno de R\$ 2 bilhões. Acreditamos que parte dos gastos com aquisição de vacinas possa se estender em 2022, estimamos em torno de R\$ 5 a 10 bilhões (não incluído no teto de gastos). Além disso, o valor total para vacinas no orçamento de 2022 (sob o limite do teto) é de R\$ 3,9 bilhões, que poderá ser ampliado devido à necessidade de vacinas de reforço. Em relação às transferências fiscais, o auxílio emergencial se encerrou em outubro, com desembolso médio mensal de R\$ 8,5 bilhões, totalizando R\$ 60,6 bilhões no ano. Assim, as despesas "extrateto" atingiram R\$ 121,4 bilhões (80,8% de execução orçamentária) ou 1,4% do PIB em 2021. Isso significa uma redução do estímulo fiscal em relação a 2020, que atingiu R\$ 524 bilhões (7,0% do PIB).

Em relação aos riscos fiscais de curto prazo a serem monitorados, destacamos a pressão por reajustes salariais no setor público e o debate sobre medidas compensatórias para a (recentemente prorrogada) desoneração da folha de pagamento. Na primeira, o governo se comprometeu a reajustar os salários da Polícia Federal, reservando R\$ 1,7 bilhão no orçamento do ano (sujeito ao teto de gastos) para custear esse aumento. Porém, temos observado pressão de outras categorias por reajustes. Segundo relatos da imprensa, greves e paralisações podem ocorrer nas próximas semanas, o que representa um desafio para o governo, dada a limitada margem fiscal para acomodar essas despesas. O segundo risco está relacionado à prorrogação da desoneração da folha de pagamento (para 17 setores) que foi sancionada em 31 de dezembro. No projeto de lei, o governo decidiu sancionar sem medidas de compensação. Porém, essa decisão não foi incluída no orçamento de 2022 e é questionada pelo Tribunal de Contas da União (TCU). Se o TCU decidir pela necessidade de medidas compensatórias, o governo precisará encontrar R\$ 9,1 bilhões em novas receitas ou cortes de gastos neste ano para cumprir os requisitos da Lei de Responsabilidade Fiscal. Também terá que acomodar o valor adicional da extensão em 2022 no limite do teto de gastos (R\$ 6 bilhões).

Figura 10 – Resultado fiscal do setor público



Fontes: Banco Central, Santander.

Figura 11 – Monitor de gastos "extrateto" 2021

R\$ bilhões - Acumulado	out-21	nov-21	nov-21	Orçado	Executado
Auxílio Emergencial (MP 1.037/2021)	60,5	60,5	60,6	63,9	94,8%
Gastos com Saúde	19,3	20,2	25,8	43,2	59,7%
BEm - Emprego formal (MP 935/220 e MP 1.044/2021)	7,7	7,7	7,7	10,7	72,3%
Turismo - Infraestrutura (MP 963/2020)	0,5	0,5	0,6	1,3	44,7%
Aquisição de Vacinas (MP 1.015/2020)	16,1	19,1	21,8	26,2	83,3%
Pronampe (MP 1.053/2021)	5,0	5,0	5,0	5,0	100,0%
<b>Total Acumulado</b>	<b>109,1</b>	<b>113,1</b>	<b>121,4</b>	<b>150,2</b>	<b>80,8%</b>

Atualizado em 06/01/2022

Fonte: Tesouro Nacional, Santander.





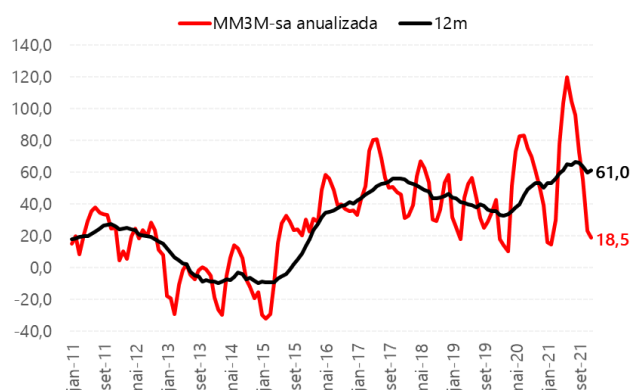
## BALANÇO DE PAGAMENTOS

O comércio exterior brasileiro registrou um resultado bastante expressivo em 2021, com superávit comercial de US\$ 61,0 bilhões, novo pico histórico. Ironicamente, o resultado não significa uma contribuição positiva para o crescimento real do PIB no ano passado, sendo mais influenciada pelos ganhos de termos de troca (fator preço) do que por aumentos de volumes. Ademais, o inédito superávit também não se traduziu em fluxos vultosos no segmento comercial do mercado cambial à vista. Em nossa opinião, este quadro indica a decisão dos exportadores em não repatriar parte de seus lucros em meio ao elevado grau de incerteza, especialmente na seara fiscal.

O superávit comercial de US\$ 3,9 bilhões em dezembro ficou ligeiramente abaixo de nossa estimativa de US\$ 4,3 bilhões, com tanto exportações como importações vindo acima do que prevemos. As receitas de exportações somaram US\$ 24,4 bilhões frente nossa estimativa de US\$ 24,1 bilhões, e as importações atingiram US\$ 20,4 bilhões versus nossa estimativa. Após recuar 5,3% em novembro de 2021 em termos mensais dessazonalizados, a média diária das exportações permaneceu relativamente estável no mês passado (-0,3%). Já a média diária das importações recuou 20,5% m/m-sa no período, a primeira queda desde julho, que reforça nossa visão de que os problemas nas cadeias domésticas de suprimentos que impulsionaram compras externas estão sendo amainados e, conseqüentemente, deverão fazer com que as importações percam fôlego nos próximos meses. Em dezembro, o superávit acumulado em 12 meses atingiu US\$ 61,0 bilhões, tornando-se o novo pico histórico ao ultrapassar os US\$ 56,0 bilhões registrados em 2017. [Veja detalhes no link<sup>7</sup>.](#)

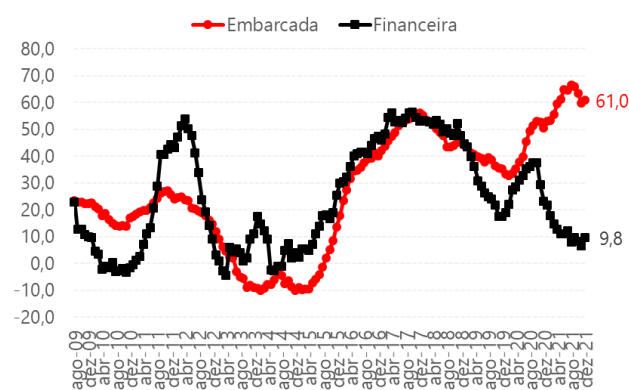
Curiosamente, o fluxo comercial no mercado cambial à vista em 2021 (US\$ 9,8 bilhões) foi o menor desde 2014 (US\$ 4,1 bilhões), apesar do superávit comercial recorde no ano passado. Isto significou um hiato de US\$ 51,2 bilhões entre o resultado líquido dos produtos transacionados e suas liquidações financeiras. É verdade que esta discrepância tem encolhido ultimamente, mas muito mais pelo declínio que temos visto na balança comercial “embarcada”. O Banco Central já afirmou que parte desta diferença diz respeito ao pagamento de itens como fretes, seguros, aluguéis de equipamento, etc. Contudo, avaliamos que a diferença também pode indicar alguma resistência dos exportadores em repatriar um maior volume de resultados, dadas a incerteza elevada. [Veja detalhes no link<sup>8</sup>.](#)

**Figura 12 – Balança comercial (US\$ bi)**



Fontes: SECINT, Santander.

**Figura 13 – Bal. comercial embarcada vs. financeira (US\$ bi, 12m)**



Fontes: Banco Central do Brasil, SECINT, Santander.

<sup>7</sup> Santander Brazil – External Sector – Data Analysis: “A New Historical Top” – 3 de janeiro, 2022- Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-extsec-010322>

<sup>8</sup> Santander Brazil – External Sector – Data Analysis: “Don’t Blame the Flows” – 5 de janeiro, 2022- Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-extsec-010522>



## ATIVIDADE ECONÔMICA

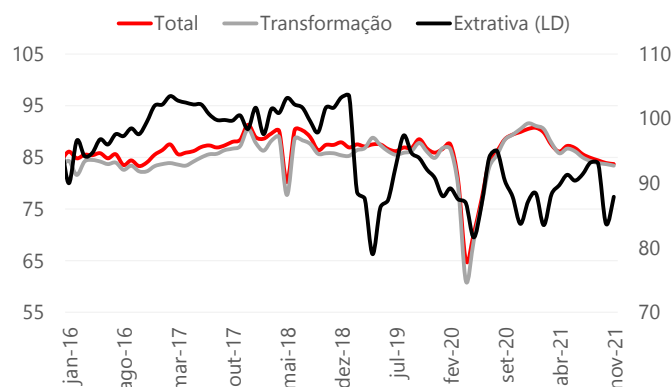
A produção industrial recuou 0,2% m/m em novembro, resultado abaixo das nossas expectativas (+1,0% m/m) e do consenso de mercado (+0,1% m/m). Esse resultado marca a sexta queda mensal consecutiva da indústria. Os números de novembro colocam a produção industrial 4,3% abaixo da marca pré-pandemia (fevereiro de 2020). Na abertura, a indústria de transformação recuou 0,4% na comparação com o mês anterior, também o sexto resultado negativo consecutivo. A indústria extrativa, menos cíclica, que inclui principalmente a produção de minério de ferro e petróleo, subiu 5,0% na comparação com o mês anterior, compensando parcialmente a forte queda de outubro (-10,0%).

**Entre as atividades industriais, crescimento mais disseminado.** O índice de difusão (que captura o percentual das atividades industriais que apresentam expansão mensal sequencial no mês) atingiu 50%, ante 27% em outubro. Na comparação com o patamar pré-pandemia, 17 das 26 atividades permanecem abaixo dos níveis observados em fevereiro de 2020. Entre as categorias econômicas, os bens de capital se destacaram, ao recuar 3,0% MoM-sa, mais que compensando o aumento de outubro (+1,8%). Os bens intermediários (que respondem por quase 60% da produção industrial) permaneceram estáveis, primeiro valor não negativo desde fevereiro de 2021. Em sentido contrário, a produção de bens de consumo cresceu 0,1%, impulsionada principalmente pelos bens duráveis (+0,5%). As maiores contribuições vieram de produtos alimentícios (+0,95 p.p.) e da indústria extrativa (+0,56 p.p.). Os veículos também contribuíram positivamente (+0,30 p.p.). Por outro lado, os produtos de borracha e plástico (-0,17 p.p.) e metalurgia (-0,16 p.p.) apresentaram as piores contribuições.

**O resultado de novembro implica um carregamento estatístico de -1,4% para o 4T21.** Após três quedas trimestrais, é provável uma nova contribuição negativa da produção industrial para a atividade geral no 4T21. [Veja detalhes no link<sup>9</sup>.](#)

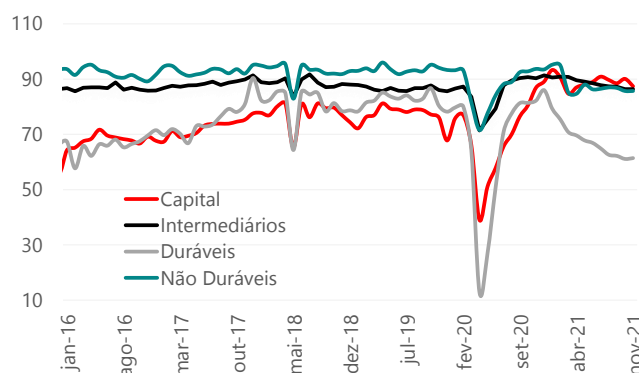
**Na próxima semana, o IBGE divulgará os dados do setor terciário de novembro.** Os dados de volume de serviços serão divulgados na quinta-feira (13 de janeiro), e esperamos um aumento de 0,2% m/m (7,0% a/a). Os dados de vendas no varejo são divulgados na sexta-feira (14 de janeiro): esperamos uma queda de 0,6% m/m para o índice amplo (-4,7% y/y), e uma queda de 0,5% m/m para o índice restrito (-6,5% a/a). Esses números são consistentes com uma leitura próxima à estabilidade para o IBC-Br de novembro, o indicador amplo de atividade mensal do BCB. [Para obter detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nossos últimos \*chartbook\*<sup>10</sup>.](#)

Figura 14 – Produção industrial (a.s., 2012=100)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 15 – Categorias econômicas (a.s., 2012=100)



Fontes: IBGE, Santander.

<sup>9</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Industrial Output Declines for the Sixth Month in a Row” – (06/jan/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-060122>

<sup>10</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – Lowering (Again) Our GDP Estimates” – (08/dez/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-dec21>



## INFLAÇÃO

Para o IPCA de dezembro (que será divulgado na terça-feira, 11 de janeiro), projetamos uma alta de 0,70% m/m. Em termos anuais (a/a), esse número implica 10,03% a/a, uma ligeira desaceleração em comparação a alta de 10,74% no IPCA nos doze meses acumulados até novembro. Embora este pequeno alívio possa ser visto estritamente como o pico da inflação anual, acreditamos que a inflação continuará girando em torno de 10% até abril de 2022, sendo mais um platô do que um pico claro. Quanto à tendência indicada pela média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s.a.), deve haver uma desaceleração de 13,1% para 10,9%, mas essa série é volátil e ainda há dúvida se esse terá sido o pico nesta métrica.

Na comparação com o IPCA de novembro (0,95% m/m), esta leitura deve desacelerar em termos mensais, por conta de preços administrados (0,28% m/m ante 2,30% em novembro), dado o relevante alívio na inflação de gasolina (-0,60% m/m ante +7,38% no mês anterior). Nos preços livres, serviços devem acelerar em termos mensais para 0,80% m/m (de 0,27% em novembro)—embora isso se traduza em um alívio (temporário) na tendência de serviços para 6,2% mm3m-a.s.a. (ante 7,4% anteriormente). O núcleo de serviços deve acelerar para 7,0% mm3m-a.s.a. (ante 6,2% previamente). Bens industriais devem subir basicamente a mesma taxa do mês passado, em 1,00% m/m, o que significa manutenção da tendência no nível alto de 12,2% mm3m-a.s.a., enquanto o núcleo de industriais deve acelerar ligeiramente, de 6,8% para 7,1% mm3m-a.s.a. Finalmente, alimentação no domicílio deve acelerar em termos mensais para 0,75% m/m (ante 0,04% no mês passado), mas com a tendência mantendo desaceleração, chegando a 2,0% mm3m-a.s.a. (de 8,0% anteriormente).

Sobre as medidas de inflação subjacente, esperamos que o núcleo EX3 suba em torno de 0,94% m/m, o que deve representar uma aceleração tendencial de 6,3% para 6,9% mm3m-a.s.a. Este será o décimo quinto mês com o núcleo EX3 rodando acima do centro da meta do BCB na métrica mm3m-a.s.a. (comparado ao centro da meta de 3,75% para 2021, 3,50% para 2022 e 3,25% para 2023).

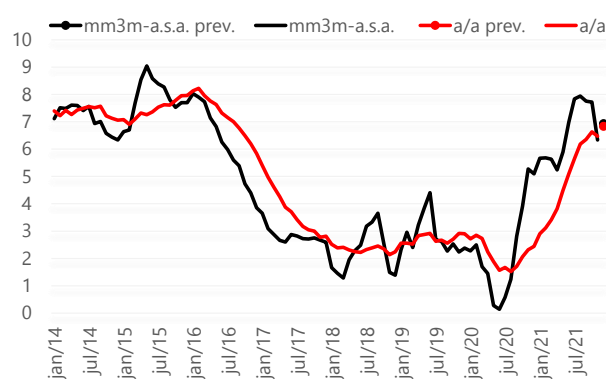
Em suma, seguimos cautelosos quanto ao nível elevado da inflação corrente (e núcleos) e acreditamos que os “alívios” marginais que podem aparecer nesta leitura ainda são preliminares e insuficientes para se concluir, com maior grau de convicção, de que estamos diante de um processo de desaceleração consistente da inflação. Continuamos particularmente preocupados com o aumento recente do risco idiossincrático, que pode resultar em expectativas de inflação e inércia inflacionaria mais altas, dificultando ainda mais o processo de desinflação adiante.

Figura 16 – Detalhes da projeção do IPCA (%)

	m/m		a/a	
	dez/21	Contrib.	nov/21	dez/21
<b>IPCA-15</b>	<b>0,70</b>	<b>0,70</b>	<b>10,7</b>	<b>10,0</b>
Administrados	0,28	0,08	19,2	17,2
Livres	0,85	0,62	7,8	7,6
Alim. no dom.	0,75	0,11	9,7	8,2
Industriais	1,00	0,23	11,4	11,5
Serviços	0,80	0,28	4,8	4,8
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,94</b>	<b>0,33</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 17 – Projeção do 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 Oreg*	Head of Macro Research	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Jankiel Santos*	Economist – External Sector	jankiel.santos@santander.com.br	5511-3012-5726
Ítalo Franca*	Economist – Fiscal Policy	italo.franca@santander.com.br	5511-3553-5235
Daniel Karp Vasquez*	Economist – Inflation	daniel.karp@santander.com.br	5511-3553-9828
Tomas Urani*	Economist – Global Economics	tomas.urani@santander.com.br	5511-3553-9520
Lucas Maynard*	Economist – Economic Activity	lucas.maynard.da.silva@santander.com.br	5511-3553-7495
Felipe Kotinda*	Economist – Commodities	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Fabiana Moreira*	Economist - Credit	fabiana.de.oliveira@santander.com.br	5511-3553-1325
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327

### Global Macro Research

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

### Fixed Income Research

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

### Equity Research

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

### Electronic

Bloomberg  
Reuters

SIEQ <GO>  
Pages SISEMA through SISEMZ

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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