

## PRÉVIA DE INFLAÇÃO E ATA DO COPOM EM DESTAQUE

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

- O Federal Reserve – banco central norte-americano – surpreendeu os mercados nesta semana com uma sinalização mais contracionista que o esperado no comunicado de política monetária. Na reunião, o Fed subiu os juros em 25 p.b. para um intervalo entre 0,25% - 0,50%, a primeira alta de juros desde 2018. O movimento era esperado, e a surpresa veio na sinalização para as próximas reuniões: o comitê (FOMC) sinalizou uma trajetória de juros com 6 altas adicionais (de 25 p.b.) para 2022 e uma taxa terminal em 2,8% em 2023, acima da taxa neutra estimada pelo Fed em 2,4%.
- Na semana móvel encerrada em 17 de março, quando chegou a ultrapassar o nível de R\$5,15/US\$, a taxa de câmbio fechou o período cotada a R\$5,04/US\$ (desvalorização de 0,4%), figurando entre os desempenhos negativos na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa opinião, fatores técnicos nos mercados locais e uma melhora no apetite global por risco na quinta-feira podem ter compensados as influências (adversas para a taxa cambial) advindas de decisões de política monetária nesta semana (tanto no Brasil quanto nos EUA). A curva de juros local registrou um leve *bull steepening* (recoo das taxas, principalmente nos vértices mais curtos) entre os vencimentos de 2 e 5 anos, a despeito da movimentação altista observada nos rendimentos das *US Treasuries*.
- O conflito Rússia-Ucrânia segue em curso, e nesta semana as *commodities* recuaram em meio a rumores de progresso nas negociações de um acordo de paz. Reconhecemos que a incerteza é alta e que a volatilidade provavelmente continuará por algum tempo. O índice agregado da Bloomberg em moeda nacional recuou 0,2% na semana encerrada em 17 de março. Em dólares, o índice caiu 0,6%.
- O Copom elevou novamente a taxa Selic, mas desta vez na magnitude de 100 p.b., levando a taxa básica para 11,75%, maior nível desde 2017. A decisão veio em linha com as expectativas. No comunicado, o Banco Central do Brasil (BCB) observa que um cenário alternativo, assumindo preços do petróleo a US\$ 100 por barril ao fim de 2022 (e estável em termos reais posteriormente), leva a uma estimativa de IPCA em 3,1% no próximo ano (meta: 3,25%), assumindo Selic terminal de 12,75%. A autoridade interpretou este resultado como um sinal de que uma alta adicional de 100 p.b. (já indicada pelo BCB como provável decisão na próxima reunião do Copom, marcada para 3 a 4 de maio) seria suficiente para trazer o IPCA para a meta em 2023. No entanto, o BCB mostrou flexibilidade para eventualmente alterar o plano de voo. Acreditamos que novos aumentos nas expectativas de inflação farão o Copom ir um pouco além no processo de aperto, com um movimento final de 50 p.b. na Selic em junho. Claramente, este último passo será dependente dos dados. Na terça-feira (22 de março), o BCB publicará a ata do Copom, que pode trazer ainda mais detalhes sobre o plano de voo da autoridade monetária.
- De acordo com a PNAD, do IBGE, a taxa de desemprego ficou em 11,2% nos três meses até janeiro. O resultado ficou abaixo da nossa estimativa (11,5%) e do consenso do mercado (11,3%). Calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal, e em bases mensais, ficou em 11,2%, ante 11,6% em dezembro. Avaliamos que esse resultado (menor taxa de desemprego devido à menor participação no mercado de trabalho) se deve principalmente ao surto da variante Omicron. Nossas estimativas mensais tanto para a força de trabalho quanto para a população ocupada registraram quedas acentuadas na margem.



- A receita real dos serviços ficou virtualmente estável em janeiro (-0,1% m/m) com sinais mistos na composição: os serviços às famílias encerraram uma sequência de nove altas e caíram 1,4% m/m, enquanto que os transportes mostraram resiliência ao subir 1,4% m/m, apesar da forte queda da produção industrial no período. O IBC-Br (*proxy* de PIB mensal do BCB) mostrou forte queda de 1,0% m/m, refletindo os fracos resultados nos principais indicadores setoriais e, possivelmente, um enfraquecimento dos serviços de saúde e educação dado o surto da variante Ômicron no período. Reduzimos o nosso *tracking* de crescimento do PIB no 1T22 para +0,3% t/t (ante +0,4%). A FGV divulgará a confiança do consumidor de março na próxima sexta-feira (25 de março).
- Para o IPCA-15 de março (com divulgação na sexta-feira, 25 de março), projetamos uma alta de 0,87% m/m, levando a inflação em doze meses para 10,69% a/a (antes: 10,76%). Quanto às medidas subjacentes, o núcleo EX3 deve atingir nível tendencial próximo de 11% mm3m-a.s.a.. Seguimos acreditando que a disseminação das pressões inflacionárias sinalizam dificuldades para o processo de desinflação adiante, apesar de uma política monetária bastante restritiva. Projetamos o IPCA 2022 em 6,9% (consenso: 6,4%).

**\*\*\* Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 17 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 (20/mar – 26/mar)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Taxa de Juros (1 ano)	PBoC	mar/21	Dom, 20-mar	3,70	3,70
China: Taxa de Juros (5 anos)	PBoC	mar/21	Dom, 20-mar	4,60	4,60
Z. Euro: Conta Corrente (EUR bi)	BCE	jan/22	Ter, 22-mar	--	23
EUA: Vendas Novas Casas (mil/ano)	C.Bureau	fev/22	Qua, 23-mar	815	801
<b>Z. Euro – PMI Industrial (pontos)</b>	<b>Markit</b>	<b>mar/22(p)</b>	<b>Qui, 24-mar</b>	<b>56,0</b>	<b>58,2</b>
<b>Z. Euro – PMI de Serviços (pontos)</b>	<b>Markit</b>	<b>mar/22(p)</b>	<b>Qui, 24-mar</b>	<b>54,2</b>	<b>55,5</b>
EUA: Pedidos de Bens de Capital (% m/m)	C.Bureau	fev/22	Qui, 24-mar	0,5	1,0
EUA: Envios de Bens de Capital (% m/m)	C.Bureau	fev/22	Qui, 24-mar	0,5	1,9
<b>EUA: PMI Industrial (pontos)</b>	<b>Markit</b>	<b>mar/22</b>	<b>Qui, 24-mar</b>	<b>56,5</b>	<b>57,3</b>
<b>EUA: PMI Serviços (pontos)</b>	<b>Markit</b>	<b>mar/22</b>	<b>Qui, 24-mar</b>	<b>56,0</b>	<b>56,5</b>

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 14h30 da sexta-feira, 18 de março.


**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (21/mar – 26/mar)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
<b>Ata do Copom</b>	<b>BCB</b>	<b>mar/22</b>	<b>Ter, 22-mar</b>	--	--
Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesa Primárias	Min. Economia	mar/22	Ter, 22-mar	--	--
Confiança do Consumidor (índice)	FGV	fev/22	Sex, 25-mar	--	77
<b>IPCA-15 (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>mar/22</b>	<b>Sex, 25-mar</b>	<b>0,87</b>	<b>1,00</b>
<b>IPCA-15 (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>mar/22</b>	<b>Sex, 25-mar</b>	<b>10,69</b>	<b>10,76</b>
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	mar/22	22 a 26-mar	149,5	235,3

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 Federal Reserve – banco central norte-americano - surpreendeu os mercados nesta semana com uma sinalização mais contracionista que o esperado no comunicado de política monetária.** Na reunião, o Fed subiu os juros em 25 p.b. para um intervalo entre 0,25% - 0,50%, sendo a primeira alta de juros desde 2018. O movimento era amplamente esperado, e a surpresa veio na sinalização para as próximas reuniões. O comitê de política monetária (FOMC) sinalizou uma trajetória de juros com 6 altas adicionais (de 25 p.b.) para 2022 e uma taxa terminal em 2,8% em 2023, acima da taxa neutra estimada pelo Fed em 2,4%. Além disso, o FOMC indicou que deve começar o processo de redução no balanço de ativos (*quantitative tightening*) adiante, deixando a porta aberta para a próxima reunião, marcada para 3-4 de maio. Com a crescente preocupação em relação ao quadro inflacionário, e com diversos membros já antevendo um aperto monetário ainda maior em 2022, acreditamos que o Fed deverá acelerar o ritmo de altas já na próxima reunião, e que deverá levar os juros para cima da taxa neutra ainda neste ano.

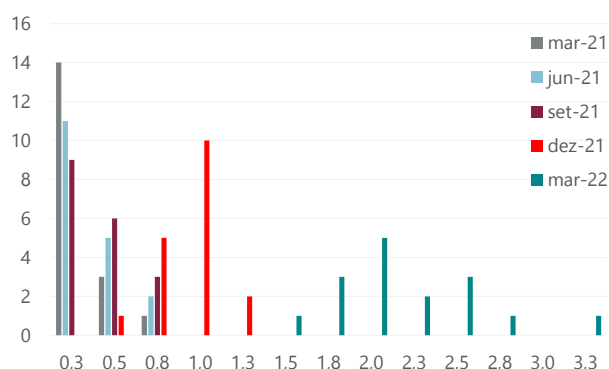
**Na China, o aumento de casos de coronavírus segue preocupando o governo, que mantém a política de “zero-covid”.** No entanto, mesmo ainda adotando duras restrições para conter o avanço da pandemia em cidades com altos índices de contaminação, o governo começa a flexibilizar algumas medidas para minimizar o impacto na atividade econômica. O governo também sinalizou que deve adicionar mais estímulos na economia pelos próximos meses.

**No calendário econômico, além da decisão de política monetária nos EUA, tivemos a divulgação dos dados de atividade econômica de fevereiro na China, com surpresa positiva em todos os números.** O destaque ficou para a produção industrial, que cresceu 7,5% a/a. Na área do Euro, o índice de confiança ZEW de março teve forte queda, ficando em -38,7 pontos, refletindo as incertezas causadas pelo conflito entre Rússia e Ucrânia.

**Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em forte alta.** A curva de juros norte-americana viu forte abertura em todos os vértices, e o dólar se enfraqueceu contra moedas de países de G10.

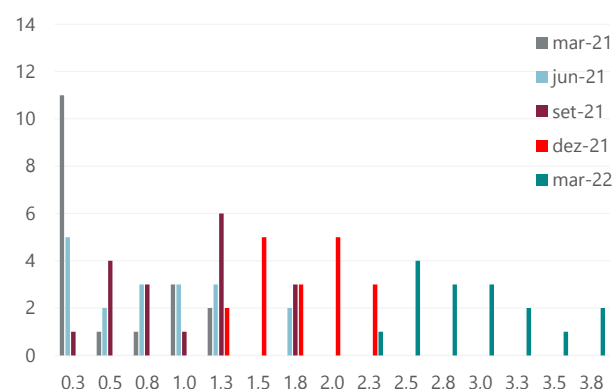
**Na próxima semana, a divulgação de dados mais importante será a leitura preliminar das sondagens PMIs de março na área do Euro.** O indicador será importante para observar o impacto do conflito entre Rússia e Ucrânia na atividade industrial e de serviços no velho continente.

**Figura 4 – EUA: Número de altas indicadas pelo gráfico de pontos (*dot plot*) do FOMC para 2022**



Fontes: Bloomberg, Santander.

**Figura 5 – Número de altas indicadas pelo gráfico de pontos (*dot plot*) do FOMC para 2023**



Fontes: Bloomberg, Santander.



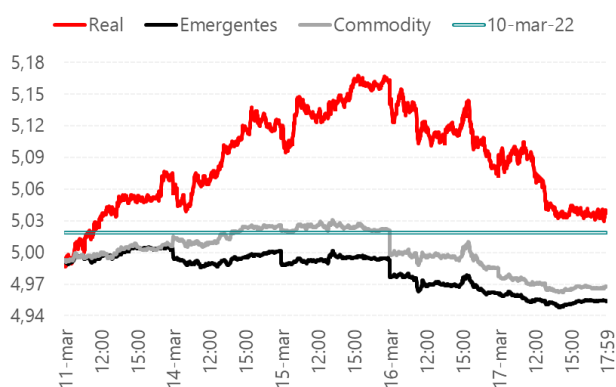
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na semana móvel encerrada em 17 de março, a taxa de câmbio fechou cotada a R\$5,04/US\$ (desvalorização de 0,4%), figurando entre os desempenhos negativos na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. A relativa estabilidade do BRL frente à semana anterior mascarou uma depreciação mais significativa nos últimos dias, quando a taxa de câmbio atingiu R\$5,17/US\$ (desvalorização de c. 3%). Curiosamente, a melhora no desempenho aconteceu no mesmo dia em que os mercados digeriam a decisão do FOMC (detalhes na seção Ambiente Internacional acima). No mesmo dia também aconteceu a reunião do Copom, cujo resultado foi a elevação de 100 bps da taxa Selic para 11,75% a.a., com indicação de outra alta de mesma magnitude na próxima reunião (detalhes na seção de Política Monetária). Apesar da extensão do ciclo de aperto monetário, os mercados consideraram o tom do comunicado menos contracionista que o esperado. Acreditamos que a combinação de ambas as mensagens (FOMC e Copom) alteraria as expectativas para o diferencial de juros adiante e desta forma pesasse sobre o BRL na quinta-feira. Contudo, o desempenho efetivo foi o oposto, o que sugere que fatores técnicos do mercado doméstico cambial e aspectos globais (por exemplo, um pagamento de *bonds* russos, que trouxe alívio temporário aos mercados) possam ajudado o real nas últimas horas.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominais observou uma leve inclinação no segmento de 2 a 5 anos após os anúncios do Copom e do Fed. Desde a última quinta-feira (10 de março), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) subiu 2 p.b. para 12,81%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em jan/27) aumentou 3 p.b. para 12,17%. A inclinação da curva neste segmento aumentou 1 p.b. para -64 p.b., de forma que o padrão de inversão na curva permanece. Localmente, o Copom elevou novamente a taxa Selic, em linha com as expectativas dos analistas e com o cenário mais provável implícito na curva de juros (veja detalhes na seção Política Monetária). A curva local precifica alta de 100 p.b. para o Copom de maio seguido de alta de 50 p.b. na reunião de junho, em linha com nosso cenário revisado. Externamente, o Fed iniciou seu ciclo de alta e sinalizou altas em todas as seis reuniões restantes deste ano. A curva de juros dos EUA subiu e se inclinou durante a semana, mas o efeito sobre a curva de juros local parece ter sido limitado.

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

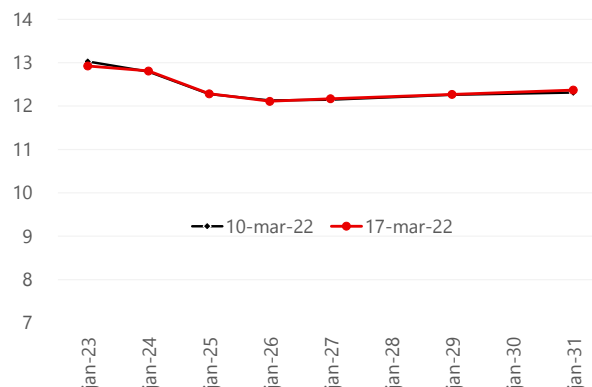


Fontes: Bloomberg, Santander.

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



## COMMODITIES

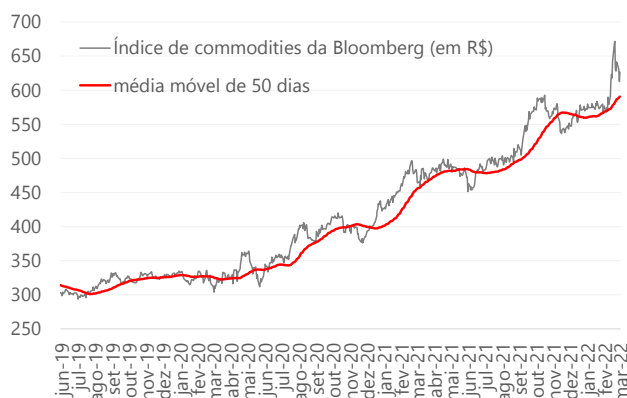
O conflito Rússia-Ucrânia segue em curso, e nesta semana as *commodities* em geral recuaram em meio a rumores de progresso nas negociações de um acordo de paz. Ainda assim, reconhecemos que a incerteza é alta e que a volatilidade provavelmente continuará por algum tempo. O índice agregado da Bloomberg em moeda nacional recuou 0,2% na semana encerrada em 17 de março. Em dólares, o índice caiu 0,6%, com o Subíndice de Agricultura caindo 0,5%, o Subíndice de Energia subindo 1,8% e o Subíndice de Metais Industriais caindo 4,1%. O choque geopolítico pressiona um mercado de *commodities* que já mostrava sinais de desequilíbrios de oferta e demanda, como resultado dos efeitos econômicos gerados pela pandemia, entre outros fatores. Estoques baixos para grande parte das matérias-primas, inelasticidade da oferta no curto prazo, juntamente com fatores idiossincráticos (clima adverso, baixo investimento passado e alto custo de produção) têm alimentado o rali das *commodities* no início de 2022.

O petróleo se recupera e volta acima de US\$ 100, com as negociações entre Rússia e Ucrânia em andamento. O petróleo voltou a subir nos últimos dias, depois de recuar 25% na semana passada. A guerra interrompeu os fluxos de petróleo, com os EUA proibindo as importações de petróleo russo e o Reino Unido anunciando redução de suas importações gradativamente até o final de 2022. O mercado também avalia o impacto do recrudescimento de infecções por COVID-19 na China que levaram a *lockdowns* em algumas cidades, restringindo mobilidade e produção industrial.

China aumenta as importações de milho dos EUA à medida que o conflito no Leste Europeu atinge as exportações da Ucrânia. Na semana passada, a China comprou 200 mil toneladas de milho americano como parte dos esforços para mitigar os riscos de escassez de oferta. O país vinha comprando grãos da Ucrânia, mas os portos seguem fechados desde a invasão da Rússia. A União Europeia enfrenta o mesmo problema, já que o bloco depende da Ucrânia para mais da metade de sua demanda por milho.

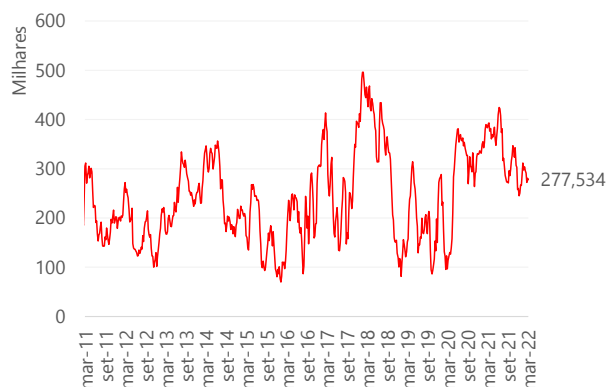
Brasil defende isenção dos fertilizantes do regime de sanções à Rússia. Em meio a temores de interrupções na oferta de insumos, a Ministra da Agricultura argumentou durante um evento da FAO<sup>2</sup> das Nações Unidas que restringir as exportações de fornecedores de fertilizantes poderia prejudicar a produtividade das safras e aumentar a inflação de alimentos. Por outro lado, os EUA estão inclinados a aumentar as sanções contra a Rússia. A questão é fundamental para o Brasil, já que o país depende das importações de insumos agrícolas: mais de 85% de sua demanda de fertilizantes é importada. Rússia e Bielorrússia, ambas sob sanções econômicas, respondem por cerca de 30% do uso total.

Figura 8 – Índice de *commodities* da Bloomberg



Fontes: Bloomberg, Santander.

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



Fontes: COT, Santander.

<sup>2</sup> Food and Agriculture Organization.





## POLÍTICA MONETÁRIA

**O Copom elevou novamente a taxa Selic, desta vez na magnitude de 100 p.b., levando a taxa básica para 11,75%, o maior nível desde 2017. A decisão veio em linha com as expectativas dos analistas, e era o cenário mais provável implicitamente na curva de juros.**

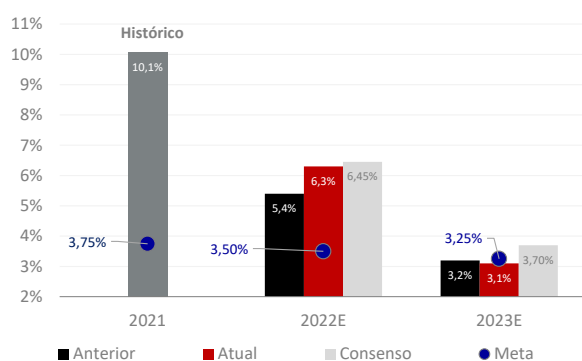
O BCB reconhece que as condições de inflação seguem persistentemente desfavoráveis e notam uma deterioração devido ao choque de oferta (altista para a inflação, logicamente) gerado pelo conflito Rússia-Ucrânia. Contudo, um cenário alternativo do BCB, assumindo preços do petróleo praticamente estáveis em termos reais em 2023, ao nível de US\$ 100 por barril ao final de 2022, leva a uma estimativa de IPCA em 3,1% para o próximo ano, assumindo uma Selic terminal de 12,75% neste ciclo. A autoridade interpreta esse resultado como um sinal de que uma alta adicional de 100 p.b. – indicada no comunicado como a mais provável decisão na próxima reunião de política monetária, a ser realizada em 3 a 4 de maio – pode eventualmente se mostrar suficiente para a materialização do objetivo do comitê de trazer a inflação para a meta central de 3,25% em 2023 (horizonte relevante). A assimetria no balanço de riscos (ainda vista como enviesada para cima) não seria mais suficiente para justificar movimentos adicionais da Selic.

Mas a autoridade monetária reconhece o nível elevado de incertezas quanto à dimensão e duração dos choques atuais e continua a se comprometer a fazer o que for necessário para atingir a meta no horizonte relevante. O BCB procurou indicar flexibilidade para alterar o plano de voo e, eventualmente, “ajustar o tamanho do ciclo de aperto monetário”. O BCB reconhece que os efeitos de segunda ordem (leia-se: novos aumentos nas expectativas de inflação) constituem o foco das ações no contexto atual (em meio a choques de oferta que afetam os preços das *commodities*), e podem levar algum tempo para se mostrar. Acreditamos que esses efeitos de segunda ordem tendem a continuar nas próximas semanas, com novos aumentos nas expectativas de inflação provavelmente fazendo com que o BCB encerre o ciclo em patamar ligeiramente acima do planejado atualmente. Assim, aproveitamos a ocasião para atualizar nossas projeções para a taxa Selic (publicada às vésperas do início da invasão russa na Ucrânia) e revisar nosso nível esperado para a Selic terminal para 13,25% (antes: 12,50%). Esperamos duas altas adicionais no ciclo (100 p.b. em maio e 50 p.b. em junho). Nossa previsão para a taxa de juros no fim de 2023 também foi elevada (de 9% para 10%).

Veja detalhes no link<sup>3</sup>.

**Na terça-feira (22 de março), o BCB publicará a ata do Copom, que pode trazer ainda mais detalhes sobre o plano de voo da autoridade monetária.**

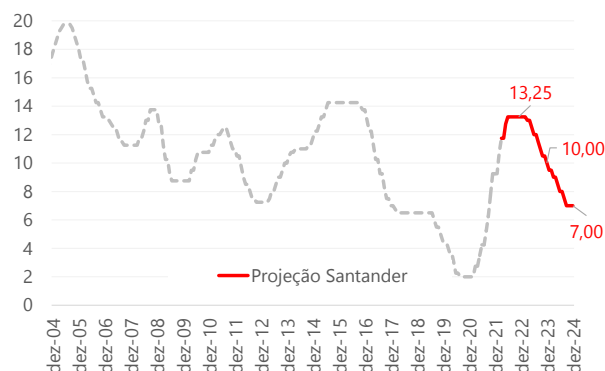
**Figura 10 – Simulação de inflação do BCB – cenário alternativo (% anual)**



Fontes: Banco Central do Brasil; Santander.

Nota: As simulações de IPCA consideram taxa Selic da pesquisa Focus e taxa cambial partindo de R\$ 5,05/US\$ e evoluindo de acordo com a paridade do poder de compra (PPC). O cenário alternativo assume o preço do petróleo em US\$ 100 (estável em termos reais a preços de hoje) ao final de 2022.

**Figura 11 – Trajetória da taxa Selic nominal (média mensal, % a.a.)**



Fontes: Banco Central do Brasil; Santander.

<sup>3</sup> Santander Brazil Monetary Policy: “A Plan Amid the Uncertainty” – (16/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-mar22>



## ATIVIDADE ECONÔMICA

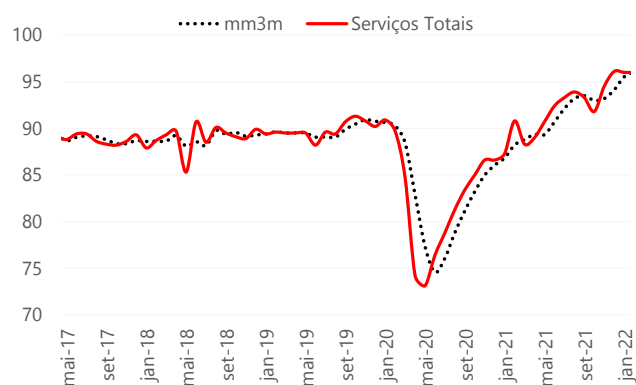
**Serviços enfraquecem em janeiro, contaminados pelo surto da variante Ômicron.** O índice retraiu 0,1% m/m, abaixo das expectativas de mercado (0,1% m/m) mas com uma relevante revisão altista em dezembro. Tal resultado posiciona o indicador 7,0% acima do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020), com os detalhes apontando para sinais mistos entre os componentes. De fato, serviços às famílias mostraram o primeiro resultado negativo (-1,4% m/m) após nove meses, reflexo do surto de Covid observado no mês, enquanto que os transportes mostraram resiliência ao subir 1,4% m/m, mesmo em meio ao enfraquecimento da produção industrial no mês. [Veja detalhes no link<sup>4</sup>.](#)

**Revés na proxy de PIB mensal em janeiro.** O IBC-Br retraiu 1,0% m/m, consideravelmente abaixo do consenso de mercado (-0,2% m/m), ainda que a série tenha sofrido revisões altistas. O resultado reflete os números fracos observados nos principais indicadores setoriais, possivelmente também refletindo desempenho abaixo do esperado nos serviços de saúde e educação (não capturados nas pesquisas mensais) em meio ao surto da variante Ômicron no período. Um fraco desempenho da agropecuária seria uma explicação adicional, em meio aos problemas com a seca na região Sul do Brasil. Estamos reduzindo nosso *tracking* do crescimento do PIB no 4T21 para 0,3% t/t (ante +0,4% t/t). Projetamos crescimento do PIB de 0,7% em 2022 e retração da atividade real de 0,2% em 2023. [Veja detalhes no link<sup>5</sup>.](#)

**Taxa de desemprego abaixo das expectativas em janeiro.** De acordo com a PNAD, do IBGE, a taxa de desemprego ficou em 11,2% nos três meses até janeiro (Santander: 11,5%, consenso: 11,3%). De acordo com nosso ajuste sazonal, a taxa de desemprego ficou em 11,5% (dezembro: 11,9%) e a taxa de participação no mercado de trabalho ficou em 61,6% (dezembro: 61,9%). Todos os dados da PNAD são baseados em médias móveis de três meses, e estimamos que a taxa mensal de desocupação tenha ficado em 11,2% a.s., ante 11,6% em dezembro. Esse resultado derivou de variações de -1,5% e -1,9% m/m da população ocupada e da força de trabalho, respectivamente. Avaliamos que este resultado (menor taxa de desemprego devido a uma menor participação no mercado de trabalho) se deveu principalmente ao impacto temporário do surto da variante Ômicron. Esperamos que a taxa de desemprego ajustada sazonalmente aumente ao longo de 2022, especialmente no 2S22, devido principalmente à política monetária mais apertada.

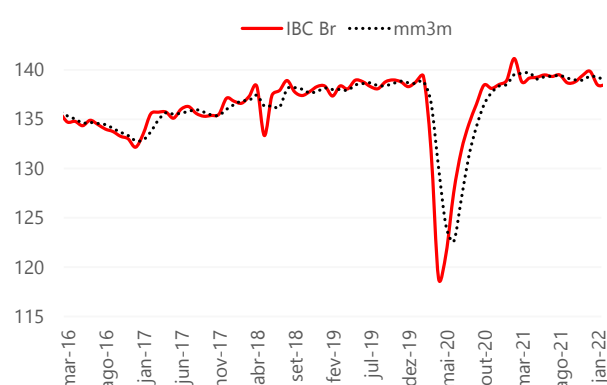
**Na próxima semana, a FGV divulgará na sexta-feira (25 de março) os dados de confiança do consumidor. Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último [chartbook](#)<sup>6</sup>.**

**Figura 12 – Serviços Totais (a.s., média 2014=100)**



Fontes: IBGE, Santander.

**Figura 13 – IBC-Br (a.s., média 2003=100)**



Fontes: BCB, Santander.

<sup>4</sup> Santander Brazil Economic Activity: “Mixed Services Output Figures” – (16/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-031622>

<sup>5</sup> Santander Brazil Economic Activity: “Monthly GDP Proxy Tumbled in January” – (17/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-031722>

<sup>6</sup> Santander Brazil Economic Activity: “Positive Surprises Reinforce Resilience Outlook for 2022” – (14/mar/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-mar22>



## INFLAÇÃO

Para o IPCA-15 de março (que será divulgado na sexta-feira, 25 de março), projetamos uma alta de 0,87% m/m. Em doze meses, esse número implica resultado de 10,69% a/a, ligeiramente mais baixo que o IPCA-15 de fevereiro (10,76%), reforçando nossa visão de um “platô” para a inflação anual em patamar de duplo dígito até maio. Quanto à tendência indicada pela média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s.a.), estimamos o EX3 (núcleo que inclui serviços e bens industriais subjacentes) subirá para cerca de 11% mm3m-a.s.a., muito acima do teto da meta inflacionária (de 5% este ano).

Na comparação com o IPCA-15 de fevereiro (+0,99% m/m), esperamos uma desaceleração em termos mensais principalmente por conta de preços livres (+0,91% m/m ante 1,32% na leitura anterior). Acreditamos que os serviços devem desacelerar em termos mensais (0,58% m/m ante 1,36% na leitura anterior), em função dos reajustes sazonais na parte de educação computados no mês passado. Com este resultado mensal, a tendência de serviços deve acelerar para 8,1% mm3m-a.s.a. (de 6,7%), e projetamos aceleração contínua pelo menos até meados do ano. Os bens industriais também devem desacelerar em termos mensais (+0,79% m/m ante +1,17% na leitura anterior), mas ainda a tendência ainda deve ficar em torno de 14,7% mm3m-a.s.a.. Por fim, alimentação no domicílio deve aumentar para 1,86% m/m, com a tendência acelerando para 18,5% mm3m-a.s.a..

Sobre as medidas de inflação subjacente, esperamos que o núcleo EX3 suba em torno de 0,74% m/m, o que implica uma aceleração tendencial para próximo de 11% mm3m-a.s.a.. Se esta estimativa se mostrar correta, março seria o 19º mês consecutivo em que o núcleo EX3 fica acima do centro da meta do BCB em termos de mm3m-a.s.a. (o centro da meta do IPCA é de 3,50% para 2022 e 3,25% para 2023). Ainda projetamos que a inflação anual deverá recuar ao longo do 2S22, mas o nível e a composição da inflação provavelmente continuarão sendo fontes de preocupação, assim como o último choque dos preços das *commodities*, mantendo o balanço de riscos com um viés altista.

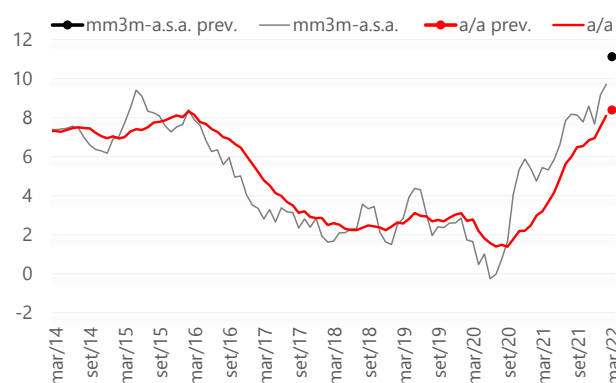
Estes elementos podem dificultar ainda mais o processo de desinflação adiante, apesar de uma política monetária bastante restritiva. Projetamos o IPCA 2022 em 6,9% (consenso: 6,4%).

Figura 14 – Detalhes do resultado do IPCA (%)

	m/m		a/a	
	mar/22	Contrib.	fev/22	mar/22
<b>IPCA-15</b>	<b>0,87</b>	<b>0,87</b>	<b>10,8</b>	<b>10,7</b>
Administrados	0,75	0,20	16,4	14,2
Livres	0,91	0,66	8,8	9,5
Alim. no dom.	1,86	0,28	9,5	11,5
Industriais	0,79	0,18	13,0	12,7
Serviços	0,58	0,20	6,0	6,5
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,74</b>	<b>0,26</b>	<b>8,1</b>	<b>8,4</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 15 – 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@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.