

## A MENSAGEM NO COMUNICADO

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

- As pressões inflacionárias globais seguem desencadeando uma reação mais intensa por parte dos principais bancos centrais do mundo. Nesta semana, o Banco Central Europeu (BCE) anunciou o fim do programa de compras de ativos e o início do processo de aperto monetário (via taxa de juros) para o mês de julho. Nos EUA, a inflação voltou surpreender para cima em maio, com o índice cheio voltando a acelerar. Na próxima semana, as atenções do mercado se voltam para a decisão de política monetária nos EUA: o Federal Reserve deverá subir o juro básico em 0,50 p.p. para o intervalo de 1,25%-1,50%, provavelmente reafirmando a sinalização de pelo menos mais uma alta de igual magnitude adiante.
- Na semana móvel encerrada em 9 de junho, o real novamente observou um dos piores desempenhos da cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo, com a taxa de câmbio fechando o período cotada a R\$4,91/US\$ (desvalorização de 2,3%) na esteira do fortalecimento global do dólar, dada a natureza de beta elevado do real. No plano doméstico, a percepção de aumento dos riscos fiscais decorrentes de iniciativas para conter preços de energia por meio de medidas tributárias pode ter contribuído para a trajetória da taxa de câmbio. Acreditamos que o *sell-off* (alta generalizada) nos juros globais e a percepção dos mercados de riscos fiscais colaboraram para pressões altistas nos juros de longo prazo aqui no Brasil, levando a uma inclinação da estrutura a termo nos últimos dias.
- Os preços das *commodities* subiram na semana encerrada em 9 de junho, impulsionados pelo aumento contínuo dos preços da energia. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional avançou 3,5% no período, com influência da depreciação do real. Em dólares, o índice subiu 1,2%, com o Subíndice de Agricultura caindo 0,3%, o Subíndice de Energia subindo 3,9% e o Subíndice de Metais Industriais recuando 1,5%.
- O governo anunciou um conjunto de propostas legislativas visando conter a inflação por meio de desonerações tributárias. Os principais itens da lista são 1) o PLP 18/22, limitando o ICMS sobre bens/serviços “essenciais” em 17-18% e isentando temporariamente os impostos federais sobre gasolina e etanol até 2022; 2) o PLP 1143/21, lei que acelera o uso do “bônus tarifário” e desta forma antecipa uma redução nos custos de eletricidade; 3) uma PEC (emenda constitucional) permitindo que o governo federal indenize temporariamente os estados por eventuais perdas de receita caso reduzam a alíquota do ICMS (para diesel e GLP) abaixo de 17%. No cenário de menor probabilidade, em que todas as medidas são aprovadas sem mudanças no Congresso, e com repasse total das desonerações ao consumidor, a inflação anual do IPCA poderia ser reduzida em ~3,1 p.p. em 2022. No entanto, esse cenário teria o efeito de adicionar 0,64 p.p. ao IPCA em 2023. Sob as mesmas premissas, estimamos um impacto fiscal total (via menor receita) de R\$ 92 bilhões para o setor público em 2022. Para 2023, o impacto no saldo primário do setor público seria de R\$ 90 bilhões (na parte dos governos regionais).
- Embora ainda vejamos um fortalecimento do mercado de trabalho no curto prazo, o resultado de abril do CAGED mostra um quadro menos positivo do que a PNAD divulgada na semana passada. Estimamos uma criação líquida de empregos formais (com ajuste sazonal) de 132 mil em abril, ante um resultado positivo de 216 mil em março. Nossos cálculos indicam que a taxa de desemprego em bases mensais atingiu o menor nível desde a recessão de 2015-2016. Contudo, antevemos uma menor criação líquida de empregos ao longo de 2022, além de um provável aumento da desocupação adiante, especialmente considerando os efeitos de uma política monetária mais restritiva e a redução dos efeitos da reabertura econômica.



- A produção industrial ficou praticamente estável (+0,1% m/m) em abril, refletindo números modestos na indústria extrativa (+0,4%) e na indústria de transformação (+0,1%). Este foi o terceiro resultado não-negativo em sequência, levando a um carregamento estatístico positivo (+0,7% t/t) para o 2T22. As vendas no varejo amplo cresceram 0,7% m/m, registrando a quarta alta consecutiva. Na próxima semana, o destaque será a divulgação na quarta-feira (14 de junho) da receita real dos serviços para abril: esperamos uma alta de 0,2% m/m.
- O IPCA registrou variação de 0,47% m/m em maio, situando-se abaixo da nossa projeção (0,62%) e do consenso (0,60%). Por um lado, no acumulado em doze meses, o IPCA desacelerou para 11,7% (antes: 12,1%), o que reforça nossa visão de que abril deve ter sido o pico da inflação neste ciclo. Por outro lado, a composição da inflação segue preocupante, com as principais medidas de núcleo (como o IPCA EX3, que inclui o núcleo de serviços e bens industriais) apontando uma taxa anualizada sequencial de ~14%, com o índice de difusão ajustado sazonalmente próximo a 77%, mais de dois desvios padrão acima da média histórica (desde 2000).
- O Copom se reúne na próxima semana e anuncia decisão de política monetária na quarta-feira (15 de junho). Em linha com as expectativas do mercado, projetamos um novo aumento da taxa básica de juros (Selic), desta vez na magnitude de 0,50 p.p., para 13,25%. Em meio a elevada incerteza nas perspectivas macroeconômicas, acreditamos que o BCB poderá buscar alguns graus de liberdade a mais (do que o usual) para os próximos passos. Assim, acreditamos que o Copom pode deixar a porta aberta no comunicado para um outro aumento de juros de até 0,50 p.p., mas também admitindo a possibilidade de ficar parado, em agosto. Projetamos uma Selic terminal de 13,50% para o ciclo, mas percebemos riscos enviesados para cima quanto à nossa expectativa de juros para 2023 em diante (estimamos 10,50% para o fim de 2023 e 8,00% para o fim de 2024).

**\*\*\* Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 09 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 (12/jun – 17/jun)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
Z. Euro: Índice de Expectativas (pontos)	ZEW	jun/22	Ter, 14-jun	-	-29,5
<b>EUA: Núcleo do PPI (% a/a)</b>	<b>BLS</b>	<b>mai/22</b>	<b>Ter, 14-jun</b>	<b>8,6</b>	<b>8,8</b>
<b>China: Produção Industrial (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>mai/22</b>	<b>Ter, 14-jun</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,9</b>
<b>China: Vendas no Varejo (% a/a)</b>	<b>NBS</b>	<b>mai/22</b>	<b>Ter, 14-jun</b>	<b>-7,1</b>	<b>-11,1</b>
China: Invest. em ativos fixos urbanos (% a/a)	NBS	mai/22	Ter, 14-jun	6,1	6,8
<b>Z. Euro: Produção Industrial (% a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>abr/22</b>	<b>Qua, 15-jun</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,8</b>
Z. Euro: Balança Comercial (€ bi, s.a.)	Eurostat	abr/22	Qua, 15-jun	-14,5	-17,6
<b>EUA: Núcleo das Vendas no Varejo (% m/m)</b>	<b>C. Bureau</b>	<b>mai/22</b>	<b>Qua, 15-jun</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>
<b>EUA: FOMC – Fed Funds (% lim. Sup.)</b>	<b>FED</b>	<b>--</b>	<b>Qua, 15-jun</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>
EUA: Concessões de Alvarás (mil)	C.Bureau	mai/22	Qui, 16-jun	1790	1819,0
EUA: Novas Construções (mil)	C.Bureau	mai/22	Qui, 16-jun	1707	1724
Z.Euro: Atividade na Construção Civil (% a/a)	Eurostat	abr/22	Sex, 17-jun	-	3,3
EUA: Produção Industrial (% m/m)	Fed	mai/22	Sex, 17-jun	0,4	1,1

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 14:00 da sexta-feira, 10 de junho.


**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (13/jun – 17/jun)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
<b>PMS – Volume de Serviços (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>abr/22</b>	<b>Ter, 14-jun</b>	<b>0,2</b>	<b>1,7</b>
PMS – Volume de Serviços (% a/a)	IBGE	abr/22	Ter, 14-jun	10,4	11,4
IGP-10 (% m/m)	FGV	abr/22	Qua, 15-jun	0,62	0,1
<b>Copom - Taxa Selic (%)</b>	<b>BCB</b>	<b>jun/22</b>	<b>Qua, 15-jun</b>	<b>13,25</b>	<b>12,75</b>
<b>Feriado nacional (Corpus Christi)</b>			<b>Qui, 16-jun</b>		
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	-6,3
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BCB	mar/22	n.d.*	-	0,3
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	mar/22	n.d.*	-	0,6
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
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

**O destaque da semana lá fora foi a decisão de política monetária na área do Euro**, com o Banco Central Europeu (BCE) encerrando o programa de compras de ativos (APP, em inglês) no dia primeiro de julho, e indicando uma alta de 0,25 p.p. para o mês. Além disso, o BCE indicou que, salvo por uma melhora nas condições e perspectivas de inflação, o aumento de juros no mês de setembro deverá ser de 0,50 p.p., e indicando que os aumentos para os meses a seguir deverão se dar de forma gradual, baseados na evolução dos dados.

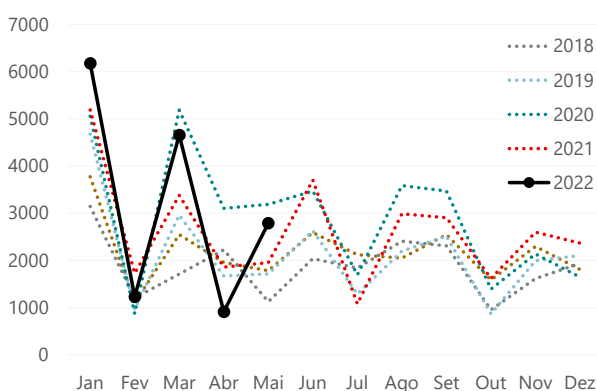
**Nos EUA, a secretária do Tesouro Janet Yellen falou no congresso em duas ocasiões.** Em ambas as falas, Yellen se mostrou preocupada com a inflação muito alta no país, indicando apoio para que o banco central norte-americano (Federal Reserve) suba o juro conforme necessário para combater essas pressões de preços.

**No âmbito econômico, ainda tivemos a divulgação dos números de inflação ao consumidor (CPI) nos EUA em maio, que surpreenderam para cima.** O número cheio voltou a acelerar, ficando em 8,6% a/a, enquanto os núcleos variaram 6,0% a/a. Na abertura, podemos notar a inflação de serviços ainda acelerando, enquanto a inflação de bens voltou a subir na margem. Na China, os números de crédito voltaram a acelerar e a surpreender positivamente, corroborando com o discurso do governo de adicionar estímulos para compensar o impacto de restrições de mobilidade no âmbito da política governamental de “zero COVID”. Ainda na China, os dados de comércio exterior vieram fortes, com principal surpresa nas exportações, que aceleraram para 16,9% a/a no momento em que a China inicia o processo de reabertura da economia nas suas maiores cidades. Com isso, o saldo da balança comercial voltou a subir, ficando em US\$ 78,8 bilhões.

**Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em queda, com exceção dos índices asiáticos que tiveram alta significativa.** A curva de juros norte-americana viu forte abertura em todos os vértices, e o dólar voltou a se fortalecer contra moedas de países de G10.

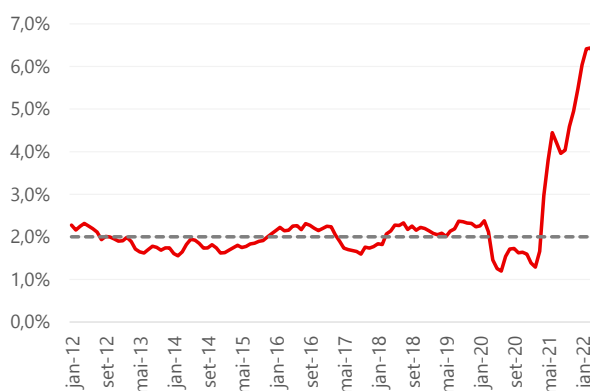
**Na próxima semana, as atenções do mercado se voltam para a decisão de política monetária nos EUA.** O Fed deverá subir os juros em 0,50 p.p. para o intervalo de 1,25%-1,50%, provavelmente reafirmando a sinalização de pelo menos mais uma alta de igual magnitude adiante. Será importante também observar a sinalização para os juros no gráfico de pontos (*dot plot*), no qual cada um dos membros do comitê indicam sua trajetória esperada para a taxa de juros e outras variáveis-chave. Na China, serão divulgados os números de atividade de maio, que já devem apresentar uma melhora em relação aos números de abril. No entanto, uma aceleração mais intensa é esperada apenas para a partir do mês de junho.

**Figura 4 – China: Financiamento Agregado (bilhões de yuans)**



Fontes: Bloomberg, Santander.

**Figura 5 – EUA: Núcleo do CPI (% a/a)**



Fontes: Bloomberg, Santander.



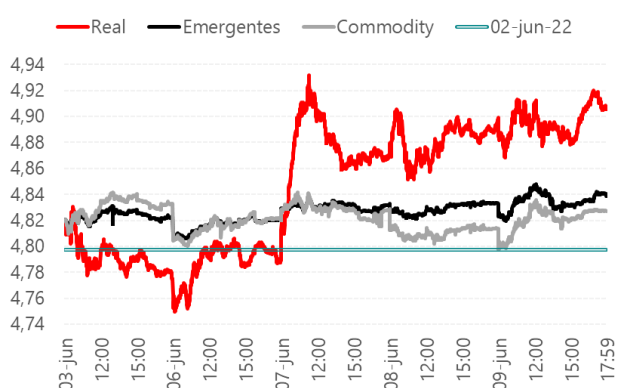
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na semana móvel encerrada em 9 de junho, o real novamente observou um dos piores desempenhos da cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo, com a taxa de câmbio fechando o período cotada a R\$4,91/US\$ (desvalorização de 2,3%) na esteira de um fortalecimento global do dólar, dada a natureza de *beta* elevado do real. O desempenho contrastou com dados positivos do comércio exterior chinês – que sugeriram menor probabilidade de uma severa desaceleração econômica na China – e preços ascendentes de *commodities*, que é uma combinação que usualmente favorece a moeda nacional. Acreditamos que este efeito construtivo foi contrabalançado pela combinação da mensagem do Banco Central Europeu (ECB, na sigla em inglês) de que as condições monetárias na região serão mais restritivas nos próximos meses e de certa apreensão com pressões inflacionárias adicionais nos EUA, ainda antes da publicação do índice de preços ao consumidor (CPI, na sigla em inglês) na sexta-feira (10 de junho). Estes últimos fatores provocaram um *sell-off* (i.e., alta) nos rendimentos das *U.S. Treasuries* (títulos públicos norte-americanos) e um fortalecimento global do dólar. Além destes fatores adversos no exterior, nota-se uma percepção de aumento dos riscos fiscais decorrentes de iniciativas para conter preços de energia por meio de medidas tributárias, as quais poderão impactar a trajetória da dívida pública à frente. Em resumo, continuamos avaliando que as condições monetárias menos expansionistas no âmbito internacional e as dúvidas acerca da política econômica no médio prazo são obstáculos para uma apreciação mais intensa do real. Projetamos que a taxa de câmbio encerre 2022 cotada a R\$5,15/US\$.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros local encerrou a quinta-feira (9 de junho) com ligeira inclinação no segmento de 2 a 5 anos. Desde a última quinta-feira (2 de junho), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) caiu 5 p.b., para 13,00%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em jan/27) subiu 12 p.b., para 12,47%. A inclinação da curva neste segmento aumentou 14 p.b., reduzindo a inversão para -56 p.b.. Na ponta curta, o IPCA de maio (cuja leitura veio abaixo do consenso de mercado e marcando um provável pico da inflação anual, apesar de uma composição ainda ruim) e o IGP-DI de maio (que também surpreendeu o mercado para baixo) podem ter ajudado a evitar um *sell-off*, já que os números podem favorecer a tese de que o fim do ciclo de aperto do BCB está próximo. A precificação de mercado para o próximo Copom segue em linha com nossa projeção (e com o consenso) de alta de 50 p.b. na reunião da próxima semana: a probabilidade de uma alta de 50 p.b. está atualmente em 84%. Para a reunião de agosto, esperamos alta de 25 p.b. (encerrando o ciclo em 13,50%). Na ponta longa, o movimento altista pode ter sido influenciado pelo *sell-off* dos juros globais (dada a mensagem *hawkish* do BCE e temores quanto ao CPI de maio nos EUA, que acabou surpreendendo para cima). Em âmbito doméstico, as preocupações com as perspectivas fiscais, dadas iniciativas para conter preços de energia via desonerações, também podem ter influenciado os juros de mercado. 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 nos próximos meses.

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

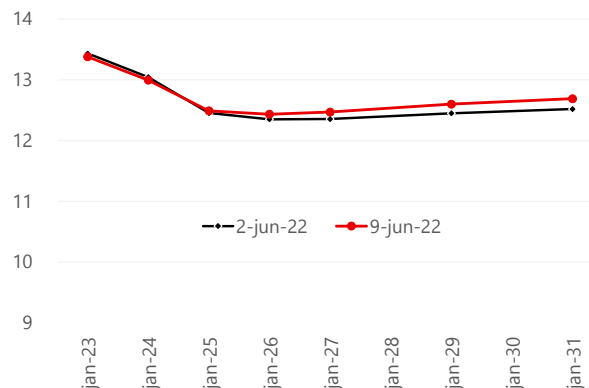


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 9/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, 9/jun/2022.



## COMMODITIES

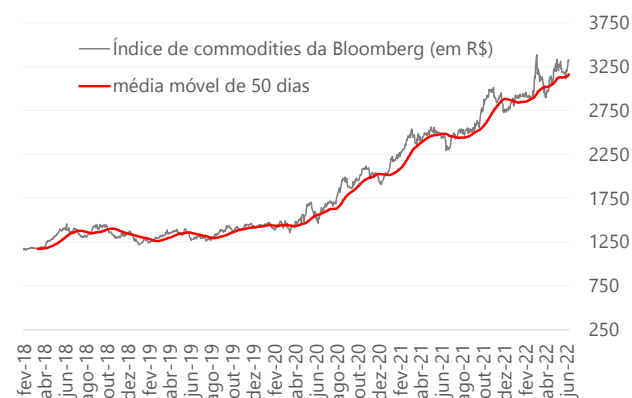
Os preços das *commodities* subiram na semana encerrada em 9 de junho, impulsionados pelo aumento contínuo dos preços da energia. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional avançou 3,5% no período, com a influência do real mais fraco. Em dólares, o índice subiu 1,2%, com o Subíndice de Agricultura caindo 0,3%, o Subíndice de Energia subindo 3,9% e o Subíndice de Metais Industriais recuando 1,5%.

Os preços do petróleo subiram para o nível mais alto desde março, devido à maior demanda dos EUA por gasolina e a flexibilização das restrições na China. De acordo com a EIA<sup>2</sup>, as Reservas Estratégicas de Petróleo dos EUA tiveram redução recorde à medida que aumentou a demanda por gasolina, impulsionando as atividades de refino. Os estoques do combustível ficaram abaixo da expectativa do mercado, e os preços são recordes na bomba. Os preços também tiveram suporte das expectativas de que uma maior flexibilização das restrições de mobilidade na China aumentará a demanda por combustíveis. No Brasil, o risco de escassez de diesel continua. O Brasil importa quase 30% do diesel aqui utilizado, dos quais 80% vêm da Costa do Golfo dos EUA. Segundo fontes de imprensa, a Argentina já enfrenta preços mais altos e escassez de diesel em algumas regiões. Um cenário hipotético de escassez poderia exacerbar as pressões de inflação e gerar uma desaceleração mais intensa na atividade doméstica.

**Explosão de planta americana de gás natural pode restringir ainda mais a oferta global.** Uma das maiores fábricas de exportação dos EUA que produzem GNL (gás natural liquefeito) fechará por pelo menos três semanas após uma explosão em uma de suas instalações na quarta-feira, 8 de junho. Como resultado, os preços de gás natural na Europa subiram já que o acidente deve reduzir a capacidade de produção de GNL em 20%. A União Europeia vem aumentando as importações da *commodity*, à medida em que busca reduzir sua dependência do gás russo, com os EUA recentemente se comprometendo em garantir que mais navios cheguem à Europa este ano.

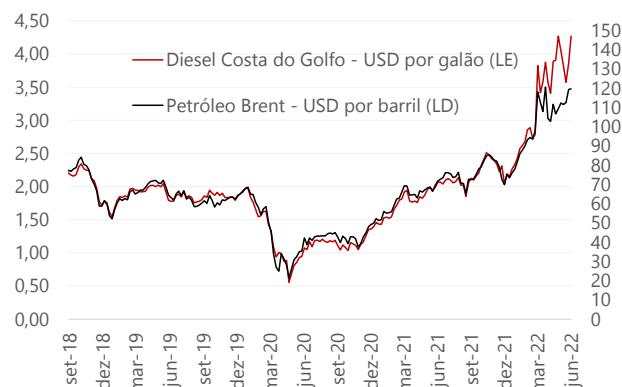
**Os preços do milho subiram em meio a preocupações com questões de logística no Mar Negro.** Após sinais de melhora na semana passada, as negociações entre a Rússia e a Turquia para um corredor marítimo para exportar grãos ucranianos terminam sem acordo. Os mercados também começam a considerar uma possível incapacidade da Ucrânia de exportar parte de seus grãos devido a danos na infraestrutura resultantes da guerra com a Rússia. Enquanto isso, os preços da soja subiram na esteira do aumento dos preços do óleo de soja, com especulações de que o Brasil poderia aumentar sua mistura de biodiesel no diesel (de 10%) para 15%.

Figura 8 – Índice de *commodities* da Bloomberg



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 9 – Preços de petróleo e derivados



Fontes: Bloomberg, Santander.

<sup>2</sup> Energy Information Administration.





## POLÍTICA FISCAL E INFLAÇÃO

O governo anunciou um conjunto de propostas legislativas para conter o aumento da inflação por meio de estímulos fiscais (redução de tributos). As principais medidas são: 1) o PLP 18/22, limitando o ICMS sobre bens/serviços “essenciais” em 17-18% e isentando temporariamente os impostos federais sobre gasolina e etanol até 2022; 2) o PLP 1143/21, lei que acelera o uso do “bônus tarifário” e desta forma antecipa uma redução nos custos de eletricidade; 3) uma PEC (emenda constitucional) permitindo que o governo federal indenize temporariamente os estados por eventuais perdas de receita caso reduzam a alíquota do ICMS (para diesel e GLP) abaixo de 17%. Desde março de 2020 (pré-pandemia), os preços ao consumidor tiveram alta de 62% nos combustíveis, enquanto os preços da eletricidade aumentaram 25%. Além disso, a escassez global de energia continua a representar riscos altistas para os preços dos combustíveis e da eletricidade. Com isso, o governo busca medidas no âmbito fiscal que possam conter a inflação. Várias das medidas estão sendo discutidas no Congresso implicam viés de redução nos números de inflação no curto prazo, mas com potencial de elevação das projeções em 2023. Como contrapartida, estas medidas, se aprovadas, tendem a gerar uma redução do desempenho fiscal nos próximos meses (ou anos). O PLP 18/22 visa a fixação de um limite para o ICMS (imposto estadual) sobre combustíveis, energia elétrica, telecomunicações e transporte – que seriam considerados “essenciais”. Esta medida também deverá possibilitar a redução temporária (até 31 de dezembro) dos tributos federais (PIS/Cofins e Cide) na gasolina e etanol. Em conjunto, estimamos uma renúncia fiscal de R\$ 65 bilhões em 2022 e uma queda potencial de cerca de 2,5 p.p. no IPCA. Há também um debate sobre a aceleração do uso de créditos tributários pelas distribuidoras de energia elétrica (bônus tarifário). Segundo a Aneel, esta medida poderia reduzir os reajustes tarifários em 8% em média, levando a uma redução de 0,32 p.p. na projeção do IPCA no ano. Considerando o efeito total das medidas, em um cenário que vemos como improvável, o IPCA poderia registrar uma redução anual de 3,10 p.p. em 2022 e uma alta de 0,64 p.p. em 2023, ao custo de uma renúncia fiscal de R\$ 93 bilhões para o setor público neste ano e de R\$ 90 bilhões em 2023 (esta última integralmente aplicada aos governos regionais). Por ora, nosso cenário fiscal não contempla estas medidas, pois há incerteza sobre o desenho final das propostas em debate no Congresso. Estimamos um superávit primário de R\$ 35 bilhões (0,4% do PIB) para o setor público em 2022 e, em uma simulação, considerando todas as medidas aprovadas, projetaríamos um déficit próximo de R\$ 60 bilhões (0,6% do PIB). Contudo, a implementação parcial das medidas é o cenário que julgamos mais provável, podendo resultar em um resultado fiscal mais próximo de zero (0% do PIB) para o setor público ano. No caso da inflação, nosso cenário base também ainda não contempla a aprovação destas medidas, com nossa projeção oficial se situando em 9,5% para 2022 e 5,3% para 2023. O balanço de riscos gerado pela possibilidade de aprovação da nova legislação é baixista para 2022 e altista para 2023. Em nossa opinião, essas medidas não afetam diretamente as nossas projeções de política monetária. Acreditamos que mesmo que essas medidas reduzam a inflação de 2022 e a inércia para 2023, os riscos fiscais associados e a pressão para manter o estímulo em 2023 piorarão o balanço de riscos para o IPCA. [Veja detalhes no link<sup>e</sup>.](#)

Figura 10 – Potencial de impacto fiscal (R\$ bi)

Cenário - Fiscal	2022			2023	
	Total	Mais Provável	Pouco Efeito	Mais Provável	
<b>I. PLP 18/22 Limite no ICMS (Impacto)</b>	<b>65</b>	<b>35</b>	<b>13</b>	<b>37</b>	
1. Combustíveis Limite de ICMS 17-18%	20	16	5	30	
Gasolina	14	10	0	20	
Diesel	5	5	5	10	
Etanol	1	1	0	2	
2. Telecomunicações	5	0	0	0	
3. Eletricidade	20	0	0	0	
Limite de ICMS para 17-18%	5	0	0	0	
Alteração da base de ICMS (TUSD/TUST)	15	0	0	0	
4. Zerar PIS/Cofins e Gasolina CIDE	16	16	8	0	
5. Zerar PIS/Cofins Etanol	4	3	0	7	
<b>II. PEC dos Combustíveis</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
Zerar ICMS Diesel	23	0	0	0	
Zerar ICMS GLP	3	0	0	0	
Zerar ICMS Etanol em 12%	2	0	0	0	
<b>Impacto Total (I + II)</b>	<b>93</b>	<b>35</b>	<b>13</b>	<b>37</b>	
<b>Resultado Primário Setor Público R\$ t</b>	<b>-58</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>-85</b>	

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 11 – Potencial de impacto inflacionário (p.b.)

Cenário de Inflação	2022				2023	
	Total	Mais Provável	Pouco Efeito	Mais Provável		
<b>I. PLP 18/22 Limite no ICMS (Impacto)</b>	<b>-253</b>	<b>-104</b>	<b>-2</b>	<b>45</b>		
1. Combustíveis Limite de ICMS 17-18%	-85	-59	-2	0		
Gasolina	-80	-56	0	0		
Diesel	-2	-2	-2	0		
Etanol	-3	-1	0	0		
2. Zerar PIS/Cofins e Gasolina CIDE	-64	-45	0	45		
3. Telecomunicações	-30	0	0	0		
4. Eletricidade	-74	0	0	0		
Limite de ICMS para 17-18%	-40	0	0	0		
Alteração da base de ICMS (TUSD/TUST)	-34	0	0	0		
<b>II. PEC dos Combustíveis</b>	<b>-25</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		
Zerar ICMS Diesel	-4	0	0	0		
Zerar ICMS GLP	-17	0	0	0		
Zerar ICMS Etanol	-4	0	0	0		
<b>III. Bônus Tarifário</b>	<b>-32</b>	<b>-32</b>	<b>-32</b>	<b>10</b>		
Eletricidade	-32	-32	-32	10		
<b>Impacto Total (I + II + III)</b>	<b>-310</b>	<b>-136</b>	<b>-34</b>	<b>55</b>		
<b>IPCA</b>	<b>6,4</b>	<b>8,1</b>	<b>9,2</b>	<b>5,9</b>		

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

<sup>3</sup> Santander Brazil Special Report: “Measures to Curb the Rise in Prices” – (09/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-special-060922>



## ATIVIDADE ECONÔMICA

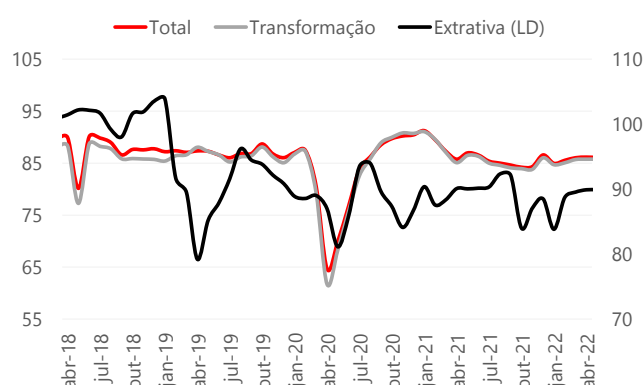
**Produção industrial fica estável em abril.** O modesto resultado (+0,1% m/m) refletiu uma nova alta na indústria extrativa (+0,4%) e uma virtual estabilidade na indústria de transformação (+0,1%). Trata-se do terceiro resultado não-negativo em sequência, porém com o indicador permanecendo abaixo do patamar pré-pandemia (-1,5% desde fevereiro de 2020) pelo décimo-quarto mês consecutivo. Calculamos um carregamento estatístico de 0,7% t/t deixado para o 2T, sugerindo uma contribuição positiva da indústria para a atividade ampla no período. [Veja detalhes no link<sup>4</sup>.](#)

**Geração de empregos formais fica acima das expectativas do mercado, mas indica desaceleração.** De acordo com o CAGED de abril, a geração líquida de empregos formais ficou em 197 mil, (consenso: 174 mil; Santander: 276 mil), acima do observado em abril de 2021 (114 mil). Após nosso ajuste sazonal, a criação líquida de empregos formais desacelerou de 216 mil em março para 132 mil em abril. O número de contratações teve uma redução de 1,3% m/m, enquanto as demissões tiveram um aumento de 3,7% m/m, com estas últimas ainda refletindo o fim do Benefício Emergencial de Preservação de Renda e Emprego (BEm). Abril deve ser o último mês com trabalhadores com garantia provisória de emprego. A média de três meses agora aponta para uma geração líquida de 181 mil empregos, ante 191 mil em março. Avaliamos que o resultado do CAGED de abril mostra um quadro menos positivo do que o indicado pela PNAD da semana passada. As contratações diminuíram e as demissões aumentaram na margem, e o resultado líquido retomou a trajetória de desaceleração. Seguimos projetando um nível mais baixo de criação líquida de empregos ao longo de 2022 em comparação com 2021, especialmente considerando os efeitos defasados de uma política monetária mais restritiva e a redução dos efeitos da reabertura econômica.

**Probabilidade de recessão aumenta ao longo do 1S23.** Apesar das recentes revisões altistas nas projeções de PIB, destacamos que os fundamentos seguem apontando para uma desaceleração da atividade econômica no futuro próximo. De fato, a defasagem com que a política monetária opera, concomitante ao ciclo positivo de *commodities* ajudam a explicar a resiliência da atividade doméstica em 2022, postergando a perda de dinamismo para o final deste ano. Na ausência de vetores adicionais para o crescimento, a atividade doméstica deverá mostrar contração no próximo ano. [Veja detalhes no link<sup>5</sup>.](#)

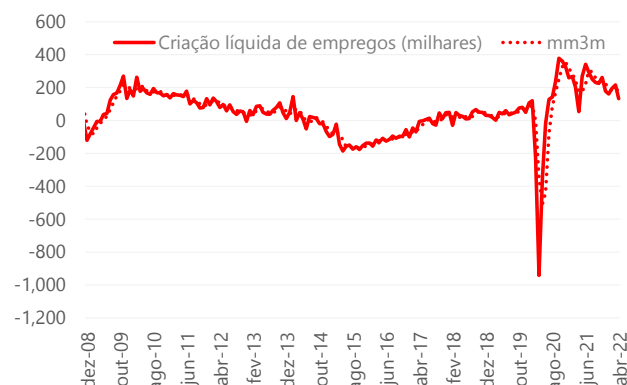
**De acordo com o IBGE, o varejo ampliado mostrou alta de 0,7% m/m em abril.** Este resultado foi a quarta elevação consecutiva, posicionando o indicador 1,6% acima do patamar pré-pandemia. Na próxima semana, o IBGE divulgará na terça-feira (14 de junho) os dados da receita real dos serviços de abril, e esperamos alta de 0,2% m/m.

Figura 12 – Produção industrial (2012=100, a.s.)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 13 – Geração líquida de empregos (a.s.)



Fontes: Ministério do Trabalho, Santander.

<sup>4</sup> Santander Brazil Economic Activity: “Flattening Print at the Start of 2Q” – (03/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-060322>

<sup>5</sup> 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>



## INFLAÇÃO

O IPCA de maio registrou variação de **0,47% m/m**, abaixo da nossa projeção (**0,62%**) e do consenso de mercado (**0,60%**). Na comparação anual, o IPCA desacelerou para 11,7%, o que reforça nossa visão de que abril deve ter sido o pico da inflação neste ciclo.

**As surpresas em relação à nossa projeção se espalharam entre os principais grupos, com as seguintes contribuições:** preços administrados -4 p.b., alimentação no domicílio -4 p.b., serviços -3 p.b. e bens industriais -4 p.b.. Destacamos que em bens industriais, grande parte do alívio veio de itens voláteis, como perfumes e etanol.

**Em termos qualitativos a leitura continuou bastante desfavorável.** Todas as principais medidas de núcleo aceleraram na margem, com a média delas atingindo 13% mm3m-s.a.. Além disso, a difusão ficou basicamente estável em 76,6%, com ajuste sazonal. Tanto serviços quanto o núcleo de serviços aceleraram para 11,1% mm3m-s.a. e 10,7%, respectivamente; ambos estão agora acima do período 2015-16. Por fim, bens industriais e seu núcleo não aceleraram, ainda que permaneçam em níveis extremamente altos: 15,6% e 17,7% mm3m-s.a., respectivamente.

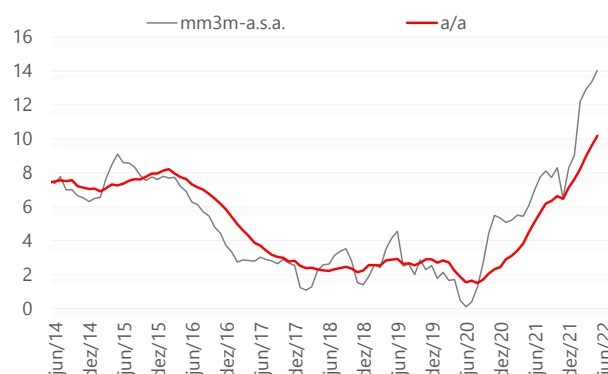
**Em suma, acreditamos que a leitura reforça nossa visão de que a inflação fez pico em termos anuais, mas as medidas subjacentes permanecem bastante desfavoráveis, sugerindo riscos altistas.** Destacamos que possíveis medidas de redução de impostos são um grande risco baixista no curto prazo, embora gerem algum risco altista para 2023, o que torna o cenário ainda mais incerto. [Veja detalhes no link<sup>6</sup>.](#)

Figura 14 – Detalhes do IPCA (%)

	m/m			a/a	
	mai/22	Santander	Desv.	abr/22	mai/22
<b>IPCA</b>	<b>0,47</b>	<b>0,62</b>	<b>-0,15</b>	<b>12,1</b>	<b>11,7</b>
Administrados	-0,51	-0,37	-0,04	15,0	12,1
Livres	0,83	0,99	-0,12	11,1	11,6
Alim. no dom.	0,43	0,68	-0,04	16,1	16,3
Industriais	1,06	1,25	-0,04	14,2	14,0
Serviços	0,85	0,94	-0,03	6,9	8,0
<b>Núcleo EX3</b>	<b>1,06</b>	<b>1,15</b>	<b>-0,03</b>	<b>9,6</b>	<b>10,2</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 IPCA: Inflation Peak Finally Behind?” – (9/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-IPCA-may22>



## POLÍTICA MONETÁRIA

### O Copom se reúne na próxima semana e anuncia decisão na quarta-feira (15 de junho).

Analisando a dinâmica do cenário macro desde a última reunião do comitê (3 a 4 de maio), observamos deterioração adicional das condições de inflação. Desde então, houve um contínuo aumento das expectativas de inflação para o horizonte relevante, sinais de espalhamento das pressões de preços no IPCA, certa persistência de choques exógenos (e.g., *commodities*, cadeias de suprimentos), sinais de menor ociosidade econômica no plano doméstico (sob a ótica do PIB e do emprego), além de um foco recente da discussão fiscal em reduções temporárias de alguns preços (via desonerações tributárias). Este último elemento pode impactar o processo de ancoragem de expectativas e o balanço de riscos para a inflação no médio prazo.

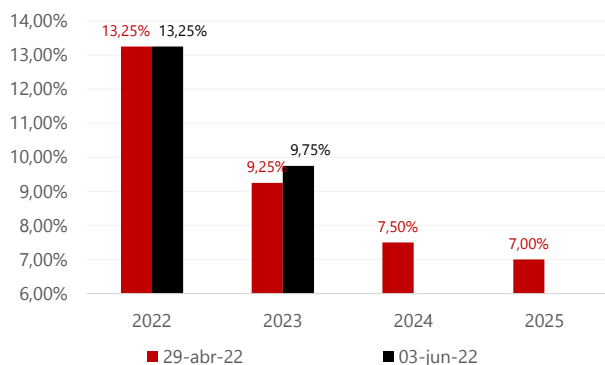
Em linha com as expectativas do mercado (tanto de analistas quanto o apreçamento da curva), projetamos um outro aumento da taxa básica de juros, mas desta vez na magnitude de 0,50 p.p., para 13,25%. Ainda vemos a evolução do cenário macroeconômico e das perspectivas de inflação consistentes com a orientação dada pelo Banco Central do Brasil (BCB) na reunião do Copom de maio, onde se previu “um ajuste de menor magnitude” para junho. A desaceleração no ritmo de alta da Selic reflete, em grande parte, o estágio avançado do ciclo de aperto monetário e as defasagens temporais naturais do efeito deste sobre a economia (e inflação), conforme sinalizado pelo BCB.

No comunicado, acreditamos que a autoridade monetária poderá reforçar o sinal de que o ciclo está próximo do fim, destacando ainda mais a mensagem de que o processo de aperto monetário até aqui foi tempestivo e intenso. Nesse contexto, o BCB pode reafirmar a expectativa de que os efeitos econômicos e inflacionários se materializarão com as devidas defasagens temporais, especialmente a partir do 2S22.

Em meio a elevada incerteza no cenário macroeconômico, acreditamos que o BCB poderá tentar se reservar alguns graus de liberdade a mais do que tem sido a norma para a definição dos próximos passos. À medida que vemos o BCB tentando calibrar a dose final de aperto monetário necessário para atingir seu objetivo (convergência do IPCA ao centro da meta de 3,25% em 2023) dado seu próprio cenário de inflação, suas projeções e suas visões sobre o balanço de riscos, avaliamos que o Copom poderá sinalizar um novo aumento de juros de até 0,50 p.p., mas também admitindo a possibilidade de interromper o ciclo em agosto.

Projetamos outro movimento de 0,25 p.p. em agosto (último do ciclo), com a Selic provavelmente permanecendo estável em 13,50% até o 3T22. Embora nosso cenário de taxa de juros mais alta por mais tempo tenha Selic projetada em 10,50% ao fim de 2023 e 8,00% ao fim de 2024 (estimativas acima do consenso), vemos riscos enviesados para cima, especialmente para 2023 em diante. [Veja detalhes no link<sup>7</sup>.](#)

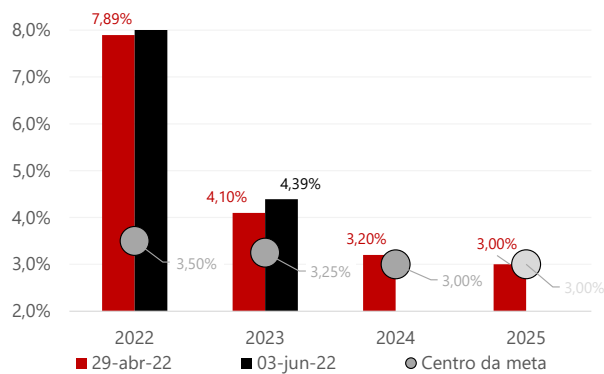
**Figura 16 – Mediana de Expectativas para Selic (% a.a.)**



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Últimos dados da Focus de 03 de junho de 2022. Os números completos não foram divulgados devido à greve dos servidores federais.

**Figura 17 – Mediana de Expectativas para IPCA (% anual)**



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota 1: últimos dados da Focus de 03 de junho de 2022. Os números completos não foram divulgados devido à greve dos servidores federais.  
Nota 2: Assume a manutenção da meta de inflação de 2024 para 2025.

<sup>7</sup> Santander Brazil Monetary Policy: “COPOM PREVIEW: A Little Flexibility for The Final Chapters?” – (9/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-p-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.