

INFLAÇÃO, JUROS, ATIVOS ARRISCADOS...TUDO EM ALTA

Ana Paula Vescovi* e
Equipe de Macroeconomia
anavescovi@santander.com.br
+5511 3553 8567

- Apesar dos sinais mais contracionistas (*hawkish*) da política monetária do *Federal Reserve*, os mercados testemunharam um bom apetite global por ativos de risco (*risk-on*) nos últimos dias, que provocaram um fortalecimento de moedas voláteis frente ao dólar. E o real seguiu nessa esteira. Adicionalmente, contínuos fluxos de divisas para o mercado doméstico, a reinterpretção de mercado sobre a sinalização do BCB e conjecturas construtivas sobre a política econômica adiante ajudaram a taxa de câmbio a fechar a semana (até a quinta-feira, 10 de fevereiro) cotada a R\$5,25/US\$, valorização de 0,7%.
- Em linha com a alta das taxas de juros (de mercado) observada ao redor do mundo, a curva de juros local registrou elevação em todos seus vencimentos nos últimos dias, na esteira de um noticiário doméstico inflacionário desfavorável (e.g., composição do IPCA, preços ascendentes de *commodities*) e da sinalização contracionista do BCB.
- Na ata da última reunião do Copom, publicada nesta terça-feira (8 de fevereiro), o mercado percebeu um tom mais cauteloso (ou *hawkish*) que o comunicado. Apesar da indicação de desaceleração do ritmo de alta de juros, sem sinal sobre a magnitude do próximo passo, a autoridade reforça a mensagem que a trajetória da Selic utilizada nas simulações de inflação (alta de 1,00 p.p. em março, e taxa terminal de 12,00%) constitui um limite inferior para a trajetória que o BCB estima ser necessária para trazer a inflação do IPCA para o centro da meta, no horizonte relevante de política monetária (2023, principalmente).
- O IPCA de janeiro ficou em 0,54% m/m, em linha com nossa projeção (0,52%), e do consenso de mercado (0,55%). A inflação acumulada em doze meses subiu para 10,4%. As medidas subjacentes (núcleos e difusão) seguiram em patamar bastante elevado, sinalizando um quadro desfavoráveis de espalhamento da inflação, que reforça nossa cautela quanto ao processo desinflacionário esperado adiante. Acreditamos que esse será difícil e lento: projetamos IPCA de 6,0% para 2022.
- Os dados de dezembro apontam para sinais mistos do setor terciário. O varejo ampliado cresceu levemente (0,3% m/m), abaixo do consenso de mercado (+0,8%) e com os resultados recentes sinalizando uma ausência de crescimento desde setembro, refletindo a pressão inflacionária (com corrosão da renda real das famílias) e o deslocamento da demanda de volta para os serviços (com a reabertura econômica). Confirmando nossa tese, a receita real dos serviços superou as expectativas de mercado (+0,6%) e cresceu 1,4% m/m, a segunda alta em sequência, com boa difusão da expansão entre os setores. Entretanto, estamos monitorando o impacto da variante Ômicron sobre as atividades mais sensíveis à mobilidade. Nosso indicador proprietário (IGet) já aponta para um impacto em janeiro.
- A *proxy* de PIB mensal do BCB (IBC-Br) cresceu 0,33% m/m (+1,3% a/a) em dezembro, abaixo do consenso de mercado (+0,5%), mas com relevantes revisões altistas na série. Nosso *tracking* para o crescimento do PIB no 4T21 foi mantido em +0,3% t/t, consistente com crescimento de 4,5% em 2021 e gerando um carregamento estatístico (*carryover*) de 0,1% para 2022. Esperamos um crescimento de 0,7% este ano.

*** **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 10 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 (14/fev – 20/fev)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
Z. Euro: Índice de Expectativas (pontos)	ZEW	fev/22	Ter, 15-fev	--	49,4
Z. Euro: Balança Comercial (€ bi, s.a.)	Eurostat	dez/21	Ter, 15-fev	-4,7	-1,3
Z. Euro: PIB (% t/t a.s)	Eurostat	4T21	Ter, 15-fev	0,3	0,3
Z. Euro: PIB (% a/a)	Eurostat	4T21	Ter, 15-fev	4,6	4,6
EUA: PPI (% a/a)	BLS	jan/21	Ter, 15-fev	9,1	9,7
China: PPI (% a/a)	NBS	jan/21	Ter, 15-fev	9,5	10,3
China: CPI (% a/a)	NBS	jan/21	Ter, 15-fev	1,0	1,5
Z. Euro: Produção Industrial (% a/a)	Eurostat	dez/21	Qua, 16-fev	-0,4	-1,5
EUA: Vendas no Varejo (% m/m)	C.Bureau	jan/21	Qua, 16-fev	1,8	-1,9
EUA: Produção Industrial (% m/m)	Fed	jan/21	Qua, 16-fev	0,4	-0,1
EUA: Ata do FOMC	Fed	-	Qua, 16-fev	--	--
EUA: Concessões de Alvarás (mil)	C.Bureau	jan/21	Qui, 17-fev	1,750	1,873
EUA: Novas Construções (mil)	C.Bureau	jan/21	Qui, 17-fev	1,700	1,702
EUA: Vendas Casas Usadas (milhões, anualizado)	NAR	jan/21	Sex, 18-fev	6,10	6,18
Z. Euro: Confiança do Consumidor	EC	fev/22	Sex, 18-fev	-8,0	-8,5
China: Taxa de Juros (1 ano)	PBoC	fev/22	Dom, 20-fev	3,7	3,7
China: Taxa de Juros (5 anos)	PBoC	fev/22	Dom, 20-fev	4,6	4,6

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização às 13h da sexta-feira, 11 de fevereiro.



Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (14/fev – 18/fev)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
IGP-10 (% m/m)	FGV	fev/22	Ter, 15-fev	1,97**	1,79

Fonte: Santander, Bloomberg. ** Consenso de mercado

Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de atualização de cenário¹.

Consulte nossas visões para o ano de 2022 em nosso relatório Proposições Macro².

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

² 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

Em uma semana relativamente vazia de novos indicadores sobre a economia internacional, os destaques foram os números de inflação (CPI) nos EUA em janeiro e os dados de crédito na China para o mesmo período. Estas divulgações apontaram para persistentes pressões de preços (e inflação recorde) na maior economia do mundo e elevação de estímulos no maior parceiro comercial do Brasil.

No caso da inflação americana, o índice cheio se elevou em janeiro para 7,5% (antes: 7,0%, expectativa: 7,3%), maior patamar desde 1982. Número semelhante foi visto para o núcleo do indicador, que filtra o efeito de preços mais voláteis, que mostrou aceleração para 6,0% (antes: 5,5%, expectativa: 5,9%). Este também é o maior patamar em quase 40 anos. Estes dados reforçam as expectativas de uma postura mais dura por parte do Federal Reserve (banco central dos EUA), que deverá retirar estímulos de maneira mais célere do que as expectativas vigentes até semanas atrás. Este processo também deverá ser bem mais rápido do que o último ciclo de aperto monetário norte-americano, que durou de 2015 a 2019. Antevemos alta probabilidade de um cenário com sucessivas elevações de juros nas próximas reuniões, além do início de uma redução de balanço (*quantitative tightening*) em meados do ano, o que deverá pesar sobre as condições financeiras globais e o apetite por ativos arriscados. Quanto aos dados creditícios de janeiro na China, o financiamento social agregado totalizou 6,17 trilhões de yuans, superando as expectativas do mercado, em torno de 5,4 trilhões de yuans. Nos últimos três meses, o crescimento nominal interanual deste indicador chegou a 24%, um dos ritmos mais fortes em mais de um ano. Esta aceleração das concessões creditícias na segunda maior economia do mundo reflete os esforços das autoridades no sentido de estimular a atividade economia, em meio a riscos baixistas gerados por temas como os problemas no setor imobiliário e as paralizações de atividades decorrentes da política de “COVID-zero”. Nas últimas semanas, o banco central reduziu a taxa de juros, o percentual de depósitos compulsórios e incentivou os empréstimos bancários. Acreditamos que estímulos creditícios, monetários e fiscais deverão manter o crescimento chinês próximo a seu potencial de longo prazo, em torno de 5%.

Na próxima semana, serão divulgados os números de vendas no varejo e produção industrial nos EUA para o mês de janeiro, além da ata do FOMC. Esta última poderá ajudar o mercado a calibrar as expectativas para o processo de alta dos Fed Funds (juros básicos) nos EUA, que deverá ter início em março. Por ora, o mercado apreça alta de juros cumulativa em torno de 0,80 p.p. nas duas próximas reuniões (março e maio), além de um total de 1,70 p.p. até o fim de 2022.

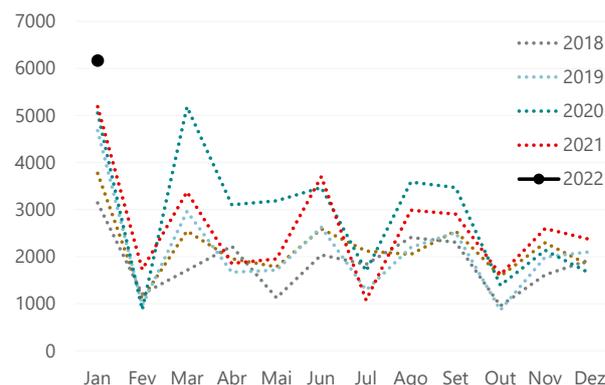
Com relação aos preços de ativos lá fora, o destaque foi a forte alta da curva de juros nos EUA. A inflação do CPI mais forte que o esperado em conjunto com discursos de membros do FOMC em tom mais *hawkish* levaram o segmento mais curto da curva, de 1 a 2 anos, a abrir em torno de 30 a 40 p.b., o que também levou o restante da curva a se deslocar para cima. O segmento mais longo, de 5, 10 e 30 anos, se elevou em torno de 15 a 30 p.b. Apesar desta alta na curva de juros, o índice acionário americano, o S&P 500, subiu +0,6%. O dólar (medido pelo DXY) valorizou +0,2% contra moedas de economias avançadas.

Figura 4 – EUA: Inflação ao consumidor (CPI, % anual)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – China: Financiamento social total (CNY bi)



Fontes: Bloomberg, Santander.



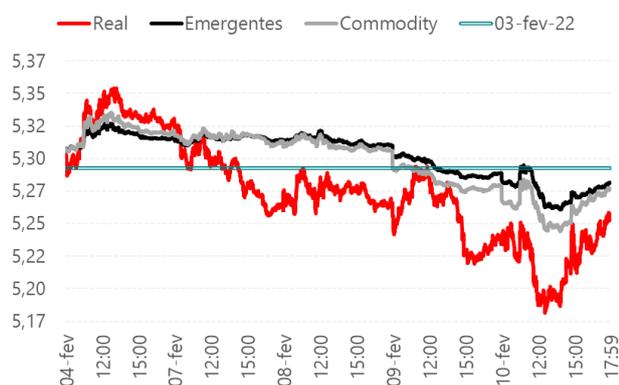
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Apesar dos sinais mais contracionistas (*hawkish*) da política monetária do *Federal Reserve*, os mercados testemunharam um bom apetite global por ativos de risco (*risk-on*) nos últimos dias, que provocaram um fortalecimento de moedas voláteis frente ao dólar. E o real seguiu nessa esteira. Adicionalmente, contínuos fluxos de divisas para o mercado doméstico, a reinterpretação de mercado sobre a sinalização do BCB e conjecturas construtivas sobre a política econômica adiante ajudaram a taxa de câmbio a fechar a semana (até a quinta-feira, 10 de fevereiro) cotada a R\$5,25/US\$, valorização de 0,7%. Em meio a um calendário internacional relativamente esvaziado, com exceção da surpresa altista com a inflação americana, as condições de mercado registraram melhora generalizada nos últimos dias, indicando um ambiente de *risk-on*. Este ambiente global, juntamente com a manutenção de conjecturas positivas dos mercados quanto à política econômica à frente ajudaram o real a se fortalecer. Ademais, soube-se que o Brasil recebeu fluxos líquidos de recursos estrangeiros neste ano (até 4 de fevereiro, entrada líquida de US\$ 6,0 bilhões, principalmente no segmento financeiro) na esteira de um diferencial de juros mais atrativo e oportunidades verificadas no mercado acionário. Por fim, tanto a ata da última reunião do Copom quanto as declarações públicas de autoridades do BCB reverteram a percepção dos mercados quanto à natureza do discurso do BCB. Esta reversão gerou expectativa de que o ciclo de aperto monetário possa ser estendido para além do imaginado anteriormente (ver detalhes na seção de Política Monetária). A despeito desta dinâmica construtiva de curto prazo, seguimos cautelosos quanto à trajetória do real mais à frente, principalmente em virtude das incertezas eleitorais e fiscais em meio a um cenário internacional com condições monetárias mais restritivas.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros local observou alta considerável nos últimos dias, justificada por desdobramentos de inflação desfavoráveis (núcleos do IPCA pressionados, alta de preços de *commodities*), além de um tom mais *hawkish* do BCB e uma tendência altista nos juros globais. Desde a última quinta-feira (3 de fevereiro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) subiu 53 p.b. para 11,84%, enquanto a ponta longa (futuro de DI com vencimento em jan/27) subiu 34 p.b. para 11,30%. Concomitantemente, a inclinação neste segmento foi reduzida em 19 p.b. para -54 p.b., deixando a inversão ainda mais pronunciada. Na ponta curta, o movimento foi baseado por uma visão do mercado de que a ata do último Copom (reunião realizada em 1 e 2 de fevereiro) teve um tom um pouco mais *hawkish* do que o comunicado (detalhes na seção de Política Monetária). A composição adversa do IPCA de janeiro (detalhes na seção de Inflação) e o desempenho surpreendentemente positivo das *commodities* nas últimas semanas (detalhes na seção de *Commodities*) também foram determinantes para a alta dos juros curtos. Na ponta longa, acreditamos que a alta foi influenciada pela curva de juros dos EUA. Fundamentalmente, continuamos a observar um ambiente de elevada incerteza para a economia brasileira, e continuamos vendo espaço para uma alta dos juros domésticos na parte longa da curva e aumento da inclinação.

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

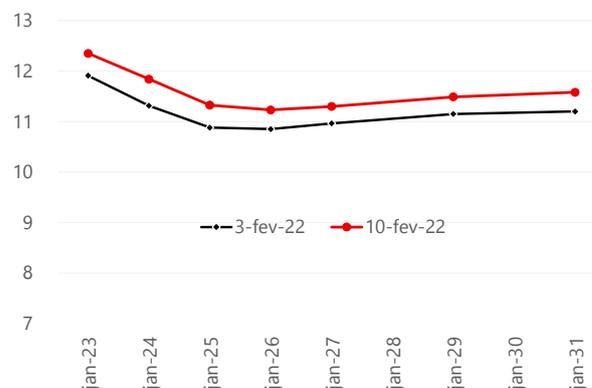


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 10/fev/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, 10/fev/2022.



COMMODITIES

As commodities novamente tiveram uma semana de ganhos. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg subiu 0,1% na semana encerrada em 10 de fevereiro: o sub-índice de Agricultura teve alta de 2,2% e o sub-índice de Metais Industriais subiu 4,3%, enquanto o sub-índice de energia recuou 5,4%. Em nossa opinião, fatores idiossincráticos (clima adverso, estoques baixos e custos de produção crescentes) continuam a alimentar o rali das *commodities* no início de 2022.

USDA³ corta estimativa para produção de soja na América do Sul. De acordo com o relatório WASDE⁴, a estimativa de produção de soja no Brasil foi reduzida para 134 milhões de toneladas (consenso: 133 milhões de toneladas), abaixo dos 139 milhões de toneladas estimados em janeiro. A agência ainda reduziu sua estimativa para a produção de soja da Argentina de 46 milhões de toneladas para 45 milhões de toneladas, além de rebaixar suas estimativas para os estoques americanos e globais. A estimativa anterior para as exportações de soja dos EUA foi mantida, o que consideramos improvável, já que as condições climáticas adversas continuam a piorar as perspectivas da safra da América do Sul. O aumento nos preços da soja também elevou os preços de seus derivados, como óleo de soja e ração animal (com o farelo de soja no nível mais alto desde 2014). Assim, a inflação de alimentos pode levar (ainda) mais tempo para recuar de forma mais significativa.

Mercado de petróleo oscila (sem direção) em meio a sinais mistos. Por um lado, as tensões geopolíticas parecem ter diminuído, com as potências europeias procurando não escalar a crise entre Rússia e Ucrânia, e com sinais de progresso nas negociações pela retomada do acordo nuclear entre EUA e Irã que podem significar barris adicionais no mercado. Por outro lado, a EIA⁵ informou na quarta-feira (9 de fevereiro) uma redução nos estoques de petróleo dos EUA, chegando ao nível mais baixo desde outubro de 2018. 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.

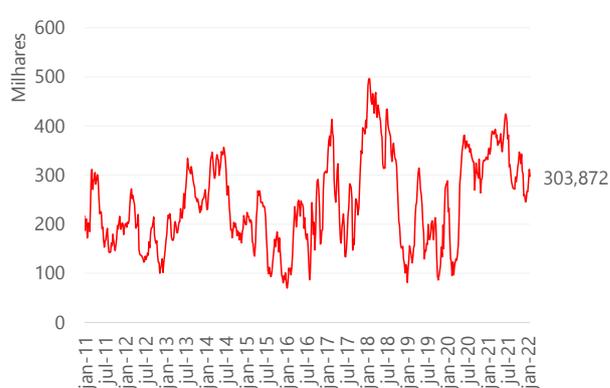
O minério de ferro passa de US\$ 150 à medida em que a China posterga sua meta de emissões de carbono. A indústria siderúrgica na China ganhou cinco anos extras para se adequar, com o governo estabelecendo 2030 (ao invés de 2025) como o novo prazo para o pico de emissões do setor (o setor é responsável por 15% das emissões de carbono da China). O rali na matéria-prima continua apesar da recente intensificação da regulação sobre os mercados de *commodities*, com os reguladores no país buscando conter a especulação, em linha com as promessas do governo de manter os preços estáveis. 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.

³ United States Department of Agriculture.

⁴ World Agricultural Supply and Demand Estimates.

⁵ Energy Information Administration.



POLÍTICA MONETÁRIA

Na ata da última reunião do Copom, publicada nesta terça-feira (8 de fevereiro), O mercado percebeu um tom mais cauteloso (ou *hawkish*) que o comunicado. Apesar da indicação de desaceleração do ritmo de alta de juros, sem sinal sobre a magnitude do próximo passo, a autoridade reforça a mensagem de que a trajetória da Selic utilizada nas simulações de inflação (alta de 1,00 p.p. em março, e taxa terminal de 12,00%) constitui um limite inferior para a trajetória que o BCB estima ser necessária para trazer a inflação do IPCA para o centro da meta no horizonte relevante de política monetária (2023, principalmente).

O BCB publicou a ata da reunião de política monetária realizada de 1 a 2 de fevereiro, quando a autoridade elevou (pela oitava vez consecutiva) a taxa de juros, na magnitude de 1,50 p.p. para 10,75%. De forma geral, a mensagem não parece muito diferente do comunicado, com a ata indicando que o tom e postura do BCB podem não ser tão brandos quanto os mercados imaginaram logo após o anúncio na semana passada.

O Copom procurou manter o leque de possibilidades relativamente aberto para os próximos movimentos, principalmente no que diz respeito à velocidade de elevações daqui em diante, em meio às incertezas no cenário de inflação (e.g. commodities e taxa cambial, em particular) e considerando os efeitos temporalmente defasados da política monetária sobre a economia, tendo em vista o aperto monetário implementado até aqui.

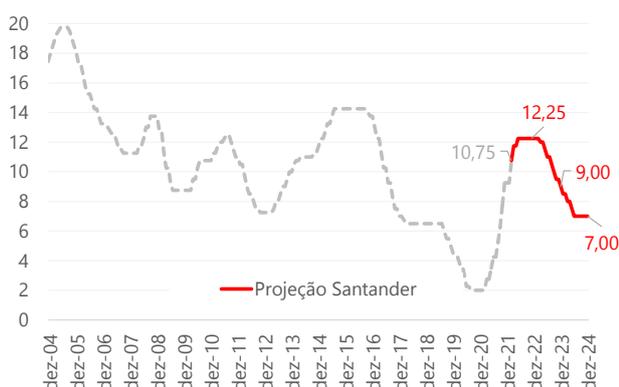
Ainda assim, o comitê confirma que o cenário de referência (que conta com Selic terminal em 12,00%) é um piso para as trajetórias de juros que o BCB tem em mente para trazer a inflação de volta ao centro da meta. Em nossa opinião, esta sinalização também limita a desaceleração do ritmo de aperto da Selic para algo não abaixo de 1,00 p.p., tal como estimam os analistas de mercado para a reunião de março.

O Copom conclui que “ajustes adicionais em ritmo menor nas próximas reuniões, é a estratégia mais adequada para atingir aperto monetário suficiente e garantir a convergência da inflação ao longo do horizonte relevante, assim como a ancoragem das expectativas de prazos mais longos”.

Importante ressaltar que o BCB segue identificando riscos inflacionários importantes decorrentes de preços de *commodities* e, em particular, dos desdobramentos fiscais e seus riscos associados de desancoragem das expectativas de inflação.

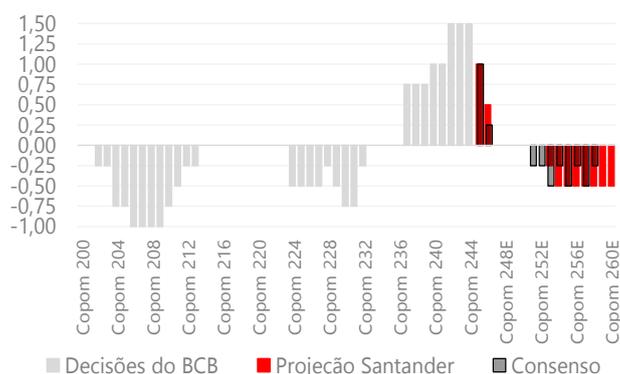
Para os próximos passos do BCB, projetamos alta de 1,00 p.p. em março e 0,50 p.p. em maio, de forma que mantemos nossa estimativa de taxa Selic terminal em 12,25% para este ciclo. Embora interpretemos a linguagem do BCB sugerindo que o ciclo de alta está perto do fim, há pouca dúvida de que os próximos passos (e o tamanho total do ajuste) serão dependentes dos dados. [Veja detalhes no link](#) ⁶

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



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 11 – Movimentação da Taxa Selic nas Reuniões do Copom: Histórico e Previsão (p.p.)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

⁶ Santander Brazil – Monetary Policy: “Copom Minutes: Ratifying the Tone” – (08/fev/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-min-feb22>



INFLAÇÃO

O IPCA de janeiro ficou em 0,54% m/m, em linha com nossa projeção (0,52%), e do consenso de mercado (0,55%). O IPCA acelerou de 10,06% para 10,38% a/a, em linha com nossa expectativa de que o pico da inflação acumulada em 12 meses não ficará claro até pelo menos o fim do 1T22.

A inflação de bens industriais continua sendo um destaque negativo, enquanto isso, a de serviços vai se mostrando cada vez mais uma preocupação. Bens industriais subiram 12,7% a/a (acelerando de 12,0% em dezembro) e a inflação no setor continua se mostrando mais forte e persistente do que imaginado anteriormente. Já serviços subiram 5,1% a/a (acelerando de 4,8% em dezembro) e, em especial, o núcleo de serviços está com tendência desfavorável na margem, girando em torno de 6,6% mm3m-a.s.a.

As medidas subjacentes seguem bem pressionadas. A média das principais medidas de núcleo permaneceu em torno de 8,7% mm3m-a.s.a. e a difusão voltou para níveis perto das máximas recentes, em 71,1% (dados dessazonalizados).

Em suma, não enxergamos grandes novidades nessa leitura e, portanto, o IPCA de janeiro apenas reforça nossa visão já cautelosa quanto ao cenário de inflação. Seguimos projetando um processo desinflacionário difícil e lento.

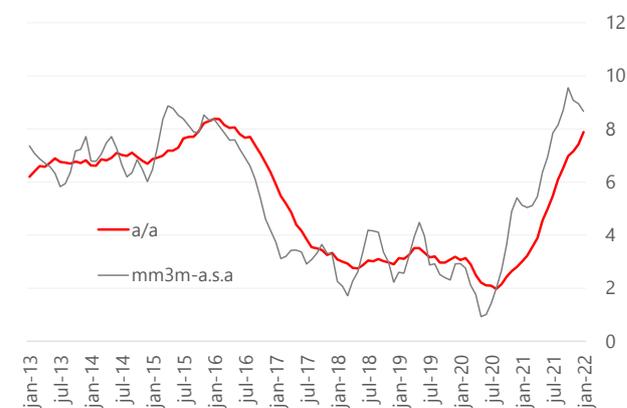
Continuamos vendo risco para cima vindo dos determinantes usuais da inflação (*commodities, expectativas e inércia*). Contudo, um risco *ad-hoc* de corte de impostos deixa nossa projeção de 6,0% para o IPCA 2022 razoavelmente balanceada. Mas como destacou o Copom na ata de sua última reunião, ações fiscais para conter preços podem elevar os riscos altistas para a inflação de 2023 em diante. [Veja detalhes no link](#).

Figura 12 – Detalhes do resultado do IPCA (%)

	m/m			a/a	
	jan/22	Santander	Desv.	dez/21	jan/22
IPCA	0,54	0,52	0,02	10,1	10,4
Administrados	-0,35	-0,24	-0,03	16,9	16,8
Livres	0,87	0,82	0,04	7,7	8,2
Alim. no dom.	1,44	1,25	0,03	8,2	8,6
Industriais	1,22	1,02	0,05	12,0	12,7
Serviços	0,39	0,49	-0,03	4,8	5,1
Núcleo EX3	1,04	1,01	0,01	7,1	7,6

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 13 – Média dos núcleos EX0, EX3, DP, MS, P55 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

⁷ Santander Brazil Inflation - "January's IPCA: No News Is Bad News" – (09/fev/2022) – Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-IPCA-jan22>



ATIVIDADE ECONÔMICA

Resultados modestos para o varejo em dezembro. A atividade varejista (ampliada) cresceu 0,3% m/m, abaixo do consenso de mercado (+0,8%). Com relação ao indicador restrito, vimos queda de 0,1% m/m, acima do consenso (-0,5%). Os detalhes indicam crescimento em cinco das dez categorias do varejo, com destaque para a surpresa positiva em veículos (+1,2% m/m) e para o crescimento de produtos farmacêuticos (+3,2% m/m). Entretanto, observamos números fracos para as demais categorias sensíveis ao crédito e à renda. O índice ampliado permanece 1.3% abaixo do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020) e nosso indicador proprietário (IGet) já aponta para uma queda relevante em janeiro. [Veja detalhes no link⁸.](#)

Surpresa positiva nos serviços em dezembro. A receita real dos serviços cresceu 1,4% m/m, consideravelmente acima do consenso de mercado (+0,6%) e em linha com a nossa projeção (+1,2%). O resultado posiciona o indicador 6,6% acima do patamar pré-pandemia, refletindo principalmente o crescimento nos segmentos mais sensíveis à mobilidade como transportes (+1,8% m/m) e serviços às famílias (+0,9% m/m). Este segmento permanece 11,2% abaixo do seu patamar pré-pandemia, e a sua normalização é uma das principais teses do nosso cenário de crescimento (ainda positivo) do PIB para 2022. Entretanto, estamos monitorando o impacto da variante Ômicron sobre as atividades mais sensíveis à mobilidade. Nosso indicador proprietário (IGet) já aponta para um impacto adverso em janeiro. [Veja detalhes no link⁹.](#)

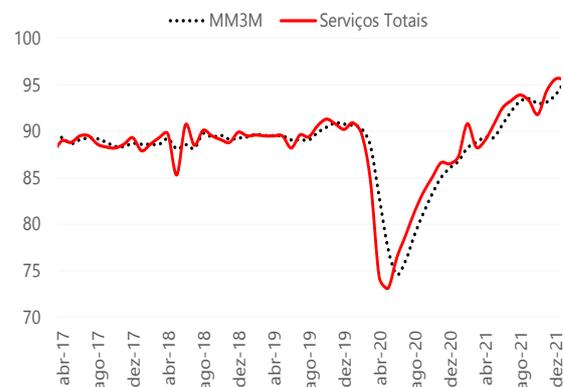
A proxy de PIB mensal do BCB (IBC-Br) mostrou alta de 0,33% m/m (+1,3% a/a), abaixo do consenso de mercado (+0,5%) porém com relevantes revisões altistas na série. Trata-se da segunda alta consecutiva, registrando uma estabilidade no trimestre (0% t/t). Com relação ao crescimento do PIB no 4T21 (resultado oficial do IBGE), nosso *tracking* está em +0,3% t/t, consistente com um crescimento de 4,5% do PIB em 2021. Os números apontam para um carregamento estatístico (*carryover*) de 0,1% para 2022. Esperamos alta de 0,7% para o PIB este ano. [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último *chartbook*¹⁰.](#)

Figura 14 – Vendas do varejo (a.s., 2012=100)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 15 – Receita real dos serviços (a.s., 2014=100)



Fontes: IBGE, Santander.

⁸ Santander Brazil Economic Activity: “*Tepid Retail Sales Figures in December*” – (09/fev/2022) - Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-020922>

Santander Brazil Economic Activity - “*IGET Janeiro: Varejo segue enfraquecendo na margem*” – (07/fev/2022) - Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGET-jan22>

⁹ Santander Brazil Economic Activity: “*Services Output Surprised to the Upside in December*” – (10/fev/2022) - Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-021022>

Santander Brazil Economic Activity: “*IGET Janeiro: Serviços desaceleram na margem*” – (04/fev/2022) - Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGETser-jan22>

¹⁰ 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>



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.