

## PROJETAMOS CRESCIMENTO DO PIB DE 0,4% NO 4T21

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

- Antes da escalada do conflito militar entre Rússia e Ucrânia – que suscitou um abrupto movimento de aversão global ao risco na quinta-feira (24 de fevereiro) – o real parecia fadado a um desempenho memorável na semana móvel encerrada naquela data, tendo a moeda testado o patamar de R\$5,00/US\$ nos últimos dias – menor nível desde junho de 2021. Ainda assim, o real foi uma das poucas moedas da cesta com as 31 divisas mais negociadas no mundo a se valorizar frente ao dólar no período. A taxa de câmbio fechou a semana móvel cotada a R\$5,12/US\$ (apreciação de 0,9%) e registrou o melhor desempenho da cesta. A curva local de juros nominais registrou um ligeiro *bull steepening* entre os vértices de 2 e 5 anos (queda mais pronunciada de taxas nos vencimentos curtos), apesar de dados inflacionários acima do esperado e do ambiente global de aversão a risco.
- Em meio às tensões na Europa Oriental que culminaram com a invasão da Rússia à Ucrânia, os preços das *commodities* dispararam novamente esta semana. Apesar da grande incerteza quanto às implicações desse choque geopolítico, as tensões em relação a essa crise significam que os preços das *commodities* tem pouco espaço para retroceder por ora, já que a Rússia é um importante fornecedor global de trigo, milho, petróleo, gás natural e alumínio. Estas matérias primas podem sofrer fortes pressões altistas até que haja mais clareza sobre as perspectivas geopolíticas. O índice agregado da *Bloomberg* subiu 3,3% na semana encerrada em 24 de fevereiro. Em moeda nacional, o índice subiu 2,3%.
- A arrecadação federal apresentou forte desempenho em janeiro, impulsionada por receitas atípicas, mas também pelo ciclo de *commodities* e inflação mais alta. A receita aumentou 18,3% a/a em termos reais e registrou o melhor resultado para o mês desde 1995. Com isso, o governo central apresentou superávit primário de R\$ 76,5 bilhões e o setor público teve resultado mensal recorde de R\$ 101,8 bilhões em janeiro (mês sazonalmente favorável às contas públicas). A dívida bruta caiu para 79,6% do PIB (-0,7 p.p. no mês). O Senado adiou a votação dos projetos de lei que afetam os preços dos combustíveis para 8 de março.
- O IPCA-15 de fevereiro ficou em 0,99% m/m, consideravelmente acima da nossa projeção e do consenso de mercado, ambos em 0,87%. A inflação em doze meses acelerou para 10,8% a/a, nível mais alto desde 2016, reforçando nossa visão de que o pico da inflação acumulada em 12 meses não ficará claro até abril ou maio. A composição permanece preocupante, já que a tendência anualizada das medidas de núcleo se encontra em torno de 9%. Em resumo, as leituras recentes do IPCA sugerem que o processo de desinflação enfrentará dificuldades adiante, e projetamos IPCA 2022 em 6,0% (consenso 5,6%).
- O Banco Central divulgou os dados de crédito para janeiro, mostrando crescimento nos saldos totais de 5,4% a/a. No segmento livre, as novas concessões cresceram 1,2% m/m-sa para famílias e 1,0% m/m-sa para empresas. O endividamento das famílias segue no maior patamar da série: 51,9% em novembro. Acreditamos que os dados apontam para riscos de maior inadimplência e menor crescimento das concessões adiante.
- De acordo com a PNAD, do IBGE, a taxa de desemprego foi de 11,1% nos três meses até dezembro. O número ficou abaixo da nossa estimativa (11,3%) e do consenso do mercado (11,2%). De acordo com nosso cálculo, o resultado implica queda (de 0,2 p.p.) na série com ajuste sazonal para 11,9%, a menor leitura desde março de 2020, após um pico recente de 15,0% (ciclo pós COVID-19). Nossas estimativas para os dados mensais do desemprego mostram um quadro mais positivo na margem. No entanto, o



crescimento da população ocupada deverá perder força nos próximos meses. Acreditamos que a taxa de desemprego ajustada sazonalmente voltará a subir à frente, especialmente no 2S22.

- Na próxima semana, o IBGE divulgará os dados do PIB do 4T21 na sexta-feira (4 de março). Os indicadores de atividade do período destacaram um 4T21 mais forte do que o previsto anteriormente, motivando-nos a elevar nossa projeção para +0,4% (de +0,2%) ante a nossa atualização de cenário de janeiro. Se confirmada nossa projeção, esse resultado seria consistente com um crescimento econômico de 4,6% em 2021, posicionando a economia 0,3% acima do patamar pré-pandemia (4T19) e implicando um carregamento estatístico (*carryover*) de 0,1% para 2022. Para 2022, projetamos uma desaceleração para 0,7%, reflexo de uma política monetária restritiva que deve começar a atingir a economia no 2S22.

**\*\*\* Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 24 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 (28/fev – 04/mar)**

<b>Indicadores / Eventos</b>	<b>Fonte</b>	<b>Referência</b>	<b>Data</b>	<b>Consenso</b>	<b>Anterior</b>
<b>China: PMI Serviços Oficial (pontos)</b>	<b>NBS</b>	<b>fev/22</b>	<b>Seg, 28-fev</b>	<b>50,7</b>	<b>51,1</b>
China: PMI Industrial Oficial (pontos)	NBS	fev/22	Seg, 28-fev	49,8	50,1
<b>China: Sondagem PMI Industrial (pontos)</b>	<b>Caixin</b>	<b>fev/22</b>	<b>Seg, 28-fev</b>	<b>49,2</b>	<b>49,1</b>
<b>EUA: ISM Industrial (pontos)</b>	<b>ISM</b>	<b>fev/22</b>	<b>Ter, 01-mar</b>	<b>57,9</b>	<b>57,6</b>
EUA: Emprego no Setor Privado (mil)	ADP	fev/22	Qua, 02-mar	323	-301
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	fev/22	Qua, 02-mar	50,8	51,4
Z. Euro: Núcleo CPI (% a/a)	Eurostat	fev/22	Qua, 02-mar	2,5	2,3
Z. Euro: Taxa de Desemprego (%PEA)	Eurostat	jan/22	Qui, 03-mar	7,0	7,0
Z. Euro: PPI (% a/a)	Eurostat	jan/22	Qui, 03-mar	27,0	26,2
<b>EUA: ISM Serviços (pontos)</b>	<b>ISM</b>	<b>fev/22</b>	<b>Qui, 03-mar</b>	<b>61,0</b>	<b>59,9</b>
<b>EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)</b>	<b>BLS</b>	<b>fev/22</b>	<b>Sex, 04-mar</b>	<b>400</b>	<b>467</b>
<b>EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)</b>	<b>BLS</b>	<b>fev/22</b>	<b>Sex, 04- mar</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>
<b>EUA: Rendimento Médio por Hora (% a/a)</b>	<b>BLS</b>	<b>fev/22</b>	<b>Sex, 04- mar</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>
EUA: Taxa de Participação (% PEA)	BLS	fev/22	Sex, 04- mar	62,2	62,2
Z. Euro: Vendas no Varejo (% m/m)	Eurostat	jan/22	Sex, 04- mar	1,3	2,0

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 13h da sexta-feira, 25 de fevereiro.


**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (28/fev – 04/mar)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
<b>Mercado financeiro fechado (Carnaval)</b>	--	--	<b>Seg, 28-fev</b>	--	--
<b>Mercado financeiro fechado (Carnaval)</b>	--	--	<b>Ter, 01-mar</b>	--	--
Balança comercial (US\$ bi)	SECINT	fev/22	Qui, 03-mar	2,8	-0,2
<b>PIB (% t/t)</b>	<b>IBGE</b>	<b>4T21</b>	<b>Sex, 04-mar</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>
<b>PIB (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>4T21</b>	<b>Sex, 04-mar</b>	<b>1,4</b>	<b>4,0</b>
<b>PIB acumulado em 4 trimestres</b>	<b>IBGE</b>	<b>4T21</b>	<b>Sex, 04-mar</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	fev/22	02 a 04-mar	-	126,5

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

**Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão de cenário<sup>1</sup>.**

<sup>1</sup> Santander Brasil – Revisão de Cenário– “Inflação e Selic mais altas, Câmbio mais forte” – (24/fev/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-Revcenario-fev22>


**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

**A semana foi marcada pelo início da invasão da Ucrânia por tropas russas.** Após reconhecer as regiões separatistas de Donetsk e Luhansk como estados independentes, o líder Russo Vladimir Putin ordenou a invasão da Ucrânia, com o objetivo de instalar um governo aliado à Rússia e de neutralizar as forças militares do país. Estados Unidos e Europa reagiram com sanções econômicas contra a Rússia, mas não impuseram medidas em torno das exportações de energia do país, uma vez que a União Europeia depende fortemente do gás natural importado da Rússia. Nesta sexta-feira (momento da edição), após o governo ucraniano sinalizar que está disposto a negociar, inclusive adotando posição de neutralidade em relação à OTAN, a Rússia se mostrou disposta a enviar uma delegação para dialogar.

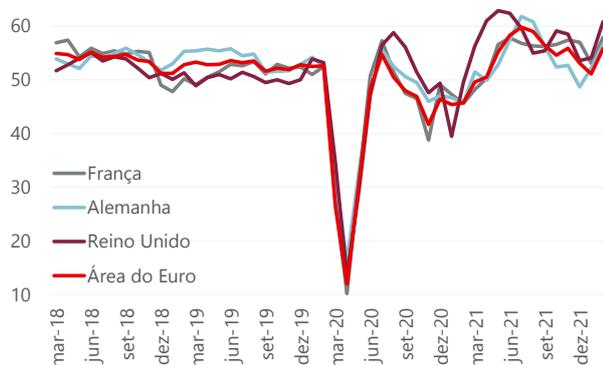
**Nos EUA, segue o debate em torno dos próximos passos do banco central (Federal Reserve) na condução da política monetária.** Diversos membros do Fed discursaram nos últimos dias (já após o início do conflito militar no Leste Europeu), reafirmando intenção de iniciar um processo de elevação da taxa de juros, com sinalizações mistas em relação à magnitude do primeiro movimento. O ciclo poderia começar com altas de 0,25 p.p. ou 0,5 p.p., condicional em parte aos números de inflação e de mercado de trabalho que ainda serão divulgados antes da próxima decisão de política monetária, marcada para o dia 16 de março.

**No calendário econômico, tivemos a divulgação dos números de PMI na área do Euro,** com surpresa positiva no componente de serviços, que acelerou de 51,1 para 55,8, refletindo a maior confiança do setor diante da melhora da pandemia. Nos EUA, tivemos os números de inflação (deflator dos gastos com consumidor – PCE, em inglês), principal indicador para o Federal Reserve, cujo núcleo acelerou para 5,2% a/a em janeiro, em linha com as expectativas de mercado, e apontando para um quadro de forte e persistente pressão inflacionária no país.

**Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em forte queda,** em um movimento de aversão ao risco provocado pelo conflito entre Rússia e Ucrânia. A curva de juros norte-americana teve abertura nos vencimentos mais curtos, e o dólar se fortaleceu diante das moedas de países de G10.

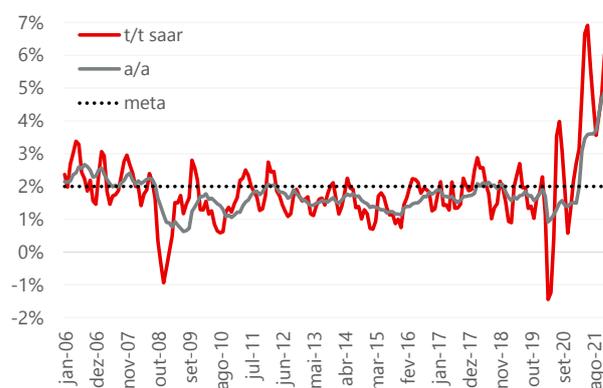
**Na próxima semana, teremos a divulgação dos números de mercado de trabalho referentes ao mês de fevereiro nos EUA,** particularmente importante no momento em que o Fed está para iniciar o processo de retirada de estímulos monetários. Na área do Euro, serão divulgados os números de inflação de fevereiro, e na China os dados das sondagens PMI, também para o mês de fevereiro.

Figura 4 – Europa: PMI de serviços (índice)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: Núcleo do PCE (% anual)



Fontes: Bloomberg, Santander.



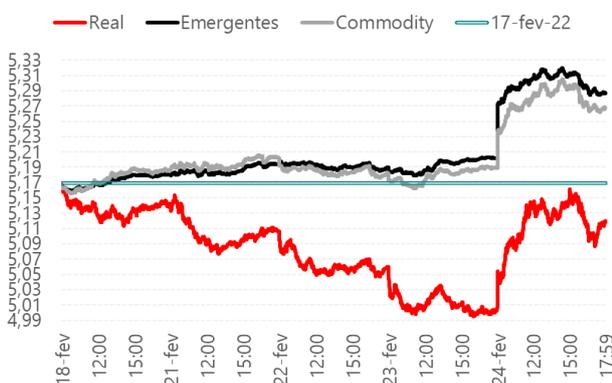
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Antes da escalada do conflito militar entre Rússia e Ucrânia – que suscitou um abrupto movimento de aversão global ao risco na quinta-feira (24 de fevereiro) – o real parecia caminhar para um desempenho muito positivo na semana móvel encerrada naquela data, tendo a moeda testado o patamar de R\$5,00/US\$ nos últimos dias – menor nível desde junho de 2021. Ainda assim, o real foi uma das poucas moedas da cesta com as 31 divisas mais negociadas no mundo a se valorizar frente ao dólar no período. A taxa de câmbio fechou a semana móvel cotada a R\$5,12/US\$ (apreciação de 0,9%) e registrou o melhor desempenho da cesta. Em nossa visão, o real continua respaldado pela continuação da tendência global de realocação de ativos (movimento possivelmente exacerbado pelas tensões no Leste Europeu), pela manutenção de preços favoráveis de *commodities* (condição também majorada pelo conflito Rússia-Ucrânia), pelo elevado diferencial entre juros domésticos e externos, e pelas conjecturas construtivas dos mercados quanto à política econômica local à frente. Embora a semana tenha contado com um calendário recheado de eventos econômicos tanto no âmbito local quanto no internacional, o tema geopolítico acabou sendo o protagonista nos últimos dias. Antes da invasão russa à Ucrânia, a taxa de câmbio flutuava ao redor de R\$5,00/US\$ (valorização de 3,0% frente à semana anterior) e, em nossa visão, poderia se valorizar ainda mais (no curto prazo). Após a ação militar russa, a taxa de câmbio devolveu parte da apreciação. Avaliamos que as incertezas trazidas pelo conflito poderão limitar o apetite global por ativos de risco e dificultar valorização adicional do real no curtíssimo prazo.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominais observou leve queda no segmento de 2 a 5 anos, apesar de uma leitura desfavorável de inflação e um ambiente de aversão a risco global. Desde a última quinta-feira (17 de fevereiro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) caiu 7 p.b. para 11,95%, enquanto a ponta longa (futuro de DI com vencimento em jan/27) caiu 4 p.b. para 11,29%. Concomitantemente, a inclinação neste segmento subiu 4 p.b. para -66 p.b., mantendo o padrão de inversão na curva. Na ponta curta, houve um alívio mesmo com um dado de inflação consideravelmente desfavorável (veja detalhes na seção de Inflação) e com preços de *commodities* em alta. Lembramos que o BCB estima que 70% do desvio da inflação com relação a meta em 2021 foi por conta de inflação “importada”. Tanto a curva como mercado de opções continuam apreçando que uma alta de 100 p.b. na Selic no próximo Copom é o cenário mais provável (em linha com nossa projeção). Na ponta longa, na ausência de notícias locais sobre a política fiscal, a queda dos juros parece ter sido influenciada pelo arrefecimento dos juros longos dos EUA (*10-year US Treasuries yield*), que caíram por conta do aumento da aversão global ao risco na esteira de aumento de tensões geopolíticas. Fundamentalmente, continuamos a observar um ambiente de elevada incerteza para a economia brasileira, e continuamos enxergando espaço para uma alta dos juros domésticos na parte longa da curva e aumento da inclinação, especialmente após o pico da inflação e da Selic ficarem claros.

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

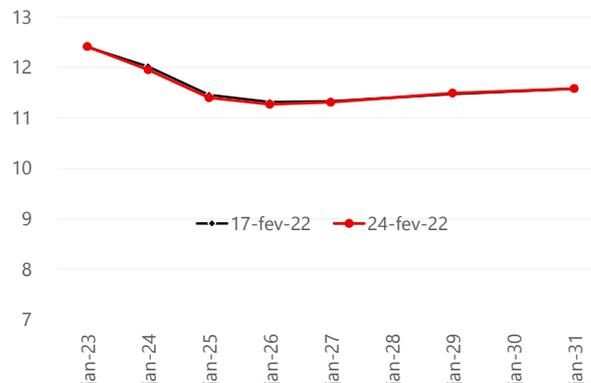


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 24/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, 24/fev/2022.



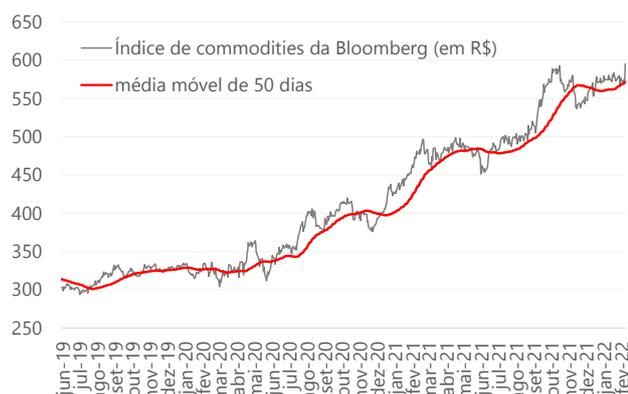
## COMMODITIES

Em meio às tensões na Europa Oriental que culminaram com a invasão da Rússia à Ucrânia, os preços das *commodities* dispararam novamente esta semana. Apesar da grande incerteza quanto as implicações desse choque geopolítico, as tensões em relação a essa crise significam que os preços das *commodities* tem pouco espaço para retroceder por ora, já que a Rússia é um importante fornecedor global de trigo, milho, petróleo, gás natural e alumínio. Estas matérias primas podem sofrer fortes pressões altistas até que haja mais clareza sobre as perspectivas do conflito. O índice agregado da *Bloomberg* em moeda nacional subiu 2,3% na semana encerrada em 24 de fevereiro. Em dólares, o índice subiu 3,3%, com o sub-índice de Agricultura subindo 5,1%, o sub-índice de Energia subiu 4,6% e o sub-índice de Metais Industriais avançando 1,6%. Estoques baixos para grande parte das matérias-primas, juntamente com fatores idiossincráticos (clima adverso, baixo investimento passado e alto custo de produção) e fatores geopolíticos têm alimentado o rali das *commodities* no início de 2022.

**Petróleo Brent sobe para US\$ 100/barril com a Rússia iniciando ações militares na Ucrânia.** O petróleo Brent subiu 7%, atingindo o nível mais alto desde 2014, depois que tropas russas começaram a invadir a Ucrânia. A Europa depende da Rússia para o fornecimento de um quarto do consumo de petróleo e um terço da utilização de gás, de modo que uma escalada do conflito pode eventualmente levar a restrições de oferta em um mercado de energia já bastante apertado. 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.

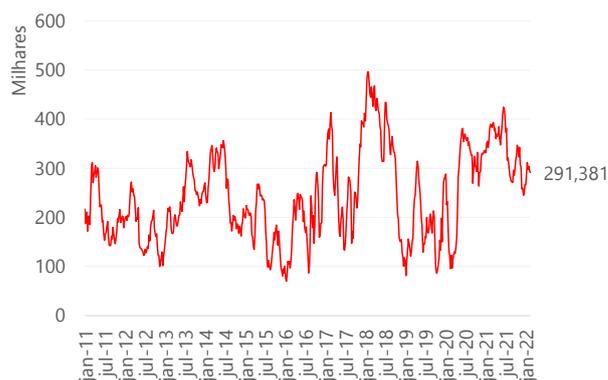
**Agricultores americanos devem plantar menos milho e mais soja do que no ano passado.** De acordo com as estimativas do USDA<sup>2</sup> em sua conferência anual, a área de plantio de milho este ano pode diminuir para 92,0 milhões de acres (de 93,4 milhões em 2021), enquanto a área de soja pode aumentar para 88,0 milhões de acres (de 87,2 milhões em 2021). As intenções de plantio dos agricultores estão sendo monitoradas com atenção especial esse ano, já que aumentos na área de plantio podem ajudar a aliviar os altos preços de grãos e oleaginosas que continuam a pressionar a inflação de alimentos. As estimativas<sup>3</sup> formais do USDA serão publicadas no Relatório de Intenção de Plantio e no Relatório Trimestral de Estoques em 31 de março.

Figura 8 – Índice de *commodities* da Bloomberg



Fontes: Bloomberg, Santander.

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



Fontes: COT, Santander.

<sup>2</sup> United States Department of Agriculture.

<sup>3</sup> Relatório é feito com base em pesquisas com milhares de produtores americanos.



## POLÍTICA E LEGISLAÇÃO FISCAL

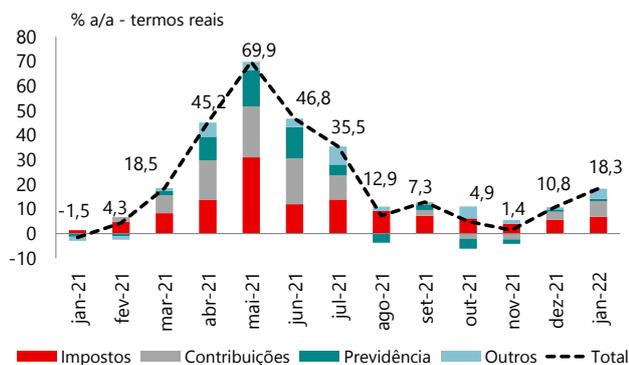
**Em janeiro, novo aumento do custo da dívida interna.** Em 23 de fevereiro, o Tesouro Nacional (TN) divulgou o Relatório Mensal da Dívida de janeiro. A emissão de dívida atingiu R\$ 119 bilhões, abaixo da média mensal de 2021 (R\$ 138 bilhões). Os títulos prefixados foram o destaque nos resgates, totalizando R\$ 138 bilhões em janeiro. O custo de novas emissões locais subiu 0,4 p.p. para 8,9% a.a., refletindo a Selic mais alta. A reserva de liquidez da dívida pública caiu R\$ 54 bilhões para R\$ 1,13 trilhão, mas ainda cobrindo ~11 meses de vencimento da dívida. Esperamos que as reservas de liquidez aumentem R\$ 72 bilhões até março devido à transferência de parte do lucro do BCB ao TN. Em nossa visão, apesar dos níveis confortáveis de reservas de liquidez para enfrentar as incertezas de 2022, as perspectivas para a gestão da dívida continuam desafiadoras no médio prazo, principalmente após sucessivas elevações das estimativas de Selic e IPCA.

**A arrecadação federal apresentou forte desempenho em janeiro, impulsionada por receitas atípicas, mas principalmente influenciada pelo ciclo de commodities (e inflação).** A arrecadação subiu 18,3% a/a em termos reais e registrou o melhor resultado para o mês desde 1995. Além da receita atípica de R\$12 bilhões, o resultado foi afetado pelos mesmos fatores que levaram a um desempenho robusto em 2021, como os números positivos de atividade no final de 2021 e o efeito-preço (maior inflação e melhores termos de troca). Para os próximos meses, continuamos esperando resultados positivos na arrecadação, mas esperamos uma desaceleração em função do processo de desinflação que projetamos adiante, principalmente a partir do 2T22. Para 2022, projetamos crescimento de 1,0% a/a em termos reais da arrecadação. **Na esteira de fortes receitas, o governo central registrou um robusto superávit primário de R\$ 76,5 bilhões em janeiro.** De acordo com os dados divulgados pelo Tesouro em 24 de fevereiro, esse foi o melhor resultado mensal da série histórica (em parte, favorecido pela sazonalidade favorável para as contas públicas no início do ano). As despesas aumentaram 2,2% a/a, enquanto as receitas aumentaram 17,8% a/a, ambas em termos reais. Para 2022, esperamos que o governo central apresente um déficit de R\$ 100 bilhões, com base em um esperado aumento de despesas e um arrefecimento no crescimento das receitas. O balanço de riscos para nossas estimativas enquanto é neutro por ora, uma vez que a receita pode aumentar ainda mais com os preços mais altos das *commodities*, e o estímulo fiscal via redução nos tributos pode pesar na arrecadação.

**Segundo dados do BCB, divulgados em 25 de fevereiro, o resultado do setor público atingiu superávit primário de R\$ 101,8 bilhões em janeiro, recorde mensal na série histórica.** Destaque para os governos regionais, com superávit primário de R\$20 bilhões, acima da nossa expectativa de R\$16,5 bilhões. Para 2022, estimamos déficit primário do setor público de R\$ 75 bilhões (0,8% do PIB), com viés de alta. Por sua vez, a dívida bruta caiu para 79,6% do PIB em janeiro, de 80,3% em dezembro. Projetamos que a dívida bruta deverá subir a 84,8% do PIB no final de 2022.

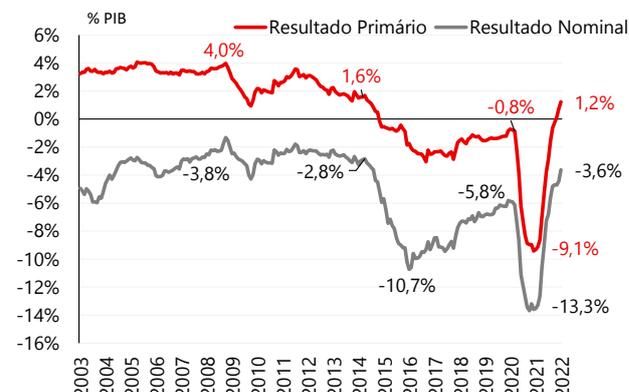
**Por fim, o Senado adiou para 8 de março a votação dos projetos de lei que visam conter os preços de combustíveis.** A nosso ver, o parlamento e o Executivo não chegaram a um consenso sobre as propostas, e o tema provavelmente será mais amplamente debatido antes da votação em plenário.

Figura 10 – Arrecadação federal (% a/a)



Fontes: Receita Federal; Santander

Figura 11 – Resultado do setor público (% PIB)



Fontes: Banco Central do Brasil; Santander



## INFLAÇÃO

O IPCA-15 de fevereiro ficou em **0,99% m/m**, muito acima da nossa projeção e do consenso de mercado, ambos em **0,87%**. A inflação em doze meses acelerou para **10,8% a/a** vindo de **10,2%**, alcançando o maior patamar desde 2016 e reforçando nossa visão de que o pico da inflação acumulada em 12 meses não ficará claro até pelo menos até março ou abril deste ano e que o processo de desinflação a diante será difícil.

**As surpresas foram espalhadas entre os grupos.** Serviços contribuíram com +2 p.b. para o erro da projeção, bens industriais com +3 p.b., preços regulados com +2 p.b. e alimentos com +4 p.b. O destaque continua sendo a aceleração de serviços em termos tendenciais—atingindo a marca de **8,0% mm3m-a.s.a.**—enquanto bens industriais seguem sob pressão—com a tendência girando em torno de **14,4%**. Ou seja, uma composição desfavorável da inflação.

**As medidas subjacentes pioraram mais na margem.** A média das principais medidas de núcleo acelerou para **9,5 mm3m-a.s.a.** e a difusão voltou para níveis perto das máximas recentes, em **68,4%** (em termos dessazonalizados).

**Em suma, esta leitura reforça nossa visão já cautelosa quanto ao cenário de inflação.** Continuamos projetando um pico da inflação para abril ou meio, mas o nível e a composição da inflação ainda serão fontes de preocupação, mantendo o balanço de riscos pendendo para cima em nossa projeção do IPCA 2022, atualmente em **6,0%**. [Veja detalhes no link<sup>4</sup>.](#)

Figura 12 – Detalhes do resultado do IPCA (%)

	m/m			a/a	
	fev/22	Santander	Desv.	jan/22	fev/22
<b>IPCA</b>	<b>0,99</b>	<b>0,87</b>	<b>0,12</b>	<b>10,2</b>	<b>10,8</b>
Administrados	0,09	0,00	0,02	16,6	16,4
Livres	1,32	1,20	0,09	8,0	8,8
Alim. no dom.	1,49	1,23	0,04	8,5	9,5
Industriais	1,17	1,04	0,03	12,3	13,0
Serviços	1,36	1,30	0,02	5,1	6,0
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,88</b>	<b>0,85</b>	<b>0,01</b>	<b>7,5</b>	<b>8,1</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 13 – Núcleo EX3 (industriais e serviços subjacentes)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

<sup>4</sup> Santander Brazil Inflation - "February's IPCA-15: Nothing Is So Bad That It Can't Get Worse" – (23/fev/2022) – Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-IPCA15-feb22>



## CRÉDITO

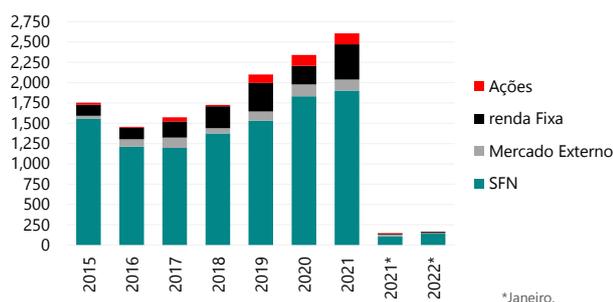
**Em janeiro, o saldo total de empréstimos do Sistema Financeiro Nacional (SFN) ficou em R\$ 4,7 trilhões, o que representa crescimento real de 5,4% a/a.** Para as famílias, os empréstimos aumentaram 10% a/a; para as empresas não financeiras, houve queda de 0,5%.

As concessões reais e sazonalmente ajustadas (pela metodologia do Banco Central do Brasil) registraram um aumento significativo, +12% em janeiro em relação ao valor de dezembro (-11,5% m/m-sa em dezembro de 2021). Para as famílias, o segmento não direcionado apresentou aumento de 1,2% m/m-sa. Os destaques foram o crédito pessoal total (-7,1% m/m-nsa), que continua recuando, e os cartões de crédito (-8,5% m/m-nsa), que registraram a primeira queda após seis meses consecutivos de números positivos. No segmento direcionado, as famílias registraram um aumento substancial (15,4% m/m-sa). O financiamento imobiliário e o crédito rural caíram (-20% m/m-nsa e -30,3% m/m-nsa, respectivamente), mas outras modalidades apresentaram variação positiva (15,4% m/m-nsa). Para as empresas, houve queda de 1,0% m/m-sa em janeiro no segmento livre. O segmento direcionado registrou um aumento significativo de 30% m/m-sa, após a queda de dezembro (-7% m/m-sa).

Considerando o financiamento corporativo total (novos empréstimos no SFN, dívidas e emissões de ações no mercado de capitais), no acumulado até janeiro de 2022, as emissões no mercado de capitais foram 12% menores em comparação ao mesmo período do ano anterior, enquanto as concessões do SFN aumentaram 38%. Como resultado, o financiamento corporativo total cresceu 12% em relação ao mesmo período de 2021.

Ainda em relação ao crédito livre, a taxa de inadimplência ajustada sazonalmente (percentual do crédito vencido há 90 dias) ficou em 4,6% e 1,6%, respectivamente, para pessoas físicas e jurídicas. É importante ressaltar que apesar da mudança na metodologia do BC, o comprometimento da renda das famílias continuou atingindo o maior número da série, 51,9%, em novembro; excluindo o financiamento imobiliário, o comprometimento das famílias foi de 32,6%. Além disso, a endividamento familiar permaneceu em 27,9% em novembro; excluindo o financiamento imobiliário, o endividamento familiar foi de 25,6%. Olhando a frente, vemos os números indicam riscos para a inadimplência e para o crescimento das concessões creditícias adiante. [Veja detalhes no link<sup>5</sup>](#).

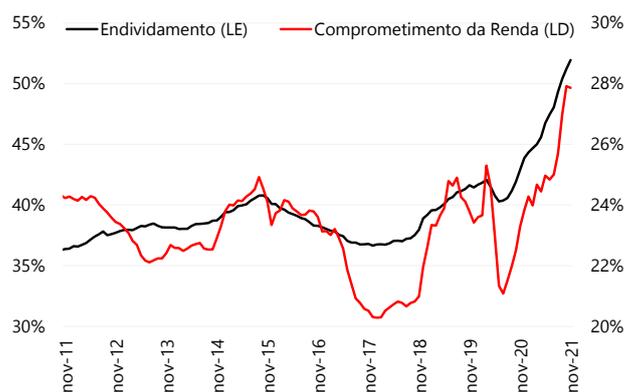
**Figura 14 – Financiamento corporativo total (R\$ trilhões)**



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.  
 Renda Variável - IPO e follow-on.

Fontes: Banco Central do Brasil, Anbima, Santander.

**Figura 15 – Endividamento do Consumidor**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

<sup>5</sup> Santander Brazil Economic Activity: "All in All, Solid 4Q21 GDP Growth Expected" – (24/fev/2022) – Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-GDP-p-4Q21>



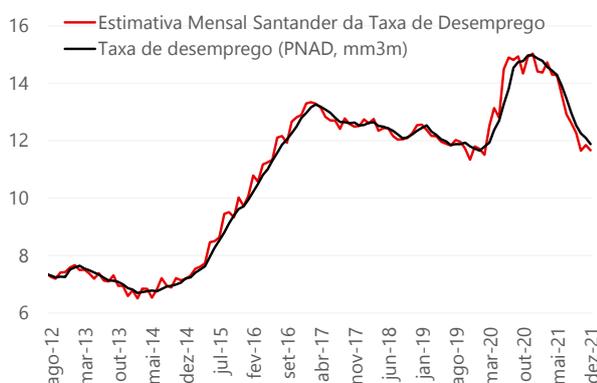
## ATIVIDADE ECONÔMICA

**Taxa de desemprego abaixo do esperado em dezembro.** De acordo com a PNAD, do IBGE, a taxa de desemprego foi de 11,1% nos três meses até dezembro. O valor ficou abaixo da nossa estimativa (11,3%) e do consenso do mercado (11,2%). A taxa de participação no mercado de trabalho ficou em 62,0% (a.s.), estável em relação a novembro e 1,0 p.p. abaixo do nível pré-pandemia (fevereiro de 2020). Todos os dados da PNAD são baseados em uma média móvel de três meses. Estimamos que a taxa mensal de desocupação tenha ficado em 11,7% (a.s.) em dezembro, ante 11,8% em novembro. Esse resultado derivou de variações de +0,8% e +0,6% m/m na população ocupada e na força de trabalho, respectivamente. Portanto, nossas estimativas para os dados mensais mostram um quadro mais positivo na margem. A massa salarial real habitual diminuiu 0,1% m/m em dezembro, e está 8,0% abaixo da marca pré-crise. O resultado da PNAD de dezembro mostra que o mercado de trabalho acelerou na margem. Contudo, o crescimento da população ocupada deverá perder força nos próximos meses, e a taxa de participação deve retornar a patamares mais próximos do nível pré-crise, de forma que acreditamos que a taxa de desemprego ajustada sazonalmente começará a subir novamente em breve. Os indicadores de rendimento médio real continuaram em queda na margem e permanecem substancialmente abaixo de suas marcas pré-crise, principalmente devido à manutenção da inflação elevada. [Veja detalhes no link<sup>6</sup>.](#)

**Sinais mistos nos indicadores de confiança econômica de fevereiro.** De acordo com a FGV, a confiança do consumidor subiu 5,1% m/m, encerrando uma sequência de três quedas consecutivas e posicionando o indicador 11,3% abaixo do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020). A confiança industrial continuou a se enfraquecer, recuando 1,7% m/m e registrando a sétima queda consecutiva, à medida que ventos contrários, como a escassez global de insumos e o deslocamento da demanda de volta para os serviços, continuam afetando a indústria doméstica.

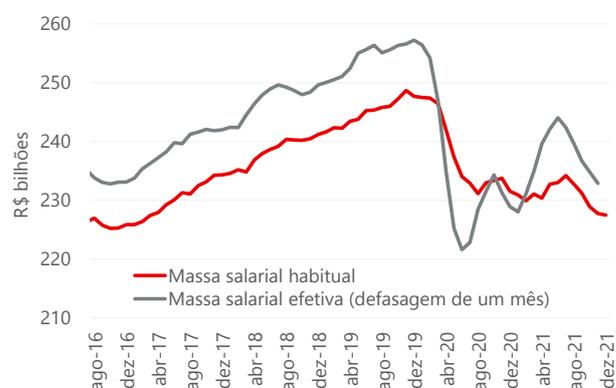
**Na próxima semana, o IBGE divulgará os dados do PIB do 4T21 na sexta-feira (4 de março).** Os indicadores de atividade do período destacaram um 4T21 mais forte do que o previsto anteriormente, motivando-nos a elevar nossa projeção para +0,4% (de +0,2%) ante a nossa atualização de cenário de janeiro. Se confirmada nossa projeção, esse resultado seria consistente com um crescimento econômico de 4,6% em 2021, posicionando a economia 0,3% acima do patamar pré-pandemia (4T19) e implicando um carregamento estatístico (*carryover*) de 0,1% para 2022. Para 2022, projetamos uma desaceleração para 0,7%, reflexo de uma política monetária restritiva que deve começar a atingir a economia mais severamente no 2S22. [Veja detalhes no link<sup>7</sup>.](#)

**Figura 16 – Taxa de desemprego (a.s.)**



Fontes: IBGE, Santander.

**Figura 17 – Massa salarial real (a.s.)**



Fontes: IBGE, Santander.

<sup>6</sup> Santander Brazil Labor Market: “A Better Print in December, Outlook Still Challenging” – (24/fev/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-labor-022422>

<sup>7</sup> Santander Brazil Economic Activity: “All in All, Solid 4Q21 GDP Growth Expected” – (24/fev/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-GDP-p-4Q21>



## 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.