

**ATUALIZAÇÃO DE CENÁRIO****ATIVIDADE MELHOR NO CURTO PRAZO, JUROS (AINDA)  
MAIS ALTOS POR MAIS TEMPO**

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

- **GLOBAL:** As pressões inflacionárias seguem mostrando intensidade e persistência acima das expectativas mundo afora. A guerra entre Rússia e Ucrânia gerou um choque de custos de energia para a Zona do Euro, que se espalhou globalmente. A falta de perspectiva para uma solução do conflito, as sanções impostas à Rússia e a proximidade do inverno europeu continuam a manter pressionados os preços de energia. Um outro agravante do cenário atual tem sido a manutenção da política "zero-COVID" na China, com severos *lockdowns* ao longo do 2T22 causando problemas adicionais para a normalização do funcionamento das cadeias produtivas globais. Diante desse cenário, e tendo como pano de fundo a robustez da demanda doméstica e do mercado de trabalho nos EUA, o Federal Reserve decidiu acelerar o ritmo de aperto da política monetária, elevando a taxa básica de juros em 75 p.b. (para 1,75%) na reunião de junho. Acreditamos que o Fed deverá elevar novamente os Fed Funds em 75 p.b. na reunião de julho, antes de desacelerar para um ritmo de 50 p.b. por reunião até fevereiro de 2023. Assim, mantivemos nossa projeção para a taxa terminal dos Fed Funds no ciclo em 4,5%, naquilo que deverá se revelar como um dos apertos monetários mais intensos nas últimas décadas. Desta forma, seguimos com a crença de que uma recessão americana é bastante provável no próximo ano. Na área do Euro, o Banco Central Europeu acelera o processo de normalização da política monetária e deverá aumentar os juros (pela primeira vez em mais de 10 anos) em 25 p.b. em julho, podendo migrar para 50 p.b. na reunião seguinte, em setembro. O objetivo do BCE é tirar a taxa de juros de terreno negativo o quanto antes. Na China, a inflação segue sob controle, dando espaço para o governo implementar estímulos fiscais, creditícios e monetários para promover uma recuperação da atividade no 2S22. Estes estímulos tendem a oferecer certa sustentação aos preços das *commodities* e resultar em um processo de "normalização" mais gradual. No geral, a combinação de políticas monetárias mais apertadas e crescimento global mais fraco deve gerar um ambiente global desafiador para as economias emergentes, com os exportadores de *commodities* (como o Brasil) podendo mostrar maior resiliência por mais tempo devido aos efeitos macroeconômicos dos preços de matérias-primas em patamar elevado.
- **COMMODITIES:** Estoques reduzidos para a maior parte das matérias primas, em conjunto com fatores idiossincráticos (clima adverso, investimentos baixos no passado e altos custos de produção) contribuíram para estender o rali de preços de *commodities* este ano. O choque geopolítico gerado pela guerra no leste europeu se soma aos persistentes obstáculos para o bom funcionamento das cadeias de suprimentos mundiais. Além disso, as sanções econômicas impostas à Rússia agravam a restrição de oferta para importantes *commodities* (como grãos, combustíveis e fertilizantes). Contudo, mudanças no cenário macroeconômico global (aumento das taxas de juros e expectativa de desaceleração da atividade econômica) podem reduzir a demanda por *commodities*. Estimamos que estas duas forças se compensam por ora, de forma que não fizemos alterações relevantes em nossas projeções para os preços agregados de matérias primas, e continuamos estimando um arrefecimento gradual nos próximos anos. No caso do petróleo, especificamente, mantivemos nossa projeção de US\$ 115/barril para o fim de 2022 e US\$ 95/barril para o fim de 2023, enquanto para *commodities* agrícolas e metálicas fizemos um leve ajuste para baixo em nossa projeção. Mantivemos em nosso cenário a visão de uma queda gradual do índice CRB agregado, com uma lenta normalização de preços, e certa extensão do ciclo altista iniciado em 2020.
- **TAXA DE CÂMBIO:** Apesar do contínuo suporte ao real originário da manutenção de um pano de fundo favorável para países exportadores de *commodities* e do alto patamar da taxa de juros doméstica, a normalização mais célere das políticas monetárias nas economias avançadas e as dúvidas quanto à dinâmica de crescimento na China pesaram sobre o real recentemente. Não antecipamos reversão destes fatores e riscos no curto prazo. Ademais, a adoção no âmbito local de estímulos fiscais adicionais (para abrandar o impacto da alta nos preços de energia para as famílias) ajudaram a elevar a percepção de risco fiscal no mercado. As sucessivas ações de expansão fiscal também aumentaram a incerteza quanto aos rumos da política econômica adiante. Assim, a combinação de um ambiente global mais hostil e maiores incertezas macroeconômicas domésticas pesou mais uma vez sobre a taxa cambial, sinalizando condições de mercado voláteis até meados do 4T22. Alteramos as projeções para a taxa de câmbio para R\$5,30/US\$, R\$5,15/US\$ e R\$5,20/US\$ para 2022, 2023 e 2024, respectivamente (antes: R\$5,15/US\$, R\$5,00/US\$ e R\$5,10/US\$).
- **BALANÇO DE PAGAMENTOS:** Mantivemos inalteradas nossas projeções para o déficit em transações correntes em US\$ 25,7 bilhões, US\$ 23,5 bilhões e US\$ 40,3 bilhões para 2022, 2023 e 2024, respectivamente, níveis que julgamos bastante confortáveis (situando-se em um intervalo de 1-2% do PIB no período, alinhado à média histórica ~2%, com base em dados desde 1995). Embora a demanda doméstica mais forte do que o esperado em 2022 gere contribuição para maiores déficits nas contas da balança comercial de bens, serviços e renda primária, a moeda mais depreciada deverá compensar esta influência. Seguimos confiantes que o balanço de pagamentos continuará contribuindo favoravelmente ao equilíbrio macroeconômico no Brasil, mantendo-se fora das listas de preocupações quanto à economia nacional.



- **POLÍTICA FISCAL:** Revisamos nossa projeção de déficit primário em 2022 para -0,2% do PIB (antes: +0,4%), em função de um maior estímulo fiscal via desonerações tributárias – que totalizarão R\$ 85 bilhões para o governo federal e R\$ 40 bilhões para os entes subnacionais, segundo nossas estimativas. Além disso, incluímos em nossos cálculos os gastos “extratexto” contemplados na última emenda constitucional (PEC1/22), que custará cerca de R\$ 41,2 bilhões até o final do ano. Em nosso cenário, o governo central deve registrar déficit primário de 0,7% do PIB neste ano, parcialmente compensado pelo superávit de 0,5% dos governos regionais. Para 2023, antevemos uma queda adicional no desempenho fiscal, considerando repercussões (diretas e indiretas) dos estímulos: atualizamos nossa projeção de déficit primário para -1,2% do PIB (antes: -0,6%). Adicionalmente, continuamos vendo uma piora no resultado nominal devido ao aumento do custo da dívida (via taxa Selic), implicando em uma trajetória mais altista da dívida pública no médio prazo. Nossa projeção para a dívida bruta subiu para 79,9% do PIB em 2022 (antes: 79,0%), o que implica estabilidade em relação a 2021. Para o longo prazo, uma vez que assumimos que o atual patamar dos preços das *commodities* não será permanente, seguimos identificando riscos importantes para o processo de estabilização da dívida pública, em um contexto de menor eficácia das regras fiscais e de pressões sociais para aumentar despesas. Sendo assim, estimamos que a dívida bruta do governo geral atingirá um pico próximo a 98% do PIB em 2028 (antes: 95%). Apesar da melhora fiscal impulsionada pelo ciclo de *commodities*, o alto nível de despesas obrigatórias segue como desafio que precisa ser endereçado por meio de reformas estruturais, de forma a mitigar riscos fiscais (e inflacionários) no médio e longo prazo.
- **ATIVIDADE ECONÔMICA – PIB:** Elevamos nossa projeção de PIB para 2022, porém mantivemos as estimativas para 2023 e 2024. Para 2022, à luz de dados mais fortes que melhoraram a performance esperada no 1S22, aumentamos nossa projeção para +1,9% (antes: +1,2%), sustentada pela contribuição da reabertura dos serviços, recuperação do mercado de trabalho, e aumento da renda disponível (este último fator será favorecido pela nova rodada de estímulo governamental). Quanto à trajetória trimestral, atualizamos nossa estimativa do 2T22 para +0,7% t/t (antes: +0,2%). Para o 2S22, acreditamos que a atividade doméstica deverá arrefecer à medida que os efeitos da política monetária restritiva comecem a se materializar, embora recentes medidas de estímulo fiscal possam mitigar os impactos no curto prazo. Para 2023, na ausência de vetores adicionais de crescimento, enxergamos o menor impulso das *commodities* e, principalmente, os efeitos defasados da política monetária prevalecendo, levando a um quadro recessivo em 2023: estimamos contração do PIB de 0,6% no próximo ano. Para 2024, enxergamos a economia ainda com ritmo lento: estimamos um modesto crescimento de 0,5%, com a recuperação local impactada por nossas expectativas de uma recessão americana a partir de meados de 2023.
- **ATIVIDADE ECONÔMICA – MERCADO DE TRABALHO:** A reabertura dos serviços teve um efeito mais forte do que o esperado sobre o mercado de trabalho, o qual também pode ter se beneficiado indiretamente do impulso advindo de setores relacionados às *commodities*. De acordo com nossas estimativas mensais, a taxa de desemprego com ajuste sazonal atingiu 9,0% em maio, o menor nível desde 2015. A taxa de participação, que estava em níveis historicamente baixos até o 4T21, normalizou e agora se situa apenas 0,2 p.p. abaixo do nível pré-pandemia (fevereiro de 2020). Dessa forma, as condições de emprego se mostraram surpreendentemente favoráveis e nos levaram a reduzir ainda mais nossa projeção para a taxa média de desemprego em 2022. Ainda projetamos um aumento na desocupação no 2S22, uma vez que a postura restritiva da política monetária leve a um arrefecimento da economia mais ampla, dominando desse modo a dinâmica do mercado de trabalho. No entanto, diante de um ponto de partida acima do esperado para a população ocupada, revisamos a trajetória esperada para a taxa de desemprego de 2022 a 2024. Nossa projeção para a desocupação média é de 10,0% em 2022 (antes: 11,4%), 10,8% em 2023 (antes: 12,3%) e 11,0% em 2024 (antes: 12,4%). Apesar de também termos reduzido nossas estimativas para a NAIRU (i.e., desemprego estrutural) para uma faixa entre 10-11%, continuamos antevendo um mercado de trabalho apertado (ou superaquecido) até o 1T23. Este fator deverá gerar dificuldades adicionais ao processo de desinflação esperado adiante. Quanto às nossas expectativas para a massa salarial real, os maiores níveis de emprego foram parcialmente compensados por salários médios reais abaixo do esperado. Mas as novas transferências governamentais tiveram impacto altista nos números esperados para 2022. Projetamos que a massa salarial real “ampliada” deverá crescer 3,7%, 1,0% e 1,1% em 2022, 2023 e 2024, respectivamente (antes: 3,1%, 0,8% e 1,2%). Assim, o arrefecimento do consumo e inflação deverão ser mais graduais.
- **ATIVIDADE ECONÔMICA – CRÉDITO:** Apesar da menor visibilidade em decorrência de uma escassez de dados no curto prazo (dado que o último relatório disponível para o mercado creditício é de fevereiro, em função da greve dos servidores do BCB), estamos revisando para cima nossas estimativas para o crescimento nominal do saldo de crédito este ano. Nossa estimativa subiu de 9,4% para 11,2% em 2022 e de 6,8% para 7,2% em 2023, principalmente devido a uma atividade econômica acima do esperado no 1S22. Tal revisão foi impulsionada pelo crédito livre às famílias, cuja estimativa de crescimento para 2022 subiu de 12,6% para 16,4%, dada a melhora do consumo das famílias com o fortalecimento do mercado de trabalho. Além disso, também acreditamos que o segmento direcionado terá um desempenho melhor do que imaginávamos anteriormente em 2022: esperamos agora um crescimento de 8,1% (antes: 6,4%), dada a extensão de programas e novos estímulos anunciados pelo governo (no âmbito do Pronampe e o PEAC, que se tornaram permanentes). Para 2023, revisamos nossa expectativa de crescimento do crédito livre às famílias de 8,3% para 9,0%, principalmente devido ao carregamento estatístico de uma atividade econômica mais robusta no 1S22. Apesar das revisões altistas para o crescimento do crédito, seguimos cautelosos quanto às perspectivas para a inadimplência em 2023, dado um contexto de inflação elevada, atividade mais fraca, e maior endividamento do consumidor. Nosso cenário contempla taxas de inadimplência do sistema próximas ao nível pré-pandemia (fevereiro de 2020).



- **INFLAÇÃO:** O principal fator que nos levou a uma alteração nas projeções de inflação foi a aprovação de novos cortes de impostos e novas medidas de sustentação à renda. Para o curto prazo, o corte de impostos tem o efeito direto (baixista) sobre os preços de combustíveis, energia elétrica e telecomunicações. Como resultado, reduzimos a projeção do IPCA 2022 para 7,9% (antes: 9,5%). Entendemos que a pequena diferença para o consenso (7,7% no momento) se dá por conta de considerarmos que essa expansão fiscal significa um impulso para a demanda que dará suporte a pressões de preços em outros segmentos (serviços, bens industriais e alimentação). Em nossa visão, este fator compensará parte do efeito direto (deflacionário) das medidas. Olhando mais à frente, subimos a projeção de IPCA 2023 para 5,7% (antes: 5,3%), dado que parte das desonerações tributárias devem ser revertidas no próximo ano. Além disso, com os mercados antevendo probabilidade crescente de uma expansão fiscal mais duradoura, há um viés altista para as expectativas de inflação, e uma chance de pressão futura advinda de uma depreciação cambial adicional. Para o IPCA 2024, ainda esperamos convergência ao centro da meta (3,00%), assumindo que os choques de custo terão se dissipado e que a política monetária contracionista terá feito seu trabalho. O principal risco é que o processo de ajuste fiscal fique aquém das expectativas, dificultando o processo de desinflação.
- **POLÍTICA MONETÁRIA:** Nas últimas comunicações oficiais, o Banco Central do Brasil (BCB) se absteve de apresentar uma orientação precisa sobre os passos seguintes após à próxima reunião do Copom (2 a 3 de agosto), em meio a um cenário “cercado de incerteza e volatilidade acima do usual”. A autoridade monetária indica apenas que sua “estratégia de convergência [inflacionária] para o redor da meta exige uma taxa de juros mais contracionista do que o utilizado no cenário de referência por todo o horizonte relevante”. Com base nas simulações do BCB apresentadas no relatório de inflação do 2T22, estimamos que um aumento final da taxa Selic de 0,50 p.p. em agosto (i.e., taxa terminal de 13,75%), com subsequente manutenção desse nível por algum tempo, poderia se encaixar na estratégia do BCB de buscar inflação próxima ao centro da meta. Algumas semanas após o último Copom, no entanto, observamos um contínuo aumento nas expectativas de inflação, uma deterioração adicional no balanço de riscos (com novos impulsos fiscais para a demanda doméstica) e evidências de redução adicional da ociosidade econômica (com fortes números de emprego). Estes fatores geram risco importante para o cenário de desaceleração da atividade econômica antecipado pelo BCB para o 2S22 – o que entendemos como condição estritamente necessária para a rápida desinflação projetada pelos modelos da autoridade. Seguimos enxergando o BCB em uma estratégia de suavização da taxa de juros (ou seja, evitando um pico mais acentuado neste ciclo, mas mantendo os juros mais altos por mais tempo). Ainda assim, identificamos a necessidade de um aperto adicional na taxa Selic para que o BCB (em sua ótica) possa trazer a inflação mais perto do centro da meta em 2023. Projetamos agora uma taxa Selic terminal de 14,25% no ciclo (com duas altas de 0,50 p.p. em agosto e setembro), ante nossa projeção anterior de 13,50%. Também adiamos nossa expectativa para o início do processo de cortes de juros em 2023 (previsto para junho) e vislumbramos uma convergência mais lenta para o nível estrutural de 7% (2025). Revisamos nossa trajetória esperada para a Selic para 12,00% ao fim de 2023 (antes: 10,50%) e 9,00% ao fim de 2024 (antes: 8,00%).



Figura 1. Projeções macro do Santander para o cenário internacional – resumo

Cenário Macro Internacional										
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E			
PIB - Mundo (%)	3,5	2,8	-3,5	5,9	2,6	↓	2,5	→	2,0	→
PIB - China (%)	6,7	6,0	2,3	8,1	4,8	→	5,5	→	5,0	→
PIB - EUA (%)	3,0	2,2	-3,5	5,7	2,2	↓	0,4	↓	0,7	↑
Inflação - EUA (Núcleo do PCE, %)	2,1	1,6	1,5	4,9	4,8	↑	3,2	↑	2,3	↑
Juros - EUA (FFR, %)	2,50	1,75	0,25	0,25	4,00	↑	4,50	→	3,50	→
Juros - EUA (UST10y, %)	2,7	1,9	0,8	1,8	4,0	↑	4,0	→	3,0	→
Dólar Global - DXY Index	96	96	90	96	109	↑	100	↓	100	→
Commodities - CRB Index	409	401	444	571	555	↓	521	↓	495	→

Fonte: Bloomberg, Santander.

Nota: As setas denotam a direção das mudanças de projeções em relação ao cenário publicado em 2 de junho de 2022.

Figura 2. Projeções macro do Santander para o Brasil - resumo

Variáveis macroeconômicas		Anterior		Atual
PIB (%)	2022E	1,2	↑	1,9
	2023E	-0,6	→	-0,6
	2024E	0,5	→	0,5
IPCA (%)	2022E	9,5	↓	7,9
	2023E	5,3	↑	5,7
	2024E	3,0	→	3,0
Selic (% fim de período)	2022E	13,50	↑	14,25
	2023E	10,50	↑	12,00
	2024E	8,00	↑	9,00
Taxa de câmbio - R\$/US\$ (fim de período)	2022E	5,15	↑	5,30
	2023E	5,00	↑	5,15
	2024E	5,10	↑	5,20
Saldo em Transações Correntes (% PIB)	2022E	-1,4	→	-1,4
	2023E	-1,2	→	-1,2
	2024E	-2,0	→	-2,0
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	2022E	0,4	↓	-0,2
	2023E	-0,6	↓	-1,2
	2024E	-0,7	↓	-1,0
Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)	2022E	79,0	↑	79,9
	2023E	83,1	↑	84,6
	2024E	87,2	↑	88,7

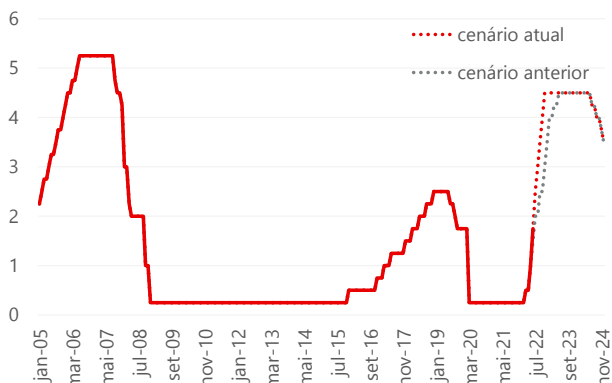
Fonte: Santander.

Nota: As setas denotam a direção das mudanças de projeções em relação ao cenário publicado em 2 de junho de 2022.



## AMBIENTE INTERNACIONAL

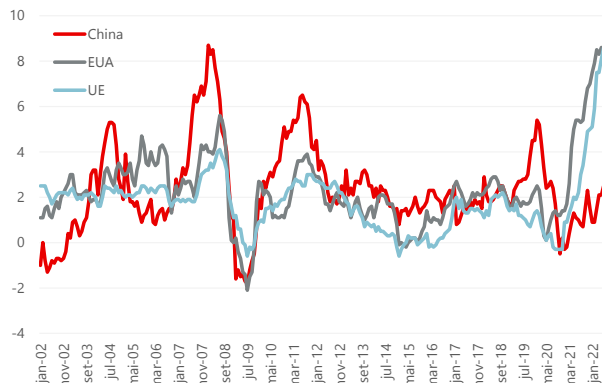
Figura 3. EUA: Trajetória de juros (e projeção)



Fonte: Bloomberg, Santander.

## AMBIENTE INTERNACIONAL

Figura 4. Inflação nas principais economias (CPI, %)



Fonte: Bloomberg, Santander.

## COMMODITIES

Figura 5. CRB: histórico e projeções (fim de ano)

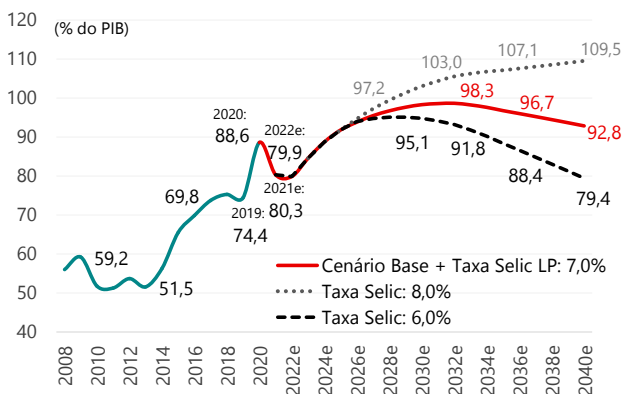
Fim de período	2019	2020	2021	2022e	2023e
CRB Alimentos	331	355	483	515 ↓	464 ↓
CRB Energia	1647	1161	1521	1850 →	1809 →
CRB Metálicas	749	887	1259	1229 ↓	1107 ↓
CRB	401	444	571	555 ↓	521 ↓

a/a	2019	2020	2021	2022e	2023e
CRB Alimentos	1%	7%	36%	7%	-10%
CRB Energia	2%	-30%	31%	22%	-2%
CRB Metálicas	-11%	18%	42%	-2%	-10%
CRB	-3%	11%	29%	-3%	-6%

Fonte: Bloomberg, Santander.

## POLÍTICA FISCAL

Figura 6. Perspectivas para a dívida bruta (% PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

## SETOR EXTERNO

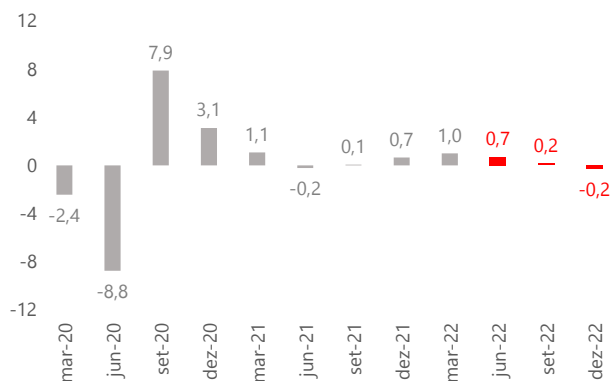
Figura 7. Saldo em transações correntes (% do PIB)

% do PIB	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Transações correntes</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,0</b>
Balança comercial	2,2	2,4	3,3	3,2	2,5
Exportações	14,6	18,8	17,8	16,9	16,6
Importações	12,3	16,4	14,5	13,8	14,1
Serviços	-1,4	-1,1	-1,6	-1,5	-1,5
Viagens internacionais	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5	-0,6
Aluguel de equipamentos	-0,8	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Outros	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
Renda primária	-2,6	-3,4	-3,3	-3,1	-3,1
Lucros & Dividendos	-1,2	-2,0	-2,3	-2,2	-2,3
Juros	-1,5	-1,4	-1,0	-0,9	-0,8
Renda secundária	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Investimento direto no país	2,6	3,1	3,8	3,6	3,6
Financ. Externo (-vo=escassez / +vo=excesso)	0,9	1,2	2,6	2,6	1,5

Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

## ATIVIDADE ECONÔMICA – PIB

Figura 8. Crescimento do PIB (% t/t-a.s.)

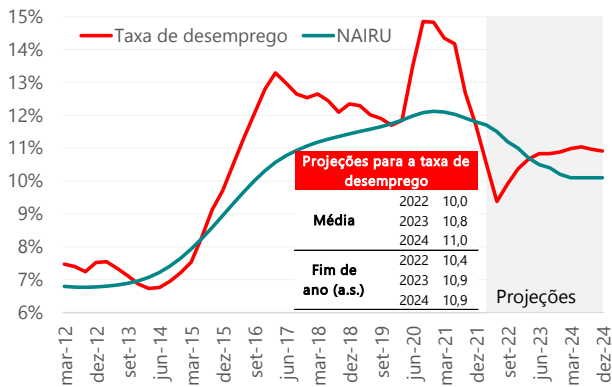


Fonte: IBGE, Santander. Estimativas para o 2T22 em diante.



## ATIVIDADE ECONÔMICA – EMPREGO

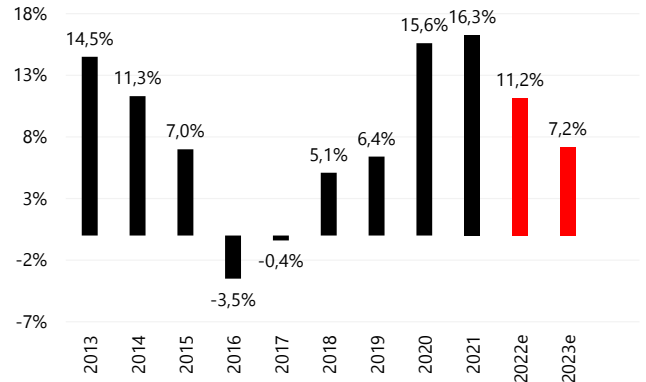
Figura 9. Taxa de desemprego e NAIRU (a.s.)



Fonte: IBGE, Santander.

## ATIVIDADE ECONÔMICA – CRÉDITO

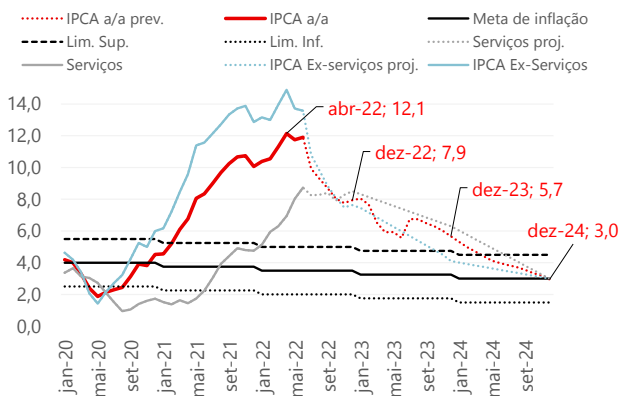
Figura 10. Crescimento anual do saldo creditício



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

## INFLAÇÃO

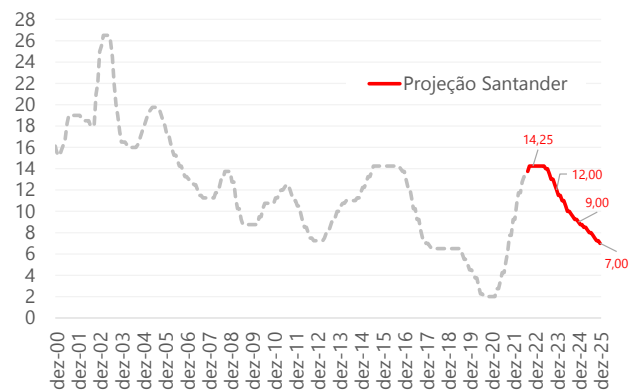
Figura 11. IPCA e principais componentes (% a/a)



Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

## POLÍTICA MONETÁRIA

Figura 12. Trajetória esperada para a Taxa Selic (% a.a.)



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Dados históricos - médias mensais; projeções - fim de ano.



## PROJEÇÕES: Santander & Consenso

Figura 13. Evolução das projeções para 2022 desde nossa última revisão de cenário

	2022E					
	Consenso		Santander			
	3-jun-22	8-jul-22	2-jun-22	14-jul-22		
Inflação - IPCA (%)	8,9	↓	7,7	9,5	↓	7,9
Crescimento do PIB (%)	1,2	↑	1,6	1,2	↑	1,9
Taxa Selic (% fim do ano)	13,25	↑	13,75	13,50	↑	14,25
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,05	↑	5,13	5,15	↑	5,30
Conta corrente (US\$ bilhões)	-10,0	↓	-18,0	-25,7	→	-25,7
Resultado primário (% PIB)	0,1	→	0,1	0,4	↓	-0,2
Dívida Bruta (% PIB)	79,6	↓	79,1	79,0	↑	79,9

Fontes: Banco Central, Santander.

Nota: Com base no relatório Focus do Banco Central.

Figura 14. Evolução das projeções para 2023 desde nossa última revisão de cenário

	2023E					
	Consenso		Santander			
	3-jun-22	8-jul-22	2-jun-22	14-jul-22		
Inflação - IPCA (%)	4,4	↑	5,1	5,3	↑	5,7
Crescimento do PIB (%)	0,8	↓	0,5	-0,6	→	-0,6
Taxa Selic (% fim do ano)	9,75	↑	10,50	10,50	↑	12,00
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,05	↑	5,10	5,00	↑	5,15
Conta corrente (US\$ bilhões)	-29,5	↓	-32,3	-23,5	→	-23,5
Resultado primário (% PIB)	-0,4	↑	-0,2	-0,6	↓	-1,2
Dívida Bruta (% PIB)	82,4	↓	81,5	83,1	↑	84,6

Fontes: Banco Central, Santander.

Nota: Com base no relatório Focus do Banco Central.




**Figura 15. Evolução das projeções para 2024 desde nossa última revisão de cenário**

	2024E			
	Consenso		Santander	
	3-jun-22	8-jul-22	2-jun-22	14-jul-22
Inflação - IPCA (%)	3,25	↑ 3,30	3,00	→ 3,00
Crescimento do PIB (%)	2,0	↓ 1,8	0,5	→ 0,5
Taxa Selic (% fim do ano)	7,50	↑ 8,00	8,00	↑ 9,00
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,04	↑ 5,06	5,10	↑ 5,20
Conta corrente (US\$ bilhões)	-41,0	↑ -40,0	-40,3	→ -40,3
Resultado primário (% PIB)	-0,2	↑ 0,0	-0,7	↓ -1,0
Dívida Bruta (% PIB)	83,7	↓ 83,6	87,2	↑ 88,7

Fontes: Banco Central, Santander.

Nota: Com base no relatório Focus do Banco Central.





## 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	5511-3553-6120
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 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
Walter Chiarvesio*	Head, Argentina	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Mariana Cahen Margulies*	Head, Brazil	mmargulies@santander.com.br	5511-3553-1684
Murilo Riccini*	Head, Chile	murilo.riccini@santander.cl	56 22336 3359

### 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.



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.