

## MERCADO DE TRABALHO BEM AQUECIDO

Ana Paula Vescovi\* e  
Equipe de Macroeconomia  
[anavescovi@santander.com.br](mailto:anavescovi@santander.com.br)  
+55 11 3553 8567

- Os mercados financeiros internacionais seguem demonstrando crescente receio de uma recessão nas economias desenvolvidas, em particular nos EUA. No entanto, o cenário inflacionário permanece desafiador, e os bancos centrais das principais economias, em particular o Federal Reserve, seguem afirmando que a prioridade atual é buscar a estabilidade de preços. Na próxima quarta-feira (6 de junho) será publicada a ata da última reunião de política monetária (FOMC) nos EUA, que será importante para entender melhor os motivos que levaram o Fed a acelerar o ritmo de alta de juros, e o que a autoridade planeja para os próximos passos.
- A taxa de câmbio encerrou a sessão de quinta-feira (30 de junho) cotada a R\$5,26/US\$, que significou uma valorização de 6,0% no 1S22 – o segundo melhor desempenho na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Na semana móvel encerrada em 30 de junho, o real se desvalorizou 0,3% frente ao dólar: embora esse tenha sido um desempenho intermediário da referida cesta, o movimento marcou a quarta semana consecutiva de desvalorização da moeda nacional.
- Mantendo a tônica do 1S22, as taxas na estrutura a termo de juros nominais subiram nos últimos dias (em um clássico *sell-off*), dada uma percepção de maior risco inflacionário e fiscal, com sinais de novos estímulos orçamentários. O recrudescimento dos riscos fiscais é apenas mais um elemento que pode contribuir para uma provável inclinação na curva de juros adiante, em um contexto de pico da inflação e do juro básico local, e um processo de alta dos juros internacionais.
- Os preços das commodities fecharam “no vermelho” pela terceira semana consecutiva no período entre 23 e 30 de junho. O índice agregado da Bloomberg em moeda nacional caiu 2,9% no período. Em dólares, o índice apresentou queda de 3,2%, com o Subíndice de Agricultura caindo 1,2%, o Subíndice de Energia desabando 5,3% e o Subíndice de Metais Industriais recuando 3,9%. A recente queda nos preços das commodities provavelmente reflete os crescentes riscos baixistas para a atividade global (e a demanda por matérias-primas).
- O Senado aprovou em dois turnos a proposta de emenda constitucional (PEC) que eleva gastos sociais do governo central, gerando R\$ 41 bilhões em despesas acima do limite constitucional em 2022. A PEC segue agora para a Câmara dos Deputados. O relatório da dívida de maio mostrou que, apesar de um colchão de liquidez confortável para o Tesouro Nacional, o perfil da dívida segue piorando. O governo central registrou déficit primário de R\$ 39,3 bilhões em maio, um mês marcado por transferências atípicas (~R\$ 8 bilhões) para entes regionais, relacionadas a concessões para exploração de campos de petróleo. Na próxima semana, o BCB divulga o resultado fiscal do setor público: projetamos déficit primário de R\$ 26,5 bilhões.
- Na quinta-feira (30 de junho), o Banco Central (BCB) divulgou o relatório de inflação do 2T22, trazendo suas últimas simulações e projeções. Desta vez, a publicação foi mais concisa do que o habitual, tendo sido amplamente antecipada pela entrevista coletiva da semana passada com membros da diretoria. Não houve sinalização adicional de política monetária. Continuamos a ver o BCB inclinado em seguir uma estratégia de suavização da taxa de juros à frente, o que significa evitar um pico mais acentuado para a Selic neste ciclo, mas mantendo o juro básico em nível mais alto por mais tempo. Identificamos riscos altistas para nossa projeção de taxas de juros em 13,50% para o fim de 2022 e 10,50% para o fim de 2023.



- Com base na PNAD do IBGE, calculamos que a taxa de desemprego dessazonalizada caiu 0,6 p.p. para 9,5% em maio, menor nível desde outubro de 2015. O resultado decorreu do aumento de 1,3% da população ocupada, enquanto a força de trabalho aumentou 0,6%. Após nosso ajuste sazonal, estimamos que a tendência da criação líquida de empregos formais no CAGED acelerou para ~200 mil em maio (abril: 190 mil). Embora o dinamismo em curso do mercado de trabalho represente um risco baixista para nossas projeções de desocupação média este ano, além de um risco altista para nossa estimativa de crescimento do PIB em 2022, ainda antevemos piores condições de emprego no 2S22, em decorrência dos esperados efeitos de uma política monetária mais contracionista. Na próxima semana, o IBGE divulgará a produção industrial de maio, e esperamos um leve crescimento (+0,3% m/m).
- Esperamos que o IPCA de junho (a ser divulgado na sexta-feira, 8 de julho) tenha alta de +0,71% m/m, uma leitura ainda elevada em termos sazonais, dado que a média para o mês é de 0,35% m/m (com dados desde 2010). Com esse resultado, apesar de uma leve desaceleração na margem, a tendência da inflação cheia deve permanecer alta – rodando em torno de 13% mm3m-a.s.a. (ante ~15% no mês anterior). Este nível supera a variação em doze meses, em torno de 12%, o que sugere riscos altistas adiante. Uma notícia favorável neste relatório poderá ser um provável alívio em bens industriais. Contudo, seguimos esperando um difícil processo de desinflação para os próximos meses.

**\*\*\* Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 30 de junho 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 (04/jul – 08/jul)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
<b>Z. Euro: PPI (% a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>mai/22</b>	<b>Seg, 04-jul</b>	<b>36,6</b>	<b>37,2</b>
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	jun/22	Seg, 04-jul	49,0	41,4
Z. Euro: Vendas no Varejo (% a/a)	Eurostat	mai/22	Qua, 06-jul	-0,2	3,9
EUA: ISM Serviços	ISM	jun/22	Qua, 06-jul	54,5	55,9
<b>EUA: Abertura de Postos de Trabalho (milhões)</b>	<b>BLS</b>	<b>mai/22</b>	<b>Qua, 06-jul</b>	<b>11,0</b>	<b>11,4</b>
<b>EUA: Ata do FOMC</b>	<b>Fed</b>	<b>jun/22</b>	<b>Qua, 06-jul</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
EUA: Balança Comercial (USD bi)	C.Bureau	mai/22	Qui, 07-jul	-85,0	-87,1
<b>EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)</b>	<b>BLS</b>	<b>jun/22</b>	<b>Sex, 08-jul</b>	<b>275</b>	<b>390,0</b>
<b>EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)</b>	<b>BLS</b>	<b>jun/22</b>	<b>Sex, 08-jul</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>
<b>EUA: Ganho Médio por Hora (% a/a)</b>	<b>BLS</b>	<b>jun/22</b>	<b>Sex, 08-jul</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>
EUA: Taxa de Participação (% PEA)	BLS	jun/22	Sex, 08-jul	62,4	62,3
China: CPI (% a/a)	NBS	jun/22	Sex, 08-jul	2,5	2,1
China: PPI (% a/a)	NBS	jun/22	Sex, 08-jul	6,0	6,4

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 15:50 da sexta-feira, 01 de julho.


**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (04/jul – 08/jul)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
<b>Produção Industrial (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>mai/22</b>	<b>Ter, 05-jul</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>
<b>Produção Industrial (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>mai/22</b>	<b>Ter, 05-jul</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,5</b>
IGP-DI (% m/m)	FGV	jun/22	Qui, 07-jul	0,76	0,69
IGP-DI (% a/a)	FGV	jun/22	Qui, 07-jul	10,4	10,6
<b>IPCA (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>jun/22</b>	<b>Sex, 08-jul</b>	<b>0,71</b>	<b>0,47</b>
<b>IPCA (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>jun/22</b>	<b>Sex, 08-jul</b>	<b>11,9</b>	<b>11,7</b>
Produção de veículos (milhares)	Anfavea	jun/22	Sex, 08-jul	-	206
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	mai/22	04 a 08-jul	-26,5	39,0
Dívida Líquida - Setor Público (% PIB)	BCB	mai/22	04 a 08-jul	58,4	57,8
Transações Correntes (US\$ bi)	BCB	mar/22	n.d.*	-	-2,4
Investimento Direto no País (US\$ bi)	BCB	mar/22	n.d.*	-	11,8
Relatório de Crédito Bancário	BCB	mar/22	n.d.*	-	471,1
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

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

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

**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– “Um cenário ambíguo” – (02/jun/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-jun22>


**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 mercados financeiros internacionais seguem demonstrando crescente receio de uma recessão nas economias desenvolvidas, em particular nos EUA.** O Federal Reserve de Atlanta divulgou o seu tracking de crescimento para o segundo trimestre, que aponta para uma contração de 1% t/t-a.s.a., que seria compatível com uma recessão técnica, uma vez que o crescimento do PIB já foi negativo no 1T22. No entanto, mesmo com o crescente risco de recessão, o presidente do banco central norte-americano (Federal Reserve), Jerome Powell, seguiu com o discurso de que o Fed deve perseguir a meta de inflação, e que o risco que não se deve correr é o de falhar no mandato da autoridade de buscar a estabilidade de preços.

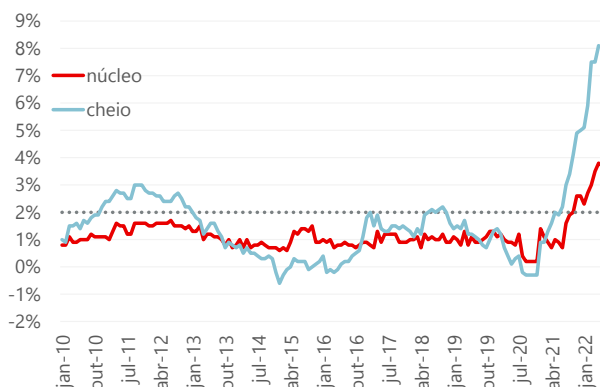
**Na área do euro, o Banco Central Europeu (BCE) apresentou detalhes sobre sua iniciativa para evitar o chamado “risco de fragmentação”, gerado pela abertura assimétrica de juros das curvas domésticas de países integrantes do bloco, que prejudica a transmissão da política monetária.** O programa entrou em vigor a partir desta sexta-feira, e implica em reinvestir os ativos adquiridos no programa emergencial (PEPP) de forma flexível. Por enquanto, Itália, Espanha, Portugal e Grécia serão os países beneficiados pelo programa, mas as condições do programa serão revisitadas a cada mês.

**Quanto aos dados econômicos, tivemos na semana a divulgação dos números de inflação (do PCE Core, índice preferido do Fed) para o mês maio nos EUA,** que vieram levemente abaixo das projeções de mercado, mostrando desaceleração de 4,9% a/a para 4,7%. Em fevereiro, este indicador atingiu um pico de 5,3% (nível mais alto desde 1983). O ISM industrial desacelerou mais do que o esperado pelo mercado, ficando em 53,0 pontos, ainda se mantendo em terreno expansionista, mas sinalizando uma desaceleração mais rápida do que o esperado. Na área do Euro, a inflação seguiu pressionada, com o número cheio acelerando para 8,6% a/a, um recorde histórico. Já na China, os números da sondagem empresarial PMI voltaram a subir no mês de junho, ficando em território expansionista: o destaque foi o índice de serviços, que acelerou de 47,8 pontos para 54,7.

**Nos mercados financeiros globais, as bolsas tiveram performances mistas,** com destaque de alta para a bolsa de Xangai, refletindo na interrupção das restrições sanitárias relacionadas à COVID-19, enquanto a pior performance ficou para o índice Nasdaq nos EUA. A curva de juros norte-americana viu um fechamento de taxas em todos os vértices, e o dólar seguiu se fortalecendo contra moedas do G10 e emergentes.

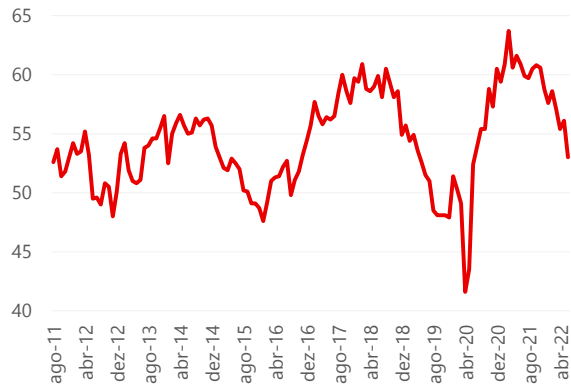
**Na próxima quarta-feira (6 de junho) será publicada a ata da última reunião de política monetária (FOMC) nos EUA,** que será importante para entender melhor os motivos que levaram o Fed a acelerar o ritmo de alta de juros, e o que a autoridade planeja para os próximos passos. Além disso, serão divulgados na sexta-feira (8 de julho) os números do mercado de trabalho norte-americano no mês de junho.

**Figura 4 – Europa: Inflação ao consumidor (CPI, a/a)**



Fontes: Bloomberg, Santander.

**Figura 5 – EUA: ISM industrial (Índice cheio)**



Fontes: Bloomberg, Santander.



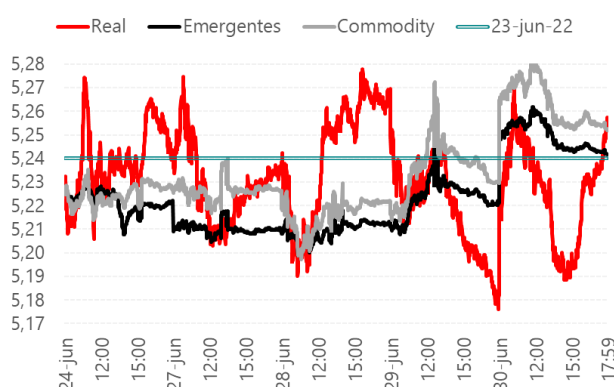
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A taxa de câmbio encerrou a sessão de quinta-feira (30 de junho) cotada a R\$5,26/US\$, que significou uma valorização de 6,0% no 1S22 – o segundo melhor desempenho na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Na semana móvel encerrada em 30 de junho, o real se desvalorizou 0,3% frente ao dólar: embora este tenha sido um desempenho intermediário da referida cesta, o movimento marcou a quarta semana consecutiva de desvalorização da moeda nacional. O pano de fundo global teve as autoridades monetárias dos EUA e da Zona do Euro indicando posturas mais firmes para lidar com a inflação elevada. Como resultado, os mercados financeiros permanecem preocupados com uma forte desaceleração da economia mundial no futuro próximo, o que favorece o fortalecimento das moedas de países avançados (*hard currencies*). No âmbito local, as discussões no Congresso sobre novos estímulos fiscais que poderão pesar adicionalmente na trajetória da dívida pública têm ajudado a pressionar a moeda brasileira. Condicional aos futuros sinais de política econômica adiante, seguimos avaliando que a taxa de câmbio flutuará por volta do patamar de R\$5,00/US\$ nos próximos meses (com riscos altistas).

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

Mantendo a tônica do 1S22, as taxas na estrutura a termo de juros nominais subiram fortemente (em um clássico *sell-off*) nos últimos dias. Desde a última quinta-feira (23 de junho), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) saltou 39 p.b., para 13,38%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em jan/27) subiu 47 p.b., para 12,65%. A inclinação da curva neste segmento aumentou 8 p.b., diminuindo a inversão para -73 p.b.. No 1S22, alguns dos vértices mais líquidos viram as taxas subirem ~200-250 p.b., em comparação com a precificação ao final de 2021, na esteira de um quadro inflacionário que foi piorando e de uma devida resposta pelo BCB em termos de aperto monetário. Nos últimos dias, a alta das taxas ao longo da curva pode ter seguido a percepção de riscos inflacionários ainda crescentes (e probabilidade maior de ainda mais aperto que o esperado, por parte do BCB), bem como os sinais de novos cortes de impostos para conter os preços dos combustíveis e as indicações de uma nova rodada de gastos sociais acima do teto constitucional (veja seção de Política Fiscal). O recrudescimento dos riscos fiscais é apenas mais um elemento que pode contribuir para uma provável inclinação na curva de juros adiante, em um contexto de pico da inflação e do juro básico local, e um processo de alta dos juros internacionais.

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

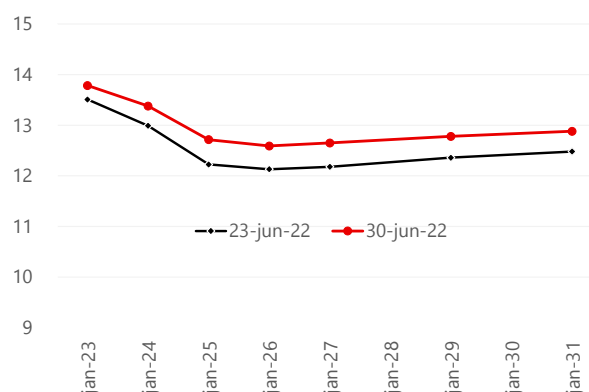


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 30/jun/2022.

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

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



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 3: Dados com fechamento na quinta-feira, 30/jun/2022.



## COMMODITIES

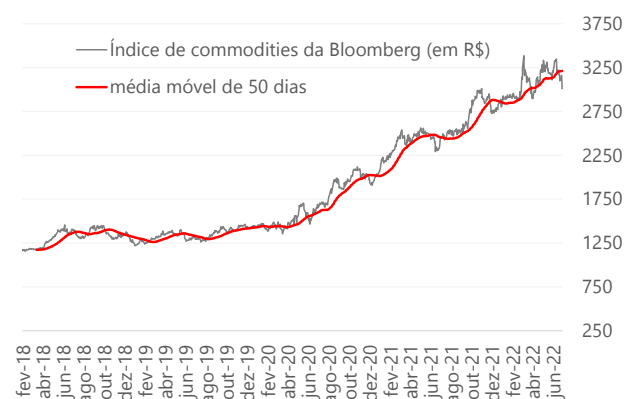
Os preços das *commodities* fecharam “no vermelho” pela terceira semana consecutiva no período entre 23 e 30 de junho. O índice agregado da Bloomberg em moeda nacional caiu 2,9% no período. Em dólares, o índice apresentou queda de 3,2%, com o Subíndice de Agricultura caindo 1,2%, o Subíndice de Energia desabando 5,3% e o Subíndice de Metais Industriais recuando 3,9%. A recente queda nos preços das *commodities* provavelmente reflete os crescentes riscos baixistas para a atividade global (e a demanda por matérias-primas).

Os preços do petróleo Brent voltaram a subir, voltando a US\$ 115. Os preços do petróleo subiram 3% na semana encerrada em 30 de junho, com os mercados reavaliando o balanço de riscos para a *commodity*: no lado altista, limitações para aumento da produção no mercado de petróleo, com os produtores tendo dificuldade após anos de baixo investimento; no lado baixista, um cenário global de taxas de juros mais altas elevam os riscos de uma recessão, o que pode reduzir a demanda por combustíveis. Na quinta-feira (30 de junho), a OPEP+ ratificou o aumento da cota de agosto em +648 mil barris por dia (b.p.d.), repondo por completo a sinalização de oferta interrompida durante a pandemia e adiando a discussão sobre os próximos passos do cartel. Apesar do aumento planejado, o impacto na produção efetiva de será marginal, uma vez que o cartel tem consistentemente produzido abaixo da cota acordada.

**Agricultores dos EUA plantaram menos soja do que o esperado.** De acordo com o USDA *Acreage Report*, a área plantada de milho para a safra 2022-23 é estimada em 89,9 milhões de acres, abaixo dos 93,4 milhões da safra passada e em linha com as expectativas do mercado. A estimativa de área plantada de soja é de 88,3 milhões de acres, acima dos 87,2 milhões da safra passada, mas abaixo da estimativa do mercado de 90,6 milhões. Os preços mais altos dos fertilizantes provavelmente estão por trás dessa mudança: a soja normalmente exige apenas um quarto dos fertilizantes que o plantio do milho necessita. Além disso, os estoques trimestrais de grãos do USDA mostraram os estoques de milho dos EUA em 4.346 milhões de *bushels*, em linha com a estimativa do mercado de 4.345 milhões de *bushels*, enquanto os estoques de soja chegaram a 971 milhões de *bushels*, acima do consenso do mercado de 954 milhões de *bushels*. Em suma, esses números reforçam a percepção de equilíbrio apertado entre oferta e demanda para os grãos, com o “*weather market*” nos EUA começando a adicionar ainda mais volatilidade aos preços de mercado.

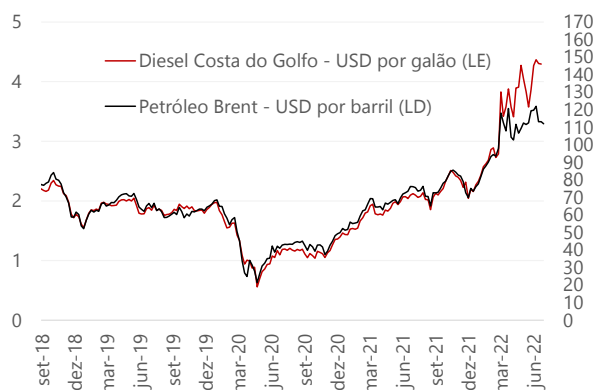
O minério de ferro ficou praticamente de lado na semana, mesmo com detalhes adversos em dados recentes da economia chinesa. O PMI da indústria siderúrgica da China caiu para 36,2 em junho, o menor nível desde a crise financeira de 2008. Além disso, os novos pedidos e os estoques de aço registraram um declínio marginal durante o mês, sugerindo que o consumo doméstico continua fraco. O minério de ferro caiu 25% no trimestre encerrado em junho. Outros metais básicos seguiram caindo na semana: cobre -5%, alumínio -1%, zinco -10%, níquel -6% e estanho -2%.

Figura 8 – Índice de *commodities* da Bloomberg



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 9 – Preços de petróleo e derivados



Fontes: Bloomberg, Santander.





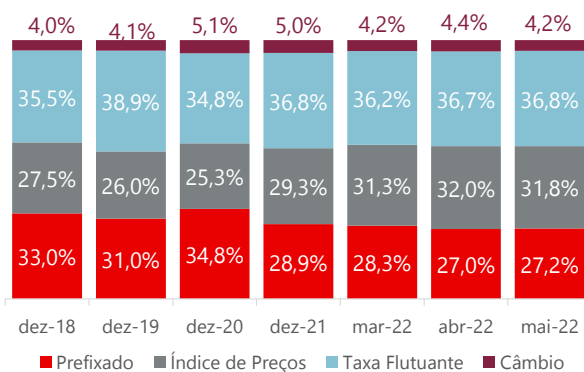
## POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

**O perfil da dívida pública segue deteriorando e os custos de emissão continuam a aumentar.** Em 28 de junho, o Tesouro Nacional divulgou o Relatório Mensal da Dívida de abril e maio. No ano, as emissões semanais de títulos atingiram a média de R\$ 22,6 bilhões, acima do necessário para manter as reservas de liquidez estáveis até o final do ano (R\$ 21 bilhões por semana, segundo nossa estimativa). O colchão de liquidez subiu R\$ 71 bilhões, atingindo R\$ 1,11 trilhão, equivalentes a cerca de 9,5 meses de vencimentos da dívida mobiliária federal. Além disso, o custo das novas emissões domésticas subiu para 11,7% a.a., ante 10,5% a.a. em março (refletindo juros e inflação mais elevados). Os não-residentes registraram fluxo negativo de R\$ 1,9 bilhão em maio, levando o total (negativo) acumulado no ano para R\$ 67,3 bilhões. Dessa forma, a participação dos estrangeiros na dívida mobiliária federal interna caiu para 9,1%, frente a um patamar de 10,6% em dezembro de 2021. Acreditamos que apesar dos níveis confortáveis de liquidez para lidar com as incertezas de 2022, as perspectivas para a gestão da dívida seguem desafiadoras no médio prazo. Embora a duração e extensão do ciclo de *commodities* possa mitigar algumas dificuldades. [Veja detalhes no link](#).

**De acordo com dados divulgados pelo Tesouro Nacional em 30 de junho, o governo central registrou déficit primário de R\$ 39,2 bilhões em maio.** Foi o segundo pior desempenho do mês na série histórica (somente abaixo dos valores registrados em maio de 2020, quando foram implementados elevados estímulos fiscais para mitigar os efeitos econômicos da pandemia). O mês foi marcado por maiores “transferências por repartição de receita” – com um repasse atípico de R\$ 7,7 bilhões para os entes subnacionais, relacionados à Cessão Onerosa. As despesas cresceram 7,9% a/a em termos reais, com aumento no gasto previdenciário (R\$20,7 bilhões) devido à antecipação do 13º salário para pensionistas do INSS, normalmente pago no último trimestre do ano. A receita aumentou 5,6% a/a, impulsionado pelos impostos relacionados ao mercado de trabalho. Para 2022, projetamos déficit do governo central de R\$ 35 bilhões (0,6% do PIB). No entanto, vemos um viés baixista devido à ampliação do rol de incentivos fiscais (totalizando R\$ 80 bilhões) e a aprovação de novos gastos acima do limite constitucional (R\$ 41 bilhões).

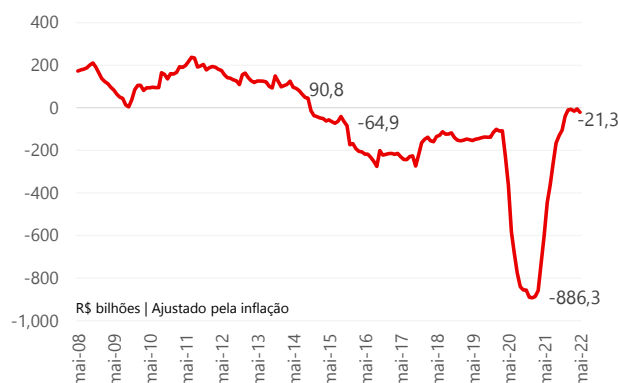
**O Senado aprovou em dois turnos a proposta de emenda constitucional (PEC 1/22) que eleva transferências do governo federal. O texto segue para a Câmara dos Deputados.** Pelo terceiro ano consecutivo se busca uma emenda constitucional para aumentar o estímulo fiscal acima do limite constitucional. A legislação implica em R\$ 41 bilhões em novos gastos, acima da estimativa inicial de R\$ 35 bilhões. A legislação inclui o aumento do programa assistencial Auxílio Brasil (com complementação temporária de R\$ 200 por mês, a partir de agosto), a duplicação do Auxílio Gás para famílias de baixa renda e a criação de um *voucher* para caminhoneiros e taxistas. **Na próxima semana, o BCB poderá divulgar o resultado fiscal do setor público de maio: projetamos déficit primário de R\$ 26,5 bilhões.** Essa publicação foi adiada por conta da paralisação dos servidores do Banco Central. [Para detalhes sobre o cenário fiscal do Santander, veja o nosso chartbook](#)<sup>3</sup>.

Figura 10 – Composição da dívida pública



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

Figura 11 – Resultado primário gov. central (12m)



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

<sup>2</sup> Santander Brazil Special Report: “Debt Report: More of the Same - Higher Debt Cost, Comfortable Liquidity Reserves” – (28/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-fiscal-062822>

<sup>3</sup> Santander Brazil Fiscal Policy: “Chartbook - New Push from Price Shocks” – (13/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-fiscal-jun22>



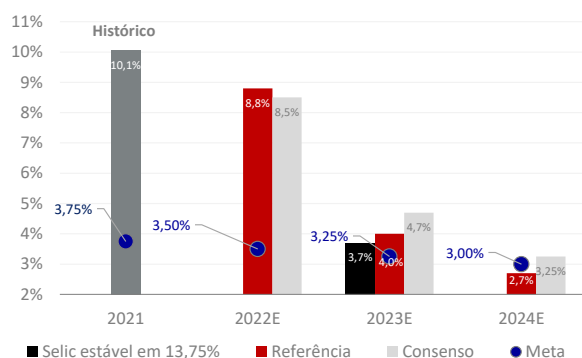
## POLÍTICA MONETÁRIA

**Na quinta-feira (30 de junho), o Banco Central (BCB) divulgou o relatório de inflação do 2T22, trazendo suas últimas simulações e projeções. Desta vez, a publicação foi mais concisa do que o habitual, tendo sido amplamente antecipada pela entrevista coletiva da semana passada com membros da diretoria. Não houve sinalização adicional de política monetária.**

Sobre a atividade econômica, a autoridade antevê um crescimento do PIB de 1,7% em 2022, comparado com uma estimativa anterior de 1,0%. A revisão para cima segue a surpresa altista com o PIB do 1T22, além de números sólidos vistos até aqui no 2T22, ambos implicando em um maior carregamento estatístico para o ano. Ainda assim, o BCB continua esperando uma desaceleração da atividade no 2S22, refletindo os efeitos do aperto monetário, o impacto de choques de oferta e o efeito-rebote da antecipação de transferências no 1S22. O BCB vê o hiato do produto mais estreito do que em seu relatório de inflação anterior, o que reflete dados de PIB e emprego mais fortes do que o esperado. A recuperação cíclica em estágio mais avançado é outro fator por trás das recentes revisões altistas nas projeções de inflação. Ainda assim, o BCB observa uma desaceleração na trajetória de erosão do hiato do produto em curso desde o vale visto no 2T20. O BCB antevê uma tendência de ampliação do hiato recomeçando no 2T22. A autoridade estima que a economia estava 1,1% abaixo de seu potencial no 1T22 e projeta que o hiato do produto aumentará para -1,3% no 2T22 e -1,7% no 4T23. Uma vez mais, o BCB elevou sua estimativa para o patamar do juro neutro, que agora é de 4,0%. Essa variável anteriormente era estimada pela autoridade em 3,6%, de acordo com o relatório de inflação do 4T21. Há pouco tempo, o nível real estrutural da taxa de juros era estimado (pelos analistas e pelo BCB) em 3,0%. Em termos práticos, essa revisão implica uma postura de política monetária menos restritiva que o desejado no curto prazo, o que ilustra a necessidade de um pouco mais de aperto monetário do que embute a trajetória de Selic usada nas simulações. No lado da inflação, o BCB projeta IPCA em 4,0% para 2023 — horizonte relevante para a política monetária — assumindo i) taxa Selic em 13,25% para 2022 e 10,00% para 2023; ii) taxa de câmbio real estável a R\$/US\$ 4,90 (a preços de hoje); e preço do petróleo no final do ano em torno de US\$ 110 p.b. (e estável em termos reais). O BCB testa dois cenários alternativos, um assumindo que os preços do petróleo subam 2% ao ano para todo o horizonte e um segundo assumindo Selic estável em 13,25% até o fim de 2023. O primeiro cenário implica inflação do IPCA estimada em 4,3% para 2023 e o segundo cenário leva a um IPCA projetado de 3,7% para o próximo ano. Esse número sugere que o BCB pode ter a crença de que uma Selic terminal de 13,75% (com juro estável nesse patamar por tempo considerável) pode trazer inflação para “ao redor da meta” no horizonte relevante. Por fim, o BCB estima uma probabilidade de 29% de que o IPCA fique acima da meta superior (4,75%) para o próximo ano, o que supera os 12% estimados no último relatório de inflação.

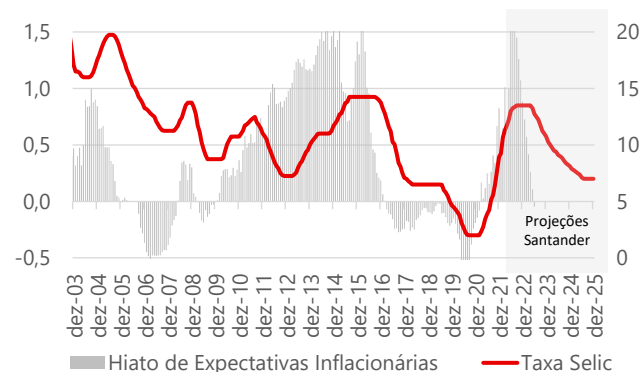
Em suma, continuamos a ver o BCB inclinado a seguir uma estratégia de suavização da taxa de juros à frente, o que implica evitar um pico mais acentuado para a Selic neste ciclo, mas mantendo o juro básico em nível mais alto por mais tempo. Identificamos riscos altistas para nossa projeção de taxas de juros em 13,50% para o fim de 2022 e 10,50% para o fim de 2023 (especialmente para o médio prazo). [Veja detalhes no link<sup>4</sup>.](#)

**Figura 12 – Simulação de inflação do BCB (% anual)**



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

**Figura 13 – Taxa Selic e hiato de expectativas (%)**



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

<sup>4</sup> Santander Brazil Monetary Policy: “*Inflation Report: Summarizing the Numbers*” – (30/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-infla-report-2Q22>



## ATIVIDADE ECONÔMICA

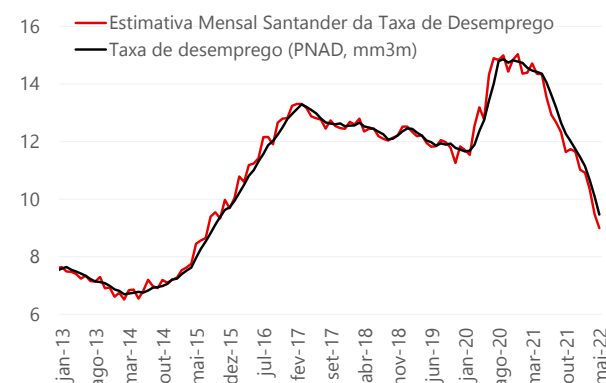
**Taxa de desemprego recua ao menor patamar em sete anos.** De acordo com a PNAD, do IBGE, a taxa de desemprego ficou em 9,8% nos três meses até maio. O resultado ficou próximo da nossa estimativa (9,9%) e abaixo do consenso de mercado (10,2%), implicando em 4,9 p.p. queda em relação ao nível do ano anterior (14,7%). Calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal ficou em 9,5%, uma nova queda em relação ao patamar de abril (10,1%). O resultado decorreu do aumento de 1,3% da população ocupada, enquanto a força de trabalho aumentou 0,6%. A taxa de participação no mercado de trabalho situou-se em 62,8% (a.s.), um aumento em relação ao patamar de abril (62,5%), e mostrando nível apenas 0,2 p.p. abaixo da marca pré-crise (fevereiro de 2020). Estimamos que a taxa mensal de desemprego tenha ficado em 9,0% (a.s.) em maio, ante 9,5% em abril - menor nível da série desde julho de 2015. Esse resultado acompanhou variações de +0,5% e +0,0% m/m na população ocupada e na força de trabalho, respectivamente. A massa salarial real usual teve variação de +1,7% m/m em maio, e agora está 3,6% abaixo da marca pré-crise, refletindo a recuperação da população ocupada, uma vez que os salários médios reais seguem em mínimos históricos. A força do emprego nos últimos meses representa um risco baixista para nossas projeções de taxa de desemprego (e altistas para a atividade mais ampla), embora nosso cenário ainda conte com uma desaceleração no mercado de trabalho (e no PIB) quando os efeitos de uma política monetária mais apertada começarem a se manifestar – especialmente a partir do 2S22. [Veja detalhes no link<sup>5</sup>](#).

**Criação líquida de empregos formais surpreende positivamente.** De acordo com o CAGED de maio de 2022, a geração líquida de empregos formais ficou em 277 mil (consenso do mercado: 181 mil, estimativa do Santander: 175 mil), próximo ao número observado em maio de 2021 (278,7 mil). De acordo com nosso ajuste sazonal, a criação líquida de empregos formais acelerou para 231 mil, de 140 mil em abril. O número de contratações aumentou 5,6% m/m, enquanto as demissões aumentaram 0,8% m/m. A média de três meses da geração de empregos formais agora aponta para uma expansão de 201 mil (abril: 190 mil).

**De acordo com a FGV, a confiança econômica melhorou ao final do 2T22.** Os índices para indústria (+1,5%) e comércio (+4,9%) continuaram a se fortalecer na margem. Serviços mostraram leve alta (+0,4%).

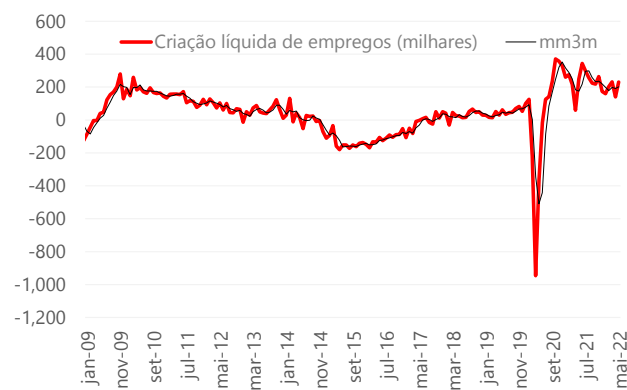
**Na próxima semana, o IBGE divulgará os dados de produção industrial de maio.** Esperamos um leve crescimento (+0,3% m/m) na margem. Nosso *tracking* do PIB do 2T22 foi atualizado para +0,5% t/t (de +0,4%), configurando riscos altistas para a nossa projeção atual de crescimento em 2022 (+1,2%). [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, veja o nosso último \*chartbook\*<sup>6</sup>](#).

Figura 14 – Taxa de desemprego mensal (% a.s.)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 15 – Criação líquida de empregos (a.s.)



Fontes: Ministério do Trabalho, Santander.

<sup>5</sup> Santander Brazil Labor Market: “Another Month of Strong Labor Market Results” – (30/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-labor-063022>

<sup>6</sup> Santander Brazil Economic Activity: “Chartbook – Upward Revisions in 2022, Concerns Regarding 2023 Intensify” – (14/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-jun22>

Santander Brazil Special Report: “A Model to Forecast Probability of Recession in Brazil” – (08/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-special-060822>

Santander Brazil Special Report: “Resilience Factors for GDP Growth: What Has Changed Since January” – (30/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-special-GDP-062922>



## INFLAÇÃO

Esperamos que o IPCA de junho (a ser divulgado na sexta-feira, 8 de julho) tenha alta de +0,71% m/m, uma leitura ainda elevada em termos sazonais, dado que a média para o mês é de 0,35% m/m (com dados desde 2010). Com esse resultado, apesar de uma leve desaceleração na margem, a tendência da inflação cheia deve permanecer alta – rodando em torno de 13% mm3m-a.s.a. (ante ~15% no mês anterior). Este nível supera a variação em doze meses, em torno de 12%, o que sugere riscos altistas adiante.

A maior contribuição para a variação mensal deve vir de serviços, para os quais estimamos alta de 0,85% m/m. Se estivermos corretos, então a tendência da inflação de serviços deve acelerar para 13% mm3m-a.s.a., consideravelmente acima do nível de 8-9% mm3m-a.s.a. do período 2014-16. Esperamos que o núcleo de serviços também registre uma nova alta em termos tendenciais de 11,2% mm3m-a.s.a. (ante 10,8% no mês passado), que está acima da alta de 10,7% mm3m-a.s.a. em meados de 2015. Estimamos que os preços administrados subam 1,02% m/m, sendo a segunda principal contribuição para a variação mensal, com plano de saúde sendo o principal fator do aumento no grupo. Esperamos que bens industriais subam 0,51% m/m, levando ao primeiro alívio significativo em termos tendenciais: uma desaceleração para 13% mm3m-a.s.a. (ante 15,5% no mês passado). Se estivermos corretos, esta será a primeira vez que a tendência de bens industriais (mm3m-a.s.a.) fica abaixo da variação anual desde maio de 2020 – o que geralmente é uma indicação de desaceleração à frente. Por fim, esperamos que a alimentação no domicílio aumente 0,15% m/m, gerando pequena contribuição para a variação mensal, o que pode levar a tendência para 19% mm3m-a.s.a. (ante 30% no mês passado).

O núcleo EX3 (que representa o núcleo da inflação conjunta de serviços e bens industriais) deve subir 0,83% m/m. Este número deve levar a tendência ligeiramente para baixo, chegando a 13,2% mm3m-a.s.a. (ante 13,7% no mês passado), puxado pelo alívio em bens industriais. Se nossa projeção estiver correta, junho será o 21º mês consecutivo em que o núcleo EX3 terá ficado 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).

Para as próximas leituras ainda projetamos uma desaceleração da inflação em termos anuais, mas o nível e a composição das leituras recentes do IPCA têm sido preocupantes, implicando em riscos altistas adicionais, principalmente para o processo de desinflação em 2023.

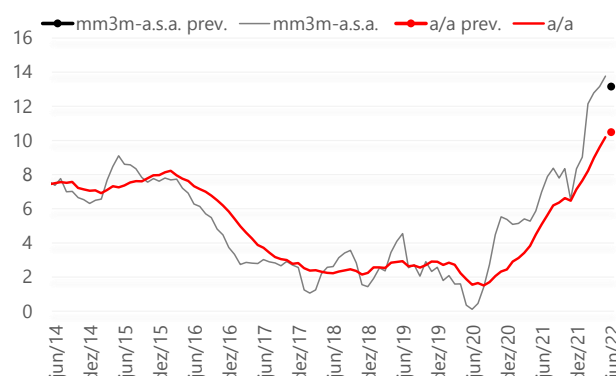
Na quarta-feira (29 de junho), o IGP-M de junho registrou variação de 0,59% m/m (10,7% a/a). [Veja detalhes no link](#).

Figura 16 – Detalhes do IPCA (%)

	m/m		a/a	
	jun/22	Contrib. mai/22	jun/22	jun/22
<b>IPCA</b>	<b>0,71</b>	<b>0,71</b>	<b>11,7</b>	<b>11,9</b>
Administrados	1,02	0,28	12,1	12,3
Livres	0,59	0,43	11,6	11,8
Alim. no dom.	0,15	0,02	16,3	16,1
Industriais	0,51	0,12	14,0	13,7
Serviços	0,85	0,29	8,0	8,7
<b>Núcleo EX3</b>	<b>0,83</b>	<b>0,30</b>	<b>10,2</b>	<b>10,5</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 17 – Núcleo IPCA EX3 (subjacentes\*)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

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

<sup>7</sup> Santander Brazil Inflation: “June’s IGP-M: Commodities Relief; BRL Depreciation” – (29/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-IGPM-jun22>



## CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

### Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Oreng*	Head of Macro Research	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Jankiel Santos*	Economist – External Sector	jankiel.santos@santander.com.br	5511-3012-5726
Ítalo Franca*	Economist – Fiscal Policy	italo.franca@santander.com.br	5511-3553-5235
Daniel Karp Vasquez*	Economist – Inflation	daniel.karp@santander.com.br	5511-3553-9828
Tomas Urani*	Economist – Global Economics	tomas.urani@santander.com.br	5511-3553-9520
Lucas Maynard*	Economist – Economic Activity	lucas.maynard.da.silva@santander.com.br	5511-3553-7495
Felipe Kotinda*	Economist – Commodities	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Fabiana Moreira*	Economist – Credit	fabiana.de.oliveira@santander.com.br	5511-3553-6120
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327

### Global Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro, Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@santander.pl	48-22-534-1888
Rodrigo Park *	Economist – Argentina	rpark@santander.com.ar	54-11-4341-1272
Ana Paula Vescovi*	Economist – Brazil	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Juan Pablo Cabrera*	Economist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778
Guillermo Aboumrad*	Economist – Mexico	gjaboumrad@santander.com.mx	5255-5257-8170
Piotr Bielski*	Economist – Poland	piotr.bielski@santander.pl	48-22-534-1888
Mike Moran	Head of Macro Research, US	mike.moran@santander.us	212-350-3500

### Fixed Income Research

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

### Equity Research

Miguel Machado*	Head Equity Research Americas	mmachado@santander.com.mx	5255 5269 2228
Alan Alanis*	Head, Mexico	aalanis@santander.com.mx	5552-5269-2103
Andres Soto	Head, Andean	asoto@santander.us	212-407-0976
Walter Chiarvesio*	Head, Argentina	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Mariana Cahen Margulies*	Head, Brazil	mmargulies@santander.com.br	5511-3553-1684
Murilo Riccini*	Head, Chile	murilo.riccini@santander.cl	56 22336 3359

### Electronic

Bloomberg  
Reuters

SIEQ <GO>  
Pages SISEMA through SISEMZ

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

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

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

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

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





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

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

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

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

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