

O INVERNO SE APROXIMA

Ana Paula Vescovi* e
Equipe de Macroeconomia
anavescovi@santander.com.br
+55 11 3553 8567

- A semana foi marcada por forte volatilidade nos mercados financeiros globais, com os investidores receosos quanto à possibilidade de uma forte queda no crescimento global – principalmente com uma possível desaceleração mais intensa na atividade econômica norte-americana. Do lado da política monetária, os discursos de membros do banco central norte-americano (*Federal Reserve*) corroboraram a sinalização da última decisão do comitê de que o Fed subirá os juros num ritmo de 50 p.b.s. nas próximas duas reuniões, deixando em aberto o ritmo para as reuniões seguintes.
- Na semana móvel encerrada em 12 de maio, mais uma vez, o real figurou entre os piores desempenhos na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo, com a taxa de câmbio fechando o período cotada a R\$5,13/US\$ (desvalorização de 2,1%). O movimento aconteceu na esteira de pressões inflacionárias mundiais, que levaram autoridades monetárias a fazer comentários *hawkish* (contracionistas) que agravaram os temores de uma contração econômica global e criaram um ambiente de *risk-off* nos mercados (fuga de ativos arriscados). As surpresas positivas com relação aos indicadores locais de atividade não foram suficientes para compensar o clima ruim, já que os dados de inflação continuaram desapontando e reforçaram as expectativas quanto à extensão do ciclo de aperto monetário no Brasil.
- Enquanto o noticiário hostil fez com que a curva de juros nos EUA registrasse uma queda relativamente paralela em todos os vencimentos – apesar de resultados de inflação piores do que o esperado – a estrutura a termo de juros no mercado local teve um ligeiro *bear-flattening* (alta das taxas, com maior intensidade nos vencimentos mais próximos) na esteira do *risk-off* global, das surpresas negativas com números de inflação e da indicação de que o Banco Central (BC) poderá estender o ciclo de alta de juros para o 2S22.
- Os preços das *commodities* caíram na semana encerrada em 12 de maio devido a preocupações com a fraca demanda global. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional caiu 1,9% no período de 5 de maio a 12 de maio, com a alta do câmbio no Brasil amortecendo uma queda maior. Em dólares, o índice caiu 4,0%, com o Subíndice de Agricultura avançando 0,1%, o Subíndice de Energia caindo 5,9% e o Subíndice de Metais Industriais recuando 6,6%.
- O setor terciário superou as expectativas em março e encerrou o 1T22 com uma dinâmica trimestral melhor do que a esperada. A atividade varejista ampla subiu 0,7% m/m, a terceira alta consecutiva, enquanto que os serviços subiram 1,8% m/m, compensando integralmente os fracos resultados anteriores. Atualizamos o *tracking* do IBC-Br (*proxy* de PIB mensal) de março para +0,8% m/m (ante +0,7%), enquanto mantivemos nosso *tracking* de crescimento de PIB do 1T22 em +0,6% t/t.
- O IPCA de abril ficou em 1,06% m/m, nível acima da nossa projeção (0,94%) e do consenso de mercado (1,01%). Na comparação interanual, o IPCA acelerou para 12,1%, patamar que imaginamos que será o pico da inflação recente. O *tracking* do IPCA 2022 está agora em 8,8% (de 8,3% antes). Também revisamos o *tracking* do IPCA 2023 para 4,5% (de 4,2%), devido aos efeitos inerciais.
- Em nossa opinião, a ata do Copom não elucidou a dúvida se a (pretendida e sinalizada) alta na reunião de junho será a última do ciclo corrente de aperto monetário, com alguns trechos sugerindo que este deverá ser o caso e outras passagens mantendo a porta aberta para uma eventual continuação do ciclo no 2S22. Continuamos projetando Selic de 13,25% a.a. para o final de 2022, pois esperamos números de



inflação menos preocupantes a partir de agora e que os impactos defasados das altas anteriores se tornem mais visíveis à frente.

***** *Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 12 de maio 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 (15/mai – 20/mai)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Produção Industrial (% a/a)	NBS	abr/22	Dom, 15-mai	0,5	5,0
China: Vendas no Varejo (% a/a)	NBS	abr/22	Dom, 15-mai	-6,6	-3,5
China: Invest. em ativos fixos urbanos (% a/a)	NBS	abr/22	Dom, 15-mai	7,0	9,3
Z. Euro: Balança Comercial (€ bi, s.a.)	Eurostat	mar/22	Seg, 16-mai	-17,8	-9,4
Z. Euro: Geração de Emprego (% a/a)	Eurostat	1T22(p)	Ter, 17-mai	-	2,2
EUA: Núcleo das Vendas no Varejo (% m/m)	C. Bureau	abr/22	Ter, 17-mai	0,8	-0,1
EUA: Produção Industrial (% m/m)	Fed	abr/22	Ter, 17-mai	0,4	0,9
EUA: Concessões de Alvarás (mil)	C.Bureau	abr/22	Qua, 18-mai	1820	1873
EUA: Novas Construções (mil)	C.Bureau	abr/22	Qua, 18-mai	1765	1793
Z.Euro: Atividade na Construção Civil (% a/a)	Eurostat	mar/22	Qui, 19-mai	-	9,4
EUA: Vendas Casas Existentes (milhões/ano)	NAR	abr/22	Qui, 19-mai	5,7	5,8
China: Taxa de Juros (1 ano)	PBoC	mai/22	Qui, 19-mai	3,65	3,7
China: Taxa de Juros (5 anos)	PBoC	mai/22	Qui, 19-mai	4,6	4,6
Z. Euro: Confiança do Consumidor (pontos)	EC	mai/22	Sex, 20-mai	-21,5	-22

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 14:30 da sexta-feira, 13 de maio.


Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (16/mai – 20/mai)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Dívida Líquida - Setor Público (% PIB)	BCB	mar/22	Seg, 16-mai	56,7	57,1
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	mar/22	Seg, 16-mai	6,5	3,5
IGP-10 (% m/m)	FGV	abr/22	Ter, 17-mai	-0,17	2,48
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	mar/22	20 a 26-mai	-	148,7
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BCB	mar/22	n.d.*	-	0,34
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	mar/22	n.d.*	-	0,66
Relatório de Crédito Bancário	BCB	mar/22	n.d.*	-	471,1
Transações Correntes (US\$ bi)	BCB	mar/22	n.d.*	-	-2,4
Investimento Direto no País (US\$ bi)	BCB	mar/22	n.d.*	-	11,8

* Devido à greve de servidores federais, estas divulgações foram postergadas sem data definida de publicação.

Fonte: Santander, Bloomberg. ** Consenso de mercado

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

¹ Santander Brasil – Atualização de Cenário– “*Surfando a onda (estendida) das commodities*” – (14/abr/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-abr22>


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-abr/2021	sim
Trimestral sequencial anualizada	% mm3m-a.s.a.	% 3MMA-saar	mai-jul/2021 contra fev-abr/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

Os discursos dos membros do banco central norte-americano (*Federal Reserve*) ao longo da semana vieram em linha com a fala do presidente da instituição, Jerome Powell, após a decisão da semana anterior. Em entrevista, Powell confirmou o plano de voar de subir os juros em 50 p.b.s. nas próximas duas reuniões e reavaliar o ritmo nas reuniões seguintes.

Ainda nos EUA, o receio com uma forte desaceleração na atividade (*hard landing*) vem aumentando e provocando volatilidade nos ativos financeiros. Para piorar a situação, problemas no refino da gasolina e do diesel estão pressionando os preços e aumentando os riscos de racionamento de combustíveis, pelo menos em algumas partes do país, tendo impacto altista na inflação e baixista na atividade.

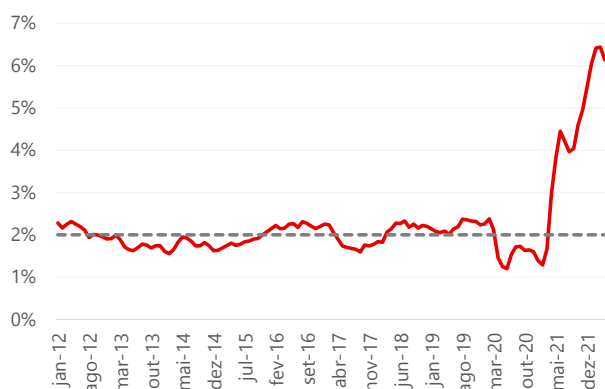
Na China, os números de casos de coronavírus seguiram melhorando e apresentam forte queda. No entanto, o governo segue adotando medidas rígidas nas cidades mais afetadas, principalmente em Xangai, e os impactos na atividade econômica seguem aparecendo.

No calendário econômico, o maior destaque ficou para os números de inflação ao consumidor (CPI) de abril nos EUA. Os dados já apresentaram desaceleração, embora menor do que o antecipado pelos analistas, com o núcleo apresentando variação de 6,2% a/a. Por sua vez, na China, os números de crédito de abril vieram significativamente abaixo das expectativas, com o financiamento agregado ficando em CNY 910 bilhões. O número mais fraco não representa uma retirada de estímulos, mas apenas um pontual arrefecimento por conta das restrições de mobilidade. Os estímulos devem voltar a acelerar significativamente uma vez que os *lockdowns* forem suspensos.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas voltaram a apresentar forte queda, com destaque novamente para as norte-americanas. Nos EUA, a curva de juros teve forte fechamento em todos os vértices, e o dólar se fortaleceu contra as moedas de países de G10.

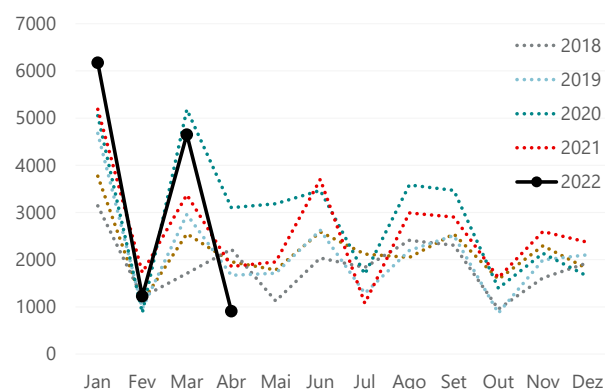
Na próxima semana, serão divulgados os dados de atividade de abril na China. Já nos EUA, teremos a publicação dos números de vendas no varejo de abril.

Figura 4 – EUA: Núcleo dos Preços ao Consumidor (% a/a)



Fontes: Bloomberg, Santander.

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



Fontes: Bloomberg, Santander.



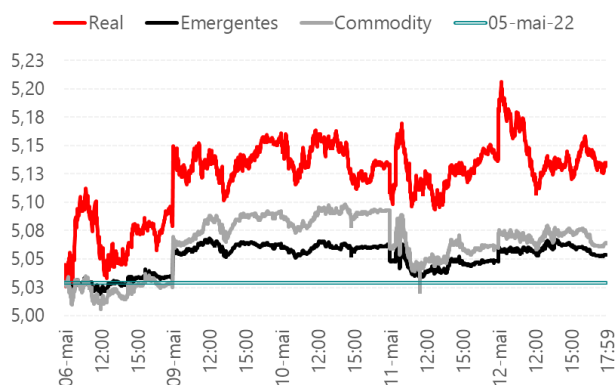
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na semana móvel encerrada em 12 de maio, mais uma vez, o real figurou entre os piores desempenhos na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo, com a taxa de câmbio fechando o período cotada a R\$5,13/US\$ (desvalorização de 2,1%). Números de inflação piores do que o esperado fizeram com que membros do FOMC intensificassem o tom *hawkish*, elevando os temores de uma forte desaceleração da economia dos EUA, panorama que também foi observado na Europa e em outras economias avançadas. Lá foram, também tivemos uma aguda correção das cotações de cripto-moedas completando a lista de más notícias que geraram um *risk-off* global nos mercados que poupou apenas duas das 31 moedas mais negociadas no mundo (o iene japonês e o rublo russo). Em meio a estas circunstâncias desfavoráveis, o real não conseguiu se beneficiar da possibilidade de extensão do ciclo de alta de juros no 2S22 (mais detalhes na seção de Política Monetária), dadas as perspectivas de que os bancos centrais nas economias avançadas se movam mais rápido do que anteriormente imaginado – o que gerou baixa nos preços de *commodities* por conta de um potencial menor crescimento econômico global. A dinâmica destes últimos dias reforça nossa percepção de que o patamar elevado da taxa de juros local poderá atenuar a desvalorização do real, mas não a impedirá de ocorrer.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

Mais uma vez, a curva de juros local teve um forte deslocamento para cima (*sell-off*). Desde a última quinta-feira (5 de maio), a ponta curta (futuro de DI com vencimento em jan/24) subiu 22 p.b., para 13,11%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em jan/27) ganhou 14 p.b., para 12,33%. A inclinação da curva neste segmento diminuiu um pouco, aumentando a inversão (em 8 p.b.) para -78 p.b.s. Na ponta curta, o principal fator foi o IPCA de abril, que ficou em 1,06%, surpreendendo o mercado em cerca de +5 p.b.s e trazendo a inflação interanual para 12,1%. Outra fonte de pressão altista na curva de juros foi o preço da gasolina, já que a diferença entre os preços internacionais e domésticos está agora em 39%, sugerindo haver risco de ajuste nos preços que pressionaria a inflação de curto prazo. No início da semana, os preços do diesel foram reajustados em 9,8%. Estes novos acontecimentos postergam a inclinação que esperamos para o médio prazo na curva de juros local, após o BCB encerrar o ciclo de aperto e o IPCA atingir um pico em termos interanuais.

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

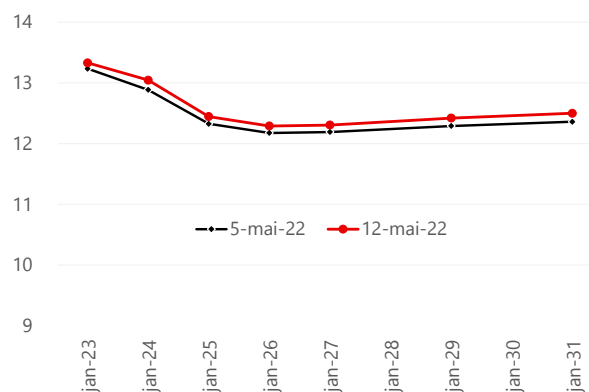


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 12/mai/2022.

Nota 2: Cotação do dólar no Brasil como um "número índice".

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



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 3: Dados com fechamento na quinta-feira, 12/mai/2022.



COMMODITIES

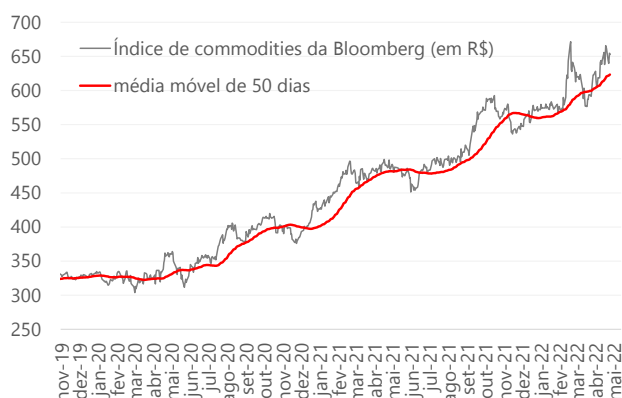
Os preços das *commodities* caíram na semana encerrada em 12 de maio devido a preocupações com a fraca demanda global. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional caiu 1,9% no período de 5 de maio a 12 de maio, com a alta do câmbio no Brasil amortecendo uma queda maior. Em dólares, o índice caiu 4,0%, com o Subíndice de Agricultura avançando 0,1%, o Subíndice de Energia caindo 5,9% e o Subíndice de Metais Industriais recuando 6,6%.

Os preços do petróleo caíram à medida que a UE deve enfraquecer seu pacote de sanções ao petróleo russo. O bloco retirou a proposta de proibição de navios da UE² de transportar petróleo russo para outros países, mas manteve seu plano de proibir as empresas europeias de fornecer seguro para essas embarcações. Somando-se à pressão baixista sobre os preços, as perspectivas para os *lockdowns* na China permanecem incertas. Enquanto isto, os estoques de combustível (gasolina e diesel) continuam diminuindo nos EUA, com o fornecimento de diesel na Costa Leste em níveis extremamente baixos. Os EUA se tornaram um importante fornecedor de combustível no mercado global, à medida que países consumidores buscam alternativas para substituir as importações russas.

O USDA³ manteve as estimativas inalteradas para as safras brasileiras de milho e soja. De acordo com o relatório do WASDE, a projeção para a safra brasileira de milho na safra 2021/22 foi mantida em 116 milhões de toneladas, enquanto a primeira estimativa para a safra 2022/23 ficou em 126 milhões de toneladas. A projeção para a safra de soja também foi mantida em 125 milhões de toneladas para a safra 2021/22, e a primeira estimativa para a safra 2022/23 ficou em 149 milhões de toneladas. O destaque do relatório foi a estimativa para a safra de trigo da Ucrânia, que foi reduzida em um terço em relação à temporada passada. A guerra está restringindo a colheita e a semeadura, um risco para o equilíbrio de oferta e demanda global, já que o país é um dos principais produtores de trigo, milho e óleo vegetal.

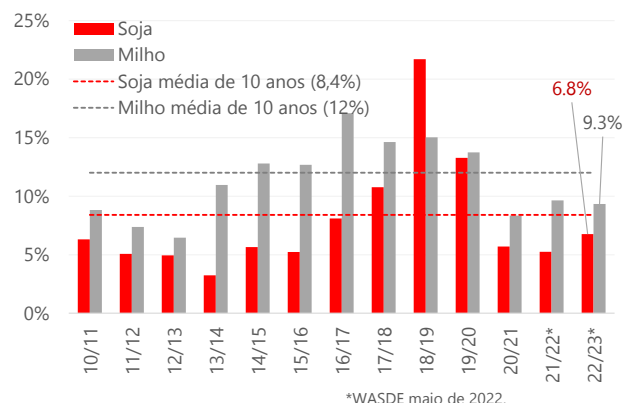
Os preços do minério de ferro e dos metais básicos caem devido às preocupações crescentes com a fraca demanda global. Os preços do minério de ferro continuaram a cair com sinais de que os *lockdowns* na China persistem em Xangai. Em uma tentativa de conter a desaceleração econômica, o governo chinês pediu às autoridades que usem políticas fiscais e monetárias para estabilizar o emprego e a economia. Fatores macroeconômicos globais, como o aumento das taxas de juros dos EUA e o fortalecimento do dólar, também ajudaram a reforçar o caso de uma demanda por metais mais fraca.

Figura 8 – Índice de *commodities* da Bloomberg



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 9 – EUA: Estoque/uso de grãos (%)



Fontes: USDA, Santander.

² União Européia.

³ United States Department of Agriculture.



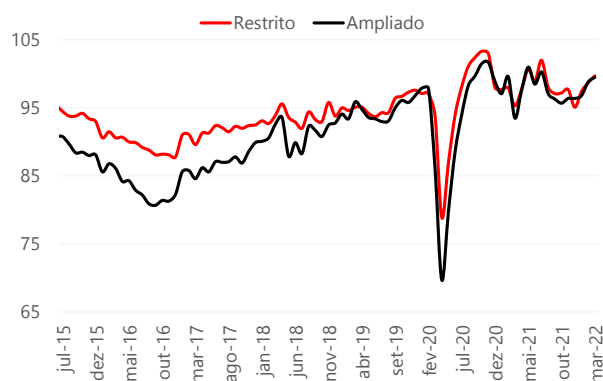
ATIVIDADE ECONÔMICA

Atividade varejista surpreende em março e consolida um 1T22 positivo. As vendas no varejo ampliado aumentaram 0,7% m/m (+4,5% a/a), superando nossa expectativa e o consenso de mercado (em -0,4% e -0,1%, respectivamente) e registrando uma sequência positiva de três altas. No varejo restrito, (que exclui os segmentos de materiais de construção e veículos) as vendas cresceram 1,0% m/m (+4,1% a/a), também superando nossa expectativa e a mediana das projeções de mercado (+0,4% m/m e +0,5% m/m, respectivamente) e registrando o terceiro ganho consecutivo. O crescimento de março decorreu principalmente de Outros artigos pessoais (+3,3%) – um componente heterogêneo e volátil – e Materiais de construção (+2,1%). Além disso, 5 das 10 atividades de varejo apresentaram resultados próximos da estabilidade, enquanto que Produtos farmacêuticos caíram (-5,9%). Após o enfraquecimento contínuo observado no 2S21, ambos os indicadores superaram seus patamares pré-pandemia: altas de 1,6% e 2,7%, respectivamente, ante os níveis de fevereiro de 2020. [Veja detalhes no link⁴.](#)

Serviços superam expectativas em março e mostram crescimento generalizado. A receita real do setor subiu 1,8% m/m em março, acima das expectativas do mercado (+0,8%) e em linha com nossa estimativa (+1,2%). Em relação à dinâmica pós-COVID, este resultado posiciona o indicador 7,3% acima do patamar pré-pandemia e, na comparação trimestral, observamos um crescimento de 1,8% t/t (+0,8% no 4T21). Entre as atividades de serviços, crescimento generalizado: o índice de difusão subiu para 75% (vs. 50% em fevereiro), com 9 das 12 atividades avançando na margem. As maiores contribuições positivas vieram de Transporte aéreo (+0,42 p.p.), Transporte terrestre (+0,39 p.p.) e Serviços profissionais (+0,30 p.p.), enquanto os Serviços administrativos (-0,18 p.p.) e Transporte aquaviário (-0,14 p.p.) contribuíram negativamente. [Veja detalhes no link⁵.](#)

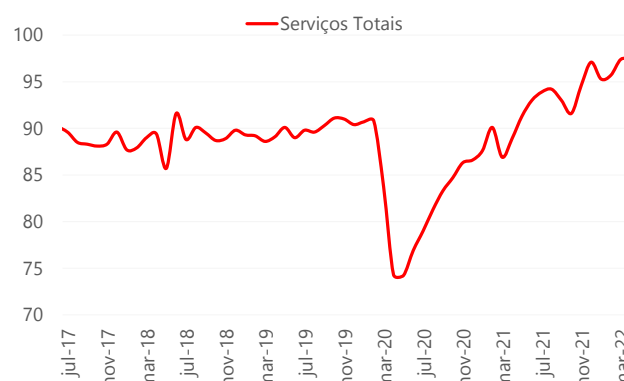
Os dados de março encerraram as divulgações dos principais indicadores oficiais de atividade do 1T22, com surpresas positivas nos três principais setores. O resultado dos serviços nos levou a revisar o *tracking* do IBC-Br de março para +0,8% m/m (+0,7% anteriormente), enquanto mantivemos nosso *tracking* de crescimento do PIB do 1T22 em +0,6% t/t. Continuamos alertando que o surto da variante Ômicron em janeiro atingiu alguns serviços não cíclicos que impulsionaram a recuperação do PIB no 2S21. Projetamos que o PIB cresça 0,7% em 2022 (com riscos significativos de alta) e contraia 0,3% em 2023. [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último *chartbook*⁶.](#)

Figura 10 – Vendas no varejo (2003=100, as)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 11 – Serviços totais (2014=100, a.s.)



Fontes: IBGE, Santander.

⁴ Santander Brazil Economic Activity: “Retail Sales Beat Expectations (again) in March” – (10/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-051022>

⁵ Santander Brazil Economic Activity: “Services Capped 1Q22 with Widespread Growth” – (12/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-051222>

⁶ Santander Brazil Economic Activity: “Resilience in 2022, but with Concerns Regarding 2023” – (19/abr/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-Econact-apr22>



INFLAÇÃO

O IPCA de abril ficou em 1,06% m/m, nível acima da nossa projeção (0,94%) e do consenso de mercado (1,01%). Na comparação interanual, o IPCA acelerou para 12,1%, patamar que imaginamos que deverá ser o pico da inflação recente.

As principais surpresas altistas em relação à nossa projeção vieram de alimentos (+4 p.b.) e bens industriais (+4 p.b.). Mais especificamente, alimentação no domicílio registrou inflação de 2,6% m/m (contra 2,3% estimado), espalhada por muitos itens (por exemplo, carne, leite, entre outros). Enquanto isto, a inflação de bens industriais subiu 1,22% m/m (contra 1,0% estimado), com apenas medicamentos tendo contribuído com +3 p.b. para o erro de previsão. A inflação de serviços também acelerou consideravelmente e, embora bens industriais tenham parado de acelerar, ainda estão em um nível muito alto.

As medidas subjacentes seguem desfavoráveis. Em termos tendenciais, a média das principais medidas de núcleo acelerou para 12,4% de 11,4% mm3m-s.a anualizada, atingindo um novo recorde. Além disso, o índice de difusão continuou em alta, atingindo 77,1% (dados dessazonalizados), patamar bem próximo das máximas.

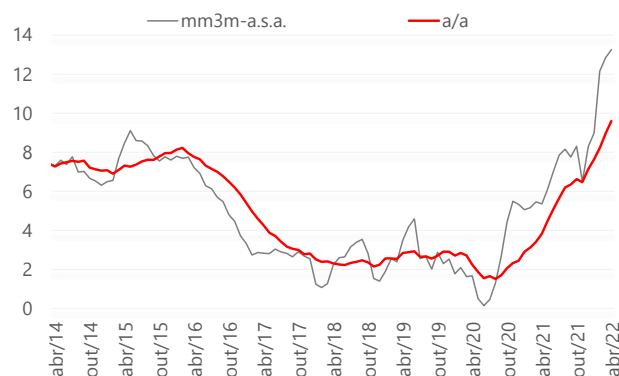
Em suma, esta foi mais uma leitura desfavorável que reforça nossa visão cautelosa quanto ao cenário de inflação, mas mantemos nossa visão de que este será provavelmente o pico do IPCA. Indicadores antecedentes de inflação de alta frequência apontam algum alívio à frente. No entanto, o ritmo de desaceleração deve ser lento, uma vez que o nível e a composição da inflação devem continuar sendo uma fonte de preocupação, assim como o último choque dos preços das *commodities* é um novo contratempo, mantendo o risco de alta para o fim do ano. O *tracking* do IPCA 2022 está agora em 8,8% (de 8,3% antes). Também revisamos o *tracking* do IPCA 2023 para 4,5% (de 4,2%), devido aos efeitos inerciais. [Veja detalhes no link⁷](#).

Figura 12 – Detalhes do IPCA (%)

	m/m			a/a	
	abr/22	Santander	Desv. mar/22	mar/22	abr/22
IPCA	1.06	0.94	0.12	11.3	12.1
Administrado	0.55	0.46	0.03	14.8	15.0
Livres	1.25	1.11	0.10	10.0	11.1
Alim. no dom.	2.59	2.33	0.04	13.7	16.1
Industriais	1.22	1.05	0.04	13.4	14.2
Serviços	0.66	0.62	0.01	6.3	6.9
Núcleo EX3	0.94	0.87	0.03	9.0	9.6

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 13 – Núcleo IPCA EX3 (subjacentes*)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: O núcleo IPCA EX3 inclui bens industriais e serviços subjacentes.

⁷ Santander Brazil Inflation: “April’s IPCA: Qualitative Measures Still Solidly Unfavorable” – (11/mai/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-IPCA-apr22>



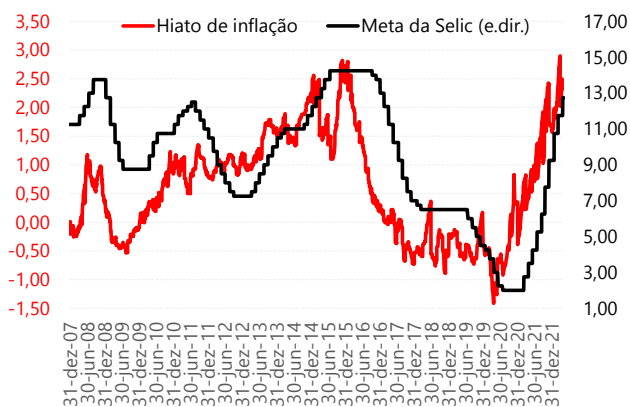
POLÍTICA MONETÁRIA

Em nossa opinião, a ata do Copom não elucidou a dúvida se a (pretendida e anunciada) alta na reunião de junho será a última do ciclo corrente de aperto monetário, com alguns trechos sugerindo que este deverá ser o caso e outras passagens mantendo a porta aberta para uma eventual continuação do ciclo no 2S22. Continuamos projetando Selic de 13,25% a.a. para o final de 2022, pois esperamos números de inflação menos preocupantes e que os impactos defasados das altas anteriores se tornem mais visíveis a partir de agora. *Veja detalhes no link⁸.*

Tal como no comunicado pós-decisão, os membros do Copom reconheceram na ata da última reunião que houve deterioração marginal tanto na dinâmica inflacionária de curto prazo quanto em suas projeções de longo prazo, justificando a decisão de elevar a Selic em 1,00 ponto percentual na última semana e sinalizar outra alta de menor magnitude na próxima reunião (14 e 15 de junho). A autoridade monetária espera que esta abordagem (de estender o ciclo em ritmo menos intenso) reflita a magnitude das elevações já realizadas, reforce a postura cautelosa da política monetária e sinalize o elevado grau de incerteza presente no cenário atual. Adicionalmente, o comitê ponderou que esta estratégia deverá garantir a convergência da inflação para a meta no horizonte de tempo relevante para a política monetária (por ora, o foco é 2023), bem como ancorar as expectativas inflacionárias para prazos mais longos.

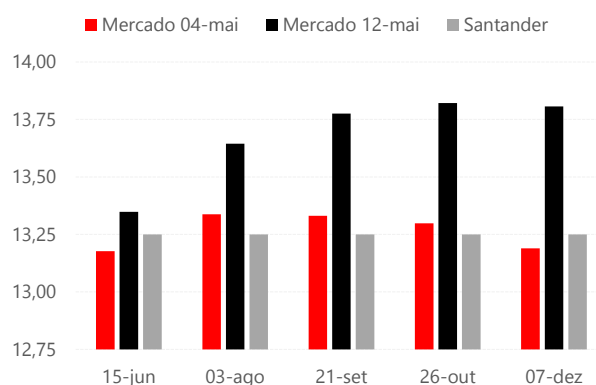
Além de antecipar o próximo movimento, o BC declarou considerar apropriado estender o ciclo de aperto monetário até a consolidação do processo de desinflação e ancoragem das expectativas, o que abre margem, em nossa visão, para uma eventual continuidade das altas para além da reunião de junho, dadas as incertezas ainda presentes. Por outro lado, o BC chama a atenção para o intenso e tempestivo ajuste monetário feito até o momento, bem como para o fato de seus efeitos ainda não terem sido totalmente assimilados pela economia. Em nossa opinião, parece ser uma indicação de que os membros do Copom avaliam que a política monetária já atingiu um ponto distante no campo contracionista, o que poderá dificultar a implementação de mais aumentos de juros após a reunião de junho.

Figura 14 – Hiato* de inflação versus Meta Selic (% anual)



Fontes: BCB, Santander.

Figura 15 – Expectativas das decisões do COPOM (% a.a.)



Fontes: Bloomberg, Santander.

⁸ Santander Brazil Monetary Policy: “Keeping All Degrees of Freedom” – (10/mai/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-min-may22>



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*	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

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.