

## **EMPREGO FORTE, ATIVIDADE AQUECIDA, INFLAÇÃO ALTA**

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

- Nos mercados financeiros internacionais, os destaques da semana foram os números melhores de atividade econômica nos EUA, que reduziram a preocupação com uma recessão iminente (no curto prazo) na maior economia do mundo. Além disso, o humor dos investidores se mostrou mais favorável com o início oficial do processo de reabertura em Xangai, na China. O anúncio do governo chinês de novas medidas para estimular a economia também ajudou a melhorar o sentimento ao longo da semana. Os preços das *commodities* ficaram praticamente de lado na semana, uma vez que o aumento contínuo no complexo de energia foi compensado por uma queda nos produtos agrícolas. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional avançou 1,0% no período. Em dólares, o índice subiu 0,4%, com o Subíndice de Agricultura caindo 2,2%, o Subíndice de Energia subindo 1,4% e o Subíndice de Metais Industriais ganhando 2,4%.
- Apesar da melhora global no sentimento para com ativos arriscados, em função da flexibilização de medidas de distanciamento social em algumas cidades chinesas importantes, a taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 2 de junho cotada a R\$4,80/US\$ (desvalorização de 0,6%) e figurou entre os piores desempenhos na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Avaliamos que este movimento possivelmente reflita alguma realização de lucro após duas semanas consecutivas de ganhos expressivos na moeda nacional. A curva de juros nominal observou pressão altista ao longo de toda a estrutura a termo (*sell-off*, no jargão técnico), com os vencimentos mais longos provavelmente espelhando o *sell-off* das *U.S. Treasuries* (títulos públicos norte-americanos), e com provável influência adicional de uma percepção de aumento nos riscos fiscais em meio a discussões sobre como atenuar a alta de preços de energia com instrumentos fiscais (i.e., desonerações e subsídios).
- Em 31 de maio, o Banco Central do Brasil (BCB) divulgou o resultado fiscal do setor público de abril. Os números seguem mostrando uma melhora nas contas públicas, com um elevado (ainda que sazonal) superávit primário de R\$ 38,9 bilhões no mês, chegando a +1,5% do PIB em doze meses. Avaliamos que este resultado é amplamente impulsionado pelo choque de preços (ganhos nos termos de troca com maiores preços de commodities, e inflação mais alta). O resultado nominal subiu a 3,9% do PIB em doze meses, devido a maiores pagamentos de juros (Selic mais alta), mas também afetado por perdas pontuais com operações de swaps cambiais em abril.
- Na parte de atividade, com base na PNAD do IBGE, estimamos que a taxa mensal de desemprego com ajuste sazonal foi de 9,4% em abril (março: 10,3%), voltando ao patamar de um dígito pela primeira vez desde dezembro de 2015. O resultado mostra que o mercado de trabalho segue em forte expansão. Um eventual superaquecimento dos salários pode representar desafios adicionais para o processo de desinflação esperado pelo Banco Central à frente. A divulgação do PIB apontou para um crescimento forte no 1T22, na esteira do consumo de serviços (reflexo da reabertura). O PIB real subiu 1,0% t/t no período, em linha com a nossa estimativa (+0,9%) e abaixo do consenso de mercado (+1,2%), e atingiu níveis 1,6% acima do patamar pré-pandemia (4T19). O resultado refletiu a continuação da recuperação dos serviços, com resultados modestos para a indústria (+0,1%) e para a agropecuária (-0,9%). O carregamento estatístico calculado para o ano está em +1,5%, configurando riscos altistas para a nossa projeção atual de crescimento do PIB em 2022 (+1,2%). Além disso, a produção industrial ficou virtualmente estável em abril (+0,1% m/m). Na próxima semana, as vendas no varejo serão divulgadas na sexta-feira (10 de junho), e esperamos alta de 0,3% m/m para o índice ampliado.
- Projetamos uma alta de 0,62% para o IPCA de maio, que será divulgado na quinta-feira (9 de junho). Essa é uma leitura elevada quando comparada ao padrão histórico sazonal, dada a média do IPCA cheio para o mês (desde 2004) de 0,42% m/m. Se nossa projeção estiver correta, a tendência sequencial do núcleo do IPCA EX3 (que inclui o núcleo dos serviços e dos bens industriais) deve acelerar ainda mais para 14,4% mm3m-a.s.a.. Em doze meses, antevemos um IPCA cheio próximo de 11,9%, ligeira queda em relação ao mês passado, o que significa que o pico para este ciclo inflacionário provavelmente já ocorreu.

\*\*\* **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 02 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 (05/jun – 10/jun)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	mai/22	Dom, 05-jun	46,0	36,2
<b>Z. Euro: Taxa Básica de Juros (Refin.)</b>	<b>BCE</b>	<b>jun/22</b>	<b>Qui, 09-jun</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>
<b>China: CPI (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>mai/22</b>	<b>Qui, 09-jun</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>
China: PPI (% a/a)	NBS	mai/22	Qui, 09-jun	6,5	8,0
<b>EUA: Núcleo do CPI (% a/a)</b>	<b>BLS</b>	<b>mai/22</b>	<b>Sex, 10-jun</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>
EUA: Conf. Consumidor (pontos)	U. Michigan	jun/22(p)	Sex, 10-jun	58,7	58,4
China: Balança Comercial (US\$ bi)	NBS	mai/22	08 a 09-jun	57,8	51,1
<b>China: Exportação (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>mai/22</b>	<b>08 a 09-jun</b>	<b>8,0</b>	<b>3,9</b>
<b>China: Importação (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>mai/22</b>	<b>08 a 09-jun</b>	<b>2,5</b>	<b>0,0</b>
<b>China: Crédito Agregado (CNY bilhões)</b>	<b>PBoC</b>	<b>mai/22</b>	<b>08 a 15-jun</b>	<b>1975,0</b>	<b>910,2</b>
China: Novos Empréstimos (CNY bilhões)	PBoC	mai/22	08 a 15-jun	1211,5	645,4
China: Oferta de Moeda M2 (% a/a)	PBoC	mai/22	08 a 15-jun	10,2	10,5

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 14:00 da sexta-feira, 03 de junho.


**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (06/jun – 10/jun)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Produção de veículos (milhares)	Anfavea	mai/22	Ter, 07-jun	-	185,6
IGP-DI (% m/m)	FGV	mai/22	Qua, 08-jun	0,78	0,41
IGP-DI (% a/a)	FGV	mai/22	Qua, 08-jun	10,7	13,5
<b>IPCA (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>mai/22</b>	<b>Qui, 09-jun</b>	<b>0,62</b>	<b>1,06</b>
<b>IPCA (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>mai/22</b>	<b>Qui, 09-jun</b>	<b>11,9</b>	<b>12,1</b>
PMC – Varejo Restrito (% m/m)	IBGE	abr/22	Sex, 10-jun	0,0	1,0
PMC – Varejo Restrito (% a/a)	IBGE	abr/22	Sex, 10-jun	2,0	4,0
<b>PMC – Varejo Ampliado (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>abr/22</b>	<b>Sex, 10-jun</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>
<b>PMC – Varejo Ampliado (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>abr/22</b>	<b>Sex, 10-jun</b>	<b>1,6</b>	<b>4,5</b>
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BCB	mar/22	n.d.*	-	0,34
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	mar/22	n.d.*	-	0,66
Relatório de Crédito Bancário	BCB	mar/22	n.d.*	-	471,1
Transações Correntes (US\$ bi)	BCB	mar/22	n.d.*	-	-2,4
Investimento Direto no País (US\$ bi)	BCB	mar/22	n.d.*	-	11,8
Relatório Mensal da Dívida (R\$ tri)	STN	abr/22	n.d.*	-	5,6
Resultado Primário – Gov. Central (R\$ bi)	STN	abr/22	n.d.*	29,0	-6,3
Empregos Formais (milhares)	CAGED	abr/22	n.d.*	276	136
Empregos Formais (milhares, a.s.)	CAGED	abr/22	n.d.*	183	232
Balança comercial (US\$ bi)	SECINT	mai/22	n.d.*	3,8	8,2

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

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

**Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de 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

**A semana viu o fim oficial dos lockdowns em Xangai, na China.** A cidade, que já vinha experimentando um lento processo de reabertura ao longo das últimas semanas, agora retira a maior parte das restrições de mobilidade. Com a reabertura das principais cidades, e ainda que comprometido com a política de zero COVID dinâmico, o governo chinês segue anunciando uma série de estímulos com o objetivo de garantir um crescimento robusto no 2S22.

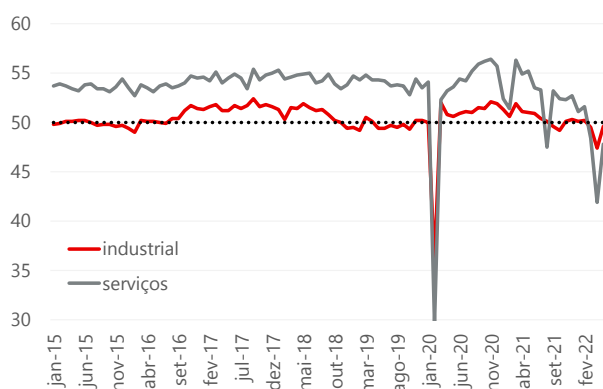
**Nos EUA, diversos membros do banco central norte-americano (Federal Reserve) discursaram,** reforçando a sinalização de que devem seguir subindo os juros em 0,5 p.p. em cada uma das próximas duas reuniões. A sinalização para as reuniões seguintes segue em aberto e dependerá da evolução dos dados (principalmente de inflação e mercado de trabalho) ao longo dos próximos meses.

**Em termos de dados econômicos, o destaque foram os números do mercado de trabalho referentes a mês de maio nos EUA.** Os dados seguiram mostrando uma forte geração de emprego (390 mil postos de trabalho), e com pressão salarial forte, mas arrefecendo na margem (passando de 5,5% a/a para 5,2%). Ainda nos EUA, dados de ISM industrial vieram acima do esperado e aceleraram para 56,1 pontos, permanecendo em nível elevado e afastando a preocupação com uma recessão no curto prazo. Já na China, os números de PMI oficiais de maio também voltaram a acelerar com o início do processo de reabertura, embora ainda permaneçam em níveis contracionistas. O PMI industrial ficou em 49,6 pontos, e o de serviços ficou em 47,8 pontos.

**Na semana, as principais bolsas encerraram a semana em forte alta.** A curva de juros norte americana abriu em todos os vértices, e o dólar ficou estável contra moedas de países de G10.

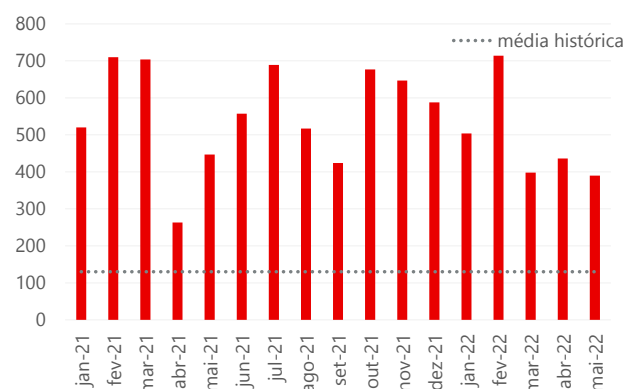
**Na próxima semana teremos divulgações importantes, a começar pelo número de inflação ao consumidor (CPI) de maio nos EUA.** Os números devem apontar uma lenta desaceleração, com pressões inflacionárias ainda elevadas e espalhadas. Na área do Euro, o destaque será a decisão de política monetária do Banco Central Europeu (BCE), que deve sinalizar o início do processo de alta de juros para a reunião seguinte (julho). Por fim, na China, serão divulgados os dados de crédito, de comércio exterior e de inflação, todos referentes ao mês de maio.

Figura 4 – China: PMIs Oficiais (pontos)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: empregos líquidos (milhares)



Fontes: Bloomberg, Santander.



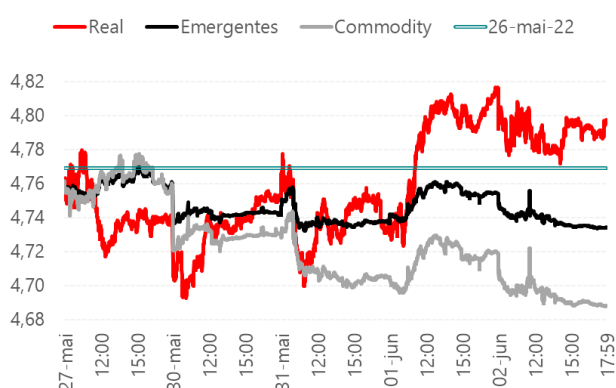
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 2 de junho cotada a R\$4,80/US\$ (desvalorização de 0,6%), assim figurando entre os piores desempenhos na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo, após uma depreciação mais intensa vista no final do período. Em nossa avaliação, o real não se beneficiou da melhora na propensão global para tomada de risco (*risk on*) trazida pela reabertura de algumas cidades chinesas importantes que vinham sendo mantidas em confinamento, em função da política zero-COVID em vigor no país. Dado que o índice DXY (que mede a força do USD frente às moedas do G-10) permaneceu relativamente estável frente à semana anterior, é possível que o fraco desempenho do BRL nos últimos dias reflita alguma realização de lucro após duas semanas consecutivas de ganhos expressivos na moeda nacional. Em suma, entendemos que segue válida nossa avaliação de que há espaço limitado para valorização substancial e sustentada do real diante das incertezas tanto no âmbito local quanto no internacional. Projetamos que a taxa de câmbio encerre o ano cotada a R\$5,15/US\$.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros local observou forte pressão altista (*sell-off*) na semana. Desde a última quinta-feira (26 de maio), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) subiu 24 p.b., para 13,05%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em jan/27) subiu 45 p.b., para 12,36%. A inclinação da curva neste segmento aumentou 20 p.b., reduzindo a inversão para -69 p.b. O movimento na ponta curta aconteceu apesar das discussões em andamento no Congresso Nacional sobre cortes de impostos e subsídios (talvez em excepcionalidade às regras fiscais) destinados a conter os preços de energia (e outros itens “essenciais”). Na ponta longa, o movimento pode ter sido influenciado pelo *sell-off* dos juros do Tesouro norte-americano, bem como por possíveis preocupações com as perspectivas fiscais, dada a perda substancial de receita e/ou aumento de gastos que poderia resultar das iniciativas para conter os preços de energia. Continuamos acreditando que o BCB está próximo do fim do ciclo de alta de juros e que o IPCA provavelmente fez pico em termos anuais, de forma que antevemos uma maior inclinação da curva de juros local, em função destes fatores, para os próximos meses.

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

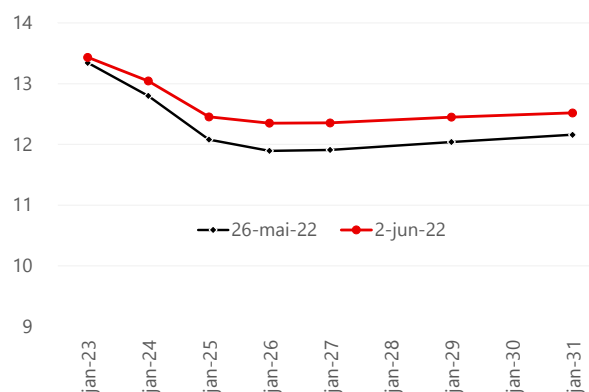


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 2/jun/2022.

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

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



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 3: Dados com fechamento na quinta-feira, 2/jun/2022.



## COMMODITIES

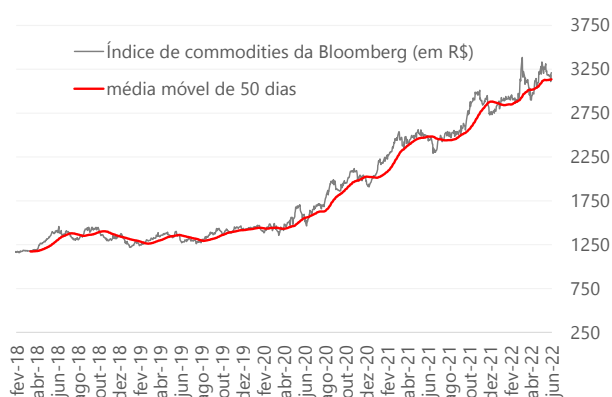
Os preços das *commodities* ficaram praticamente de lado na semana, uma vez que o aumento contínuo no complexo de energia foi compensado por uma queda nos produtos agrícolas. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional avançou 1,0% no período. Em dólares, o índice subiu 0,4%, com o Subíndice de Agricultura caindo 2,2%, o Subíndice de Energia subindo 1,4% e o Subíndice de Metais Industriais ganhando 2,4%.

**UE chega em um acordo para banir parcialmente as importações de petróleo russo.** O embargo faz parte do sexto pacote de sanções da UE recentemente aprovado. O bloco pretende proibir 90% de todas as importações de petróleo russo até o final de 2022, o que afetará inicialmente as importações marítimas (cerca de 60% do total), com uma exceção temporária para importações de petróleo bruto por oleodutos para a Hungria, Eslováquia e a República Tcheca — países ainda bastante dependentes do petróleo russo. Quanto às importações do gás russo, a maioria dos membros ainda rejeita a ideia de uma proibição, já que o bloco europeu ainda é altamente dependente da Rússia – de onde a UE importa 40% de seu gás natural.

**OPEP+ concorda em aumentar a cota de produção de petróleo para os próximos meses.** O cartel anunciou que aumentará a cota de produção para +648 mil barris por dia (bpd) em julho e agosto, acima das expectativas do mercado de +430 mil bpd (velocidade recente), após vários meses de pressão de países consumidores para que a organização ajudasse a conter a alta dos preços de energia. O aumento de cotas será dividido proporcionalmente entre os membros, o que reduz o efeito final da decisão, dado que alguns países têm tido dificuldades para produzir de acordo com suas cotas (e.g., Nigéria, Angola). Efetivamente, o aumento da produção do bloco provavelmente virá de apenas alguns membros, como Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidos. Quanto à Rússia, segundo estimativas da IEA, a produção do país vem se mostrando abaixo de sua cota, em 1,3 milhão de bpd.

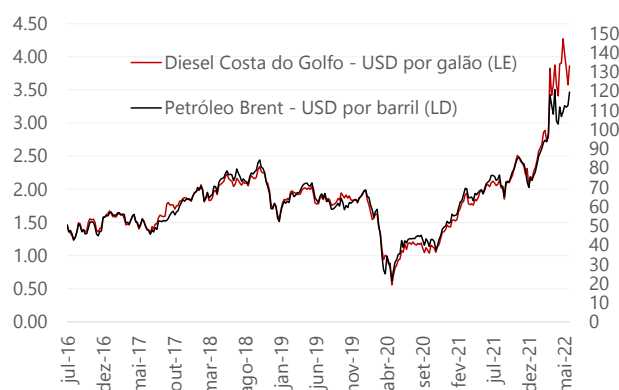
**Os preços dos grãos recuam com melhores perspectivas para escoamento da produção ucraniana.** Os preços do milho e do trigo caíram na semana (4% e 7%, respectivamente) em meio ao otimismo de que a Ucrânia poderá em breve retomar as exportações via Mar Negro. De acordo com a Associação de Grãos da Ucrânia, as exportações do país podem chegar a 30 milhões de toneladas em 2022-23, desde que consiga expandir suas capacidades logísticas. Enquanto isso, as previsões de um clima melhor nos EUA para grande parte do *Farm Belt* (Cinturão Agrícola) e um progresso mais rápido do que o esperado no plantio de trigo de primavera (que sofre com atrasos por conta das chuvas) também contribuíram para a baixa nos preços. O relatório USDA WASDE será divulgado em 10 de junho.

Figura 8 – Índice de *commodities* da Bloomberg



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 9 – Preços de petróleo e derivados



Fontes: Bloomberg, Santander.





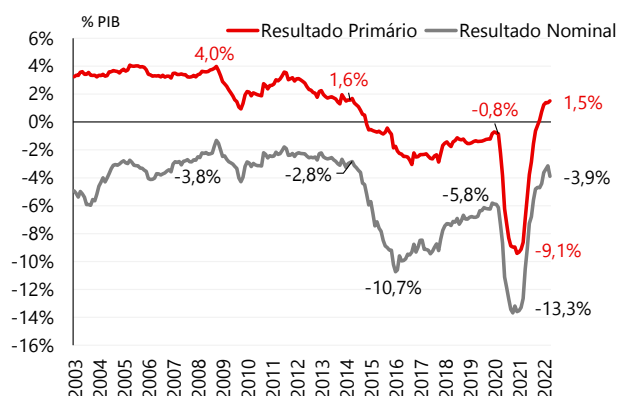
## POLÍTICA E LEGISLAÇÃO FISCAL

Em 31 de maio, o Banco Central do Brasil (BCB) divulgou o resultado fiscal do setor público de abril. Os números seguem mostrando uma melhora nas contas públicas, com um elevado (ainda que sazonal) superávit primário de R\$ 38,9 bilhões no mês, chegando a +1,5% do PIB em doze meses. Avaliamos que este resultado é amplamente impulsionado pelo choque de preços (ganhos nos termos de troca com maiores preços de *commodities*, e inflação mais alta). O resultado nominal subiu a 3,9% do PIB em doze meses, devido a maiores pagamentos de juros (Selic mais alta), mas também afetado por perdas pontuais com operações de *swaps* cambiais em abril (devido à desvalorização do real).

O setor público registrou superávit primário de R\$ 38,9 bilhões, próximo à nossa projeção (R\$ 40,0 bilhões) e melhor do que a estimativa mediana do mercado (R\$ 30,1 bilhões). Este foi o melhor resultado para o mês na série histórica. Os resultados dos governos regionais permaneceram robustos, com superávit de R\$ 10,3 bilhões, próximo da nossa projeção (R\$ 11 bilhões). Pela metodologia do BCB<sup>2</sup>, o governo central registrou superávit primário sazonal de R\$ 29,6 bilhões no mês. Para 2022, nossa projeção aponta para um déficit do governo central de R\$ 35 bilhões (0,4% do PIB), baseado em um aumento nas despesas e algum arrefecimento no crescimento da receita no 2S22, embora os números de atividade corrente e inflação sigam adicionando um viés positivo aos números fiscais, especialmente após os dados do mercado de trabalho mais recentes (veja seção “Atividade Econômica”). Os dados sugerem que o governo pode ter maior arrecadação em tributos vinculados aos salários e renda. Projetamos um novo superávit primário do setor público em 2022, totalizando R\$ 35 bilhões (0,4% do PIB), considerando um superávit primário dos entes subnacionais de R\$ 70 bilhões (0,8% do PIB). Em abril, os juros nominais do setor público consolidado subiram para R\$79,9 bilhões, ante -R\$ 5,7 bilhões em abril de 2021. O resultado das operações de *swap* cambial contribuiu menos para mitigar o resultado do mês (perda de R\$ 15,4 bilhões, comparado a um ganho de R\$ 30,4 bilhões em abril de 2021, primeiro mês do ano com resultado inferior ao do ano passado).

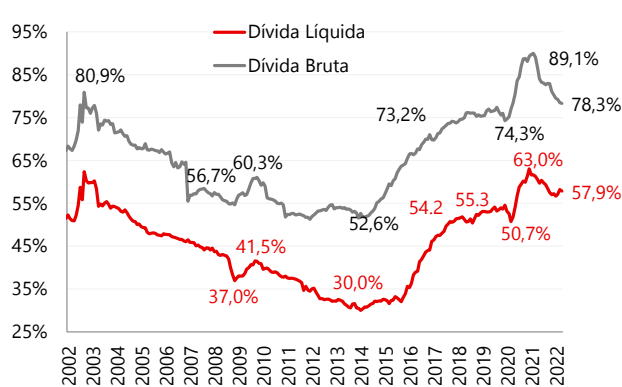
Os números da dívida pública se reduziram ligeiramente no mês. A dívida bruta caiu para 78,3% do PIB em abril, ante 78,5% em março. O resultado foi afetado pelo superávit primário positivo no mês e pelo aumento do PIB nominal. Enquanto isso, a dívida líquida atingiu 57,9% do PIB, ante 58,2% do PIB em março. Em nossa revisão de cenário, alteramos nossa projeção de dívida bruta de 2022 para 79,0% (antes: 80,6%), abaixo do nível ao final de 2021 (80,3%). Estimamos que a dívida bruta atingirá um pico de ~95% do PIB em 2028 (antes: 93%), com aumento do custo da dívida resultante de uma taxa Selic mais alta contrabalançada por preços mais altos de *commodities*. Nosso cenário contempla uma deterioração no resultado nominal devido ao aumento do custo da dívida, implicando em uma trajetória ascendente da dívida pública no médio prazo. Ainda assim, no curto prazo, esse resultado nominal será parcialmente compensado pelo lucro do BCB com *swaps* cambiais em 2022 (atualmente próximo a R\$ 100 bilhões).

Figura 10 – Resultados Consolidados (12 meses)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 11 – Dívida Pública (12 meses)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

<sup>2</sup> A divulgação pelo Tesouro Nacional dos resultados do governo central de abril foi adiada devido à greve dos servidores federais. Ainda não há uma nova data para a divulgação. Projetamos um superávit primário sazonal de R\$ 29 bilhões, impulsionado pela receita do petróleo.





## ATIVIDADE ECONÔMICA

O relatório do PIB aponta para um primeiro trimestre forte, principalmente na esteira de um forte consumo de serviços (devido à reabertura). O PIB real subiu 1,0% t/t no 1T22, abaixo do consenso de mercado (+1,2%) e em linha com a nossa estimativa (+0,9%). Do lado da oferta, sinais mistos. Por um lado, os serviços continuaram a sua recuperação e subiram 1,0% t/t, devido principalmente à consolidação do processo de controle da pandemia e consequente reabertura. Por outro lado, a indústria decepcionou, registrando uma modesta alta de 0,1% t/t, após um enfraquecimento contínuo desde o 2T21. Além disso, a produção agropecuária encolheu 0,9% t/t, reflexo da produção mais fraca de soja. Do lado da demanda, a absorção doméstica foi mais fraca do que esperávamos, com o setor externo contribuindo positivamente. O consumo das famílias subiu 0,7% t/t, enquanto os investimentos decepcionaram, encolhendo 3,5% t/t. Os gastos do governo registraram uma leve alta de 0,1%. Em relação ao setor externo, as exportações cresceram 5,0% t/t, enquanto as importações caíram 4,6% t/t. O resultado do 1T22 implica um carregamento estatístico (*carryover*) de ~1,5% para o ano, conferindo um leve risco de alta à nossa projeção de crescimento de 1,2%. [Veja detalhes no link.](#)

**Resultados do mercado de trabalho mais fortes do que o esperado em abril.** De acordo com a PNAD, do IBGE, a taxa de desemprego ficou em 10,5% nos três meses até abril, bem abaixo da nossa estimativa (11,0%) e do consenso de mercado (10,9%). Calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal caiu para 10,1% (março: 10,7%), enquanto a taxa de participação no mercado de trabalho aumentou para 62,6% (março: 62,0%). Os dados da PNAD são baseados em médias móveis de três meses, e estimamos que a taxa mensal de desemprego, com nosso próprio ajuste sazonal, tenha sido de 9,4% em abril, ante 10,3% em março. Esse resultado segue ganhos de +1,4% e +0,4% m/m na população ocupada e na força de trabalho, respectivamente. Nossa estimativa mensal da taxa de desemprego voltou ao território de um dígito pela primeira vez desde dezembro de 2015. A massa salarial real habitual teve uma variação de +1,2% m/m em abril, e está 5,3% abaixo da marca pré-crise. Em suma, o resultado da PNAD de abril mostra que o mercado de trabalho segue em processo de fortalecimento<sup>4</sup>. [Veja detalhes no link.](#)

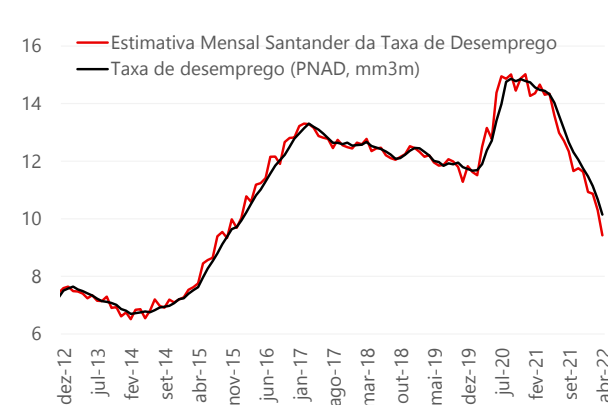
**De acordo com o IBGE, a produção industrial ficou virtualmente estável em abril (+0,1% m/m).** O resultado veio acima da nossa estimativa (-0,2% m/m) mas abaixo do consenso de mercado (+0,2% m/m), reflexo de um crescimento da indústria extrativa (+0,4%) concomitante à virtual estabilidade na indústria de transformação (+0,1% m/m). As vendas no varejo de abril serão divulgadas na sexta-feira (10 de junho), e esperamos um crescimento mensal no índice ampliado de 0,3% m/m.

Figura 12 – Decomposição do crescimento do PIB

	Pesos	4T21		1T22	
		% a/a	% t/t	% a/a	% t/t
<b>PIB</b>	<b>100%</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>
<b>Oferta</b>					
Agropecuária	7%	-0,8	6,0	-8,0	-0,9
Indústria	19%	-1,3	-1,2	-1,5	0,1
Serviços	59%	3,3	0,6	3,7	1,0
<b>Demanda</b>					
Consumo	61%	2,1	0,7	2,2	0,7
Governo	19%	2,8	0,9	3,3	0,1
FBCF	19%	3,4	0,8	-7,2	-3,5
Exportações	20%	3,3	-0,2	8,1	5,0
Importações	-19%	3,7	0,1	-11,0	-4,6

Fontes: IBGE, Santander.

Figura 13 – Taxa de desemprego mensal (a.s.)



Fontes: IBGE, Santander.

<sup>3</sup> Santander Brazil Economic Activity: “All in All, Strong 1Q GDP Data (Again)” – (02/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-GDP-1Q22>

<sup>4</sup> A divulgação do CAGED de abril, originalmente prevista para 26 de maio, foi adiada duas vezes pelo Ministério do Trabalho e ainda não tem data de publicação.

<sup>5</sup> Santander Brazil Labor Market: “Monthly Unemployment Rate Estimate Back to Single-Digit Territory” – (31/mai/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-labor-053122>



## INFLAÇÃO

Projetamos uma alta de 0,62% para o IPCA de maio, que será divulgado na quinta-feira (9 de junho). Essa é uma leitura elevada quando comparada ao padrão histórico sazonal, dada a média do IPCA cheio para o mês (desde 2004) de 0,42% m/m. Se nossa projeção estiver correta, a tendência sequencial do núcleo do IPCA EX3 (que inclui o núcleo dos serviços e dos bens industriais) deve acelerar ainda mais para 14,4% mm3m-a.s.a.. Em doze meses, antevemos um IPCA cheio próximo de 11,9%, ligeira queda em relação ao mês passado, o que significa que o pico para este ciclo inflacionário provavelmente já ocorreu.

Na comparação com o IPCA de abril (+1,06% m/m), esperamos forte desaceleração mensal, impulsionada pelos preços administrados (-0,37% m/m contra +0,55% no mês passado). Projetamos que a gasolina (+1,10% m/m contra +2,48% no mês passado) contribuirá um pouco para a queda na medida em que o efeito do último aumento de preços desapareça. Energia elétrica (-7,73% m/m contra -6,27% no mês passado) também contribuirá, pois esperamos que a redução da bandeira tarifária (de “Escassez Hídrica” para “Verde”) continue influenciando o índice nesta leitura.

Nos preços livres, também esperamos que a inflação diminua em termos mensais quando comparado com abril. Ainda que alimentação no domicílio desacelere (+0,68% m/m contra +2,59% no mês passado), vemos a aceleração de serviços como uma fonte de preocupação, já que a inflação no setor deve continuar subindo (+0,94% m/m contra 0,66% no mês passado). Quanto aos bens industriais, esperamos que a inflação permaneça alta (+1,25% m/m).

Em relação às medidas de inflação subjacentes, vemos o núcleo do IPCA EX3 (que inclui o núcleo de serviços e de bens industriais) subindo 1,15% m/m. Esta é uma leitura alta, que deve trazer a tendência sequencial para 14,4% mm3m-a.s.a. (antes: 13,4%). Assim, acreditamos que maio será o 20º 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 uma desaceleração da inflação anual nas próximas leituras, mas o nível e a composição das leituras recentes do IPCA têm sido preocupantes, implicando em riscos altistas adicionais no balanço de riscos, tanto para 2022 quanto para 2023.

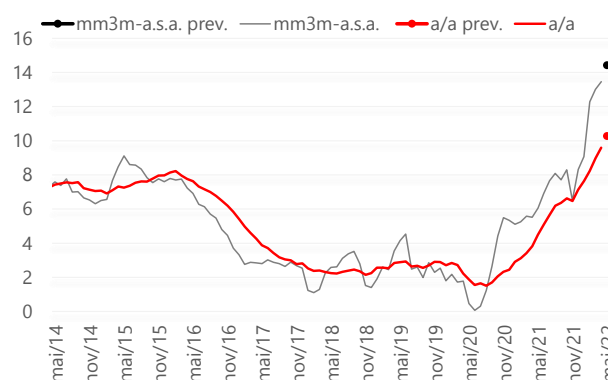
Na segunda-feira (30 de maio), o IGP-M de maio registrou variação de 0,52% m/m (10,7% a/a). [Veja detalhes no link<sup>6</sup>](#).

Figura 14 – Detalhes do IPCA (%)

	m/m		a/a	
	mai/22	Contrib.	abr/22	mai/22
<b>IPCA</b>	<b>0,62</b>	<b>0,62</b>	<b>12,1</b>	<b>11,9</b>
Administrados	-0,37	-0,10	15,0	12,3
Livres	0,99	0,72	11,1	11,8
Alim. no dom.	0,68	0,10	16,1	16,6
Industriais	1,25	0,29	14,2	14,2
Serviços	0,94	0,32	6,9	8,1
<b>Núcleo EX3</b>	<b>1,15</b>	<b>0,41</b>	<b>9,6</b>	<b>10,3</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 15 – Núcleo IPCA EX3 (subjacentes\*)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

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

<sup>6</sup> Santander Brazil Inflation: “May’s IGP-M: Oil Related Items Rising Once Again” – (30/mai/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-IGPM-may22>



## CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

### Brazil Macro Research

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

### Global Macro Research

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

### Fixed Income Research

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

### Equity Research

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

### Electronic

Bloomberg  
Reuters

SIEQ <GO>  
Pages SISEMA through SISEMZ

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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