

TENDÊNCIA DE NÚCLEO INFLACIONÁRIO SE APROXIMA DE DUPLO DÍGITO

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

- No cenário internacional, seguem as evidências de inflação persistente e atividade aquecida nas principais economias. O *Federal Reserve* sinaliza a iminência de um processo de retirada de estímulos, mais rápido do que no último ciclo de aperto, e as tensões geopolíticas permanecem em voga com dificuldades nos esforços diplomáticos para se evitar um conflito militar entre Rússia e Ucrânia. Para a semana, foco na divulgação do principal indicador de inflação ao consumidor na economia americana (*PCE Deflator*), cujo índice subjacente deverá acelerar para 5,2%, maior patamar desde 1983.
- Os preços das commodities em reais recuaram levemente esta semana. O índice agregado da *Bloomberg* em moeda nacional recuou 0,3% na semana até 17 de fevereiro, mas ainda mostra tendência de estabilidade na ponta. Em dólares, o índice subiu 1,9% (Agricultura +0,9%, Energia +3,6%, Metais -1,0%). Fatores idiossincráticos, como o clima adverso, estoques baixos e custos de produção crescentes continuam a alimentar o rali das commodities no início de 2022.
- Na semana móvel encerrada em 17 de fevereiro, a taxa de câmbio fechou o período cotada a R\$5,17/US\$ (apreciação de 1,5%) e registrou o melhor desempenho na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, o movimento foi majoritariamente influenciado pela continuação da recente tendência global de realocação de ativos e pela manutenção da percepção favorável dos mercados quanto à política econômica à frente.
- A curva de juros nominal se achatou ainda mais nos últimos dias, com uma alta no segmento curto e uma falta de direção na parte longa. A inversão no segmento de 2 a 5 anos ficou ainda mais pronunciada.
- O IBC-Br (*proxy* de PIB mensal do BCB) subiu 0,33% m/m em dezembro, o segundo ganho consecutivo, posicionando o índice 0,3% acima do nível pré-pandemia (fevereiro de 2020). Nosso *tracking* de crescimento do PIB no 4T21 é de +0,4% t/t, consistente com um crescimento de 4,6% para 2021 e um carregamento estatístico (*carryover*) de 0,1% para 2022. Projetamos alta do PIB de 0,7% este ano.
- Na próxima semana, a FGV divulgará o primeiro conjunto de dados de confiança econômica de fevereiro: os índices de confiança do consumidor e da indústria serão divulgados na terça-feira (22 de fevereiro) e na quinta-feira (24 de fevereiro), respectivamente, enquanto que os dados do setor terciário devem sair na sexta-feira (25 de fevereiro). Na quinta-feira (24 de fevereiro), o IBGE divulga a PNAD de dezembro: estimamos a taxa de desemprego em 11,3%, equivalente a 12,0% de acordo com nossa dessazonalização (novembro: 12,1%).
- Para o IPCA-15 de fevereiro (quarta-feira, 23 de fevereiro), projetamos uma alta de 0,87% m/m, levando a inflação em doze meses para 10,64% a/a (antes: 10,20%). Quanto às medidas subjacentes, o núcleo EX3 deve atingir nível tendencial próximo de 10% mm3m-a.s.a., o que nos lembra o tamanho do desafio para o processo de desinflação que antevemos adiante (projetamos 6,0% para o IPCA 2022 vs. 5,5% do consenso).

*** **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 17 de fevereiro 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 (20/fev – 25/fev)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Taxa de Juros (1 ano)	PBoC	fev/22	Dom, 20-fev	3,70	3,70
China: Taxa de Juros (5 anos)	PBoC	fev/22	Dom, 20-fev	4,60	4,60
Z. Euro – PMI Industrial (pontos)	Markit	fev/22(p)	Seg, 21-jan	58,7	58,7
Z. Euro – PMI Serviços (pontos)	Markit	fev/22(p)	Seg, 21-jan	52,1	51,1
EUA: Confiança do Consumidor (pontos)	C.Board	fev/22	Ter, 22-fev	110,0	113,8
EUA: Vendas de Casas Novas (milhões, anualizado)	C.Bureau	jan/22	Qui, 24-fev	807	811
EUA: Núcleo do Deflator - PCE (% a/a)	BEA	jan/22	Sex, 25-jan	5,2	4,9
EUA: Renda Pessoal (% m/m)	BEA	jan/22	Sex, 25-fev	-0,4	0,3
EUA: Gasto Pessoal (% m/m)	BEA	jan/22	Sex, 25-fev	1,5	-0,6
EUA: Pedidos de Bens Duráveis (% m/m)	C.Bureau	jan/22	Sex, 25-fev	0,9	-0,7
EUA: Pedidos – Núcleo Bens K (% m/m)	USCB	jan/22	Sex, 25-fev	0,3	0,3
EUA: Embarques – Núcleo Bens K (% m/m)	USCB	jan/22	Sex, 25-fev	0,5	1,3
Z. Euro: Confiança Econômica (pontos)	EC	fev/22	Sex, 25-fev	113,0	112,7

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização às 13h da sexta-feira, 18 de fevereiro.


Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (21/fev – 25/fev)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Confiança do Consumidor (índice)	FGV	fev/22	Ter, 22-fev	--	74,1
Confiança da Construção (índice)	FGV	fev/22	Qua, 23-fev	--	92,8
IPCA-15 (% m/m)	IBGE	fev/22	Qua, 23-fev	0,87	0,58
IPCA-15 (% a/a)	IBGE	fev/22	Qua, 23-fev	10,6	10,2
Transações Correntes (US\$ bi)	BCB	jan/22	Qua, 23-fev	-7,0	-5,9
Investimento Direto no País (US\$ bi)	BCB	jan/22	Qua, 23-fev	3,5	-3,9
Relatório Mensal da Dívida (R\$ tri)	STN	jan/22	Qua, 23-fev	--	-6,7
Taxa de Desemprego (% PEA)	IBGE	dez/21	Qui, 24-fev	11,3	11,6
Taxa de Desemprego (% PEA, a.s.)	IBGE	dez/21	Qui, 24-fev	12,0	12,1
Confiança da Indústria (índice)	FGV	fev/22	Qui, 24-fev	--	98,4
Relatório de Crédito Bancário	BCB	jan/22	Qui, 24-fev	--	468
Resultado Primário – Gov. Central (R\$ bi)	STN	jan/22	Qui, 24-fev	68,5	13,8
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	jan/22	Sex, 25-fev	81,2	0,1
Confiança do Comércio (índice)	FGV	fev/22	Sex, 25-fev	--	84,9
Confiança dos Serviços (índice)	FGV	fev/22	Sex, 25-fev	--	91,2
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	jan/22	22 a 26-fev	232,9	193,3

Fonte: Santander, Bloomberg. ** Consenso de mercado

**Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de atualização de cenário¹.
Consulte nossas visões para o ano de 2022 em nosso relatório Proposições Macro².**

¹ Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “Inflação continua preocupando” – (20/jan/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-jan22>

² Santander Brasil - Proposições Macro – “Navegando em meio a incertezas” – (07/jan/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-Macroprop22-por>

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

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

Fonte: Santander.



AMBIENTE INTERNACIONAL

Após a surpresa altista na inflação ao nível do consumidor (CPI) em janeiro nos EUA, a inflação ao nível do produtor (PPI) também ficou acima do esperado no mês, se situando próximo ao patamar mais alto em dez anos (9,7%). Os números apontam para pressões de custos (especialmente nos bens industriais), que devem atingir o varejo nos próximos meses, lançando desafio adicional para o Fed.

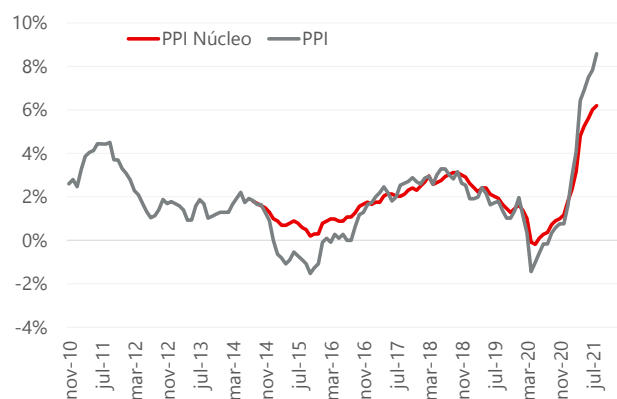
Na parte de atividade econômica, os destaques foram os números de vendas no varejo e produção industrial nos Estados Unidos, que vieram bem mais fortes que o esperado em janeiro. No caso do varejo, o destaque foi o sub-índice do grupo de controle – uma espécie de núcleo das vendas no comércio que retira itens voláteis, como serviços de alimentação, combustíveis, automóveis e materiais de construção. O indicador subiu 4,8% m/m, bem acima das expectativas (+1,3%), mesmo considerando-se a revisão baixista no dado anterior. No caso da indústria, a produção total cresceu 1,4% m/m, acima do consenso (0,5%), com particular destaque para os serviços de utilidade pública e mineração. Com os dados da semana, o Fed de Atlanta elevou seu *tracking* de crescimento do PIB no 1T22 de 0,6% para 1,3% (em 17 de fevereiro).

A ata da última reunião do FOMC, realizada em 25-26 de janeiro, confirmou a disposição do Federal Reserve de iniciar um processo de aperto monetário (ou normalização), embora ainda com indefinição sobre alguns parâmetros. Apesar de o comitê ter indicado ser apropriado iniciar prontamente o ciclo de alta de juros, alguns membros ainda temem uma deterioração indesejada nas condições financeiras, em decorrência de um aperto mais tempestivo. Esta consideração parece ter levado o mercado a estimar uma menor probabilidade de alta de 0,50 p.p. na reunião de março (nosso cenário base). Contudo, o Fed segue com planos de implementar um aperto de juros mais rápido do que no ciclo anterior. Na discussão do FOMC, também fica claro um consenso sobre a necessidade de redução de balanço, que também deverá ser mais rápida (e intensa) que no último ciclo. Mas a autoridade ainda não sinaliza o que pretende quanto ao *timing* e velocidade do chamado *quantitative tightening* (i.e. redução de balanço, equivalente a um aperto de liquidez). É provável que sinalizações neste campo venham a parir da reunião de maio.

Na próxima semana será divulgado o relatório de gastos com consumo e inflação nos EUA para o mês de janeiro. O mercado prestará particular atenção ao núcleo do deflator implícito dos gastos com consumo (*PCE Core*, em inglês), que constitui a principal medida de inflação para o Federal Reserve. O mercado projeta uma aceleração no indicador para 5,2% (antes: 4,9%), maior patamar desde 1983. Na Zona do Euro, o destaque será a divulgação dos dados preliminares das sondagens empresariais PMI para fevereiro.

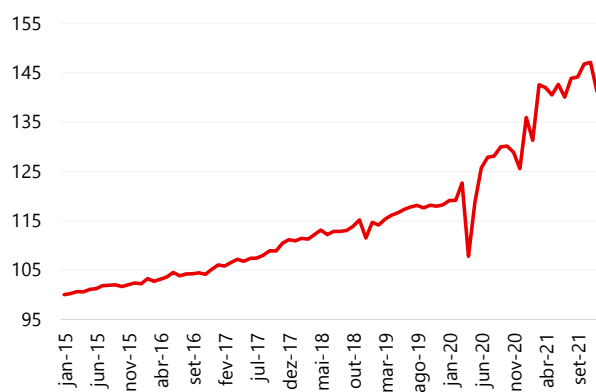
Com relação aos preços de ativos lá fora, o destaque foi a queda do índice acionário americano (S&P 500). O índice da bolsa dos EUA teve queda de ~3%, possivelmente influenciado pelas tensões geopolíticas entre Rússia, Ucrânia e países da OTAN. A curva de juros teve queda mais intensa no ramo curto (~10 p.b. no horizonte de 1 a 2 anos), mas um movimento menor do ramo longo (-5 p.b. no horizonte de 10 a 30 anos). O dólar (medido pelo DXY, *Dollar Index*) valorizou +0,3% contra moedas de economias avançadas.

Figura 4 – EUA: Inflação ao produtor (PPI, % anual)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: Núcleo de vendas do varejo (índice-Jan/2015=100, dessazonalizado)



Fontes: Bloomberg, Santander.



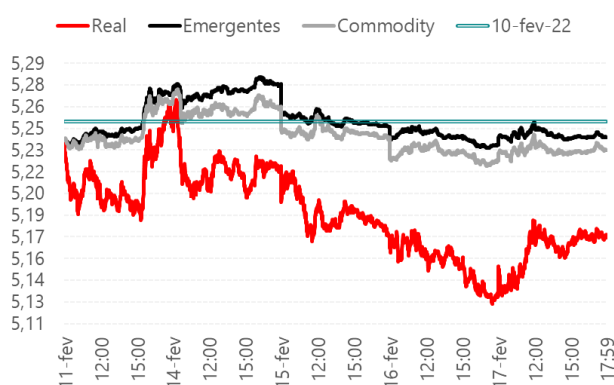
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na semana móvel encerrada em 17 de fevereiro, a taxa de câmbio fechou o período cotada a R\$5,17/US\$ (apreciação de 1,5%) e registrou o melhor desempenho na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, o movimento foi majoritariamente influenciado pela continuação da recente tendência global de realocação de ativos e pela manutenção da percepção favorável dos mercados quanto à política econômica à frente. Diante da ausência de divulgações econômicas, o noticiário doméstico trouxe pouca novidade e não teve grande influência no mercado cambial nos últimos dias. O noticiário internacional tampouco teve impacto nítido em nossa visão. Por exemplo, enquanto a contínua tensão entre Rússia e Ucrânia poderia ter contribuído para reduzir ligeiramente o apetite global por ativos arriscados, o tom menos *hawkish* (contracionista) observado na ata da reunião do FOMC foi favorável às moedas emergentes em geral. Em suma, não identificamos uma clara força predominante na valorização do real da semana, mas reconhecemos que o *momentum* (tático) permanece. Seguimos projetando aumento da taxa de câmbio nos próximos meses, em meio a incertezas quanto à política econômica a partir de 2023.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominal se achatou ainda mais nos últimos dias, com uma alta no segmento curto e uma falta de direção na parte longa. A inversão no segmento de 2 a 5 anos ficou ainda pronunciada. Desde a última quinta-feira (11 de fevereiro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) subiu 18 p.b. para 12,02%, enquanto a ponta longa (futuro de DI com vencimento em jan/27) subiu 3 p.b. para 11,33%. Concomitantemente, a inclinação neste segmento foi reduzida em 15 p.b. para -69 p.b., deixando a inversão ainda mais pronunciada. Na ponta curta, não houve notícias específicas, mas a continuidade da alta de preços de *commodities* em dólares (apesar da apreciação do real) e as surpresas nos dados de inflação global (detalhes na seção Internacional) podem ter influenciado a alta nos juros curtos. Lembramos que o BCB estima que ~70% do desvio da inflação em relação a meta de 2021 foi por conta de inflação “importada”. Tanto a curva de DI como o mercado de opções continuam apreçando uma alta de 100 p.b. no próximo Copom como cenário mais provável (em linha com nossa projeção). Na ponta longa, a ausência de notícias sobre a política fiscal, junto com uma falta de tendência clara nos juros longos dos EUA (*10-year US Treasuries yield*) ajudaram os juros longo doméstico ficar de lado. Fundamentalmente, continuamos a observar um ambiente de elevada incerteza para a economia brasileira, e continuamos vendo espaço para uma alta dos juros domésticos na parte longa da curva e aumento da inclinação, especialmente após o pico da inflação e da Selic se tornarem mais claros.

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

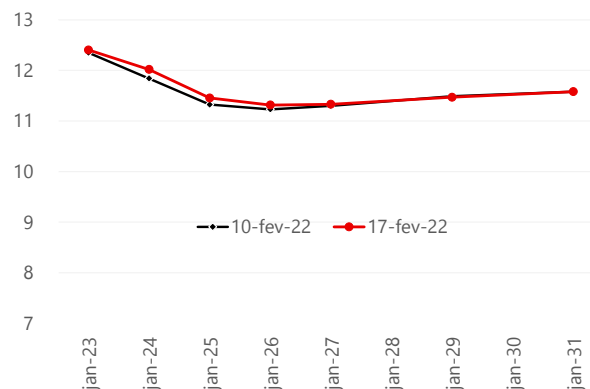


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 17/fev/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, 17/fev/2022.



COMMODITIES

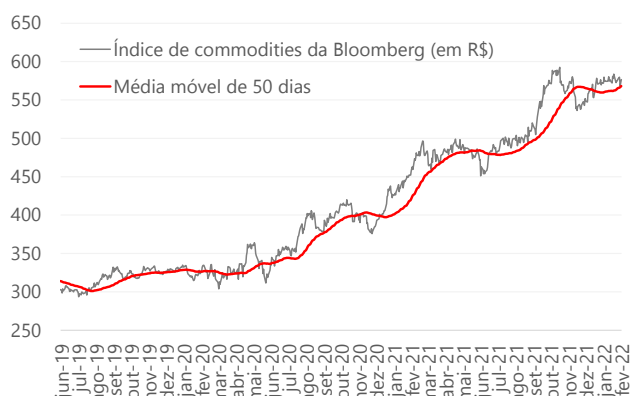
Os preços das commodities em reais recuaram levemente esta semana. O índice agregado da Bloomberg em moeda nacional recuou 0,3% na semana encerrada em 17 de fevereiro, mas ainda mostra tendência de estabilidade na ponta. Em dólares, o índice subiu 1,9%. O sub-índice de Agricultura teve alta de 0,9% e o sub-índice de Energia subiu 3,6%, enquanto o sub-índice de Metais Industriais recuou -1,0%. Fatores idiossincráticos (como clima adverso, estoques baixos e custos de produção crescentes) continuam a alimentar o rali das commodities no início de 2022.

As exportações de soja dos EUA aumentam em uma época do ano em que os embarques brasileiros normalmente são predominantes no mercado. À medida que as perspectivas para as safras da América do Sul continuam a se piorar, os importadores recorrem à soja americana uma vez que o prêmio pago pelos embarques do Brasil seguem em alta. É importante ressaltar que as perspectivas climáticas de curto prazo seguem ruins, com poucas chuvas previstas para o sul do Brasil e para a Argentina. Com o preço elevado da soja, acreditamos que os produtores dos EUA terão incentivo para aumentar a área plantada. Além disso, o preço do óleo de soja subiu 3,3% na semana (atingindo o nível mais alto desde maio de 2021) após um incêndio em uma das principais usinas de biodiesel dos EUA.

Petróleo Brent recua após atingir US\$ 94/barril, à medida em que avançam as negociações de um acordo nuclear com o Irã. Enquanto permanece o impasse entre a Rússia, Ucrânia e os países da OTAN, as negociações sobre o acordo nuclear entre EUA e Irã se aproximam de uma definição, segundo fontes da imprensa³, o que poderia significar mais barris de petróleo no mercado. A EIA⁴ relatou na quarta-feira (16 de fevereiro) um aumento nos estoques de petróleo dos EUA, mas os estoques continuam próximos do nível mais baixo desde outubro de 2018. Ainda vemos o mercado de petróleo em déficit de produção, uma vez que os estoques globais estão baixos e os principais produtores passam por dificuldades para elevar a oferta após anos de baixos investimentos.

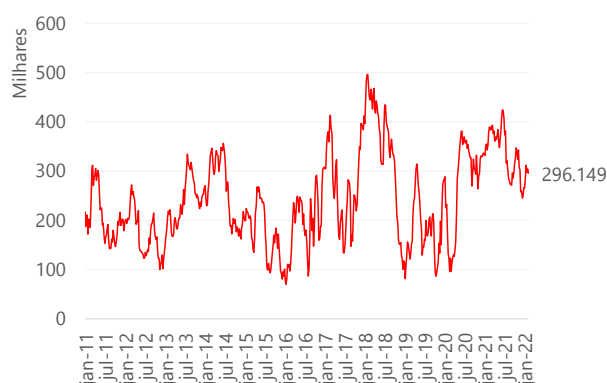
Minério de ferro cai 7% com o aumento da regulação chinesa. Após o rali do minério de ferro no início deste ano, refletindo as expectativas de uma demanda crescente, grandes empresas do setor foram convidadas por autoridades do governo chinês para discutir "anomalias" nos preços do minério de ferro. Dentre as medidas discutidas, estão incluídas: verificações portuárias, *trading fees* mais altos no mercado futuro e um compromisso de combate à especulação, com as empresas sendo solicitadas a fornecer informações detalhadas sobre as mudanças recentes em seus estoques de minério.

Figura 8 – Índice de commodities da Bloomberg



Fontes: CBOT, Santander.

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



Fontes: COT, Santander.

³ <https://www.reuters.com/world/middle-east/decision-iran-nuclear-deal-days-away-ball-tehrans-court-france-2022-02-16/>

⁴ Energy Information Administration.

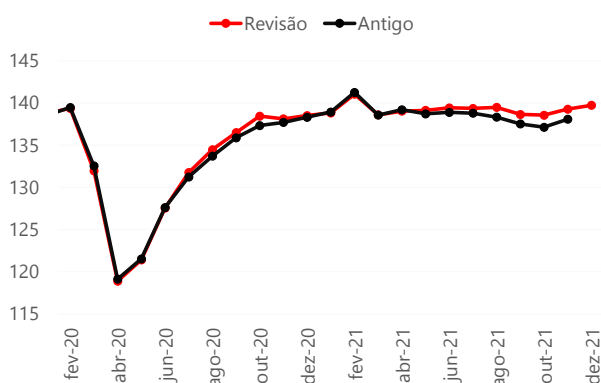


ATIVIDADE ECONÔMICA

A atividade econômica continuou a se fortalecer em dezembro. O IBC-Br subiu 0,33% m/m (+1,30% a/a) em dezembro, com a série sendo consideravelmente revisada para cima, atingindo um nível 0,3% acima do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020). O resultado de dezembro segue o crescimento generalizado entre os principais setores observado no período, com leve aumento nas vendas do varejo ampliado (+0,3% m/m), e forte crescimento da produção industrial (+2,9% m/m) e dos serviços (+1,4% m/m). Também reconhecemos que a recuperação do setor agropecuário (após a queda observada no 3T21) e a contínua recuperação dos serviços de saúde e educação (não captados por pesquisas mensais) também podem ter contribuído positivamente. Nosso *tracking* de crescimento do PIB no 4T21 é de +0,4% t/t, consistente com um crescimento de 4,6% em 2021, e gerando um carregamento estatístico (*carryover*) de 0,1% para 2022. Projetamos crescimento de 0,7% este ano. [Veja detalhes no link⁵](#).

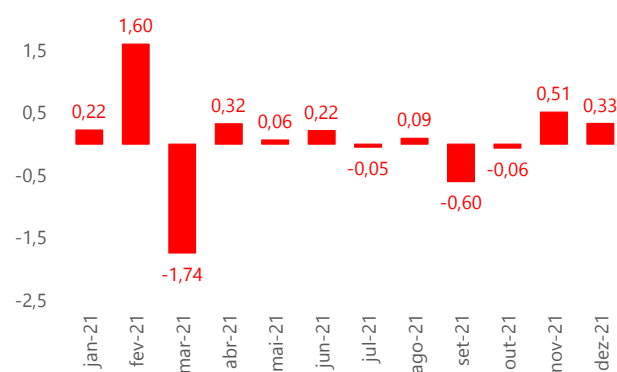
Para a próxima semana, a FGV divulgará o primeiro conjunto de dados de confiança econômica de fevereiro, além de dados do mercado de trabalho. Os índices de confiança econômica do consumidor e da indústria devem ser divulgados na terça-feira (22 de fevereiro) e quinta-feira (24 de fevereiro), respectivamente, enquanto que os dados do setor terciário serão divulgados na sexta-feira (25 de fevereiro). Além disso, na quinta-feira (24 de fevereiro) o IBGE publica a PNAD contínua de dezembro. Estimamos a taxa de desemprego em 11,3%, equivalente a 12,0% de acordo com nossa própria dessazonalização (novembro: 12,1%). As próximas semanas terão uma programação diferente do usual para os indicadores do mercado de trabalho. O CAGED de janeiro deve ser divulgado pelo Ministério do Trabalho apenas no dia 10 de março. Além disso, o IBGE planeja corrigir a defasagem de um mês da pesquisa PNAD (que se nota desde o início da pandemia) com duas divulgações em março. As divulgações das pesquisas de janeiro e fevereiro estão previstas para 18 e 31 de março, respectivamente. [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último *chartbook*⁶](#).

Figura 10 – IBC-Br (a.s., média 2003=100)



Fontes: BCB, Santander.

Figura 11 – IBC-Br (a.s., m/m)



Fontes: BCB, Santander.

⁵ Santander Brazil Economic Activity: “Broad Activity Continued to Strengthen in December” – (11/fev/2022) - Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-021122>

⁶ Santander Brazil Economic Activity: “Chartbook – Maintaining the Main Growth Drivers for 2022” – (02/fev/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-020222>



INFLAÇÃO

Para o IPCA-15 de fevereiro (que será divulgado na quarta-feira, 23 de fevereiro), projetamos uma alta de 0,87% m/m. Em doze meses, esse número implica resultado de 10,64% a/a, mais alto que o IPCA-15 de janeiro (10,20%), reforçando nossa visão de um “platô” em patamar de duplo dígito até abril. Quanto à tendência indicada pela média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s.a.), deve haver uma desaceleração de 8,2% para 5,3%, após um pico de 12,3% em novembro.

Na comparação com o IPCA-15 de janeiro (+0,58% m/m), esperamos uma aceleração em termos mensais, por conta de preços livres (+1,18% m/m ante 0,92% na leitura anterior). Particularmente, a inflação de serviços será um dos principais determinantes da aceleração (+1,39% m/m ante 0,48% anteriormente), devido ao reajuste sazonal anual na parte de educação, que é quase inteiramente contabilizado em fevereiro. Com este resultado, a tendência de serviços voltará a acelerar para próximo de 7,0% mm3m-a.s.a.. Os bens industriais devem mostrar um certo arrefecimento (0,94% m/m ante 1,46% em janeiro), mas ainda insuficiente para mudar a tendência, que se encontra perto de 14,0% mm3m-a.s.a..

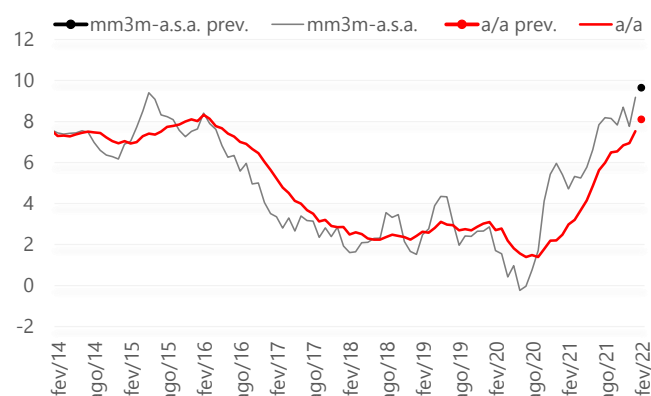
Sobre as medidas de inflação subjacente, esperamos que o núcleo EX3 suba em torno de 0,87% m/m, o que implica uma aceleração tendencial para próximo de 9,6% mm3m-a.s.a.. Em suma, continuamos particularmente preocupados com o cenário de inflação, dado o aumento recente do risco idiossincrático, que pode resultar em expectativas de inflação e inércia inflacionaria mais altas. Estes elementos poderiam dificultar ainda mais o processo de desinflação adiante, apesar de uma política monetária bem restritiva. Projetamos o IPCA 2022 em 6,0% (consenso: 5,45%).

Figura 12 – Detalhes do resultado do IPCA (%)

	m/m		a/a	
	fev/22	Contrib.	jan/22	fev/22
IPCA-15	0,87	0,87	10,2	10,6
Administrados	0,06	0,02	16,6	16,4
Livres	1,18	0,86	8,0	8,7
Alim. no dom.	1,08	0,16	8,5	9,0
Industriais	0,93	0,22	12,3	12,7
Serviços	1,39	0,48	5,1	6,0
Núcleo EX3	0,87	0,31	7,5	8,1

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 13 – Núcleo EX3 (industriais e serviços subjacentes)



Fontes: IBGE, 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@santanderrio.com.ar	5411-4341-1065
Mauricio Oreng*	Senior Economist/Strategist – Brazil	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Juan Pablo Cabrera*	Chief Rates & FX Strategist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778

Equity Research

Miguel Machado*	Head Equity Research Americas	mmachado@santander.com.mx	5255 5269 2228
Alan Alanis*	Head. Mexico	aalanis@santander.com.mx	5552-5269-2103
Andres Soto*	Head. Andean	asoto@santander.us	212-407-0976
Claudia Benavente*	Head. Chile	claudia.benavente@santander.cl	562-2336-3361
Walter Chiarvesio*	Head. Argentina	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Mariana Cahen Margulies *	Head. Brazil	mmargulies@santander.com.br	5511 3553 1684

Electronic

Bloomberg
Reuters

SIEQ <GO>
Pages SISEMA through SISEMZ

This report has been prepared by Santander Investment Securities Inc. ("SIS"; SIS is a subsidiary of Santander Holdings USA, Inc. which is wholly owned by Banco Santander, S.A. "Santander"), on behalf of itself and its affiliates (collectively, Grupo Santander) and is provided for information purposes only. This document must not be considered as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any relevant securities (i.e., securities mentioned herein or of the same issuer and/or options, warrants, or rights with respect to or interests in any such securities). Any decision by the recipient to buy or to sell should be based on publicly available information on the related security and, where appropriate, should take into account the content of the related prospectus filed with and available from the entity governing the related market and the company issuing the security. This report is issued in Spain by Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment Bolsa"), and in the United Kingdom by Banco Santander, S.A., London Branch. Santander London is authorized by the Bank of Spain. This report is not being issued to private customers. SIS, Santander London and Santander Investment Bolsa are members of Grupo Santander.

ANALYST CERTIFICATION: The following analysts hereby certify that their views about the companies and their securities discussed in this report are accurately expressed, that their recommendations reflect solely and exclusively their personal opinions, and that such opinions were prepared in an independent and autonomous manner, including as regards the institution to which they are linked, and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report, since their compensation and the compensation system applying to Grupo Santander and any of its affiliates is not pegged to the pricing of any of the securities issued by the companies evaluated in the report, or to the income arising from the businesses and financial transactions carried out by Grupo Santander and any of its affiliates: Ana Paula Vescovi*.

*Employed by a non-US affiliate of Santander Investment Securities Inc. and not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules, and is not an associated person of the member firm, and, therefore, may not be subject to the FINRA Rule 2242 and Incorporated NYSE Rule 472 restrictions on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account.

The information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable, but, although all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading, we make no representation that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. All opinions and estimates included herein constitute our judgment as at the date of this report and are subject to change without notice.

Any U.S. recipient of this report (other than a registered broker-dealer or a bank acting in a broker-dealer capacity) that would like to effect any transaction in any security discussed herein should contact and place orders in the United States with SIS, which, without in any way limiting the foregoing, accepts responsibility (solely for purposes of and within the meaning of Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934) for this report and its dissemination in the United States.

© 2022 by Santander Investment Securities Inc. All Rights Reserved.



O presente material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não se configura um relatório de análise para os fins da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Ele tem como objetivo único de fornecer informações macroeconômicas e não constitui e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes públicas consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não é garantida a sua integridade, confiabilidade, completude ou exatidão dessas informações.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório material refletem única e exclusivamente nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente documento. O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste documento e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento e expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2022 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.