

O MENOR DÉFICIT PRIMÁRIO FEDERAL DESDE 2014

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

- Apesar do tom mais restritivo (*hawkish*) visto na reunião do FOMC, o real registrou o melhor desempenho entre as principais moedas na semana móvel encerrada em 27 de janeiro. A taxa de câmbio encerrou o período cotada a R\$5,41/US\$ (valorização de 0,5%), com o real sendo uma das poucas moedas que não se desvalorizaram frente ao dólar nos últimos dias. Em nossa opinião, o movimento esteve ligado à manutenção da trajetória ascendente dos preços de *commodities* e, provavelmente, um posicionamento tático (i.e. temporário) por parte de investidores internacionais. A curva de juros local observou um movimento de *bear-flattening* (i.e., pressão altista e com achatamento) nos últimos dias, sendo o *sell-off* impulsionado por sinais de um processo de desinflação mais difícil à frente e por uma reprecificação nos juros de mercado nos EUA.
- O IPCA-15 de janeiro ficou em 0,58% m/m, acima da nossa expectativa (0,43%) e do consenso de mercado (0,44%). Com esse resultado, a variação em 12 meses se situa em 10,20%, ainda bem acima da meta deste ano (3,50%) e de seu limite superior (5,00%). Essa leitura e sua composição adversa reforçam nossa cautela quanto ao cenário de inflação, que permanece desfavorável. Continuamos projetando um “platô” para o IPCA em torno de 10% a/a até abril de 2022 e posteriormente uma queda para o nível (ainda desconfortável) de 6% no final deste ano.
- De acordo com a PNAD, do IBGE, a taxa de desemprego ficou em 11,6% nos três meses até novembro. O resultado ficou entre a nossa estimativa (11,5%) e a mediana de mercado (11,7%). Calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal ficou em 12,1%, abaixo do patamar de outubro (12,3%). Acreditamos que a normalização da taxa de participação e a desaceleração da geração de emprego irão pressionar para cima a taxa de desocupação (dessazonalizada) nos próximos meses. Na segunda-feira (31 de janeiro), o Ministério do Trabalho deve divulgar os dados de geração de empregos formais do CAGED de dezembro, divulgação que foi adiada. Nossa estimativa com ajuste sazonal é de +130 mil (novembro: +275 mil).
- De acordo com a FGV, a confiança econômica voltou a se enfraquecer no início de 2022, com quedas nos resultados de consumidores, indústria e setor terciário. A produção industrial de dezembro será divulgada na próxima quarta-feira (2 de fevereiro) e esperamos uma alta mensal de 1,6% m/m, quebrando uma sequência de seis quedas mensais consecutivas, refletindo principalmente uma produção de veículos atipicamente forte para esta época do ano.
- No âmbito fiscal, a arrecadação federal registrou uma recuperação sólida em 2021, com alta real de 17,4%, refletindo principalmente o efeito de preços mais elevados (inflação e termos de troca). O Tesouro Nacional divulgou o Plano Anual de Financiamento (PAF) 2022, apontando para uma expectativa de necessidade líquida de financiamento de R\$ 1,23 trilhão e maior participação de títulos pós fixados. A autoridade fiscal anunciou um déficit de R\$ 35 bilhões (0,4% do PIB) do governo central em 2021, o melhor resultado desde 2014. Para 2022, projetamos um déficit primário federal de R\$ 115 bilhões (1,2% do PIB), em decorrência de uma aceleração de gastos e arrefecimento nas receitas.
- Permanecemos alinhados ao consenso de mercado, projetando um novo aumento de 1,5 p.p. na taxa básica Selic (para 10,75%) na reunião do Copom a ser realizada de 1 a 2 de fevereiro. No comunicado desta quarta-feira, acreditamos que o Copom poderá sinalizar um ajuste adicional de 1,00-1,50 p.p. como cenários plausíveis para a reunião subsequente (15 a 16 de março), com o comitê buscando maior flexibilidade para calibrar o orçamento total de ajuste, à medida que o ciclo se aproxima do fim. Continuamos projetando uma Selic terminal de 12,25% neste ciclo, o que implica uma postura de política monetária bastante restritiva.

*** **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 27 de janeiro de 2022**

*** **Em caso de dúvida sobre termos citados neste relatório, consulte o glossário do Banco Central (BCB):**
<https://bit.ly/BCB-Glossario> e <https://bit.ly/BCB-Moedas>


Figura 1 – Agenda macro: indicadores internacionais da semana (29/jan - 04/fev)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: PMI Serviços Oficial (pontos)	NBS	jan/22	Sáb, 29-jan	51,0	52,7
China: PMI Industrial Oficial (pontos)	NBS	jan/22	Sáb, 29-jan	50,0	50,3
China: Sondagem PMI Industrial (pontos)	Caixin	jan/22	Sáb, 29-jan	50,0	50,9
Z. Euro: PIB (% t/t a.s)	Eurostat	4T21	Seg, 31-jan	0,4	2,2
Z. Euro: PIB (% a/a)	Eurostat	4T21	Seg, 31-jan	4,6	3,9
Z. Euro: Taxa de Desemprego (%PEA)	Eurostat	dez/21	Ter, 01-fev	7,1	7,2
EUA: ISM Industrial	ISM	jan/22	Ter, 01-fev	57,6	58,7
EUA: Emprego no Setor Privado (mil)	ADP	jan/22	Qua, 02-fev	220	807
Z. Euro: Núcleo do CPI (% a/a)	Eurostat	jan/22	Qua, 02-fev	1,9	2,6
Z. Euro: PPI (% a/a)	Eurostat	dez/21	Qui, 03-fev	26,1	23,7
Z. Euro: Taxa Básica de Juros (Refin.)	BCE	fev/22	Qui, 03-fev	-0,5	-0,5
EUA: ISM Serviços	ISM	jan/22	Qui, 03-fev	59,5	62
EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)	BLS	jan/22	Sex, 04-fev	175	199
EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)	BLS	jan/22	Sex, 04-fev	3,9	3,9
EUA: Ganho Médio por Hora (% a/a)	BLS	jan/22	Sex, 04-fev	5,2	4,7
EUA: Taxa de Participação (% PEA)	BLS	jan/22	Sex, 04-fev	61,9	61,9
Z. Euro: Vendas no Varejo (% a/a)	Eurostat	dez/21	Sex, 04-fev	5,0	7,8

Fonte: Santander.


Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (31/jan – 04/fev)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Empregos Formais (milhares)	CAGED	dez/21	Seg, 31-jan	-181,0	324,1
Empregos Formais (milhares, a.s.)	CAGED	dez/21	Seg, 31-jan	130,0	275,0
Dívida Líquida - Setor Público (% PIB)	BCB	dez/21	Seg, 31-jan	56,7	57,0
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	dez/21	Seg, 31-jan	18,5	15,0
Balança comercial (US\$ bi)	SECINT	jan/22	Ter, 01-fev	1,8	3,9
Produção Industrial (% m/m)	IBGE	dez/21	Qua, 02-fev	1,6	-0,2
Produção Industrial (% a/a)	IBGE	dez/21	Qua, 02-fev	-6,1	-4,4
Copom - Taxa Selic (%)	BCB	--	Qua, 02-fev	10,75	9,25
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	jan/22	01 a 03-fev	-	207,1
Produção de veículos (milhares)	Anfavea	jan/22	04 a 07-fev	-	210,9

Fonte: Santander.

**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

A semana foi marcada pela decisão de política monetária nos EUA, que trouxe uma sinalização de postura mais restritiva que o esperado. O banco central norte-americano (Federal Reserve) sinalizou, como esperado, que encerraria as compras de ativos em março e que subiria os juros em seguida. No entanto, a surpresa veio na coletiva de imprensa após a reunião, na qual o presidente do Fed, Jerome Powell, sinalizou que o ciclo de altas de juros pode ser mais acelerado do que o antecipado. Powell não descartou a possibilidade de altas ininterruptas de juros (25 p.b.) a cada reunião, e tampouco a possibilidade de altas de 50 p.b.. Além disso, em diversas ocasiões, Powell reforçou que o momento atual é muito diferente que nos últimos ciclos de altas, com inflação mais pressionada e mercado de trabalho mais aquecido. Portanto, em nossa próxima revisão de cenário (prevista para o final do próximo mês), vamos incorporar um ciclo mais rápido de ajuste monetário nos EUA, com sete altas sequenciais de 25 p.b. em 2022, e mais duas altas em 2023. Até aqui, vínhamos projetando 4 elevações em 2022 e 3 movimentos em 2023. Por ora, não alteramos nossa projeção para o juro terminal na maior economia do mundo, mas o risco é que um ajuste mais tempestivo e a possibilidade de um juro neutro ainda mais alto (a depender do cenário de inflação e mercado de trabalho nos EUA) possam gerar um aperto ainda mais forte nas condições financeiras globais.

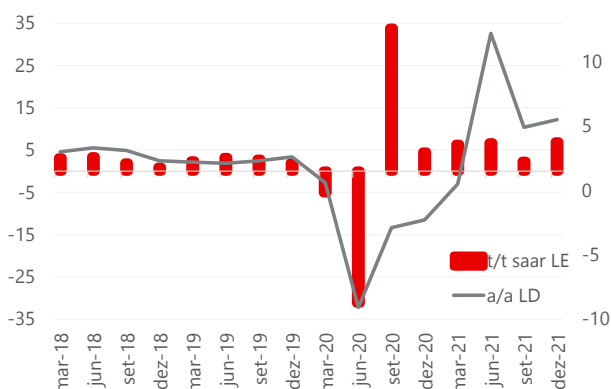
Na Europa, as tensões entre a Rússia e a Ucrânia acalmaram após conversas multilaterais. Com isso, a Rússia retirou parte das tropas da fronteira e o risco de um conflito armado diminuiu. A dúvida é o quanto que a redução das tensões pode eventualmente se traduzir em menores pressões altistas nos preços de *commodities* nas próximas semanas.

No calendário econômico, além da decisão de política monetária, tivemos a divulgação do PIB do 4T21 nos EUA, que subiu 6,9% anualizado, acima das expectativas de mercado que estavam em 5,5% e refletindo o bom momento da atividade no país. O crescimento do ano de 2021 ficou em, 5,7%, o maior desde 1984, refletindo alguns fatores temporários como rebote da recessão de 2020 e elevados estímulos fiscais e monetários. Ainda nos EUA, o núcleo de inflação do PCE (em inglês, principal índice de inflação acompanhado pelo Fed), levemente acima do esperado, subindo a 4,9% a/a, maior patamar desde 1983, e apontando para um quadro de forte pressão de custos (inclusive salariais).

Nos mercados financeiros globais, vimos fortes quedas nas principais bolsas de valores, refletindo a preocupação com uma política monetária menos acomodatória nos EUA. A curva de juros norte-americana viu abertura nos vértices mais curtos (achatamento). Já o dólar seguiu se valorizando frente as moedas de países de G10.

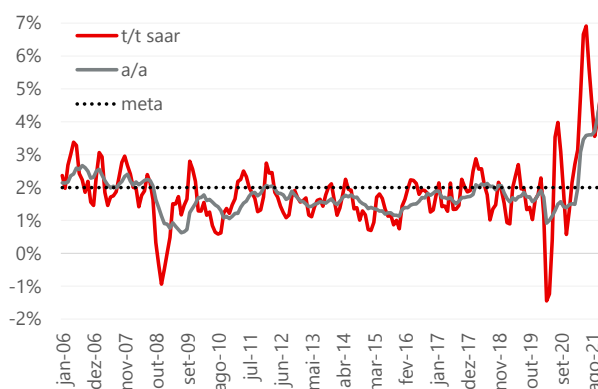
Na próxima semana, o foco será na divulgação de dados do mercado de trabalho norte-americano em janeiro. Além disso, serão divulgados os números de PIB do quarto trimestre na área do Euro, e a decisão de política monetária do Banco Central Europeu (BCE). Esta última será particularmente importante em um momento em que os principais bancos centrais do planeta se encontram em processo de retirada de estímulos monetários.

Figura 4 – EUA: Variação do PIB (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: Núcleo do PCE (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.



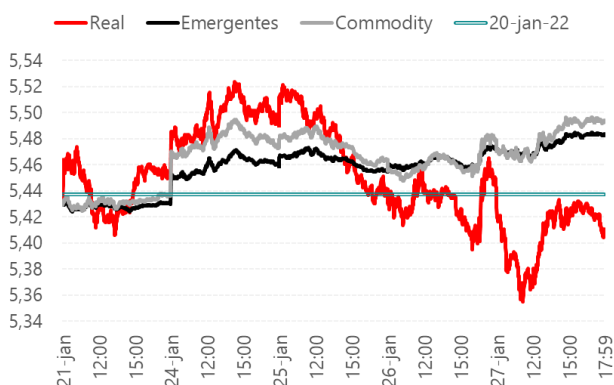
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A despeito do tom mais *hawkish* da reunião do FOMC, o real conseguiu registrar o melhor desempenho entre as principais moedas na semana móvel encerrada em 27 de janeiro. A taxa de câmbio encerrou o período cotada a R\$5,41/US\$ (valorização de 0,5%), com o real sendo uma das poucas moedas a se apreciar frente ao dólar nos últimos dias. Em nossa opinião, o movimento esteve ligado à manutenção da trajetória ascendente dos preços das *commodities* e, provavelmente, a fatores técnicos – tais como fluxos para alocação de ativos, principalmente no mercado acionário brasileiro, como possível resultado de uma “caça às barganhas”. Conjecturas positivas sobre o ambiente político local – juntamente com elevados ganhos esperados em função do diferencial de juros – também parecem estar alimentando algum posicionamento tático (ou seja, de curto prazo) no mercado brasileiro de renda fixa. Não obstante esta dinâmica positiva de curto prazo, seguimos vendo espaço limitado para que o real se aprecie de maneira sustentável em meio ao elevado grau de incerteza sobre reformas estruturais e política econômica à frente. Assim, avaliamos que este será, provavelmente, um rali de curta duração. Seguimos projetando taxa cambial de R\$ 5,70/US\$ ao final de 2022.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros local observou um movimento de *bear-flattening* (i.e., pressão altista e com achatamento) nos últimos dias, com o *sell-off* impulsionado por sinais de um processo de desinflação mais difícil à frente e por uma reprecificação nos juros de mercado nos EUA. Desde a última quinta-feira (20 de janeiro), a parte curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) saltou 32 p.b. para 11,76%, enquanto a parte longa (futuro de DI com vencimento em jan/27) se elevou em 23 p.b. para 11,33%. A inclinação da curva neste segmento caiu mais 9 p.b. para -43 p.b., aprofundando a inversão nesses vértices. Na parte curta, a pressão altista provavelmente seguiu o resultado acima do esperado e a composição adversa da inflação verificada no IPCA-15 de janeiro (detalhes na seção Inflação). A curva de juros nominais continua apreçando majoritariamente uma alta de 1,5 p.p. para a taxa básica Selic na próxima reunião (1 a 2 de fevereiro) e cerca de 1,0 p.p. na reunião seguinte (15 a 16 de março). Na parte longa, o aumento de taxas ainda parece impulsionado pelo movimento ascendente nos juros dos títulos do Tesouro dos EUA, cujo impacto no Brasil parece ligeiramente amortecido por conjecturas construtivas sobre o ambiente político local. Fundamentalmente, continuamos a observar um ambiente de elevada incerteza para a economia brasileira, principalmente no que diz respeito ao processo de consolidação fiscal. E a resposta mais contudente do Fed traz riscos adicionais para a taxa de juros local adiante, especialmente se o cenário de inflação dos EUA revelar um provável aumento na taxa de juros neutral (ou estrutural) na maior economia do mundo. Dito isso, continuamos vendo espaço para uma alta dos juros domésticos na parte longa da curva, em um processo que tende a se materializar especialmente depois que a inflação do IPCA e a taxa Selic atinjam um pico.

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

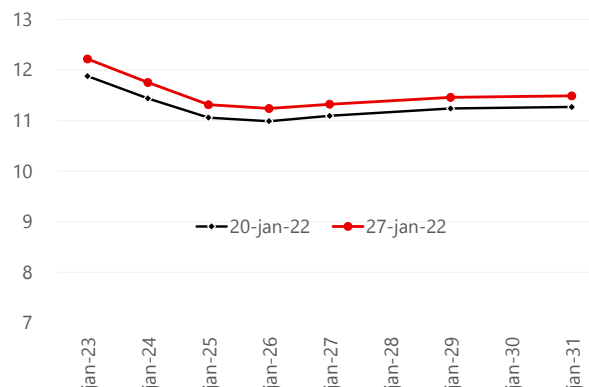


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 27/jan/2022.

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

Figura 7 – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 27/jan/2022.



COMMODITIES

As commodities tiveram outra semana de alta, apesar do tom *hawkish* (contracionista) do Federal Reserve, cuja postura pode eventualmente frear os preços das matérias primas em algum momento.

O índice agregado de *commodities* da Bloomberg subiu 1,6% na semana encerrada em 27 de janeiro: o sub-índice de Agricultura teve alta de 1,4%, o sub-índice de Energia subiu (significativos) 5,8%, enquanto o sub-índice de Metais Industriais caiu 0,5%. Em nossa opinião, a alta das *commodities* em geral continua refletindo os sinais do menor impacto econômico da variante Ômicron, bem como indicações de que o estímulo econômico na China limitará os riscos adversos para a atividade na segunda maior economia do mundo. Acreditamos que estoques baixos e fatores idiossincráticos também continuam contribuindo para o rali das *commodities* no início de 2022.

Petróleo Brent sobe a US\$ 91/barril apesar de um dólar forte. O petróleo Brent subiu 5% em relação à semana passada, chegando a atingir o nível mais alto desde outubro de 2014. Em nossa opinião, o mercado provavelmente está precificando uma potencial interrupção no fornecimento de energia por conta da crise entre a Rússia e a Ucrânia, que afeta ainda mais diretamente os preços do gás europeu (que observou alta de 22% em relação à semana passada). Ainda vemos o mercado de petróleo em déficit de produção, uma vez que os estoques globais estão baixos e os produtores (desde membros da OPEP+ até empresas independentes de xisto dos EUA) passam por dificuldades para elevar a oferta após anos de baixos investimentos. A OPEP+ se reúne na próxima semana (2 de fevereiro) e esperamos que o cartel siga o plano de aumento de produção em 400.000 barris por dia.

As commodities agrícolas continuaram subindo, acompanhando o aumento do petróleo. O preço da soja atingiu o nível mais alto desde julho de 2021, enquanto o preço do milho atingiu o nível mais alto desde junho de 2021. Essas *commodities* continuaram em alta com a expectativa de que a elevação do petróleo aumente a demanda por biocombustíveis. Preocupações com as safras na América do Sul devido às condições climáticas adversas também contribuíram para os preços recentes. O trigo reverteu a alta da semana passada, em meio a sinais preliminares de redução nas tensões entre a Rússia e a Ucrânia (dois grandes exportadores da *commodity*). Continuamos vendo riscos de que a trajetória de queda projetada para os preços dos grãos seja mais suave do que esperado anteriormente, pois os estoques globais levarão mais tempo para se recompor após a forte redução de anos anteriores.

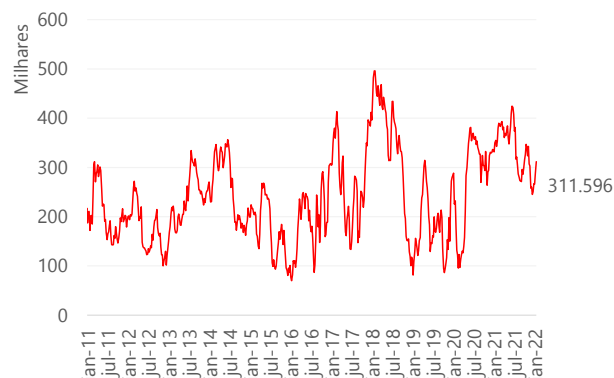
Minério de ferro salta para US\$ 140, em meio a sinais econômicos mistos. O minério de ferro se recupera fortemente desde dezembro, com a expectativa de que a demanda aumentará este ano devido aos esforços (via estímulos fiscais, creditícios e monetários) do governo chinês para estabilizar a economia. Ainda assim, os últimos dados do mercado imobiliário da China foram fracos, e a produção de aço chinesa caiu 7% a/a em dezembro. A produção de aço em janeiro/fevereiro deve permanecer fraca, mas esperamos uma flexibilização dos controles ambientais a partir de março, após a realização dos Jogos Olímpicos de Inverno.

Figura 8 – ICE Petróleo Brent (USD/barril)



Fontes: ICE, Santander.

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



Fontes: COT, Santander.



INFLAÇÃO

O IPCA-15 de janeiro ficou em 0,58% m/m, acima da nossa expectativa (0,43%) e do consenso de mercado (0,44%). Com esse resultado, a variação em 12 meses atingiu 10,20%, bem acima da meta central deste ano (3,50%) e de seu limite superior (5,00%). Essa leitura e sua composição adversa reforçam nossa cautela quanto ao cenário de inflação, que permanece desfavorável.

O IPCA-15 de janeiro ficou em 0,58% m/m, acima da nossa expectativa (0,43%) e do consenso de mercado (0,44%). Com esse resultado, a variação em 12 meses chega a 10,20%, bem acima da meta deste ano de 3,50% e de seu limite superior de 5,00%. Acreditamos que a inflação continuará em torno de 10% até abril de 2022, implicando mais em um platô do que um pico claro.

A maior surpresa para cima veio em bens industriais, devido a uma recomposição residual ainda dos descontos relacionados à Black Friday de novembro. Isso foi suficiente para manter a tendência de bens industriais no nível alto de 15,5% mm3m-a.s.a. Quanto a serviços, a tendência desacelerou para 4,9% mm3m-a.s.a.

O destaque foi o item “emplacamento e licença” (devido ao IPVA), que surpreendeu para cima. O número desse item será mantido ao longo do ano (de acordo com a metodologia do IBGE), implicando em risco de alta para nossa projeção do IPCA 2022.

As medidas subjacentes seguem bem desfavoráveis. A média das principais medidas de núcleo subiu 0,90% m/m, e a tendência permaneceu estável no (elevado) nível de 9,1% mm3m-a.s.a. Além disso, o índice de difusão subiu para 71,3% em termos dessazonalizados.

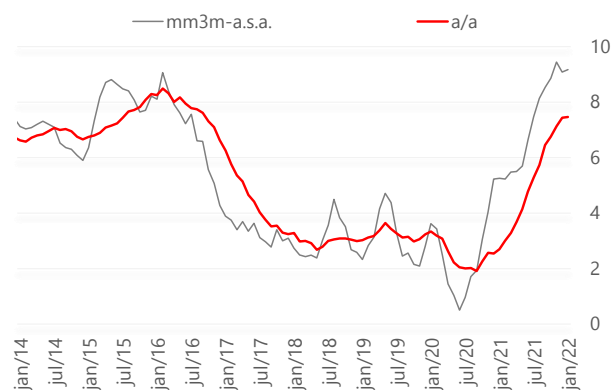
Em suma, seguimos cautelosos quanto ao nível elevado da inflação corrente (e núcleos). Continuamos particularmente preocupados com o aumento recente do risco idiossincrático, que pode resultar em expectativas de inflação e inércia inflacionaria mais altas, dificultando ainda mais o processo de desinflação adiante. Nossa projeção segue em 6,0% para o IPCA 2022 e 3,5% para o IPCA 2023. A meta do BCB é 3,50% para 2022 e 3,25% para 2023 (intervalo de tolerância $\pm 1,50\%$ para cada ano). [Veja detalhes no link³](#).

Figura 10 – Detalhes do resultado do IPCA-15 (%)

	m/m			a/a	
	jan/22	Santander	Dev. dez/21	dez/21	jan/22
IPCA-15	0,58	0,43	0,15	10,4	10,2
Administrados	-0,32	-0,33	0,00	18,2	16,6
Livres	0,92	0,71	0,15	7,8	8,0
Alim. no dom.	1,03	1,29	-0,04	9,2	8,5
Industriais	1,46	0,90	0,13	11,6	12,3
Serviços	0,51	0,33	0,06	4,8	5,1
Núcleo EX3	1,37	1,04	0,12	6,9	7,5

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 11 – Média dos núcleos EX0, EX3, DP, MS, P55 (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

³ Santander Brazil Inflation - “January’s IPCA-15: Upside Surprise in First Print of the Year” – (26/jan/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-IPCA15-jan22>



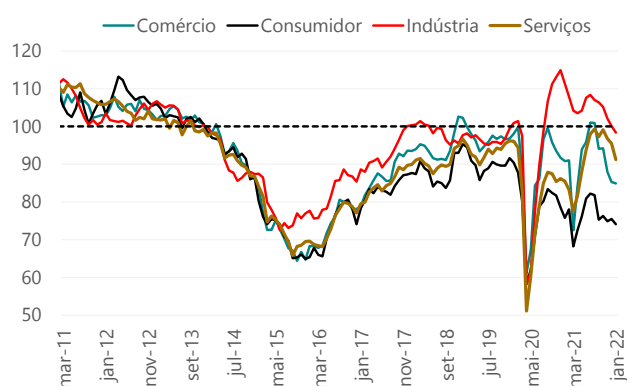
ATIVIDADE ECONÔMICA

De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), do IBGE, a taxa de desemprego ficou em 11,6% nos três meses até novembro. O resultado ficou entre a nossa estimativa (11,5%) e o consenso de mercado (11,7%). Calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal ficou em 12,1%, queda em relação ao patamar de outubro (12,3%). A taxa de participação no mercado de trabalho ficou em 62,3% a.s., um aumento em relação ao resultado de outubro (62,1%). Os dados da PNAD são baseados em médias móveis de três meses. Estimamos que a taxa mensal de desemprego tenha ficado em 11,9% a.s. em novembro, ante 11,7% em outubro. Este resultado decorreu de variações de +0,1% e +0,4% m/m da população ocupada e da força de trabalho, respectivamente. A massa salarial real habitual teve uma queda de 0,8% m/m em novembro e agora está 8,4% abaixo do patamar pré-crise. O resultado da PNAD de novembro mostra que o mercado de trabalho desacelerou na margem. Acreditamos que a normalização da taxa de participação e a desaceleração do crescimento do emprego pressionarão para cima a taxa de desemprego (dessazonalizada) nos próximos meses.

Enfraquecimento contínuo e generalizado da confiança econômica no início de 2022. As pesquisas de confiança econômica da FGV para janeiro apontaram quedas em todos os setores. A confiança do consumidor confirmou uma tendência negativa com queda de 1,9% m/m, enquanto a confiança industrial recuou 1,7%, a sexta queda consecutiva. O setor terciário também apresentou números fracos, com os índices de confiança para varejo e serviços caindo 0,5% e 4,5%, respectivamente. Esses números representam a terceira queda consecutiva, atingindo os valores mais baixos desde o 3T21 (para ambos os índices).

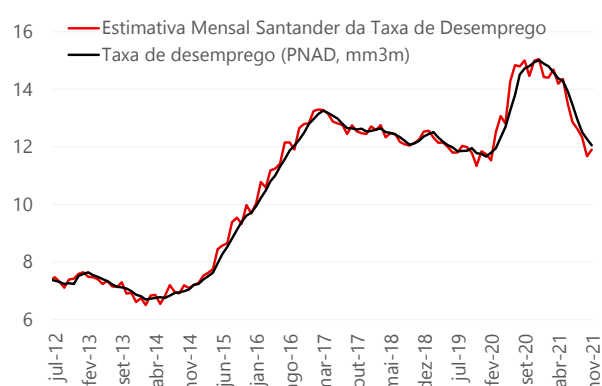
Na próxima semana, a produção industrial de dezembro é uma das principais divulgações. Na quarta-feira (02 de fevereiro), o IBGE divulgará a pesquisa mensal da produção industrial para o último mês de 2021 e esperamos um crescimento sequencial de 1,6% m/m (com riscos altistas). Nossa expectativa reflete principalmente as boas contribuições da produção de veículos (+14,9% m/m, baseado em dados da Anfavea) em um período geralmente desfavorável para a produção de automóveis. Contudo, ainda não vemos esse resultado positivo como uma reversão definitiva da produção industrial (principalmente na indústria de transformação) para 2022, que ainda enfrenta pressão de custos, escassez de insumos e incerteza crescente. Na segunda-feira (31 de janeiro), o Ministério do Trabalho deve divulgar os dados de criação de empregos formais de dezembro, cuja divulgação foi adiada. Nossa estimativa é de -181 mil, seguindo o padrão sazonal de destruição líquida de empregos em dezembro, e equivalente a +130 mil a.s. com ajuste sazonal, de acordo com nossos cálculos preliminares (novembro: +275 mil). **Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nossos últimos *chartbooks*⁴ e o nosso último relatório especial⁵.**

Figura 12 – Índices de confiança econômica (a.s., pontos)



Fontes: FGV, Santander.

Figura 13 – Taxa de desemprego (a.s.)



Fontes: IBGE, Santander.

⁴ Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – Lowering (Again) Our GDP Estimates” – (08/dez/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-dec21>

⁵ Santander Brazil Economic Activity - “Special Report – Resilience Factors for 2022 GDP Growth” – (14/jan/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-special-011422>



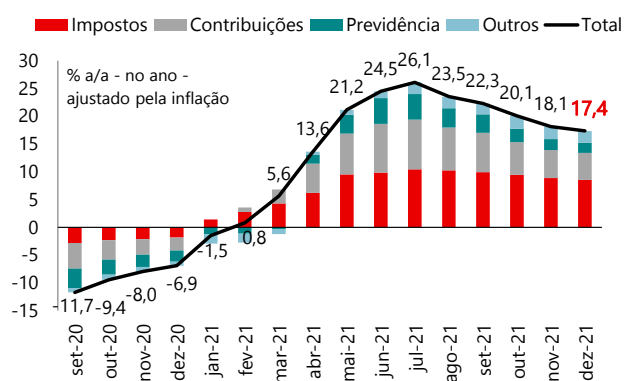
POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

A arrecadação federal apresentou um forte desempenho em 2021, atingindo o maior valor da história, com alta anual real de 17,4%. Em 25 de janeiro, a Receita Federal do Brasil (RFB) divulgou os dados de dezembro de 2021. O resultado mensal (R\$ 193,9 bilhões, ou +10,8% real a/a) ficou próximo da nossa projeção (R\$ 194,3 bilhões), sendo o melhor para o mês desde 1995. Comparado com dezembro de 2019, o crescimento real foi de 14,3% a/a (o que implica alta “anual” de ~7%). Em 2021, observamos forte impulso do efeito preço na arrecadação (tanto da maior inflação quanto da alta dos termos de troca). O resultado também foi ajudado por receitas extraordinárias que totalizaram R\$ 40,0 bilhões em 2021, ante R\$ 8,0 bilhões em 2020. Para os próximos meses, continuamos esperando resultados positivos para a arrecadação, considerando os preços mais altos das *commodities*, mas antevemos uma desaceleração no crescimento adiante, em meio a um processo de desinflação esperado ao longo do ano. Para 2022, projetamos um alta real da arrecadação de 1,0% a/a.

O Tesouro Nacional divulgou (em 26 de janeiro) o Plano Anual de Financiamento (PAF) para 2022. O estoque da dívida atingiu R\$ 5,6 trilhões em dezembro de 2021, e pode chegar a R\$ 6 trilhões em 2022, de acordo como o PAF. Por sua vez, o prazo médio deve permanecer próximo de 4,0 anos. No perfil da dívida, o Tesouro Nacional afirmou que pretende aumentar a participação relativa dos títulos pós-fixados, em detrimento dos títulos prefixados. Além disso, as necessidades líquidas de financiamento para 2022 deverão totalizar R\$ 1,23 trilhão, abaixo da hipótese anterior (R\$ 1,37 trilhão) – que também considera que o BNDES devolverá ao Tesouro Nacional cerca de R\$ 50 bilhões no ano. De acordo com o calendário oficial do Tesouro, estão programados 50 leilões de títulos públicos para o ano, o que resultaria em uma emissão média semanal de R\$ 24,7 bilhões, de forma a manter estável o atual nível do colchão de liquidez. Este último atingiu R\$ 1,185 bilhão ao final de 2021, equivalente a dez meses de vencimento da dívida (com dados até dezembro). A nosso ver, as perspectivas para a gestão da dívida continuam desafiadoras no médio prazo e a trajetória adiante dependerá da credibilidade do arcabouço fiscal, do nível de reservas de liquidez e das condições do mercado externo. Para o curto prazo, no entanto, acreditamos que o colchão de liquidez está em um nível confortável para lidar com as incertezas deste ano.

Por fim, o Tesouro divulgou em 28 de janeiro os resultados fiscais do governo central de dezembro. Os dados mostraram um superávit de R\$ 13,8 bilhões no mês (em linha com nossa projeção), levando a um déficit primário de R\$ 35,1 bilhões para o ano como um todo. O resultado anual foi o melhor desde 2014, quando o déficit foi de R\$ 20,5 bilhões. Para 2022, esperamos que o governo central registre um déficit de R\$ 115 bilhões, com base no aumento esperado de despesas e um natural arrefecimento no crescimento das receitas.

Figura 14 – Arrecadação federal



Fontes: Receita Federal do Brasil, Santander.

Figura 15 – Plano Anual de Financiamento (PAF)

Indicadores	PAF 2021		dez-21	PAF 2022		
	Mín	Max	-	Mín	Max	
Estoque da Dívida (R\$ bilhões)	5.500	5.800	5.615	6.000	6.400	
Prazo Médio (anos)	3,4	3,8	3,8	3,8	4,2	
% Vencendo em 12 meses	22,0	27,0	21,0	19,0	23,0	
Composição (%)	Prefixados	31,0	35,0	28,9	24,0	28,0
	Índices de Preços	26,0	30,0	29,3	27,0	31,0
	Taxa Flutuante	33,0	37,0	36,8	38,0	42,0
	Câmbio	3,0	7,0	5,0	3,0	7,0

PAF - Plano Anual de Financiamento

Fontes: Tesouro Nacional, Santander.



POLÍTICA MONETÁRIA

Permanecemos alinhados ao consenso de mercado, projetando um novo aumento de 1,5 p.p. na taxa básica Selic (para 10,75%) na reunião do Copom marcada para 1 a 2 de fevereiro. No comunicado, acreditamos que o Copom manterá o sinal de política monetária, indicando que avançará ainda mais em território contracionista. Acreditamos que o Banco Central do Brasil (BCB) ainda identificará riscos (predominantemente fiscais) para o processo de ancoragem das expectativas de inflação.

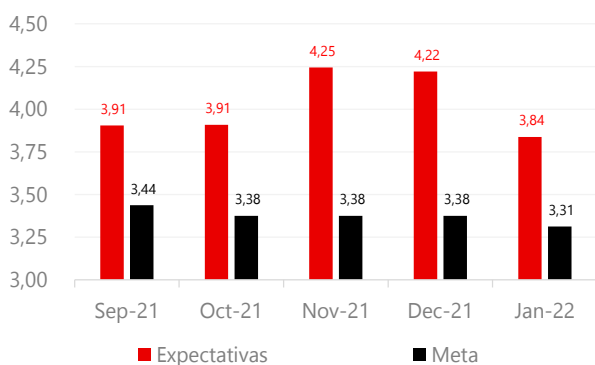
Em termos de sinalização para os próximos passos, embora nosso cenário conte com nova elevação de 1,5 p.p. para a Selic na próxima reunião do Copom (15 a 16 de março), acreditamos que o BCB buscará maior flexibilidade para o que poderá vir a ser o último movimento deste ciclo. Assim, no comunicado da próxima semana, acreditamos que o BCB deixará opções um pouco mais abertas para a reunião seguinte, reservando para si maiores graus de liberdade do que tem sido o caso para a sinalização futura dada nas últimas reuniões. A intenção com isso seria poder melhor calibrar o nível terminal da taxa Selic neste ciclo. Acreditamos que este último se encerrará em algum momento entre o final do 1T22 e o início do 2T22.

Para se evitar uma indesejável dispersão de expectativas em relação ao fim do ciclo de aperto, o que poderia ter impacto adverso sobre as expectativas inflacionárias (maior foco de preocupação do BCB), acreditamos que o Copom poderia sinalizar um ajuste de 1,00 ou 1,50 p.p. como cenários plausíveis para a reunião de março. A nosso ver, porém, o BCB ainda não sinalizará que esse movimento futuro será o último, deixando os passos seguintes um pouco mais dependentes dos dados.

Continuamos projetando um ajuste total levando a taxa Selic para 12,25% ao final deste ciclo (com estabilidade neste patamar para o restante do ano). Isso significa uma postura de política monetária consideravelmente restritiva, como resposta a riscos que podem ser tanto externos (e.g., *commodities*) como domésticos (e.g., desancoragem fiscal). Tais fatores podem retardar a velocidade do processo de desinflação adiante.

Veja detalhes no link⁶.

Figura 16 – Estimativas ajustadas ao calendário (18 meses à frente)

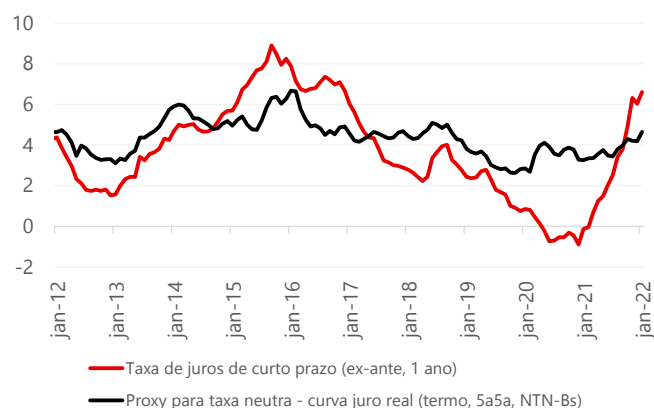


Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota 1: Expectativa e meta do IPCA ajustadas pelo peso de cada ano-calendário como horizonte de política monetária. Para o 1T22, isso significa 25% para 2022 e 75% para 2023.

Nota 2: Valores de fim de mês (último dado de 21 de janeiro de 2022).

Figura 17 – Juros reais: curto vs longo prazo e postura monetária (média mensal, % anual)



Fontes: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Santander.

Nota 1: Com base em médias históricas, a *proxy* de taxa neutra é baseada em *yields* nominais longos ajustados por um prêmio de risco constante de 200 p.b.,

Nota 2: Dados médios de janeiro de 2022 até o dia 21.

⁶ Santander Brazil Monetary Policy - "COPOM PREVIEW: Preparing to Land" - (27/jan/2022) – Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-p-feb22>



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.