

CALENDÁRIO MACRO REPLETO DE DIVULGAÇÕES

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

- Sem indícios de trégua no conflito militar entre Rússia e Ucrânia, os preços das *commodities* seguem subindo em dólares. No Brasil, a valorização do real ajudou a amortecer o movimento nos últimos dias: o índice agregado da Bloomberg em reais recuou -0,5% na semana encerrada em 24 de março. Em dólares, o índice avançou 3,9% no mesmo período.
- Na semana móvel encerrada em 24 de março, a taxa de câmbio rompeu o patamar de R\$4,80/US\$ em termos intradiários pela primeira vez desde março de 2020. O câmbio fechou cotado a R\$4,83/US\$, com valorização de 4,4% frente ao dólar no período, mostrando o melhor desempenho na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, o *rally* nos preços de *commodities* e o surpreendentemente forte apetite global por risco podem ter compensado, uma vez mais, as contribuições adversas do noticiário sobre política monetária nesta semana (tanto no Brasil – com sinais menos contracionistas do Banco Central – quanto nos EUA – com o tom contracionista apresentado pelo Fed).
- Embora o tom mais duro mostrado por integrantes do FOMC tenha propiciado elevação de taxas na curva das *U.S Treasuries* (títulos públicos norte-americanos), a curva de juros local registrou um *bull flattening* (queda de juros em toda a curva, especialmente nos vencimentos mais longos), seguindo os sinais de que o BCB planeja encerrar o ciclo de aperto monetário em maio.
- Nesta semana, o Banco Central do Brasil (BCB) reafirmou mais de uma vez seu “plano de voo” de subir a taxa de juros em 100 p.b. na reunião de maio e encerrar o ciclo em 12,75%, nível que o Copom entende ser consistente com uma inflação do IPCA em torno da meta central (3,25%) em 2023. Projetamos alta de 100 p.b. em maio e um último movimento de 50 p.b. (a 13,25%) em junho. Apesar do plano de voo do BCB ser bastante claro, nossa expectativa para este último movimento em junho deriva de nossa visão de que as expectativas para 2023 podem continuar subindo, antes de eventual estabilização.
- Nosso indicador proprietário (IGet) sugere que o setor terciário continuou a se recuperar em março da queda observada em janeiro, que vemos como reflexo da disparada de contaminações pela variante Ômicron. A nossa *proxy* para os serviços às famílias subiu 12,7% m/m, enquanto que a nossa *proxy* para o varejo ampliado subiu 1,8% m/m para o mês de março. Na próxima sexta-feira (1 de abril) a produção industrial de fevereiro será divulgada, e esperamos alta de 0,8% m/m.



- Na próxima semana, o calendário traz dados do mercado de trabalho em fevereiro. Na terça-feira (29 de março), o Ministério do Trabalho divulgará os dados de geração de empregos formais do CAGED, e nossa estimativa é de +102 mil, de acordo com nosso ajuste sazonal preliminar (janeiro: +137 mil). Na quinta-feira (31 de março), será divulgada a PNAD, do IBGE: estimamos queda da taxa de desemprego de 0,1 p.p. para 11,4% em nossa série com ajuste sazonal.
- O IPCA-15 de março ficou em 0,95% m/m, acima da nossa projeção (0,83%) e do consenso de mercado (0,85%). Em bases anuais, o índice acelerou para 10,79% a/a, reforçando nossa visão de que o pico da inflação acumulada em 12 meses não ficará claro até maio. A tendência na margem ficou próxima de 10,1% mm3m-a.s.a., sugerindo que o processo de desinflação adiante será difícil.
- O Ministério da Economia publicou a primeira revisão bimestral das projeções orçamentárias para 2022, mostrando uma redução na estimativa do déficit primário para R\$ 66,9 bilhões, ante R\$ 76,2 bilhões no Orçamento (LOA 2022). A revisão foi impulsionada pela expectativa de maiores receitas, principalmente em função da alta no preço do petróleo. A próxima semana terá a divulgação de diversos indicadores fiscais para o mês de fevereiro: projetamos déficit primário consolidado de R\$ 8,6 bilhões no mês.
- Esperamos que os dados do balanço de pagamentos de fevereiro (com publicação na segunda-feira, 28 de março) e saldo da balança comercial de março (publicação na sexta-feira, 1 de abril) reforcem a visão construtiva dos mercados acerca da posição externa da economia brasileira. De acordo com nossos cálculos, o déficit em transações correntes deverá ter atingido US\$ 1,6 bilhão (o que implica déficit de US\$25,4 bilhões nos últimos 12 meses, ante a US\$27,9 bilhões em janeiro) e o superávit comercial chegará a US\$ 8,9 bilhões (o que implica superávit de US\$ 66,0 bilhões nos últimos 12 meses, ante a US\$ 61,0 bilhões em janeiro).

***** Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 24 de março 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 (26/mar – 01/abr)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Lucros da Indústria (% a/a)	NBS	fev/22	Sab, 26-mar	--	178,9
EUA: Confiança Econômica (pontos)	C.Board	mar/22	Ter, 29-mar	107,0	110,5
EUA: Abertura de Postos de Trabalho (milhões)	BLS	fev/22	Ter, 29-mar	11,3	11,3
China: PMI Industrial Oficial (pontos)	NBS	mar/22	Qua, 30-mar	50,0	50,2
China: PMI Serviços Oficial (pontos)	NBS	mar/22	Qua, 30-mar	50,6	51,6
EUA: Emprego no Setor Privado (mil)	ADP	mar/22	Qua, 30-mar	450	475
Z. Euro: Indicador de Confiança	EC	mar/22	Qua, 30-mar	109	114
EUA: Renda Pessoal (% m/m)	BEA	fev/22	Qui, 31-mar	0,5	0,0
EUA: Gasto Pessoal (% m/m)	BEA	fev/22	Qui, 31-mar	0,5	2,1
EUA: Deflator PCE núcleo (% a/a)	BEA	fev/22	Qui, 31-mar	5,5	5,2
Z. Euro: Taxa de Desemprego (%PEA)	Eurostat	fev/22	Qui, 31-mar	6,7	6,8
EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)	BLS	mar/22	Sex, 01-abr	480	678
EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)	BLS	mar/22	Sex, 01-abr	3,7	3,8
EUA: Ganho Médio por Hora (% a/a)	BLS	mar/22	Sex, 01-abr	5,5	5,1
EUA: Taxa de Participação (% PEA)	BLS	mar/22	Sex, 01-abr	62,4	62,3
EUA: ISM Industrial	ISM	mar/22	Sex, 01-abr	58,8	58,6
Z. Euro: Núcleo CPI (%a/a)	Eurostat	mar/22(p)	Sex, 01-abr	3,1	2,7

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 14h30 da sexta-feira, 25 de março.

**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (26/mar – 01/abr)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Transações Correntes (US\$ bi)	BCB	fev/22	Seg, 28-mar	-1,6	-8,1
Investimento Direto no País (US\$ bi)	BCB	fev/22	Seg, 28-mar	11,2	4,7
Confiança da Construção (índice)	FGV	mar/22	Seg, 28-mar	--	93,7
Confiança da Indústria (índice)	FGV	mar/22	Ter, 29-mar	--	96,7
Relatório Mensal da Dívida (R\$ tri)	STN	fev/22	Ter, 29-mar	--	5,6
Empregos Formais (milhares)	CAGED	fev/22	Ter, 29-mar	180,0	155,1
Empregos Formais (milhares, a.s.)	CAGED	fev/22	Ter, 29-mar	102,0	137,0
Resultado Primário – Gov. Central (R\$ bi)	STN	fev/22	Qua, 30-mar	-12,6	76,5
IGP-M (% m/m)	FGV	mar/22	Qua, 30-mar	1,46	1,83
IGP-M (% a/a)	FGV	mar/22	Qua, 30-mar	14,45	16,12
Confiança dos Serviços (índice)	FGV	mar/22	Qua, 30-mar	--	89,2
Confiança do Comércio (índice)	FGV	mar/22	Qua, 30-mar	--	87
Relatório de Crédito Bancário	BCB	fev/22	Qua, 30-mar	--	467,1
Dívida Líquida - Setor Público (% PIB)	BCB	fev/22	Qui, 31-mar	57,4	56,6
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	fev/22	Qui, 31-mar	-8,6	101,8
Taxa de Desemprego (% PEA)	IBGE	fev/22	Qui, 31-mar	11,3	11,2
Taxa de Desemprego (% PEA, a.s.)	IBGE	fev/22	Qui, 31-mar	11,4	11,5
Produção Industrial (% m/m)	IBGE	fev/22	Sex, 01-abr	-4,3	-2,4
Produção Industrial (% a/a)	IBGE	fev/22	Sex, 01-abr	0,8	-7,2
Balança comercial (US\$ bi)	SECINT	mar/22	Sex, 01-abr	8,9	4,0
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	fev/22	28 a 01-abr	149,5	235,3
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	mar/22	01 a 05-abr	--	129,2

Fonte: Santander, Bloomberg. ** Consenso de mercado

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

¹ 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

O presidente do banco central norte-americano (Federal Reserve) Jerome Powell, além de outros dirigentes, voltaram a discursar nesta semana, trazendo uma sinalização contracionista (*hawkish*). No início da semana, Powell sinalizou que o Fed pode vir a acelerar o ritmo de altas nos juros já na próxima reunião. Outros membros do Fed também se manifestaram e, em sua maioria, se mostraram abertos para uma normalização mais acelerada da política monetária e de uma taxa terminal de ciclo contracionista (i.e., com juros acima da taxa neutra), como forma de reduzir as pressões inflacionárias.

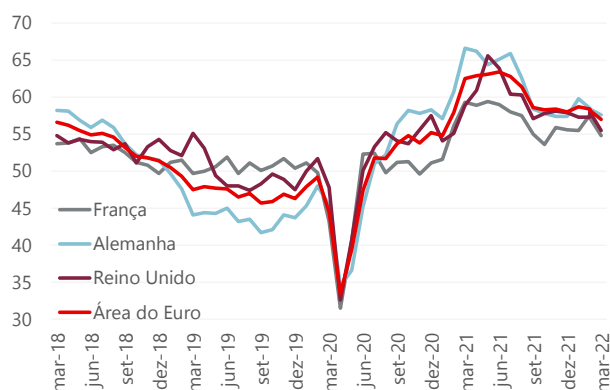
No continente europeu, seguem as tensões envolvendo o conflito entre Rússia e Ucrânia. Os russos seguem com dificuldades em ocupar as principais cidades ucranianas, e um acordo entre as partes parece cada vez mais improvável. O prolongamento do conflito coloca ainda mais pressão nos preços de *commodities*, especialmente nas agrícolas e energéticas. O bloco europeu ameaça bloquear as importações de gás natural e de petróleo da Rússia, mas encontra dificuldade de encontrar outras fontes que possam suprir as suas necessidades.

No calendário econômico, o destaque ficou para a previa de marco dos PMIs na área do Euro. Os números seguiram mostrando uma atividade robusta, tanto do lado industrial como no setor de serviços, superando as expectativas de mercado e provavelmente sem refletir por ora os impactos do conflito entre Rússia e Ucrânia. O indicador industrial ficou em 57 pontos, e o índice de serviços em 54,8 pontos. No entanto, a atividade deve sofrer com os impactos do conflito e os indicadores devem passar a piorar nos meses a frente. Uma amostra disso foi o resultado da sondagem IFO na Alemanha para o mês de março, cujo índice de expectativas recuou de 98,4 para 85,1 pontos (consenso: 92,0), menor patamar desde meados de 2020.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em alta, exceto as europeias que tiveram queda. A curva de juros norte-americana seguiu observando forte abertura em todos os seus vértices, e o dólar se fortaleceu contra moedas de países de G10. Um provável resultado da sinalização contracionista dada pelo Fed.

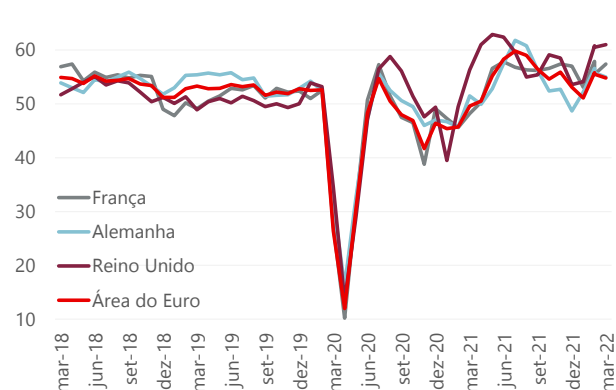
Na próxima semana, o foco estará na divulgação, nos EUA, dos números de inflação (PCE) de fevereiro, assim como os dados do mercado de trabalho em março. Na área do Euro, serão divulgados os números de inflação de março, e na China os dados de PMI, também para o mês de março.

Figura 4 – Europa: PMI Industrial (índice)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – Europa: PMI de serviços (índice)



Fontes: Bloomberg, Santander.



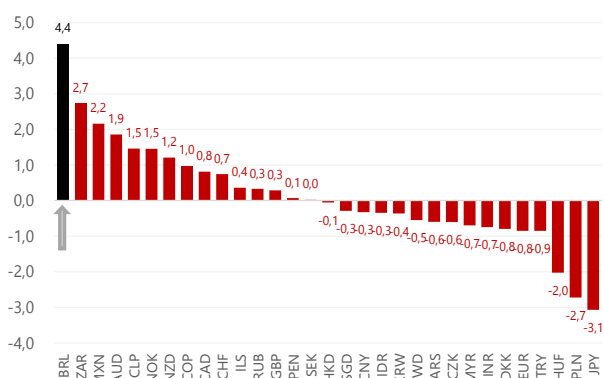
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na semana móvel encerrada em 24 de março, a taxa de câmbio rompeu o patamar de R\$4,80 em termos intradiários pela primeira vez desde março de 2020. O câmbio fechou cotado a R\$4,83/US\$, com valorização de 4,4% frente ao dólar no período, mostrando o melhor desempenho na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Este robusto desempenho poderia ter sido ainda melhor, já que a taxa de câmbio chegou a R\$4,76/US\$ em termos intradiários na quinta-feira. O real registrou valorização de aproximadamente 20 centavos frente ao dólar durante a semana, não obstante as mensagens contracionistas (*hawkish*) emitidas por membros do FOMC. O chefe da autoridade monetária norte-americana, Jerome Powell, e outros membros do comitê de política monetária (FOMC) foram claros quanto à alta probabilidade de aceleração no ritmo de aperto monetário na próxima reunião e as chances de uma taxa contracionista no fim do ciclo, o que provocou elevação dos rendimentos das *U.S. Treasuries*. Ademais, no fronte doméstico, o tom do BCB na ata do Copom e no Relatório Trimestral de Inflação (RTI) do 1T22 sugeriu que o atual ciclo de aperto monetário poderá ser encerrado em maio, o que significa que o patamar terminal da Selic poderá ser menor do que os analistas estimam atualmente (detalhes na seção de Política Monetária). A princípio, esperaríamos que ambos fatores (no plano de política monetária, aqui e nos EUA) pesassem sobre o desempenho do real. Contudo, o contínuo *rally* nos preços de *commodities* e o surpreendentemente forte apetite global por risco (em tempos de guerra e riscos geopolíticos), combinado com aspectos técnicos nos mercados locais (e.g., uma rotação global de ativos fugindo de países diretamente afetados pelo conflito no leste europeu e migrando para nações produtoras de *commodities* como o Brasil), permitiram que o real superasse estes potenciais obstáculos e se valorizasse.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominais observou um grande *rally*, com as taxas recuando em quase todos os segmentos. Desde a última quinta-feira (17 de março), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) caiu 46 p.b. para 12,30%, enquanto a ponta longa (futuro de DI com vencimento em jan/27) caiu 59 p.b. para 11,56%. Concomitantemente, a inclinação neste segmento caiu 14 p.b., aumentando a inversão para -75 p.b. Na ponta curta, a ata do Copom e o Relatório Trimestral de Inflação do 1T22 reforçaram a intenção do BCB de parar o ciclo de alta da Selic após mais uma alta de 100 p.b. na próxima reunião em maio (condicional ao cenário), o que deixaria a Selic terminal em 12,75%. Nosso cenário base ainda considera uma última alta de 50 p.b., que deixa a Selic final em 13,25% (veja detalhes na seção de Política Monetária). Na parte longa, o *rally* ocorreu a despeito de pressões altistas nas taxas de juros globais e de sinais de mais estímulos fiscais internamente (e.g., corte adicional de IPI). Mantemos a visão de que, com o BCB começando a sinalizar a intenção de terminar o ciclo de alta de juros e com o pico da inflação em 12 meses se aproximando, a curva deve voltar a ficar mais inclinada em breve, já que os riscos domésticos continuam altos e as taxas de juros externas devem seguir em ascensão.

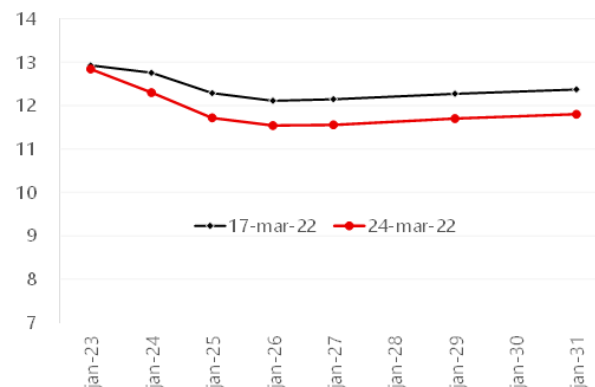
Figura 6 – Comparativo de moedas na semana (% retorno nominal contra o dólar)



Fontes: Bloomberg, Santander.

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

Figura 7 – Vértices líquidos nos futuros de DI (% a.a.)



Fontes: Bloomberg, Santander.

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



COMMODITIES

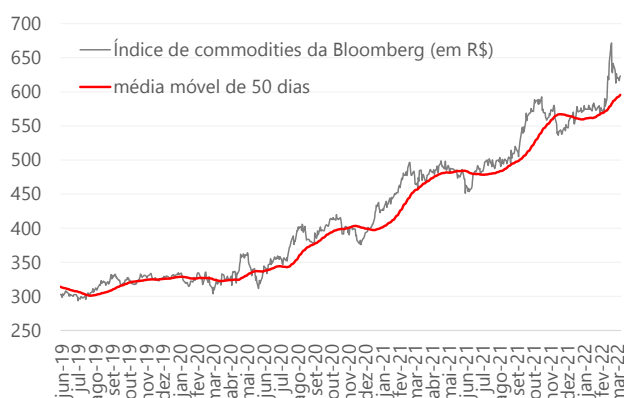
Sem maiores indícios de uma trégua iminente na guerra entre Rússia e Ucrânia, os preços das *commodities* em dólares seguem em escalada. No Brasil, a valorização do real ajudou a amortecer o movimento nos últimos dias. O índice agregado da Bloomberg em moeda nacional recuou 0,5% na semana encerrada em 24 de março. Em dólares, o índice avançou 3,9%, com o Subíndice de Agricultura subindo 1,1%, o Subíndice de Energia subindo 10,3% e o Subíndice de Metais Industriais caindo 0,3%. O choque geopolítico pressiona um mercado de *commodities* que já mostrava sinais de desequilíbrios de oferta e demanda, como resultado dos efeitos econômicos gerados pela pandemia, entre outros fatores. Estoques baixos para grande parte das matérias-primas, inelasticidade da oferta no curto prazo, juntamente com fatores idiossincráticos (clima adverso, baixo investimento passado e alto custo de produção) têm alimentado o rali das *commodities* em 2022.

Petróleo Brent se aproxima de US\$ 120/barril com os EUA podendo intensificar as sanções contra a Rússia. Os EUA e a União Europeia se reuniram para discutir um acordo que visa reduzir a dependência da região em relação à energia da Rússia (principalmente gás e petróleo). Enquanto os EUA e o Reino Unido já proibiram as importações de petróleo da Rússia, alguns membros do bloco estão relutantes em seguir adiante, com a Alemanha indicando que um embargo ao petróleo russo seria prejudicial. Ainda em energia, a Rússia exigiu que países “não amigáveis” pagassem por seu gás natural em rublos ao invés de euros ou dólares, elevando os preços do gás europeu em 30% e agravando ainda mais a crise energética no continente.

Os preços dos grãos continuam próximos das máximas históricas. Preocupações em relação a uma possível queda na produção de milho da Ucrânia têm sustentado o mercado. Uma consultoria ucraniana especializada disse que a área de plantio de milho no país pode reduzir cerca de 29% na próxima safra, enquanto a área de plantio de girassol pode recuar em até 48% no mesmo período. Na próxima semana, o mercado estará monitorando de perto as perspectivas para a safra do Hemisfério Norte, com a divulgação dos dados do USDA sobre plantio e estoques trimestrais em 31 de março.

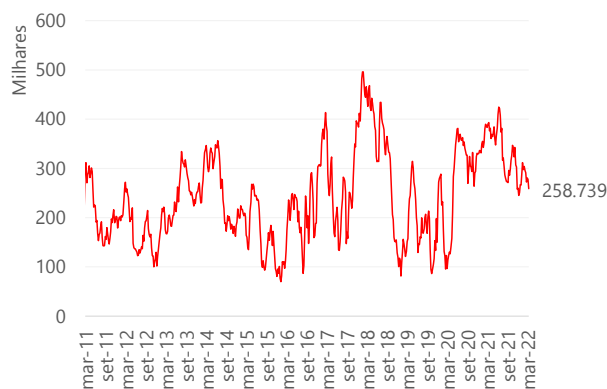
CFTC registra uma redução marginal nas posições compradas de fundos em petróleo WTI. Os fundos reduziram suas posições compradas de petróleo (barril WTI) na semana encerrada em 15 de março, informou a CFTC na sexta-feira (18 de março). A posição net long em futuros e opções reduziu em 18.795 contratos para 258.739 contratos.

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.

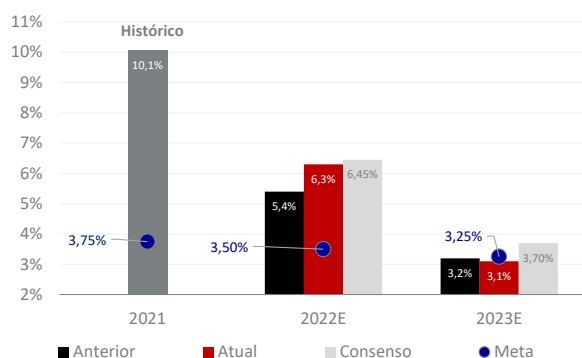


POLÍTICA MONETÁRIA

Nesta semana, o Banco Central do Brasil (BCB) reafirmou mais de uma vez seu “plano de voo” de subir a taxa de juros em 100 p.b. na reunião de maio e encerrar o ciclo em 12,75%, nível que o Copom entende ser consistente com uma inflação do IPCA em torno da meta central (3,25%) em 2023.

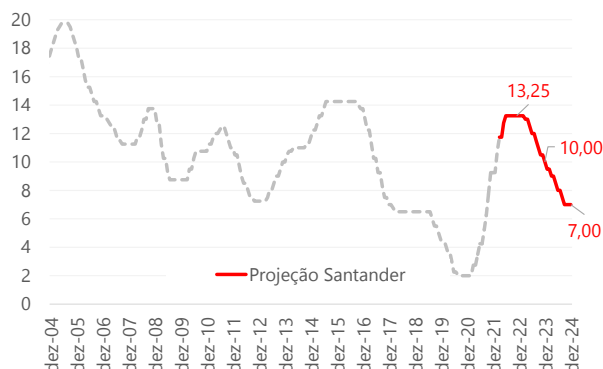
Na terça-feira (22 de março), o BCB publicou a ata do último Copom. De forma geral, a mensagem do Copom não diferiu do comunicado, exceto pelo que percebemos como uma ênfase maior no plano de voo de implementar um aumento final nos juros de 100bps na próxima reunião (3 a 4 de maio), encerrando o ciclo em 12,75 %. O plano de voo segue a visão e interpretação dos modelos por parte do BCB, com o comitê entendendo que, nas condições atuais, a inflação do IPCA deverá convergir para a meta central de inflação (3,25%) em 2023 com essa dosagem de política monetária, mesmo considerando o balanço de riscos enviesado para cima. Tal resultado é influenciado por uma trajetória de Selic ainda mais alta ao longo de 2023. Ainda assim, a autoridade reconhece o alto grau de incerteza no cenário prospectivo para a inflação, e não descarta a possibilidade de novos ajustes e de uma postura política ainda mais restritiva se as condições piorarem. [Veja detalhes no link²](#). O BCB também publicou nesta quinta-feira (24 de março) o relatório de inflação do 1T22, trazendo detalhes das análises, simulações, projeções e discussões de política monetária por parte da autoridade. No lado da atividade econômica, o Copom continua projetando crescimento do PIB de 1,0% em 2022, o que se compara ao consenso de 0,5%. A estabilidade nessa estimativa, desde o último relatório, reflete um certo equilíbrio entre um maior carregamento estatístico (advindo do resultado acima do esperado no 4T21) e uma política monetária ainda mais apertada (dadas a trajetória mais elevada para a taxa Selic). O BCB vê a economia 2,3% abaixo de seu potencial no 4T22 – uma abertura 0,2 p.p. maior que se estimava no relatório de inflação do 4T21. O BCB observa que essa projeção é influenciada por uma postura de política monetária ainda mais restritiva. O relatório também mostra que a inflação observada do IPCA ficou 0,8 p.p. acima da projeção do BCB para o período entre novembro e fevereiro. Com as estimativas de inflação do BCB para o horizonte de política (principalmente 2023) já divulgadas no comunicado da semana anterior, a novidade foi a trajetória mensal e trimestral projetada. Chama a atenção que, no Cenário A (anteriormente conhecido como “alternativo”, assumindo preço do petróleo a US\$ 100 por barril ao fim de 2022), o BCB estima inflação em 2,1% t/t para o período de março a maio (Santander: 1,5%). Acreditamos que isso implica uma baixa probabilidade de uma nova surpresa altista no IPCA de curto prazo. Ainda assim, uma eventual nova surpresa para cima na inflação corrente deveria ter ainda menor influência nos próximos passos do BCB, dado que o ano-calendário 2022 estará fora do horizonte de política monetária a partir de agora. Em termos de sinais de política monetária, o presidente do BCB Roberto Campos Neto mencionou na coletiva de imprensa que uma alta de juros em junho não é o resultado mais provável. Projetamos uma alta de 100 p.b. em maio (para 12,75%) e um último movimento de 50 p.b. (para 13,25%) em junho. Apesar do plano de voo do BCB ser bastante claro, nossa expectativa para este último movimento em junho deriva de nossa visão de que as expectativas para 2023 podem continuar subindo, antes de eventual estabilização. [Veja detalhes no link³](#).

Figura 10 – Simulação de inflação do BCB – cenário alternativo (% anual)



Fontes: Banco Central do Brasil; Santander.

Figura 11 – Trajetória da taxa Selic nominal (média mensal, % a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil; Santander.

² Santander Brazil Monetary Policy: “Copom Minutes: Reinforcing the Commitment to the Flight Plan if Conditions Allow” – (22/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-infla-report-1Q22>

³ Santander Brazil Monetary Policy: “Inflation Report: Details of the BCB’s Scenario, Amid the Uncertainties” – (24/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-infla-report-1Q22>



INFLAÇÃO

O IPCA-15 de março ficou em 0,95% m/m, acima da nossa projeção (0,83%) e do consenso de mercado (0,85%). O índice acelerou para 10,79% a/a vindo de 10,76%, reforçando nossa visão de que o pico da inflação acumulada em 12 meses não ficará claro até maio. A tendência na margem ficou próxima de 10,1% mm3m-a.s.a., sugerindo que o processo de desinflação adiante será difícil.

A principal surpresa altista foi em bens industriais. Mais especificamente, a surpresa se deu em perfume, um item altamente volátil e que costuma reverter à média. Alimentação no domicílio também foi uma surpresa altista. Por fim, serviços surpreendeu para baixo principalmente por conta de passagens aérea, também um item altamente volátil, mas outros itens como educação e aluguel também acompanharam a surpresa baixista.

As medidas subjacentes pioraram na margem. A média das principais medidas de núcleo acelerou para 10,7% mm3m-a.s.a. e o índice de difusão alcançou 74,5% (dados dessazonalizados).

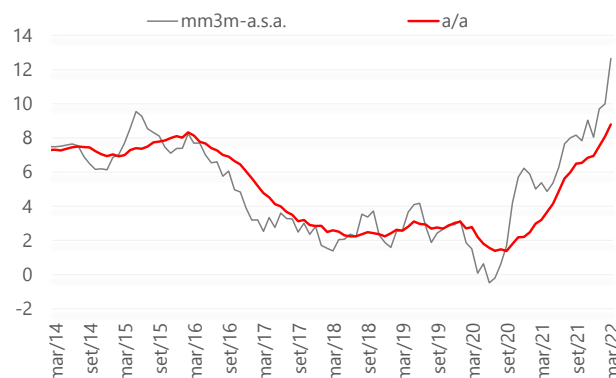
Em suma, esta leitura reforça nossa visão já cautelosa quanto ao cenário de inflação. Continuamos projetando um pico da inflação em maio, mas o nível e a composição da inflação ainda serão fontes de preocupação, mantendo o balanço de riscos pendendo para cima em nossa projeção do IPCA 2022. Nosso tracking de alta frequência já se encontra em torno de 7,1%.

Figura 12 – Detalhes do resultado do IPCA (%)

	m/m			a/a	
	mar/22	Santander	Desv.	fev/22	mar/22
IPCA-15	0,95	0,83	0,12	10,8	10,8
Administrados	0,64	0,48	0,04	16,4	13,5
Livres	1,06	0,96	0,07	8,8	9,9
Alim. no dom.	2,51	2,05	0,07	9,5	11,1
Industriais	1,27	0,81	0,11	13,0	13,1
Serviços	0,30	0,59	-0,10	6,0	7,3
Núcleo EX3	1,12	0,77	0,13	8,1	8,5

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 13 – Núcleo EX3 (industriais e serviços subjacentes)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

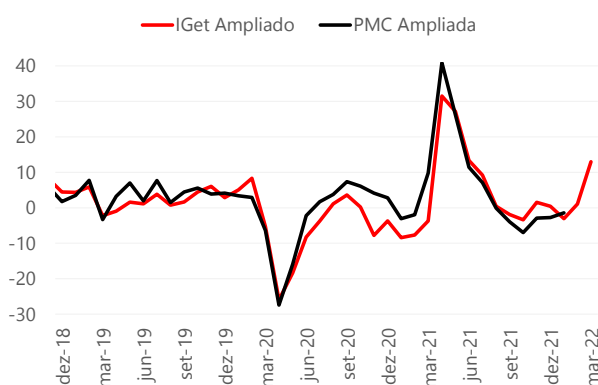


ATIVIDADE ECONÔMICA

Setor terciário mostra recuperação continuada em março. De acordo com a prévia para março do nosso indicador proprietário IGet, o setor terciário continuou se recuperar da queda verificada em janeiro, que refletiu majoritariamente a disparada nos casos de COVID-19 em função da variante Ômicron. De fato, os dados oficiais indicam que os serviços às famílias caíram 1,4% m/m⁴, encerrando uma sequência de nove altas consecutivas, enquanto que o varejo ampliado caiu 0,3% m/m⁵, após duas altas consecutivas. Na sequência da redução da contaminação e da retomada dos ganhos de mobilidade a partir de fevereiro, o nosso indicador coincidente (*proxy*) para os serviços às famílias subiu 12,8% m/m, enquanto que o indicador coincidente (*proxy*) para o varejo amplo subiu 1,8% m/m. **Veja detalhes nos links⁶.**

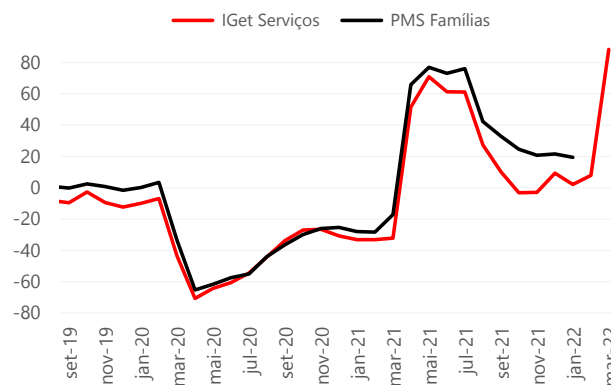
Na próxima semana, o calendário traz divulgações de dados do mercado de trabalho em fevereiro. Na terça-feira (29/03), o Ministério do Trabalho divulgará os dados de geração de empregos formais do CAGED, e nossa estimativa é de 180 mil sem ajuste sazonal. Essa previsão é equivalente a +102k, de acordo com nosso ajuste sazonal preliminar (janeiro: +137k). Na quinta-feira (31), será divulgada a PNAD: estimamos a taxa de desemprego em 11,3%, o que implica queda de 0,1 p.p. para 11,4% em nossa série com ajuste sazonal. Ademais, na próxima sexta-feira (1 de abril) a produção industrial de fevereiro será divulgada, e esperamos alta de 0,8% m/m. Por fim, a FGV divulgará os dados de confiança econômica referentes a março. A pesquisa para a indústria será divulgada na quarta-feira (29 de março), enquanto que a pesquisa para o setor terciário será divulgada na quinta-feira (30 de março). **Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último *chartbook*⁷.**

Figura 14 – IGet e varejo amplo (nsa, a/a %)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 15 – IGet e serviços às famílias (nsa, a/a%)



Fontes: IBGE, Santander.

⁴ Santander Brazil Economic Activity: “Mixed Services Output Figures” – (16/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-031622>

⁵ Santander Brazil Economic Activity: “Better Headline but With Still Weak Composition” – (10/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-031022>

⁶ Santander Brazil Economic Activity: “IGet Serviços (Prévia): Serviços continua em recuperação” – (21/mar/2022) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGETser-p-mar22>

Santander Brazil Economic Activity: “IGet (Prévia): Sinais mistos no varejo em março” – (23/mar/2022) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGET-p-mar22>

⁷ Santander Brazil Economic Activity: “Positive Surprises Reinforce Resilience Outlook for 2022” – (14/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-mar22>



POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

Em 22 de março, o Ministério da Economia publicou sua primeira revisão orçamentária bimestral. As projeções apontam para um melhor resultado fiscal em 2022, com receitas mais altas (R\$ 87 bilhões, ante o Orçamento aprovado em dezembro). Este aumento foi impulsionado pelas receitas de petróleo (mais de 45% de contribuição). A estimativa média do preço do petróleo para o ano passou para US\$103 por barril (de US\$77 por barril). Por sua vez, a estimativa do PIB foi reduzida para 1,5% (de 2,1%). Do lado das despesas, o total subiu R\$ 32,7 bilhões (totalizando R\$ 1,75 trilhão ou 18,4% do PIB), com alta nos créditos extraordinários (+R\$ 23,8 bilhões), sendo a maior parte relacionada com a pandemia - o que na nossa visão indica chance de execução parcial deste montante, dada a melhora nos indicadores sanitários. Além disso, o governo contingenciou R\$ 1,7 bilhão em despesas para cumprir o teto de gastos. A margem para cumprir a regra fiscal caiu para R\$ 1,3 bilhão (de R\$ 6,3 bilhões), mostrando uma margem fiscal apertada.

A projeção para o déficit primário do governo central caiu para R\$ 66,9 bilhões (0,7% do PIB), ante R\$ 79,2 bilhões (0,8% do PIB) no Orçamento (LOA 2022). Acreditamos que o governo deve cumprir a meta primária deste ano (R\$ 170,4 bilhões ou 1,7% do PIB). Há uma diferença de R\$ 103 bilhões entre a estimativa oficial e a meta. Nosso *tracking* aponta para um déficit do governo central de R\$52 bilhões (0,5% do PIB). Vemos riscos em ambas direções. Por um lado, com viés de melhora com as receitas impulsionadas pelas *commodities*. Por outro lado, há incerteza sobre o valor total do estímulo fiscal a ser adotado com redução de tributos e outros incentivos (atualmente as desonerações totalizam renúncia de R\$ 30 bilhões para o governo federal), e também para os efeitos na arrecadação da desaceleração econômica esperada no 2S22. Além disso, algumas outras medidas podem afetar o resultado primário. Recentemente, o acordo entre a Prefeitura de SP e o governo federal encerrou a disputa pela região do Campo de Marte. Essa medida deve adicionar um impacto (meramente contábil) negativo de R\$ 24 bilhões no resultado fiscal, com a extinção das dívidas do município com a União. Outro fator que pode afetar o resultado primário são os acordos de pagamento de precatórios, feitos por encontro de contas, que podem chegar a R\$ 35 bilhões (dos quais R\$ 20 bilhões já constam em nosso cenário). Diante disso, a margem teórica para alcance da meta primária (meta menos a estimativa oficial do déficit e a soma dos encontros de conta), que denota o espaço teórico para novos estímulos, será de cerca de R\$ 45 bilhões em 2022.

Em 24 de março, publicamos um relatório explorando o cenário global do petróleo e o impacto nas contas públicas brasileiras. [Veja detalhes no link](#)⁸.

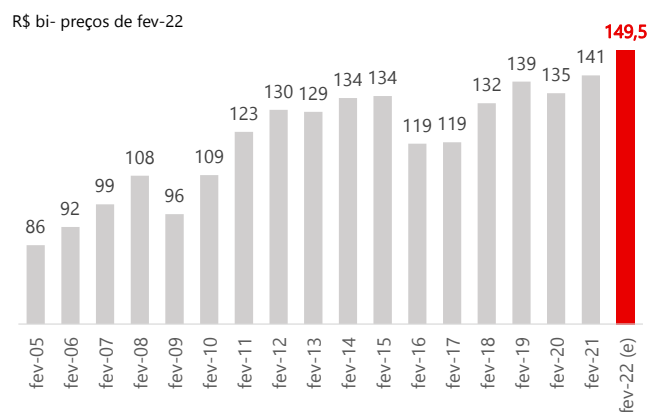
A próxima semana será repleta de indicadores fiscais para fevereiro. Durante a semana que a Receita Federal deve divulgar a arrecadação, esperamos R\$ 149,5 bilhões, alta de +5,9% a/a. No dia 29 de março, o Tesouro Nacional publicará o Relatório Mensal da Dívida. Em 30 de março, a autoridade fiscal deve divulgar o déficit primário do governo central: esperamos um déficit de R\$ 12,6 bilhões. Em 31 de março, o BCB divulgará o saldo fiscal do setor público. Projetamos um déficit primário de R\$ 8,6 bilhões.

Figura 16 – Avaliação bimestral do orçamento 2022

R\$ bilhões	2022		
	Orçamento (LOA)	Revisão Mar-22	Santander
Receita Bruta Total	2.030,5	2.118,0	2.102
Receita Administrada pela RFB	1.288,9	1.285,6	1.288
Arrecadação Líquida para o RGPS	499,4	527,3	504
Receitas Não Administradas pela RFB	242,3	305,1	310
Transferências a E&M	386,4	431,9	393
Receita Líquida	1.644,1	1.686,1	1.708
Despesa Primária	1.720,3	1.753,0	1.761,0
Benefícios previdenciários	777,7	778,1	780,5
Pessoal e encargos sociais	336,1	338,6	341,9
Outras despesas obrigatórias	252,5	282,0	274,1
Obrigatórias com controle de fluxo	223,2	223,1	239,5
Discrecionárias	130,8	131,3	125,0
Resultado Primário Gov. Central	-76,2	-66,9	-52,6
% PIB	-0,8%	-0,7%	-0,6%

Fontes: Ministério da Economia, Santander.

Figura 17 – Arrecadação federal em termos reais



Fontes: Receita Federal, Santander.

⁸ Santander Brazil Commodities and Fiscal: "Oil Global Outlook and Impacts on Fiscal Scenario" – (24/mar/2022) – Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-special-032422>



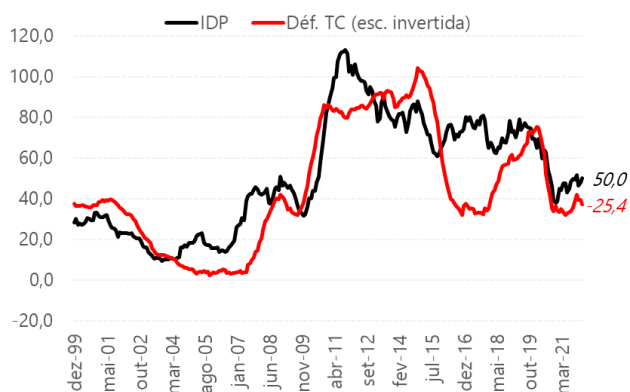
BALANÇO DE PAGAMENTOS

Esperamos que os dados do balanço de pagamentos de fevereiro (com publicação na segunda-feira, 28 de março) e saldo da balança comercial de março (publicação na sexta-feira, 1 de abril) reforcem a visão construtiva dos mercados acerca da posição externa da economia brasileira. De acordo com nossos cálculos, o déficit em transações correntes deverá ter atingido US\$ 1,6 bilhão (o que implica déficit de US\$25,4 bilhões nos últimos 12 meses, ante a US\$27,9 bilhões em janeiro) e o superávit comercial chegará a US\$ 8,9 bilhões (o que implica superávit de US\$ 66,0 bilhões nos últimos 12 meses, ante a US\$ 61,0 bilhões em janeiro).

Estimamos que o déficit em transações correntes em fevereiro (-US\$ 1,6 bilhão) tenha sido melhor do que o número preliminar fornecido pelo BCB no mês passado (-US\$ 2,6 bilhões) na esteira da surpresa positiva registrada pela balança comercial nos últimos dias do mês passado, enquanto a conta de serviços e renda primária devem seguir registrando déficits abaixo de seu padrão histórico. Se nossa estimativa se mostrar correta, o déficit terá recuado de US\$ 27,9 bilhões no final de 2021 para US\$ 25,4 bilhões no acumulado de 12 meses, reforçando nossa visão de que as transações correntes registrarão melhora em 2022 (projetamos déficit de US\$ 22,7 bilhões para este ano). Além do déficit declinante, também estimamos que os dados de fevereiro revelem fluxos significativos de investimentos diretos no país (US\$ 11,2 bilhões) e operações de carteira (especialmente no mercado acionário doméstico), o que indica que o país segue encontrando boas fontes de financiamento no exterior.

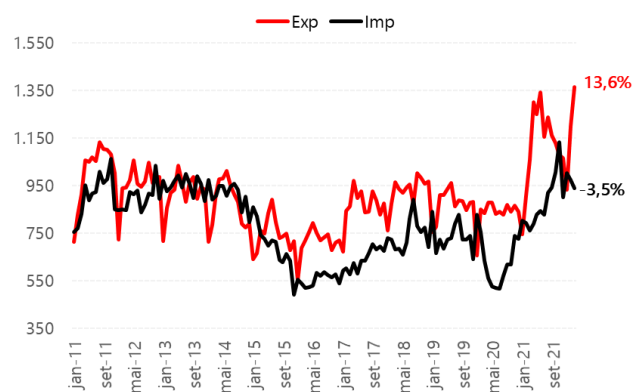
Acreditamos que também em março as transações correntes deverão registrar um desempenho positivo, ajudadas, uma vez mais, pela balança comercial. Projetamos um superávit comercial de US\$ 8,9 bilhões para este mês. O bom resultado comercial deverá ser obtido com um desempenho robusto das exportações e com alguma acomodação das importações. Projetamos que a média diária das receitas de exportações mostrem crescimento mensal dessazonalizado de 13,6% na esteira de preços e volumes mais elevados, enquanto a média diária das importações deverá recuar 3,5% em termos mensais dessazonalizados seguindo a desaceleração da economia brasileira. Se nossa projeção se mostrar correta, o superávit comercial atingirá US\$ 66,0 bilhões nos últimos 12 meses, aproximando-se do pico histórico observado em agosto de 2021 e reforçando nossa expectativa de um resultado positivo de US\$ 66,8 bilhões em 2022.

Figura 18 – Déficit em transações correntes vs. Investimentos diretos no país (US\$ bi, 12m)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 19 – Detalhes da balança comercial (US\$ milhões, média diária, sa)



Fontes: SECINT, Santander.



CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Orenge*	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*	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	5511-3553-6120
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
Rodrigo Park *	Economist – Argentina	rpark@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 Orenge*	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
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: Rodrigo Park*. *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.



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 m/mento 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 m/mento, 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.