

## MAIS UM CHOQUE DE PREÇOS NO HORIZONTE

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

- O conflito militar entre Rússia e Ucrânia segue no foco dos investidores, e por ora não houve avanço significativo nas negociações de paz. Na quarta-feira (16 de março), os mercados voltarão atenção para a decisão de política monetária nos EUA, quando o Federal Reserve deverá iniciar um novo ciclo de alta no juro básico (+25 p.b. para 0,50%), provavelmente trazendo também informações para o esperado processo de redução de balanço adiante.
- Na semana móvel encerrada em 10 de março, o real se valorizou 0,2% frente ao dólar e fechou o período cotado a R\$5,02/US\$, figurando entre os 10 melhores desempenhos na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, a influência que o conflito Rússia-Ucrânia vem exercendo – elevando os preços das *commodities* e alterando a alocação de portfólios globais - juntamente com a perspectiva de uma eventual extensão do ciclo local de aperto monetário, ajudaram o real a se manter relativamente estável frente ao dólar, compensando o impacto de um ambiente de maior aversão a risco e sinais adicionais de remoção mais célere dos estímulos monetários por bancos centrais de economias avançadas.
- A curva doméstica de juros registrou uma correção altista importante nos últimos dias, com o choque de preços das *commodities* gerando receios inflacionários adicionais em âmbito global e local, e com os sinais mais contracionistas (*hawkish*) dos principais bancos centrais, puxando para cima as taxas de juros ao redor do mundo.
- O Congresso Nacional aprovou legislação que altera a taxação incidente sobre combustíveis. A legislação altera o cálculo do ICMS sobre diesel, biodiesel, GLP. O texto também reduziu para zero a PIS/Cofins sobre o diesel até o final de 2022, com impacto fiscal estimado em R\$ 17 bilhões para o governo federal. O Senado também aprovou um projeto de lei para estabelecer um fundo de estabilização de preços, mas que será restrito pelo teto de gastos.
- Com base no CAGED de janeiro, estimamos que a criação líquida de empregos formais com ajuste sazonal desacelerou para 167 mil, reduzindo a média de três meses para ~200 mil. O CAGED apresenta uma tendência de desaceleração desde meados de 2021, à medida que os efeitos da reabertura econômica diminuem. Esperamos menor criação líquida de empregos ao longo de 2022, especialmente considerando os efeitos da política monetária mais restritiva. Na sexta-feira (18 de março), será divulgada a PNAD de janeiro: estimamos a taxa de desemprego dessazonalizada em 11,9% (dezembro: 11,8%).
- Apesar do bom ritmo de crescimento econômico no 4T21, os primeiros indicadores de atividade sugerem uma desaceleração no 1T22. A produção industrial encolheu 2,4% m/m em janeiro, resultado que veio abaixo das expectativas de mercado e devolveu quase que integralmente a surpresa positiva vista em dezembro. Por outro lado, o varejo amplo surpreendeu positivamente em janeiro, ao retrair apenas 0,3% m/m, embora vejamos uma composição adversa no resultado. Para a próxima semana, o IBGE divulgará a receita real dos serviços para janeiro e esperamos alta de 0,6%. O BCB divulgará a sua *proxy* de PIB mensal (IBC-Br) para o mesmo mês, e esperamos crescimento sequencial de 0,2%.



- O IPCA de fevereiro ficou em 1,01% m/m, acima da nossa projeção (0,96%) e do consenso de mercado (0,94%). Em bases anuais, o índice acelerou para 10,5% a/a, reforçando nossa visão de que o pico da inflação acumulada em 12 meses não ficará claro até abril ou maio. A composição continua preocupante, já que a tendência do núcleo se situa em torno de 10% mm3m-a.s.a. De maneira geral, os números sugerem que o processo desinflacionário terá obstáculos à frente. Nosso *tracking* para o IPCA 2022 agora está em torno de 6,7%.
- O Copom anuncia decisão de política monetária na próxima quarta-feira (16 de março). Em linha com o mercado, projetamos um novo aumento na taxa Selic, desta vez na magnitude de 1,00 p.p., chegando a 11,75%. Este será o maior patamar do juro básico desde meados de 2017. Em meio a um mar de incertezas no cenário básico após o início do conflito militar no Leste Europeu (e suas consequências políticas e econômicas), mas com clara deterioração no balanço de riscos para a inflação, acreditamos que o BCB irá manter no comunicado a sinalização de política monetária avançando "ainda mais no território contracionista", mas deixando em aberto os próximos passos em termos de velocidade e taxa terminal. Entendemos que o BCB vai buscar flexibilidade, dada a dificuldade ainda maior de se antever o tamanho, duração e efeito dos choques em curso. Mas o viés é claramente altista quanto ao tamanho do aperto monetário adicional adiante.

\*\*\* **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 10 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 (14/mar – 18/mar)**

<b>Indicadores / Eventos</b>	<b>Fonte</b>	<b>Referência</b>	<b>Data</b>	<b>Consenso</b>	<b>Anterior</b>
<b>China: Produção Industrial (% acum.)</b>	<b>NBS</b>	<b>fev/22</b>	<b>Seg, 14-mar</b>	<b>4,0</b>	<b>9,6</b>
China: Invest. em ativos fixos urbanos (% acum.)	NBS	fev/22	Seg, 14-mar	5,0	4,9
China: Vendas no Varejo (% acum.)	NBS	fev/22	Seg, 14-mar	3,0	12,5
EUA: Núcleo do PPI (% a/a)	BLS	fev/22	Ter, 15-mar	8,7	8,3
Z. Euro: Índice de Expectativas (pontos)	ZEW	mar/22	Ter, 15-mar	--	48,6
<b>Z. Euro: Produção Industrial (% a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>jan/22</b>	<b>Ter, 15-mar</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,6</b>
<b>EUA: Núcleo das Vendas no Varejo (% m/m)</b>	<b>C.Bureau</b>	<b>fev/22</b>	<b>Qua, 16-mar</b>	<b>--</b>	<b>4,8</b>
<b>EUA: FOMC – Taxa de Juros (% lim. superior)</b>	<b>FED</b>	<b>mar/22</b>	<b>Qua, 16-mar</b>	<b>0,50</b>	<b>0,25</b>
<b>EUA: Produção Industrial (% m/m)</b>	<b>FED</b>	<b>fev/22</b>	<b>Qui, 17-mar</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>
Z. Euro: Balança Comercial (€ bi, s.a.)	Eurostat	jan/22	Sex, 18-mar	--	-9,7

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 12h da sexta-feira, 11 de março.


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

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
IGP-10 (% m/m)	FGV	mar/22	Qua, 16-mar	--	1,98
<b>PMS – Volume de Serviços (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>jan/22</b>	<b>Qua, 16-mar</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>
PMS – Volume de Serviços (% a/a)	IBGE	jan/22	Qua, 16-mar	10,0	10,4
<b>Copom - Taxa Selic (%)</b>	<b>BCB</b>	<b>mar/22</b>	<b>Qua, 16-mar</b>	<b>11,75</b>	<b>10,75</b>
<b>IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)</b>	<b>BCB</b>	<b>jan/22</b>	<b>Qui, 17-mar</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	jan/22	Qui, 17-mar	1,2	1,3
Taxa de Desemprego (% PEA)	IBGE	jan/22	Sex, 18-mar	11,5	11,1
Taxa de Desemprego (% PEA, a.s.)	IBGE	jan/22	Sex, 18-mar	11,9	11,8

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

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

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


**Figura 3 – Glossário macro: convenções e abreviações usadas em nossos relatórios**

Base de comparação	Grafia em português	Grafia em inglês	Exemplo	Ajuste sazonal?
Mensal sequencial	% m/m	% MoM	mai/2021 contra abr/2021	sim
Trimestral sequencial	% t/t	% QoQ-sa	mai-jul/2021 contra fev-abri/2021	sim
Trimestral sequencial anualizada	% mm3m-a.s.a.	% 3MMA-saar	mai-jul/2021 contra fev-abri/2021, "multiplicado" por 4	sim
Acumulado no ano	% acum.	% YTD	jan-ago/2021 contra jan-ago/2020	não
Interanual	% a/a	% YoY	mai/2021 contra mai/2020	não
Segundo trimestre de 2021	2T21	2Q21	abril a junho/2021	--
Segundo semestre de 2021	2S21	2H21	julho a dezembro/2021	--
Pontos base	p.b.	bp	--	--
Pontos percentuais	p.p.	pp	--	--
Dado com ajuste sazonal	a.s.	sa	--	--

Fonte: Santander.



## AMBIENTE INTERNACIONAL

**O conflito entre Rússia e Ucrânia segue no foco dos investidores.** A semana foi marcada por muito ruído, com idas e vindas nas negociações entre as partes. No entanto, não houve avanço significativo nas conversas e a Rússia seguiu intensificando os ataques na tentativa de avançar na capital da Ucrânia, Kiev.

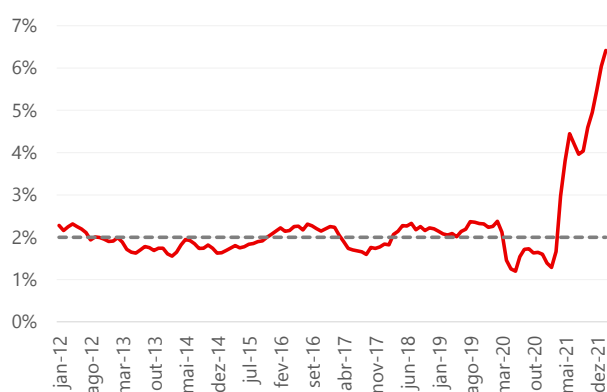
**O Banco Central Europeu (BCE) surpreendeu ao adotar uma postura ainda menos acomodatória ao sinalizar uma aceleração no processo de retirada de estímulos.** Havia uma expectativa de que o BCE pudesse adotar um tom mais cauteloso por conta das incertezas, no lado da atividade econômica, relacionadas ao conflito no continente europeu. Mas prevaleceu a preocupação com a inflação, que também segue muito elevada no bloco.

**No calendário econômico, além da decisão do BCE, foram divulgados os números de inflação (CPI) de fevereiro nos EUA.** A inflação ao consumidor seguiu acelerando, chegando a 7,9% a/a, a maior registrada desde 1982. Na China foram divulgados os números de crédito de fevereiro, com o financiamento agregado vindo bem abaixo das expectativas de mercado e surpreendendo principalmente por conta das sinalizações do governo quanto à introdução de estímulos econômicos. É esperado que o crédito volte a acelerar, principalmente por conta da (ambiciosa, a nosso ver) meta de crescimento anunciada pelo governo chinês, fixada em torno de 5,5% para 2022.

**Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em forte queda,** refletindo a aversão ao risco provocada pela ausência de sinais claros de avanços nas negociações de paz entre Rússia e Ucrânia. A curva de juros norte-americana teve abertura em todos os vértices, e o dólar seguiu se fortalecendo diante das moedas de países de G10.

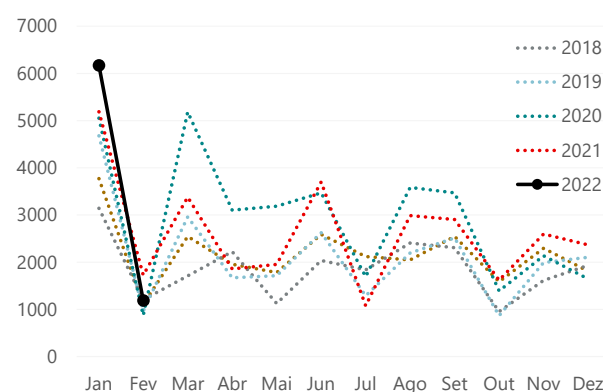
**Na quarta-feira (16 de março), os mercados voltarão atenção para a decisão de política monetária nos EUA.** Na quarta-feira (16 de março), os mercados voltarão atenção para a decisão de política monetária nos EUA, quando o Federal Reserve deverá iniciar um novo ciclo de alta no juro básico (+25 p.b. para 0,50%), provavelmente trazendo também informações para o esperado processo redução de balanço adiante. Por sua vez, na China serão divulgados os números de atividade econômica de fevereiro.

**Figura 4 – EUA: Núcleo do CPI (anual)**



Fontes: Bloomberg, Santander.

**Figura 5 – China: Financiamento Agregado (bilhões de CNY)**



Fontes: Bloomberg, Santander.



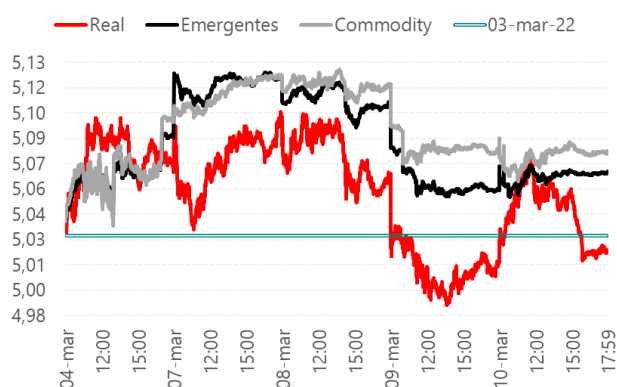
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na semana móvel encerrada em 10 de março, o real se valorizou 0,2% frente ao dólar e fechou o período cotado a R\$5,02/US\$, figurando entre os 10 melhores desempenhos na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. O desempenho foi registrado apesar da intensificação do conflito Rússia-Ucrânia e a falta de avanço nas negociações de paz entre os dois países. Ademais, testemunhamos um *sell-off* (venda maciça de ativos) nas curvas de juros globais (particularmente nos EUA) diante da percepção de mercado que o ambiente global tende a ser mais inflacionário do que previamente imaginado, o que poderá resultar em uma normalização mais célere do que o previsto da política monetária do Fed e de outros bancos centrais nas economias avançadas (como sinalizado pelas últimas indicações do BCE, Banco Central Europeu). Em nossa opinião, estes fatores deveriam ter afetado negativamente o real, mas dada a influência que o conflito tem tido sobre os preços das *commodities* e os portfólios globais, juntamente com a perspectiva de uma taxa Selic eventualmente mais elevada ao final do ciclo de aperto (mais detalhes nas seções de “Política Monetária” e “Mercados Locais – Renda Fixa”), o real conseguiu se manter relativamente estável frente ao dólar recentemente. Portanto, avaliamos que o diferencial de juros e os preços de *commodities* estão contrabalançando, por ora, o maior nível de aversão a risco.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominais observou um grande deslocamento para cima esta semana, com a alta nos preços das *commodities* gerando temores inflacionários global e domesticamente. Sinalizações *hawkish* (contracionistas) de alguns dos principais bancos centrais também impactaram a curva local. Desde a última quinta-feira (3 de março), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) subiu 40 p.b. para 12,80%, enquanto a ponta longa (futuro de DI com vencimento em jan/27) subiu 65 p.b. para 12,15%. Concomitantemente, a inclinação neste segmento subiu 24 p.b., mas mesmo com esse movimento, a curva permaneceu invertida em -65 p.b. Na ponta curta, o rali nos preços de *commodities*—por conta do conflito Rússia x Ucrânia—gerou um receio de um ambiente mais inflacionário no mundo todo, o que contribuiu para elevar a taxa curta. O mercado alterou levemente o apreçamento das chances para o próximo Copom, com as probabilidades de altas de 125 e 150 p.b. da Selic subindo de 25% para 33%. Contudo, o cenário mais provável permaneceu sendo uma alta de 100 p.b., que é a nossa expectativa. Na ponta longa, alguns riscos fiscais específicos associados a discussão de possíveis subsídios em combustíveis podem ter contribuído para a alta da taxa longa. No entanto, grande parte do movimento (não apenas no segmento longo, mas também no curto) reflete o ambiente global de inflação e taxas de juros mais altas por mais tempo do que o esperado antes, do conflito militar na Europa. Sinais mais *hawkish* do Banco Central Europeu foram o último exemplo nesta linha, apenas alguns dias antes do esperado início de ciclo de alta de juros pelo *Federal Reserve* nos EUA.

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

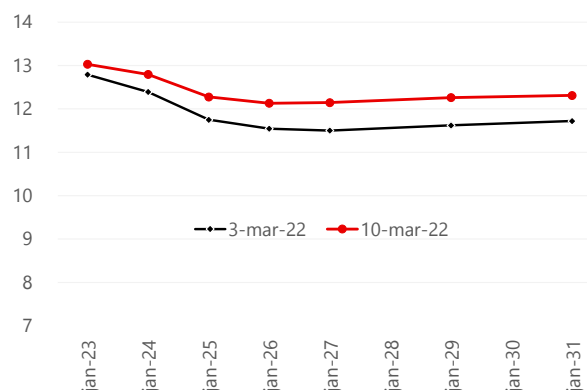


Fontes: Bloomberg, Santander.

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

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

Figura 7 – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

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



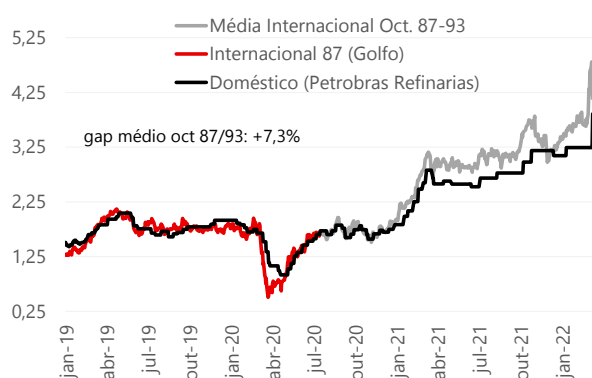
## POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

**O Congresso aprovou legislação que altera a cobrança de impostos sobre combustíveis.** Em 10 de março, o projeto de lei PLP 11/2020 foi aprovado no Senado (por 68 votos) e na Câmara (por 414 votos). A legislação altera o cálculo do ICMS dos estados sobre combustíveis como diesel, biodiesel, GLP e querosene. Deverá ser cobrado um valor único de imposto por litro de combustível, e não mais um percentual sobre o preço médio, mantendo as alíquotas inalteradas em meio às flutuações globais dos preços do petróleo e da taxa de câmbio. Vale ressaltar que o preço médio do combustível para cálculo do ICMS estadual está congelado pelos governadores desde meados do 4T21. Na mesma legislação, o texto reduz a zero o imposto federal (PIS/Cofins) sobre o diesel até o final de 2022. A renúncia fiscal total gerada pela nova legislação será de R\$ 24 bilhões em 2022 (R\$ 16,5 bilhões do governo federal e R\$ 7,5 bilhões de governos regionais), sem qualquer compensação esperada (ou exigida) para cumprir a lei de responsabilidade fiscal. Esta legislação agora segue para sanção presidencial.

**Além disso, o Senado também aprovou o projeto de lei PL 1472/2021, que cria um fundo para estabilização de preços do petróleo financiado pelo governo.** No entanto, em nossa visão, há espaço fiscal limitado sob o teto de gastos para bancar o fundo. Além disso, o texto prevê o aumento do Auxílio Gás, atingindo 11 milhões de famílias (o dobro do número atual). Esse aumento representará um impacto fiscal de R\$ 2 bilhões, financiado pela parte da receita federal da Cessão Onerosa (R\$ 3,4 bilhões) e poderá ser implementado em 2022. O Senado também incluiu a criação do Auxílio Gasolina, em um total estimado de R\$ 3 bilhões para motoristas de aplicativo e taxistas (benefício de R\$ 300 por mês), sujeito ao teto constitucional de gastos. No entanto, como a margem fiscal é limitada para 2022, mesmo que este projeto de lei seja aprovado, a expectativa é que seja implementado apenas em 2023. O projeto segue agora para a Câmara dos Deputados para aprovação final.

**A elevação nos preços dos combustíveis segue como um assunto relevante no curto prazo.** Com a intensificação do conflito entre a Ucrânia e a Rússia, o preço do petróleo disparou (para mais de US\$ 110 por barril). Para cobrir parte da diferença entre os preços internacionais dos combustíveis e os do Brasil, acreditamos que o governo deverá implementar medidas para manter a diferença dos últimos meses (gasolina 10%, diesel 14%). Diante disso, os preços dos combustíveis subiram nas refinarias: gasolina 18,7%, GLP 16% e diesel 24,9%. Com isso, a diferença com os preços internacionais caiu para 7% para a gasolina e 8% para o diesel. Caso o governo decida implementar um subsídio ao preço do combustível, estimamos os seguintes efeitos fiscais por mês para cada redução de R\$ 0,10/litro no preço do combustível: (i) gasolina: R\$ 0,35 bilhão; (ii) diesel: R\$0,5 bilhão. Há uma incerteza considerável se tal subsídio será aprovado, especialmente após os aumentos de preços recentes. Todo esse debate depende também dos preços internacionais e da evolução do conflito no Leste Europeu. No entanto, se os preços do petróleo continuarem altos, acreditamos que o governo provavelmente tomará medidas para conter os preços dos combustíveis.

**Figura 8 – Gap da gasolina vs. preços globais**



Fontes: Bloomberg; Santander

**Figura 9 – Novas legislações: Impacto fiscal**

Legislação - Combustíveis	Impacto Fiscal em 2022 (R\$ bi)
PLP 11/2020 - Aprovado no Congresso	
Efeito ICMS no Diesel (Gov. Regionais)	-7,5
Zerar PIS/Cofins do Diesel	-16,5
PLP 1472/2021 - Aprovado no Senado	
Fundo de Estabilização	?
	(Sem margem fiscal)
Auxílio Gasolina*	3,0
Dobrar Auxílio Gas (para 11 mi de famílias)	2,0

\* Mais provável de ser implementado em 2023 - sem margem fiscal

Fontes: Congresso Nacional; Santander





## INFLAÇÃO

**O IPCA de fevereiro ficou em 1,01% m/m, acima da nossa projeção (0,96%) e do consenso de mercado (0,94%).** O IPCA acelerou para 10,5% a/a vindo de 10,4%, reforçando nossa visão de que o pico da inflação acumulada em 12 meses não ficará claro até pelo menos até abril-maio e que o processo de desinflação adiante será difícil.

**A principal surpresa altista foi em bens industriais.** Mais especificamente, perfume, que é um item altamente volátil e que costuma reverter à média, foi a principal surpresa dentro de bens industriais. Já serviços, alimentação no domicílio e preços administrados vieram em linha com a expectativa.

**As medidas subjacentes pioraram na margem.** A média das principais medidas de núcleo acelerou para 10,0 mm3m-a.s.a. e a difusão alcançou nova máxima em 75,8% (dados dessazonalizados).

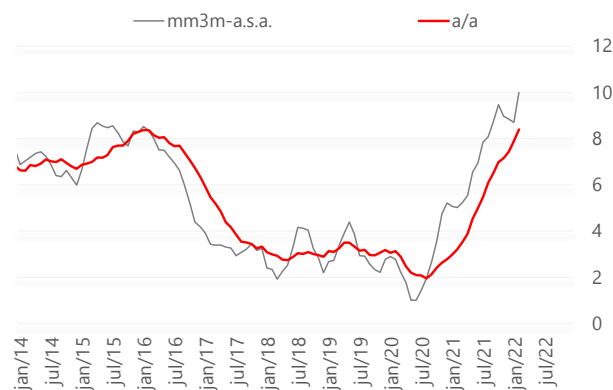
**Em suma, esta leitura reforça nossa visão já cautelosa quanto ao cenário de inflação.** Continuamos projetando um pico da inflação mais claro para abril ou maio, mas o nível e a composição da inflação ainda serão fontes de preocupação, mantendo o balanço de riscos pendendo para cima em nossa projeção do IPCA 2022. Nosso *tracking* de alta frequência já se encontra em torno de 6,7%.

Figura 10 – Detalhes do resultado do IPCA (%)

	m/m			a/a	
	fev/22	Santander	Desv.	jan/22	fev/22
<b>IPCA</b>	<b>1,01</b>	<b>0,96</b>	<b>0,05</b>	<b>10,4</b>	<b>10,5</b>
Administrados	0,12	0,16	-0,01	16,8	15,0
Livres	1,34	1,26	0,06	8,2	9,0
Alim. no dom.	1,65	1,58	0,01	8,6	10,1
Industriais	1,11	0,87	0,06	12,7	13,0
Serviços	1,36	1,38	0,00	5,1	5,9
<b>Núcleo EX3</b>	<b>1,00</b>	<b>0,73</b>	<b>0,10</b>	<b>7,6</b>	<b>8,2</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 11 – Média dos núcleos (% anual)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.



## ATIVIDADE ECONÔMICA

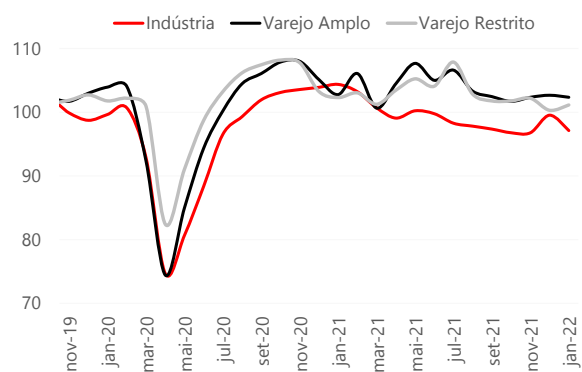
**Crescimento econômico do 4T21 foi mais forte do que o antecipado.** O PIB subiu 0,5% t/t, em linha com a nossa estimativa (+0,4% t/t) e refletindo principalmente o desempenho de atividades sensíveis à mobilidade e o rebote da produção agropecuária, enquanto que a indústria continuou pesando sobre a atividade. O PIB encontra-se 0,5% acima do patamar pré-pandemia (4T19) e projetamos crescimento de 0,7% este ano. [Veja detalhes no link<sup>2</sup>.](#)

**Fraco começo de ano para a indústria.** A produção industrial caiu 2,4% m/m em janeiro, abaixo das expectativas (-1,9% m/m) e devolvendo a alta de 2,9% m/m no mês anterior. A indústria de transformação (-2,2%) impulsionou o resultado, porém a indústria extrativa decepcionou (-5,2% m/m). Entre as atividades industriais, queda generalizada, tendo veículos como destaque negativo (contribuição de -1,76 p.p.). A produção industrial encontra-se 3,5% abaixo do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020). **Mesmo acima do esperado, composição segue ruim no varejo.** A atividade varejista ampla mostrou queda de apenas 0,3% m/m em janeiro, acima das expectativas de mercado (-1,1% m/m). Entretanto, os detalhes mostram uma queda generalizada (em sete das dez categorias varejistas). A surpresa positiva foi concentrada em produtos farmacêuticos e outros artigos de uso pessoal, com contribuições de +0,2 p.p. e +0,7 p.p., respectivamente. [Veja detalhes nos links<sup>3 4</sup>.](#)

**De acordo com o CAGED de janeiro, a geração líquida de empregos formais foi de 155,2 mil (consenso: 160 mil; Santander: 200 mil).** De acordo com nosso ajuste sazonal, a geração líquida de empregos formais desacelerou para 164,6 mil (dezembro: 180,9 mil). O número de contratações e demissões apresentaram aumentos de 1,1% m/m e 2,3% m/m, respectivamente. Avaliamos que o CAGED mostra uma tendência de desaceleração desde meados de 2021, à medida que os efeitos da reabertura econômica estão diminuindo e o fim do programa de preservação de empregos formais (BEm) ainda afeta os resultados. Esperamos um nível menor de criação líquida de empregos ao longo de 2022, especialmente considerando os efeitos de uma política monetária mais restritiva.

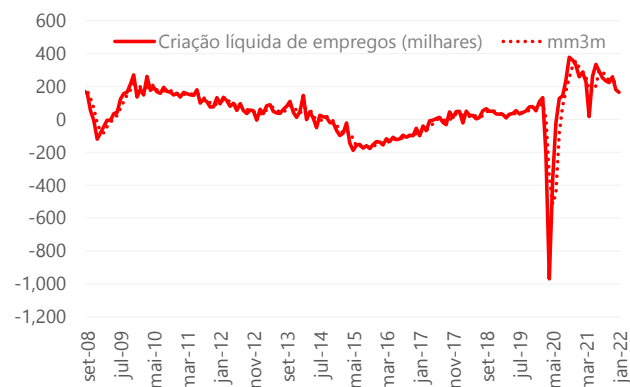
**Na próxima semana, dados do setor de serviços e a proxy de PIB mensal do BCB (IBC-Br) serão divulgados na quarta-feira (16 de março) e quinta-feira (17 de março), respectivamente.** Esperamos alta de 0,6% m/m e 0,2% m/m, respectivamente. Na sexta-feira (18 de março), será divulgada a PNAD de janeiro: estimamos a taxa de desemprego em 11,5%, ou seja, 11,9% em nossa série com ajuste sazonal (0,1 p.p. acima do observado em dezembro).

**Figura 12 – Indicadores de atividade (a.s., jan/2019=100)**



Fontes: IBGE, Santander.

**Figura 13 – Criação líquida de empregos (a.s.)**



Fontes: Ministério do Trabalho, Santander.

<sup>2</sup> Santander Brazil Activity: “GDP Consolidates a Stronger Than Anticipated 4Q21” – (04/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-GDP-4Q21>

<sup>3</sup> Santander Brazil Activity: “Weaker-than-expected Start to 1Q22” – (09/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-030922>

<sup>4</sup> Santander Brazil Activity: “Better Headline but With Still Weak Composition” – (10/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-031022>



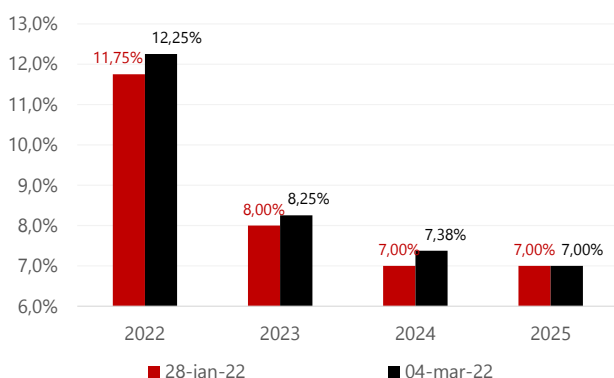
## POLÍTICA MONETÁRIA

O Copom, comitê de política monetária do Banco Central do Brasil (BCB), anuncia decisão de política monetária na próxima quarta-feira (16 de março). Em linha com o mercado (consenso de analistas, apreçamento da curva), projetamos um novo aumento na taxa Selic, desta vez na magnitude de 1,00 p.p., chegando a 11,75%. Este será o nono movimento consecutivo neste ciclo de aperto, levando o juro básico ao maior nível desde meados de 2017.

Na última reunião do Copom (1-2 de fevereiro), o BCB subiu o juro em 150 p.b. e comunicou intenção de reduzir a velocidade de ajuste nas condições monetárias em março. Em que pesem mudanças importantes no cenário desde então, particularmente no âmbito externo, acreditamos que não há razões para o BCB abandonar o plano (ou sinalização) de desaceleração. Isso se justifica pelo estágio do ciclo e a magnitude ainda elevada de um ajuste de 100 p.b., que ainda vemos consistente com eventual extensão do ciclo, se necessária. Em outras palavras, neste momento, um ajuste de 100 p.b. permite ao BCB imprimir um ritmo considerável de aperto e, ao mesmo tempo, acumular informações adicionais sobre o cenário prospectivo e riscos, que determinarão a Selic no fim do ciclo. De acordo com as projeções do BCB e seu balanço de riscos, revelados no último Copom, é preciso elevar a taxa Selic para um patamar acima de 12,25% para trazer a (expectativa de) inflação do IPCA de volta à meta central (de 3,25%) em 2023, que será o horizonte de política monetária no 2T22. A possibilidade de um ciclo de ajuste monetário ainda maior, e de uma volta ainda mais lenta para o nível neutro (ou estrutural), cresceu recentemente em função dos eventos geopolíticos observados na Europa, que provocaram forte alta nos preços das *commodities* em dólares, cujo impacto foi apenas parcialmente mitigado pela taxa cambial mais apreciada.

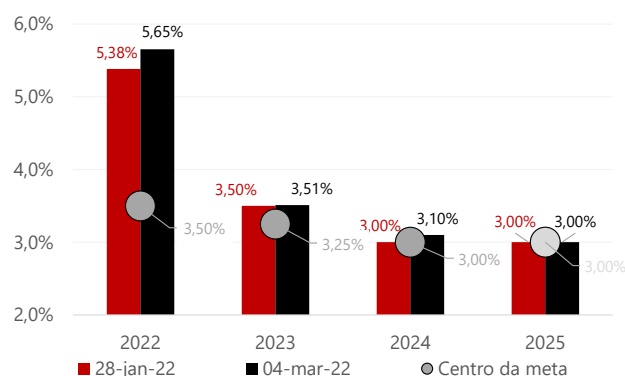
No lado das expectativas de analistas, que são importantes insumos para as projeções de inflação do BCB, houve poucas mudanças para o horizonte de 2023 desde o último Copom, pelo menos até o momento da edição deste relatório. Ainda assim, acreditamos que o BCB deva apresentar projeção de IPCA bem mais alta para 2022 e levemente maior para 2023, o que vai depender especialmente das hipóteses que o BCB irá adotar para a trajetória de preços do petróleo adiante. Considerando este quadro, acreditamos que o Copom deverá manter no comunicado a sinalização prospectiva de política monetária avançando “ainda mais no território contracionista”, com o BCB identificando riscos (ainda de origem fiscal, mas agora também de natureza geopolítica) para o processo de ancoragem das expectativas inflacionárias. Em meio a um mar de incertezas quanto ao cenário básico prospectivo, o que parece claro por ora é uma deterioração adicional no balanço de riscos para a inflação no horizonte relevante. Entendemos que o BCB vai buscar flexibilidade dada a dificuldade ainda maior de se antever o tamanho e duração dos choques em curso, além dos efeitos secundários. Por ora, seguimos projetando Selic de fim de ciclo em 12,50%, com queda gradual se iniciando no 1T23, chegando a 9% ao fim de 2023 e 7% em 2024. Claramente, os riscos são altistas para a trajetória futura dos preços de matérias primas, inflação e taxa de juros, e notadamente baixistas para a atividade econômica e a taxa cambial.

Figura 14 – Mediana das projeções de Selic



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 15 – Mediana das projeções de IPCA



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.



## 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@santander.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@santander.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.