



ATIVOS BRASILEIROS IMPACTADOS PELO APERTO DAS CONDIÇÕES FINANCEIRAS GLOBAIS

Ana Paula Vescovi* e
Equipe de Macroeconomia
anavescovi@santander.com.br
+55 11 3553 8567

- As ações de política monetária nas economias avançadas permaneceram no foco dos mercados nessa semana. Nos EUA, o Federal Reserve confirmou os rumores (via fontes da imprensa) de que subiria os juros em 0,75 p.p., acima do movimento indicado anteriormente. Na área do Euro, o banco central (BCE) surpreendeu com uma reunião extraordinária para discutir formas de conter a forte (e desigual) abertura de taxas de juros nas economias periféricas (i.e., um processo de fragmentação da dívida). Nos últimos dias, o Banco da Inglaterra e o banco central da Suíça também anunciaram elevação de taxa de juros, contribuindo para um aperto generalizado nas condições monetárias internacionais, em meio a fortes pressões inflacionárias. Certamente, desenha-se um ambiente externo desafiador para economias emergentes como o Brasil, que por ora ainda se beneficia de preços elevados de matérias primas.
- A combinação de sinais *hawkish* (contracionistas) do Federal Reserve e o recrudescimento dos riscos fiscais (após a aprovação de novas desonerações tributárias para conter alta de preços) ajudaram na materialização de um *selloff* nos ativos brasileiros nos últimos dias. Em meio ao fortalecimento global do dólar, o real teve desempenho pior que seus pares e se desvalorizou aproximadamente 3%, tendo alcançado R\$5,06/US – patamar bem superior ao fechamento do mês passado (R\$4,73/US\$). Seguindo a tônica da alta generalizada das taxas de juros de mercado lá fora, a curva local apresentou um *bear-flattening* (alta em todos os vértices, especialmente nos mais curtos), em torno de 20 a 45 p.b..
- Os preços das *commodities* caíram de forma generalizada no período entre 9 e 15 de junho, impulsionados por um cenário de aumento dos juros globais e de dólar mais forte. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional caiu 3,7% no período, com a desvalorização do real evitando uma queda mais acentuada. Em dólares, o índice apresentou queda de 6,6%, com o Subíndice de Agricultura caindo 5,8%, o Subíndice de Energia recuando 9,9% e o Subíndice de Metais Industriais caindo 5,3%.
- Com algum atraso, em função da greve de servidores federais, o Tesouro Nacional divulgou nessa semana os resultados do governo central de abril. Os dados apontam para um robusto – ainda que sazonal – resultado primário de R\$ 29 bilhões, levando ao melhor desempenho na leitura de 12 meses desde outubro de 2014. A Câmara dos Deputados aprovou o projeto de lei (PLP 18/22) que limita em 17-18% o imposto estadual (ICMS) sobre combustível, eletricidade, transporte público e telecomunicações: o projeto segue sanção presidencial. O momento e a forma de implementação (que influenciarão o impacto fiscal e o efeito inflacionário das medidas) ainda são incertos, inclusive em função de possíveis recursos junto ao STF por parte de governos estaduais.
- O superávit comercial de US\$ 4,9 bilhões em maio superou nossa estimativa (US\$ 3,8 bilhões), mas resultou em declínio do saldo acumulado nos últimos 12 meses para US\$ 60,0 bilhões (de US\$ 63 bilhões, na leitura anterior). Ajustando-se a média diária de exportações e importações para sazonalidade, as tendências MM3M-sa indicam um superávit comercial anualizado de US\$ 89,0 bilhões nos últimos meses, o que indica viés altista para o saldo em doze meses adiante. Seguimos projetando um superávit recorde de US\$ 70,3 bilhões em 2022, principalmente por conta de preços de *commodities* elevados. Em suma, avaliamos que os dados de comércio continuam dando suporte à visão construtiva dos mercados quanto à solidez da situação externa da economia brasileira.



- A receita real de (parte do setor de) serviços cresceu 0,2% m/m em abril, em linha com nossas expectativas (+0,2% m/m), levando o índice a um patamar 7,3% acima do pré-pandemia (fevereiro de 2020). Apesar da virtual estabilidade observada no mês, calculamos um carregamento estatístico de 1,1% t/t deixado para o 2T22, sugerindo que os serviços mais cíclicos devem continuar a contribuir positivamente para o crescimento do PIB no período. Na próxima semana, a FGV divulgará na sexta-feira (24 de junho) a confiança do consumidor de junho.
- Esperamos que o IPCA-15 de junho (a ser divulgado na sexta-feira, 24 de junho) tenha alta de +0,74% m/m, uma leitura ainda elevada em termos sazonais, dado que a média do mês (desde 2012) é de 0,46% m/m. Com este resultado, a tendência sequencial deve permanecer estável em 15,3% mm3m-a.s.a., nível altamente desconfortável para a política monetária. Em bases anuais, o índice cheio deve recuar 0,1 p.p. para 12,1%, também muito acima do teto da meta em 2022 (5,00%). Nossas projeções continuam sugerindo que a inflação fez pico, mas a composição ainda adversa – com evidências de pressões generalizadas de preços – implica um processo de desinflação possivelmente mais lento adiante.
- Em linha com as expectativas, o Copom elevou a taxa básica de juros (Selic) em 0,5 p.p. para 13,25%, o maior nível desde meados de 2017. No comunicado, a autoridade monetária indicou “um novo ajuste, de igual ou menor magnitude” (leia-se 0,25 ou 0,50 p.p.) para a reunião do Copom de 2 a 3 de agosto, mas não ofereceu maior sinalização sobre o plano subsequente, o que reflete o aumento da incerteza percebida pelo BCB quanto ao cenário prospectivo para a inflação. Ainda projetamos taxa terminal de 13,50% no ciclo e uma Selic de 10,50% ao fim de 2023. Contudo, identificamos viés altista em torno de nossa estimativa, especialmente para o médio prazo.

***** Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quarta-feira, 15 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 (19/jun – 24/jun)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Taxa de Juros (1 ano)	PBoC	jun/22	Dom, 19-jun	3,70	3,70
China: Taxa de Juros (5 anos)	PBoC	jun/22	Dom, 19-jun	4,45	4,45
EUA: Vendas Casas Existentes (milhões/ano)	NAR	mai/22	Ter, 21-jun	5,40	5,61
Z. Euro: Confiança do Consumidor (pontos)	EC	jun/22	Qua, 22-jun	-20,5	-21,1
Z. Euro – PMI Industrial (pontos)	Markit	jun/22(p)	Qui, 23-jun	53,8	54,6
Z. Euro – PMI de Serviços (pontos)	Markit	jun/22(p)	Qui, 23-jun	55,5	56,1
EUA: PMI Industrial (pontos)	Markit	jun/22(p)	Qui, 23-jun	56,2	57,0
EUA: PMI Serviços (pontos)	Markit	jun/22(p)	Qui, 23-jun	53,7	53,4
EUA: Vendas Novas Casas (mil/ano)	C.Bureau	mai/22	Sex, 24-jun	590	591

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 13:15 da sexta-feira, 17 de junho.


Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (20/jun – 24/jun)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Ata do Copom	BCB	jun/22	Ter, 21-jun	-	-
IPCA-15 (% m/m)	IBGE	jun/22	Sex, 24-jun	0,74	0,59
IPCA-15 (% a/a)	IBGE	jun/22	Sex, 24-jun	12,1	12,2
Confiança do Consumidor (índice)	FGV	jun/22	Sex, 24-jun	-	75,5
Arrecadação Federal (R\$ bi)	RFB	mai/22	21 a 30-jun	165,4	164,1
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

* 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 cenário¹.

¹ 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 com foco nos movimentos da política monetária nas principais economias, diante de um ambiente fortemente inflacionário. Após os números muito fortes de inflação na última sexta-feira, surgiram rumores (via fontes da imprensa) de que o banco-central norte-americano (Federal Reserve) aceleraria o ritmo de altas de juros para 0,75 p.p., o que acabou se confirmando na quarta-feira. Na decisão, o Fed sinalizou que, na próxima reunião (em julho), a tendência é de um aumento entre 0,50 e 0,75 p.p., sendo que uma melhora considerável nos próximos números de inflação é condição necessária para desacelerar o ritmo de elevação dos juros. O gráfico de pontos (*dot plot*) indicou que a mediana das projeções dos membros do FOMC é de que os juros encerrem o ano de 2022 em 3,25-3,50%, e fechem 2023 em 3,75%.

Já na área do Euro, o Banco Central Europeu (BCE) realizou uma reunião extraordinária na quarta-feira, no intuito de conter a abertura de taxas nas curvas de juros nas economias periféricas (principalmente na Itália). A preocupação do BCE é com o risco de fragmentação da dívida, que ocorre quando as taxas de juros em alguns países divergem muito das demais economias do bloco. Na ocasião, o BCE afirmou que irá reinvestir os ativos do PEPP (programa de compras de ativos emergencial realizado em decorrência da pandemia) de forma flexível entre os países, e que irá estudar novas medidas para um futuro próximo.

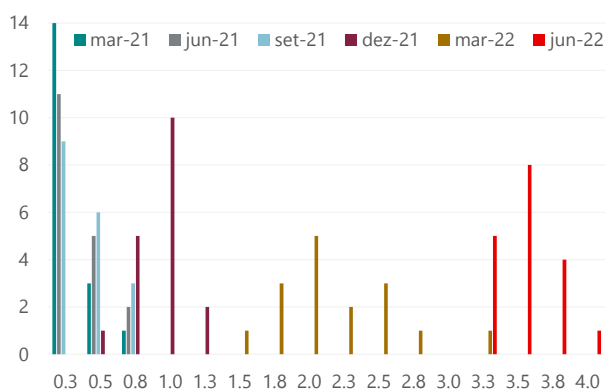
Na China, segue a preocupação com o fantasma dos *lockdowns*. Poucos dias após o início do processo de reabertura das suas principais cidades, novos surtos de COVID em Pequim e em Xangai levaram os governos locais a fecharem importantes distritos para a realização de testes em massa na população.

No plano econômico, destaque para os números de atividade na China referentes ao mês de maio. Os dados apresentaram melhora, principalmente na produção industrial, que acelerou para 0,7% a/a, após queda de 2,9% no mês de abril. Os números de vendas no varejo seguiram muito fracos, caindo 6,7% a/a, embora tenham ficado acima das expectativas.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em forte queda, com exceção dos mercados chineses. A curva de juros norte-americana teve forte alta, principalmente nos vencimentos mais curtos, e o dólar seguiu se fortalecendo contra moedas de países de G10.

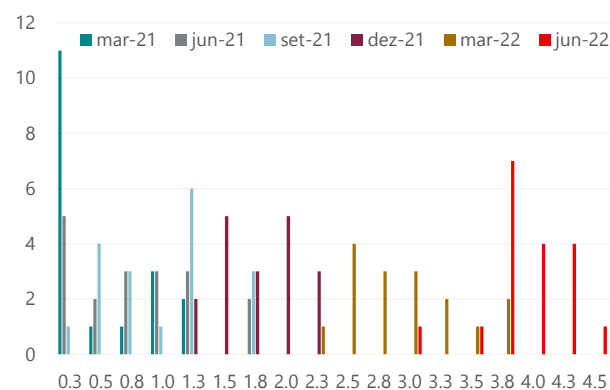
Na próxima semana o calendário econômico internacional conta com poucas divulgações, com destaque para as sondagens empresariais (PMI) referentes ao mês de junho na área do Euro.

Figura 4 – EUA: Gráfico de pontos para 2022 (quantidade de “votos” no comitê)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: Gráfico de pontos para 2023 (quantidade de “votos” no comitê)



Fontes: Bloomberg, Santander.



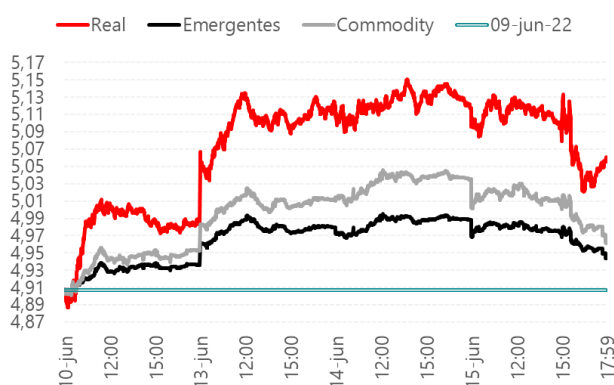
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na sessão do dia 15 de junho (quarta-feira) – véspera do feriado de *Corpus Christi* no Brasil – a taxa de câmbio fechou cotada a R\$5,06/US\$, desvalorizando-se 3,0% frente ao dia 9 de junho (quinta-feira anterior). Este desempenho derivou principalmente do fortalecimento global do dólar e à maior percepção de riscos fiscais no âmbito doméstico. Temores quanto a uma decisão *hawkish* do FOMC – que foi confirmada na quarta-feira passada – provocaram valorização global do dólar, juntamente com um *sell-off* internacional (i.e., venda maciça) de ativos arriscados, em meio a tensões com as perspectivas de desaceleração econômica mundial. Este pano de fundo pesou sobre a trajetória do real, que permaneceu entre os piores desempenhos da cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo neste período, realçando a natureza de *beta* elevado do real uma vez mais. Além deste vento de proa vindo do exterior, a aprovação de medidas no Congresso Nacional para conter preços de energia e telecomunicações por meio de cortes de impostos elevou a incerteza quanto ao panorama fiscal no médio prazo. Em nossa visão, este fator pode ter também influenciado a desvalorização do real nos últimos dias. Julgamos que os desdobramentos recentes reforçam nossa avaliação de que há espaço para elevação adicional na volatilidade cambial no futuro próximo, dadas as crescentes incertezas nas searas doméstica e externa. Mantemos nossa visão de que a taxa de câmbio deva encerrar este ano cotada a R\$5,15/US\$.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros local observou forte pressão altista (*sell-off*) nos últimos dias, refletindo a alta nos juros globais e o aumento dos riscos fiscais domésticos. Desde a última quinta-feira (9 de junho), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) saltou 44 p.b., para 13,44%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em jan/27) saltou 20 p.b. para 12,67%. A inclinação da curva neste segmento caiu 24 p.b., aumentando a inversão para -77 p.b.. Na ponta curta, a reprecificação da expectativa do mercado para a decisão do FOMC (para um movimento de 0,75 p.p.) teve influência direta e indireta sobre a curva doméstica, pois aumentou ligeiramente as apostas para uma alta mais acentuada da Selic na reunião do Copom. O mercado de opções precificava na quarta-feira uma probabilidade de 84% para uma alta de 50 p.b. da Selic na reunião de junho (mas com recuo posterior para 72%). Na ponta longa, o *sell-off* dos títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos (alta de ~40 p.b. desde quinta-feira passada) ajudou a elevar as taxas na curva doméstica, juntamente com a aprovação no Congresso de cortes de impostos destinados a conter alguns preços de itens “essenciais”. Assim, o retorno da percepção fiscal para o médio prazo também pode ter influenciado o movimento da parte longa da curva. 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; quando esses dois eventos se materializarem, esperamos que a curva inicie um movimento de inclinação, em uma tendência que deve ser reforçada pelo atual aperto da política monetária em nível global.

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

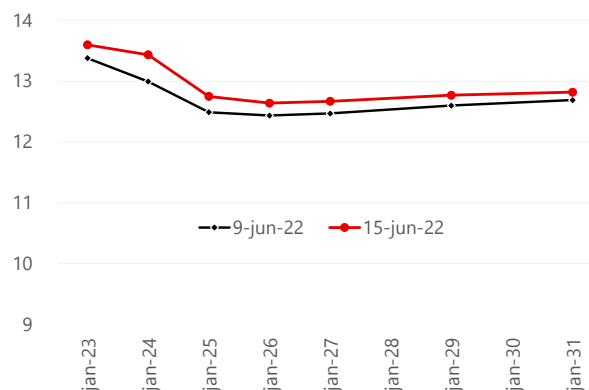


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 15/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, 15/jun/2022.



COMMODITIES

Os preços das *commodities* caíram de forma generalizada no período entre 9 e 15 de junho, impulsionados por um cenário de aumento dos juros globais e de dólar mais forte. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional caiu 3,7% no período, com a desvalorização do real evitando uma queda mais acentuada. Em dólares, o índice apresentou queda de 6,6%, com o Subíndice de Agricultura caindo 5,8%, o Subíndice de Energia recuando 9,9% e o Subíndice de Metais Industriais caindo 5,3%.

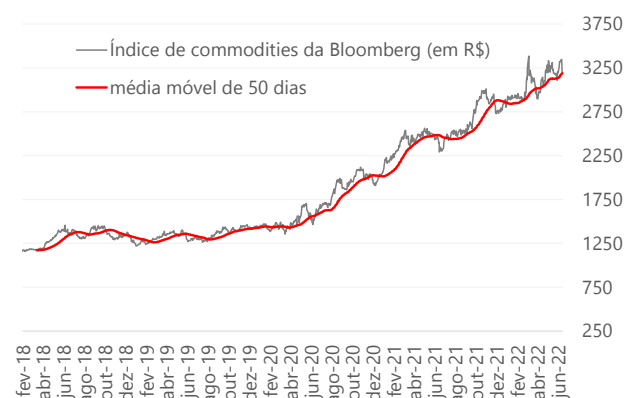
Os preços de gás na Europa subiram nessa semana com notícias de que a Rússia irá reduzir o fluxo de exportações por meio de seu maior gasoduto direcionado ao continente. O Nord Stream da Rússia anunciou que reduzirá ainda mais a capacidade operacional, para 40%. A decisão ocorre em um momento em que as exportações diárias de gás da Rússia para clientes estrangeiros até junho foram as mais baixas desde 2014. O preço do gás natural no Reino Unido subiu 77% na semana. A crise no fornecimento de gás para o continente já tinha sido impactada por uma interrupção da produção nos EUA na semana passada. Uma das maiores fábricas americanas de GNL (gás natural liquefeito), de grande relevância para o fornecimento à Europa, permanecerá fechada por 90 dias, mais do que o previsto inicialmente.

O USDA² elevou suas projeções para a safra de milho da Ucrânia em 2022, mas manteve inalterada a estimativa de exportações do país. O destaque do relatório WASDE³ de junho foi a revisão para cima na produção de milho da Ucrânia para 25 milhões de toneladas, ante 19,5 milhões de toneladas estimadas no mês passado. Provavelmente considerando a atual incapacidade ucraniana de exportar mais grãos, em meio à guerra com a Rússia, a agência manteve a estimativa de exportação do grão da Ucrânia em 9 milhões de toneladas. Com menos suprimento para os balanços globais de oferta e demanda de grãos, o mercado agora se volta para o relatório americano de área plantada (*US Acreage report*) a ser divulgado em 30 de junho.

Metais básicos caem em meio a preocupações com demanda mais fraca na China. A queda foi generalizada: na semana, minério de ferro caiu cerca de -7%, cobre -3%, alumínio -5%, zinco -3%, níquel -6% e estanho -11%. A nação asiática segue na luta contra novos surtos de COVID-19, levando ao prolongamento de restrições que atrasam o processo de reabertura. Além disso, as expectativas de uma postura mais agressiva do Fed implicam uma demanda global potencialmente mais fraca.

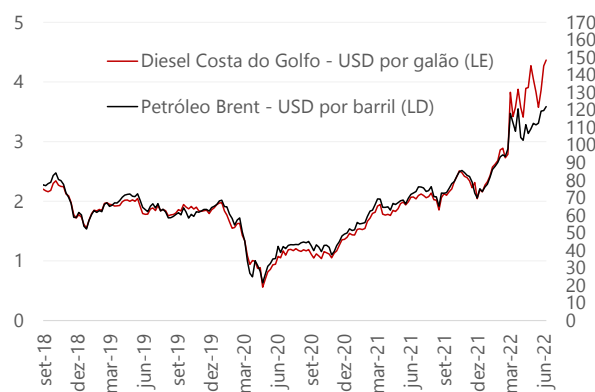
Para detalhes sobre o cenário de *commodities* do Santander, veja o nosso último *chartbook*⁴.

Figura 8 – Índice de *commodities* da Bloomberg



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 9 – Preços de petróleo e derivados



Fontes: Bloomberg, Santander.

² United States Department of Agriculture.

³ World Agricultural Supply and Demand Estimates.

⁴ Santander Brazil Commodities: “*Chartbook – Macro headwinds amid still tight supply-demand balances*” – (14/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-cmdty-jun22>



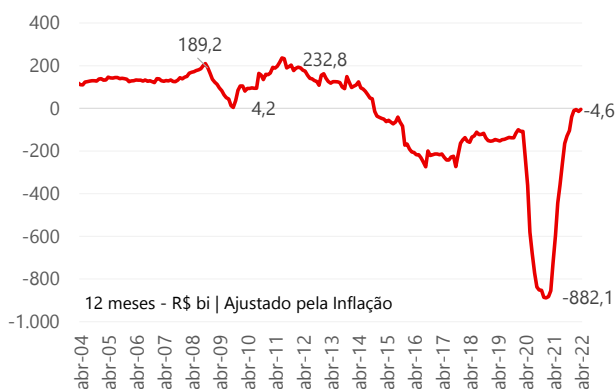
POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

Em 14 de junho, o Tesouro Nacional divulgou os resultados do governo central de abril, em publicação inicialmente agendada para 30 de maio, mas que foi adiada devido à paralisação dos servidores federais. Em abril, o Governo Central registrou superávit primário de R\$ 28,6 bilhões, próximo à nossa projeção (R\$ 29,0 bilhões). Em 12 meses, o resultado atingiu um déficit de R\$ 4,6 bilhões (em termos reais), o melhor desde outubro de 2014. As receitas subiram 8% a/a em termos reais, impulsionada pela inflação mais elevada e com alta das receitas relacionadas ao petróleo. Do lado das despesas, observamos queda real de 0,5% a/a. Os destaques foram: (i) Auxílio Brasil no valor de R\$ 7,4 bilhões (para 18 milhões de famílias); e (ii) aumento das despesas previdenciárias (R\$ 6,5 bilhões) devido à antecipação do 13º dos aposentados, usualmente pago no último trimestre do ano. Para 2022, projetamos déficit do governo central de R\$ 35 bilhões (0,4% do PIB). Vemos um viés positivo para o número devido ao aumento dos preços das *commodities* (especialmente no caso do petróleo). Por outro lado, o debate para ampliar as desonerações tributárias e o impulso fiscal (já superando a marca de R\$ 60 bilhões) pode aumentar o déficit dependendo das condições de implementação da nova legislação aprovada no Congresso Nacional para conter os preços dos combustíveis.

A Câmara dos Deputados aprovou o projeto de lei (PLP 18/22) que estabelece um teto de 17-18% para o ICMS sobre combustíveis, energia elétrica, transporte público e telecomunicações. O texto foi aprovado com 307 votos a favor. A legislação segue para sanção presidencial. A nova lei possibilita uma redução temporária (até 31 de dezembro) de tributos federais para gasolina e etanol. Para 2022, estimamos um impacto fiscal potencial de R\$ 65 bilhões. Somando esta legislação com iniciativas ainda em discussão, estimamos uma perda fiscal de até R\$ 93 bilhões em 2022 para o setor público, e uma perda de até R\$ 90 bilhões em 2023 para os governos regionais. Nosso cenário fiscal ainda não contemplava essas medidas em nossa última revisão de cenário, publicada em 2 de junho, pois há incerteza sobre o impacto efetivo das medidas e o *timing* de implementação. Alguns estados ainda podem recorrer ao STF para impedir que o projeto de lei entre em vigor imediatamente, ou tornar o seu efeito mais gradual. Se todas as medidas forem aprovadas, isso levaria a um déficit próximo a R\$ 60 bilhões (0,6% do PIB). Ainda assim, acreditamos que um impacto parcial seja mais provável, implicando alta probabilidade de um resultado próximo de zero (0% do PIB) para o ano. 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 podem levar à uma deterioração do balanço de riscos para o BCB. [Veja detalhes no link⁵](#).

A arrecadação de maio pode ser divulgada pela Receita Federal na próxima semana, e antecipamos o melhor resultado para o mês na série com ajuste de inflação, totalizando R\$ 165,4 bilhões (ou +4% a/a). [Para detalhes sobre o cenário de política fiscal do Santander, veja o nosso último **chartbook**⁶](#).

Figura 10 – Resultado do governo central



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 11 – Potencial de impacto fiscal (R\$ bi)

Cenário - Fiscal	2022		2023	
	Total	Mais Provável	Pouco Efeito	Mais Provável
I. PLP 18/22 Limite no ICMS (Impacto)	65	35	13	37
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
II. PEC dos Combustíveis	28	0	0	0
Zerar ICMS Diesel	23	0	0	0
Zerar ICMS GLP	3	0	0	0
Zerar ICMS Etanol em 12%	2	0	0	0
Impacto Total (I + II)	93	35	13	37
Resultado Primário Setor Público R\$ bi	-58	0	22	-85

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

⁵ 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>

⁶ 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>

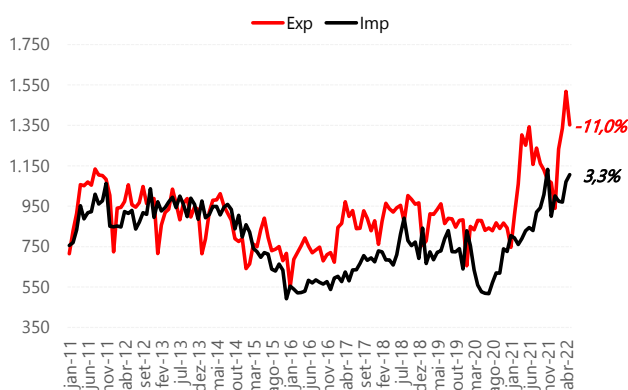


SETOR EXTERNO

O superávit comercial de US\$ 4,9 bilhões em maio superou nossa estimativa (US\$ 3,8 bilhões), mas resultou em declínio do saldo acumulado nos últimos 12 meses para US\$ 60,0 bilhões (de US\$ 63 bilhões, na leitura anterior). Ajustando-se a média diária de exportações e importações para sazonalidade, as tendências MM3M-sa indicam um superávit comercial anualizado de US\$ 89,0 bilhões nos últimos meses, o que indica viés altista para o saldo em doze meses adiante. Seguimos projetando um superávit recorde de US\$ 70,3 bilhões em 2022, principalmente por conta de preços de *commodities* elevados. Em suma, avaliamos que os dados de comércio continuam dando suporte à visão construtiva dos mercados quanto à solidez da situação externa da economia brasileira. [Veja detalhes no link⁷](#).

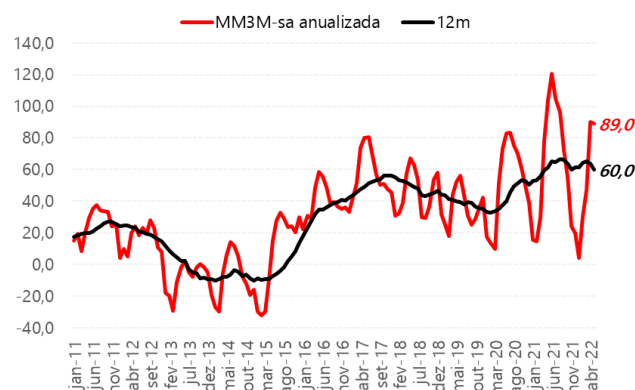
Em nossa opinião, o superávit comercial além do esperado visto em maio seguiu indicando a possibilidade de novo recorde em 2022 (projetamos superávit de US\$ 70,3 bilhões vs. US\$ 61,4 bilhões em 2021). Avaliamos que o desempenho poderia ter sido ainda melhor, já que parte da robustez demonstrada pelas importações – especialmente nas primeiras semanas de maio – parece derivar da normalização de operações que foram atrasadas pela greve em algumas carreiras do serviço público. Em nossa visão, este revés temporário contribuiu para o registro de superávit inferior ao do ano passado (US\$ 8,5 bilhões em maio de 2021), mas seu impacto deverá se atenuar nos próximos meses. Por outro lado, as receitas de exportações mostraram aceleração nas últimas semanas e esperamos que elas sigam flutuando em patamares elevados, a despeito do declínio observado em termos ajustados sazonalmente e por dias úteis. Entendemos que tanto a demanda global quanto os preços de *commodities* permanecem favoráveis para as exportações brasileiras.

Figura 12 – Balança comercial
(US\$ milhões / dia útil, sa)



Fontes: SECINT, Santander.

Figura 13 – Balança comercial
(US\$ bilhões)



Fontes: SECINT, Santander.

⁷ Santander Brazil – External Sector: “A Stable Backdrop” – 13 de junho, 2022- Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-extsec-061322>

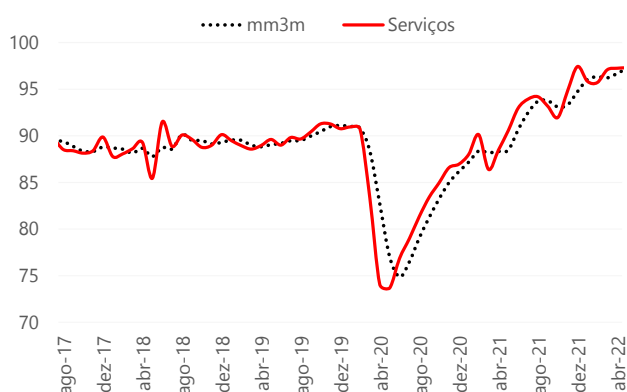


ATIVIDADE ECONÔMICA

Setor de serviços mostra um começo modesto de 2T22. O índice de receita real de parte do setor de serviços ficou virtualmente estável (+0,2% m/m) em abril, em linha com a nossa projeção (+0,2% m/m). Na comparação interanual, observamos alta de 9,4% a/a, abaixo da nossa expectativa (+10,4% a/a). O resultado de abril posiciona o índice bem acima do patamar pré-pandemia (alta de 7,3% desde fevereiro de 2020) e marca a segunda alta consecutiva após números fracos vistos em janeiro (-1,6%) e fevereiro (-0,1%), reflexos do surto da variante Ômicron do coronavírus no período. Nos detalhes da pesquisa, sinais mistos. Por um lado, os serviços às famílias continuaram a se fortalecer (+1,9% m/m), na esteira dos avanços na reabertura da economia e aumento da mobilidade, enquanto os serviços de informação mostraram nova alta (+0,7% m/m), compensando parcialmente os fracos resultados vistos de dezembro de 2021 até fevereiro de 2022. Por outro lado, serviços profissionais (-0,6% n/n) e transportes (-1,7%) encerraram uma sequência de cinco altas consecutivas. Estamos mantendo uma perspectiva positiva para o 2T22; apesar do começo modesto de trimestre, calculamos um sólido carregamento estatístico de 1,1% t/t para ao período, sugerindo que os serviços mais cíclicos devem contribuir positivamente para a atividade no período. Nosso *tracking* do PIB do 2T22 foi mantido em +0,4% t/t⁸. [Veja detalhes no link⁹.](#)

Na próxima semana, a FGV divulgará o primeiro dado de confiança econômica setorial para junho. O índice de confiança do consumidor estará disponível na sexta-feira (24 de junho). [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, veja o nosso último *chartbook*¹⁰.](#)

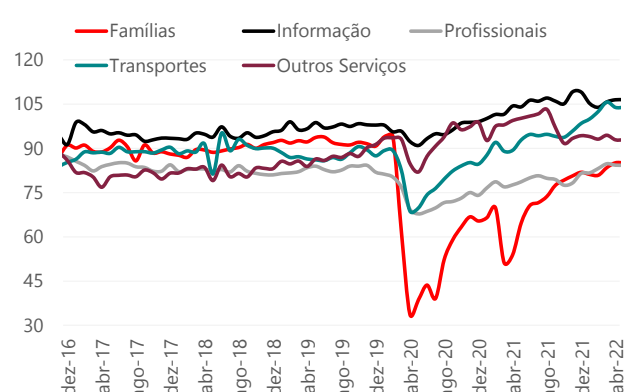
Figura 14 – Serviços: índice cheio (a.s., média 2014=100)



Fontes: IBGE, Santander.

Nota: A pesquisa mensal do IBGE cobre aproximadamente 1/3 do componente de serviços do PIB (divulgado na frequência trimestral).

Figura 15 – Serviços: componentes (a.s., média 2014=100)



Fontes: IBGE, Santander.

⁸ Santander Brazil Economic Activity: “Special Report: Nowcasting Brazilian GDP with LASSO” – (16/mai/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-special-051622>

⁹ Santander Brazil Economic Activity: “Positive 2Q Expected for Services” – (14/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-econact-061422>

¹⁰ 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>



INFLAÇÃO

Esperamos que o IPCA-15 de junho (a ser divulgado na sexta-feira, 24 de junho) tenha alta de **+0,74% m/m**, uma leitura ainda elevada em termos sazonais, dado que a média do mês (desde 2012) é de **0,46% m/m**. Com este resultado, a tendência sequencial deve permanecer estável em **15,3% mm3m-a.s.a.**, nível altamente desconfortável para a política monetária. Em bases anuais, o índice cheio deve recuar **0,1 p.p. para 12,1%**, também muito acima do teto da meta em 2022 (**5,00%**). Nossas projeções continuam sugerindo que a inflação fez pico, mas a composição ainda adversa - com evidências de pressões generalizadas de preços - implica um processo de desinflação possivelmente mais lento adiante.

Na comparação com o IPCA-15 de maio (+0,59% m/m), esperamos uma ligeira aceleração em termos mensais, impulsionada pelos preços administrados (+1,18% m/m ante -1,44% no mês passado). Neste segmento, o efeito baixista da mudança da bandeira tarifária (de “Vermelha 2 - Escassez Hídrica” para “Verde”) já terá se dissipado totalmente, abrindo espaço para o impacto de um reajuste altista em planos de saúde. Nos preços livres, os serviços desacelerarão em termos mensais (0,48% m/m ante 1,00% no mês passado), mas ainda ganharão folego adicional em termos tendenciais para 11,7% mm3m-a.s.a.. A inflação de bens industriais também desacelerará mensalmente (0,73% m/m ante 1,62% no mês passado), mas recuará um pouco em bases tendenciais, para 15% mm3m-a.s.a. (maio: ~17%). Finalmente, alimentação no domicílio também recuará mensalmente (1,71% m/m ante 0,55% no mês passado) para se mantendo em um nível ainda muito elevado em termos tendenciais: 27% mm3m-a.s.a. (maio: ~33%).

O núcleo EX3 (que representa o núcleo de serviços e bens industriais) deve subir 0,83% m/m. Ainda que esta seja uma leitura mensal muito alta, o resultado deve empurrar a tendência sequencial ligeiramente para baixo, chegando a 13,4% mm3m-a.s.a. (maio: 14,0%). Desta forma, junho deverá ser o 21º mês consecutivo em que o núcleo EX3 ficou acima do centro da meta do BCB em termos 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 desaceleração da inflação em termos interanuais, 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.

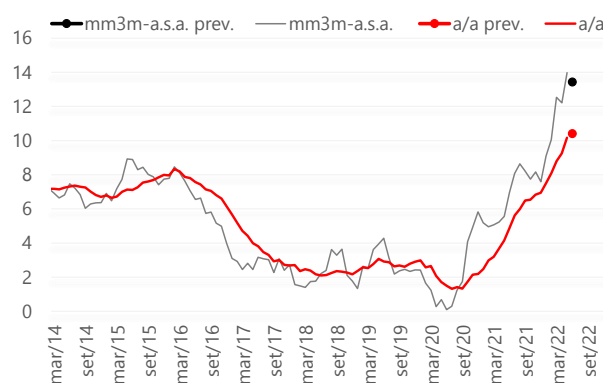
Para detalhes sobre o cenário de inflação do Santander, veja o nosso último *chartbook*¹¹.

Figura 16 – Detalhes do IPCA-15 (%)

	m/m		a/a	
	jun/22	Contrib.	mai/22	jun/22
IPCA-15	0,74	0,74	12,2	12,1
Administrados	1,18	0,32	13,1	12,5
Livres	0,57	0,42	11,9	11,9
Alim. no dom.	0,55	0,08	16,8	17,3
Industriais	0,73	0,17	14,4	14,0
Serviços	0,48	0,17	8,2	8,3
Núcleo EX3	0,83	0,30	10,2	10,4

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 17 – Núcleo IPCA-15 EX3 (subjacentes*)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

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

¹¹ Santander Brazil Inflation: “Chartbook – The peak is behind, but deceleration should be slow” – (15/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-infla-jun22>

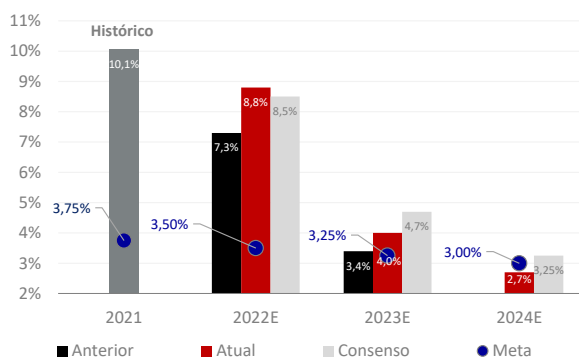


POLÍTICA MONETÁRIA

Em linha com as expectativas, o Copom elevou a taxa básica de juros (Selic) em 0,5 p.p. para 13,25%, o maior nível desde meados de 2017. Embora a autoridade tenha sinalizado “um novo ajuste, de igual ou menor magnitude” (i.e., 0,25 ou 0,50 p.p.) para a reunião do Copom de 2 a 3 de agosto, não houve sinalização sobre o plano de voo subsequente, o que acreditamos ser reflexo da maior incerteza percebida pelo BCB quanto ao cenário prospectivo para a inflação.

Por um lado, o comunicado não traz ênfase adicional de que o ciclo de aperto está próximo do fim. Além disso, as simulações de inflação – que ainda não incluem os efeitos das desonerações fiscais recentemente aprovadas no Congresso – indicam um aumento de 0,6 p.p. para 4,0% na estimativa do BCB para o IPCA em 2023 (principal horizonte de política monetária), assumindo taxa Selic em 13,25% ao fim de 2022 e 10,00% ao fim de 2023. Calculamos que esses números implicam a necessidade de aumentos adicionais (e tempestivos) na taxa de juros de não menos que 2,00 p.p. (ou seja, levando a uma taxa Selic terminal acima de 15%) para trazer a estimativa de IPCA para a meta central no ano que vem (3,25%). Por outro lado, o BCB indica chance de desacelerar o ritmo de aperto na próxima reunião e o comitê faz menção a uma “estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante [2023]”. Na reunião anterior, o Copom mencionava a “convergência da inflação para as metas”. Por ora, nossa interpretação (sujeita a alterações a depender das comunicações futuras do BCB) é que este pode ser sinal de uma possível extensão do horizonte de convergência da inflação para o centro da meta, de forma explícita ou não. Ainda no comunicado, o Copom menciona que “a incerteza em torno das suas premissas e projeções atualmente é maior do que o usual e cresceu desde a última reunião”. Em nossa opinião, este é mais um motivo para o comitê buscar um grau de liberdade (quanto às ações futuras) um pouco maior que em ocasiões recentes, com o BCB evitando passar maiores sinais sobre os passos da política monetária após agosto. Em meio a um cenário altamente complexo, nos parece fazer sentido que a autoridade busque reunir mais informações antes de uma definição. Nesse contexto, acreditamos que os próximos eventos do BCB — como a divulgação da ata do Copom na terça-feira (21 de junho), a coletiva de imprensa com membros do comitê na quinta-feira (23 de junho) e o relatório de inflação a ser divulgado na semana seguinte (30 de junho) — terão particular relevância, à medida em que os agentes de mercado buscarão pistas sobre os rumos da política monetária. Estará o banco central mais disposto a eventualmente aumentar a dose de aperto monetário neste ciclo (*overkill*) ou optar por uma estratégia de suavização das taxas de juros (com extensão do horizonte de convergência)? Estamos mais propensos a assumir a última alternativa em nosso cenário, de forma que seguimos projetando uma taxa terminal de 13,50% no ciclo (ou seja, movimento final de 0,25 p.p. em agosto) e uma Selic de 10,50% ao final de 2023. Identificamos leve viés de alta para nossa projeção de 2022 (i.e., boa chance de um ajuste de 0,50 p.p. em agosto) e um forte viés altista para nossa estimativa de 2023. Este último baseia-se em uma aparente deterioração nas condições para uma desinflação adiante. [Veja detalhes no link¹².](#)

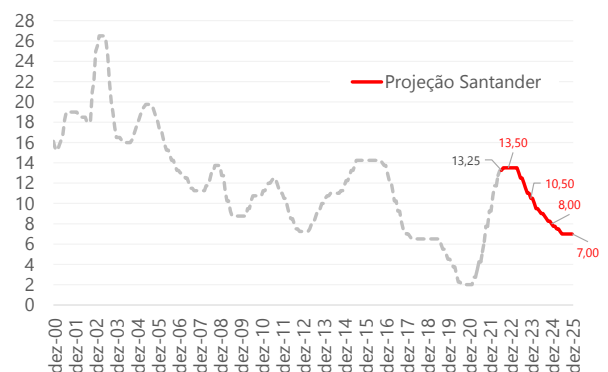
Figura 18 – Simulação de inflação do BCB (% anual)



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: As simulações de IPCA consideram taxa Selic da pesquisa Focus e taxa cambial partindo de R\$ 4,90/US\$ e evoluindo de acordo com a paridade do poder de compra (PPC). O cenário assume o preço do petróleo em US\$ 110 no fim do ano, e estável em termos reais posteriormente (a preços do final de 2022, com base na meta do CPI americano).

Figura 19 – Trajetória da Selic (% a.a.)



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

¹² Santander Brazil: “Keeping Options Open, For Now” – (16/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-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.