

A MENOR TAXA DE DESEMPREGO DESDE 2015

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

- A aceleração no ritmo de altas de juros por parte do banco central norte-americano (Federal Reserve), junto com um arrefecimento em alguns indicadores de atividade econômica, aumentou o receio dos investidores quanto a uma recessão (americana e global) no curto prazo. Mesmo com o Fed indicando um aperto monetário maior e mais acelerado, o mercado ainda precifica juros abaixo de sua sinalização.
- Na semana móvel encerrada em 23 de junho, a taxa de câmbio retornou para o patamar de R\$5,20/US\$ visto em meados de fevereiro – fechando a R\$5,24/US\$ para ser mais preciso (desvalorização de 3,7% no período) – em meio aos receios de uma desaceleração econômica global, queda nos preços de *commodities* e crescente incerteza quanto às perspectivas fiscais em nível local. O real foi uma das moedas com pior desempenho dentre as mais líquidas do mundo, confirmando uma vez mais seu padrão de “beta elevado” (ou seja, com oscilações maiores que a média do mercado, em ambas as direções). As taxas de juros nominais recuaram fortemente (caindo 30-40 pontos base), e com maior intensidade nos prazos mais longos (*bull-flattening*, no jargão de mercado), espelhando o rali nas taxas de juros internacionais por conta dos receios sobre uma eventual recessão global.
- Os preços das *commodities* caíram de forma generalizada novamente no período entre 15 e 23 de junho, impulsionados por preocupações com a desaceleração da atividade global. O índice agregado da Bloomberg em moeda nacional caiu 3,2% 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 7,5%, o Subíndice de Energia desabando 9,1% e o Subíndice de Metais Industriais recuando 6,9%.
- A arrecadação federal registrou desempenho positivo em maio, particularmente impulsionada pelas receitas tributárias baseadas na renda do trabalho. O governo e o parlamento buscam alterar a PEC 16/22 – focada originalmente na contenção de preços dos combustíveis – para incluir um auxílio mensal temporário aos caminhoneiros, além de aumentos no Auxílio Brasil e no vale gás para famílias de baixa renda. O Ministério da Economia busca limitar o gasto “extra-teto” em R\$ 50 bilhões, mas o *timing* e o impacto das medidas são incertos. Se essas iniciativas forem aprovadas, esse será o terceiro ano consecutivo com permissões legislativas para gastos acima do teto constitucional. A próxima semana está repleta de publicações de política fiscal: esperamos um déficit primário consolidado de R\$ 24 bilhões em maio.
- Nessa semana, o Banco Central do Brasil (BCB) aproveitou ocasiões como a ata do Copom (terça-feira, 21 de junho) e a entrevista coletiva (quinta-feira, 23 de junho) para explicar seu plano de voo. Nossa interpretação é que a autoridade escolheu uma estratégia de suavização da taxa de juros, evitando um pico da Selic mais acentuado neste ciclo, mas sugerindo um cenário prospectivo de juros mais altos por mais tempo, a fim de promover a convergência do IPCA para “ao redor da meta” (i.e., claramente abaixo de 4%, como reforça o BCB) em 2023. O CMN (Conselho Monetário Nacional) estabeleceu o centro da meta de inflação para 2025 em 3,0% (com tolerância de +/-1,5 p.p.), mesmo patamar de 2024. Julgamos acertada a decisão, mas à despeito dos notáveis esforços do BCB, a construção de um cenário de inflação baixa a longo prazo também dependerá de contribuições da política fiscal.



- O IPCA-15 de junho registrou variação de 0,69% m/m, em linha com nossa projeção (0,70%) e com o consenso de mercado (0,67%). Com este resultado, a tendência sequencial permaneceu em patamar amplamente desfavorável (15% mm3m-a.s.a.). Em doze meses, o IPCA desacelerou de 12,2% para 12,0%, o que reforça nossa visão de que maio provavelmente foi o pico da inflação do IPCA neste ciclo. Contudo, a composição inflacionária segue bastante adversa, sinalizando um processo lento de desinflação adiante. Desonerações tributárias em discussão implicam um forte viés baixista para a inflação no curto prazo (2022) e um risco altista para o médio prazo (2023), tornando as perspectivas para a inflação ainda mais incertas.
- Nossos indicadores proprietários (família IGet) apontam para uma perda de fôlego do setor terciário no mês de junho, com retrações vistas no varejo ampliado e nos serviços às famílias. Entretanto, o desempenho no trimestre ainda será forte tanto para o varejo e como para os serviços. Nosso *tracking* para o crescimento do PIB no 2T22 se situa em +0,4% t/t.
- Alguns indicadores de atividade econômica serão divulgados na próxima semana. Os dados do mercado de trabalho para maio saem na quinta-feira (30 de junho). Para a PNAD do IBGE, estimamos uma redução de 0,5 p.p. para 9,6% em nossa série de taxa de desemprego com ajuste sazonal. Esta será a menor taxa de desemprego desde o final de 2015. Quanto aos dados do CAGED, nossa estimativa para a geração líquida de empregos formais com ajuste sazonal é de +153 mil (abril: +132 mil). Nos próximos dias, a FGV divulgará o último conjunto de dados de confiança econômica de junho: a sondagem industrial deve ser divulgada na terça-feira (28 de junho), enquanto os dados do setor terciário devem ser publicados na quarta-feira (29 de junho).
- Estimamos que a balança comercial de junho deverá mostrar superávit de US\$ 10,4 bilhões na próxima sexta-feira (1º de julho), mesmo nível visto há um ano – o que manterá o superávit comercial em doze meses em US\$ 60,0 bilhões, caso nossa projeção seja confirmada. Este resultado é consistente com uma robusta tendência anualizada (ajustado para sazonalidade) de US\$ 100,2 bilhões, reforçando nossa expectativa por um novo recorde comercial em 2022: projetamos superávit de US\$ 70,3 bilhões para este ano frente a US\$ 61,4 bilhões em 2021. Em nossa visão, os dados de comércio exterior de junho reforçarão o sinal de uma sólida posição externa da economia brasileira.

*** **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 23 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 (26/jun – 01/jul)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Lucros da Indústria (% a/a)	NBS	mai/22	Dom, 26-jun	-	-8,5
EUA: Pedidos de Bens de Capitais (% m/m)	USCB	mai/22(p)	Seg, 27-jun	0,2	0,4
EUA: Confiança Econômica (pontos)	C.Board	jun/22	Ter, 28-jun	100,0	106,4
Z. Euro: Indicador de Confiança	EC	jun/22	Qua, 29-jun	103,0	105,0
China: PMI Industrial Oficial (pontos)	NBS	jun/22	Qua, 29-jun	50,3	49,6
Z. Euro: Taxa de Desemprego (%PEA)	Eurostat	mai/22	Qui, 30-jun	6,8	6,8
EUA: Renda Pessoal (% m/m)	BEA	mai/22	Qui, 30-jun	0,5	0,4
EUA: Gasto Pessoal (% m/m)	BEA	mai/22	Qui, 30-jun	0,4	0,9
EUA: Deflator PCE núcleo (% a/a)	BEA	mai/22	Qui, 30-jun	4,8	4,9
China: Sondagem PMI Industrial (pontos)	Caixin	jun/22	Qui, 30-jun	49,4	48,1
Z. Euro: Núcleo CPI (%a/a)	Eurostat	jun/22(p)	Sex, 01-jul	3,9	3,8
EUA: ISM Industrial	ISM	jun/22	Sex, 01-jul	55,0	56,1

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 13:15 da sexta-feira, 24 de junho.


Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (27/jun – 01/jul)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Confiança da Construção (índice)	FGV	jun/22	Seg, 27-jun	-	96,3
Confiança da Indústria (índice)	FGV	jun/22	Ter, 28-jun	-	99,7
Relatório Mensal da Dívida (R\$ tri)	STN	abr/22	Ter, 28-jun	-	5,6
Confiança dos Serviços (índice)	FGV	jun/22	Qua, 29-jun	-	98,3
Confiança do Comércio (índice)	FGV	jun/22	Qua, 29-jun	-	93,3
IGP-M (% m/m)	FGV	jun/22	Qua, 29-jun	0,75	0,52
IGP-M (% a/a)	FGV	jun/22	Qua, 29-jun	10,9	10,7
Resultado Primário – Gov. Central (R\$ bi)	STN	mai/22	Qua, 29-jun	-30,8	28,6
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	mai/22	Qui, 30-jun	-23,9	39,0
Dívida Líquida - Setor Público (% PIB)	BCB	mai/22	Qui, 30-jun	58,4	57,8
Relatório Trimestral de Inflação	BCB	2T22	Qui, 30-jun	-	-
Taxa de Desemprego (% PEA)	IBGE	mai/22	Qui, 30-jun	9,9	10,5
Taxa de Desemprego (% PEA, a.s.)	IBGE	mai/22	Qui, 30-jun	9,6	10,1
Empregos Formais (milhares)	CAGED	mai/22	Qui, 30-jun	175	195
Empregos Formais (milhares, a.s.)	CAGED	mai/22	Qui, 30-jun	153	132
Balança comercial (US\$ bi)	SECINT	jun/22	Sex, 01-jun	10,4	4,95
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	jun/22	Sex, 01-jul	-	187
Relatório de Crédito Bancário	BCB	mar/22	n.d*	-	-

Fonte: Santander, Bloomberg. ** Consenso de mercado

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

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

A aceleração no ritmo de alta de juros por parte do banco central norte-americano (Federal Reserve) aumentou a preocupação dos investidores quanto à proximidade de uma recessão. Ao falar no congresso (em duas ocasiões essa semana), o presidente do Fed, Jerome Powell, voltou a adotar um tom mais duro, indicando que pretende perseguir a meta de inflação a qualquer custo. Na ocasião, Powell não descartou a possibilidade de voltar a acelerar o ritmo de altas de juros, e destacou que as próximas decisões vão depender da evolução dos dados.

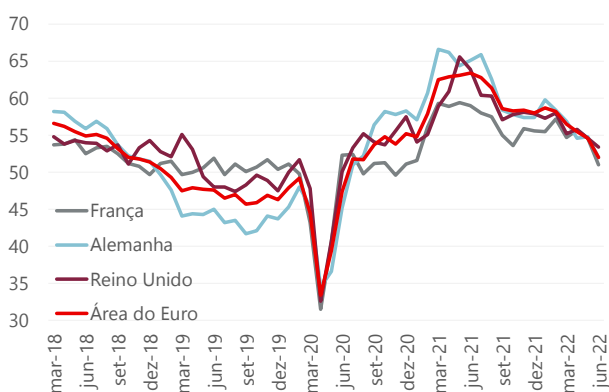
No continente europeu, o destaque ficou para as eleições parlamentares na França, com o Presidente reeleito Emmanuel Macron e os partidos de centro perdendo maioria no congresso. Macron terá que formar um governo de minoria, e dependerá do apoio dos partidos de oposição para implementar a sua agenda.

Na economia, o foco ficou nos números das sondagens PMI tanto na área do Euro quanto nos EUA, com os indicadores arrefecendo mais do que o antecipado pelos analistas em ambos as geografias. Na área do Euro, o PMI industrial ficou em 52 pontos, enquanto o indicador de serviços ficou em 51,9 pontos. Já nos EUA, o indicador industrial ficou em 52,4 pontos e o de serviços em 51,2 pontos. Os indicadores seguem em nível expansionista, mas apontam para uma desaceleração, alimentando os receios de recessão nas principais economias.

Nos mercados financeiros globais, as bolsas tiveram performance mista, com as ações norte-americanas e asiáticas encerrando a semana em alta e com queda nos índices europeus. A curva de juros norte-americana viu queda em todos os vencimentos e o dólar se apreciou tanto contra moedas de países de G10 como de países emergentes.

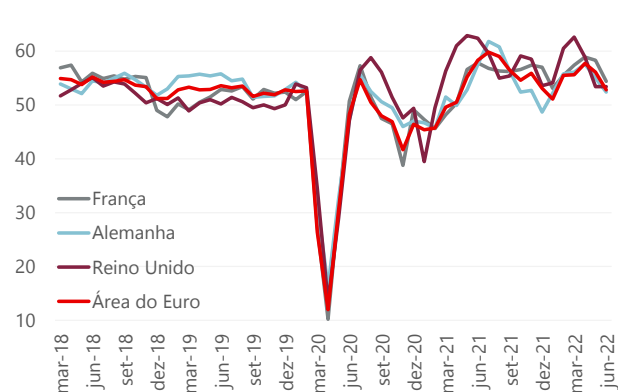
Na próxima semana o foco estará nos números de inflação (PCE) de maio nos EUA, que devem permanecer em patamares muito elevados. Também serão publicados os dados de inflação (CPI) de junho na área do Euro. Por fim, na China, teremos a divulgação dos números de PMI referentes ao mês de junho, que devem marcar o início da recuperação da economia chinesa.

Figura 4 – Europa: PMI Industrial (Índice)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – Europa: PMI de Serviços (Índice)



Fontes: Bloomberg, Santander.



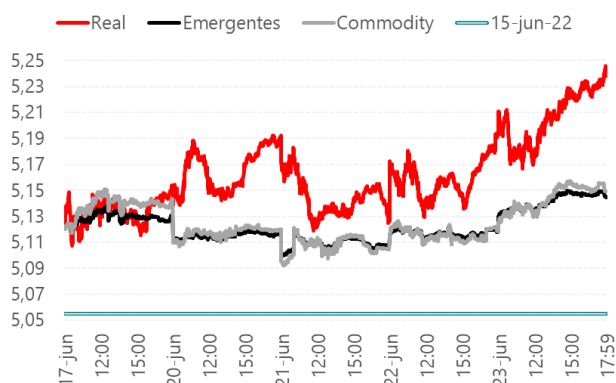
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na semana móvel encerrada em 23 de junho, a taxa de câmbio retornou para o patamar de R\$5,20/US\$ visto em meados de fevereiro – fechando a R\$5,24/US\$ para ser mais preciso (desvalorização de 3,7% no período) – em meio aos receios de uma desaceleração econômica global, queda nos preços de commodities e crescente incerteza quanto às perspectivas fiscais em nível local. O real foi uma das moedas com pior desempenho dentre as mais líquidas do mundo, confirmando uma vez mais seu padrão de “beta elevado” (i.e., oscilações maiores que a média do mercado, em ambas as direções). A divulgação dos índices PMI para os EUA e Zona do Euro, com leituras aquém do esperado, reforçou as perspectivas desafiadoras para a economia mundial à frente, o que contribuiu para a queda nos preços de commodities por mais uma semana. Além destes fatores internacionais adversos, as discussões acerca de novos estímulos orçamentários no Brasil elevaram a incerteza quanto ao panorama fiscal e, em nossa visão, também contribuíram para a desvalorização do real. Dado que essas incertezas não devem se dissipar no curto prazo, seguimos antevendo espaço limitado para valorização do real e projetamos taxa de câmbio cotada a R\$5,15/US\$ ao final de 2022.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros local observou forte pressão baixista nos últimos dias, refletindo o movimento nos juros globais, em meio a temores de recessão futura. Desde a última quarta-feira (15 de junho), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) caiu 45 p.b., para 12,99%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em jan/27) caiu 49 p.b., para 12,18%. A inclinação da curva neste segmento caiu 5 p.b., aumentando a inversão para -81 p.b.. Na ponta curta, o principal direcionador foi a ata do Copom, que sinalizou uma estratégia de suavização do ciclo de aperto. Nossa projeção é de um último aumento de 25 p.b. da Selic na reunião de agosto, com a Selic encerrando o ciclo em 13,50%, embora reconheçamos um forte viés de alta em nossa projeção para a taxa terminal este ano (veja detalhes na seção “Política Monetária”). Outra fonte de pressão baixista na curva de juros foram os preços das commodities em reais, principalmente o caso do petróleo, reduzindo talvez a probabilidade de mais altas de preços de combustíveis no curto prazo. Na ponta longa, o rali dos títulos mais longos do Tesouro dos EUA (com vértice de 10 anos em queda de ~-27 p.b. desde a última quarta-feira) ajudou a baixar as taxas da curva doméstica. 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; esperamos que a combinação desses eventos faça com que a curva de juros local 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

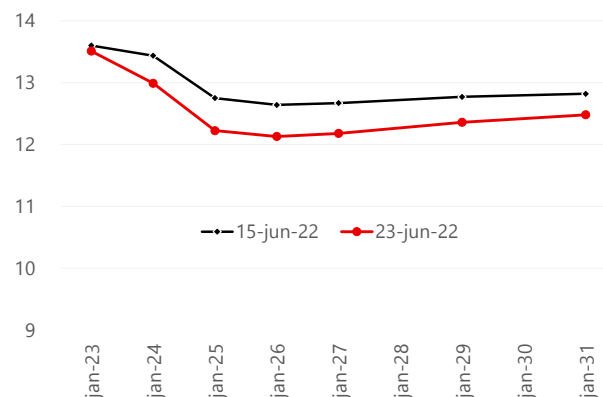


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 23/jun/2022.

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

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



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 3: Dados com fechamento na quinta-feira, 23/jun/2022.



COMMODITIES

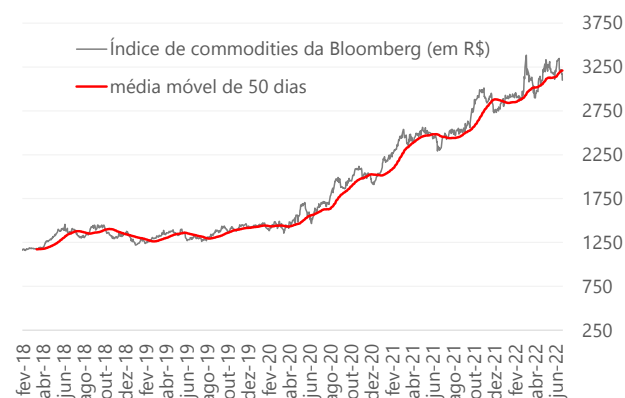
Os preços das *commodities* caíram de forma generalizada novamente no período entre 15 e 23 de junho, impulsionados por preocupações com a desaceleração da atividade global. O índice agregado da Bloomberg em moeda nacional caiu 3,2% no período, com a desvalorização do real evitando uma queda mais acentuada. Em dólares, o índice apresentou queda de 6,6%, com o Subíndice de Agricultura caindo 7,5%, o Subíndice de Energia desabando 9,1% e o Subíndice de Metais Industriais recuando 6,9%.

O preço do petróleo Brent caiu para US\$ 112 com temores de uma recessão mundial. Os preços do petróleo caíram 6% na semana, à medida que o mercado reavaliava os riscos de uma recessão global que poderia prejudicar a demanda por combustíveis. Embora ainda vejamos escassez de produção no mercado de petróleo, já que os estoques globais estão baixos e os produtores (desde membros da OPEP+ até empresas independentes de xisto dos EUA) ainda sofrem com o baixo investimento dos últimos anos, um cenário global de aumento de taxa de juros pode levar a economia à recessão na medida em que os bancos centrais tentam conter a inflação. Outro fator que pode ter contribuído para a queda do preço do petróleo foram os dados recentes sobre as exportações de óleo russo para a Ásia, mostrando que as exportações de junho do Mar Negro subiram para seu nível mais alto desde maio de 2019. Segundo a Gazprom, no início de 2022, 60% do petróleo russo estava sendo exportado para a Europa, mas agora cerca de 50% tem sido direcionado para a Ásia (ainda que negociados com desconto).

A Alemanha eleva seu alerta de emergência de gás após cortes no fornecimento russo. A maior economia da Europa elevou o nível de risco em seu plano nacional de emergência de gás para o segundo patamar mais alto, o que significa que o país reativará usinas a carvão e reforçará o monitoramento do mercado. Ao aumentar a geração de eletricidade a partir de usinas térmicas a carvão (nota: 15% da eletricidade da Alemanha é gerada a partir do gás natural), a Alemanha poderia poupar gás natural e repor os seus estoques para a próxima temporada de inverno, quando a demanda é criticamente alta para aquecimento residencial. A economia alemã é altamente dependente do gás natural, mais difícil de se substituir do que o carvão e o petróleo russos. Estes últimos deverão ter importações reduzidos a zero até o final de 2022.

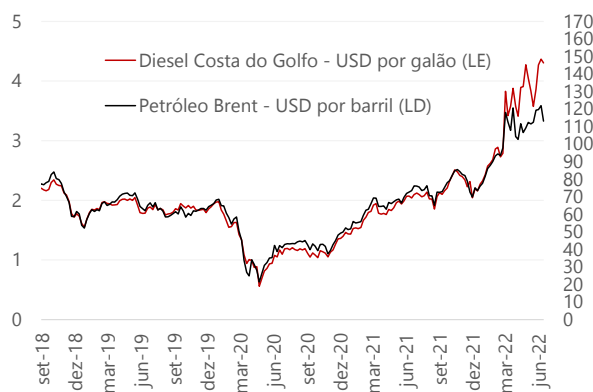
Os metais básicos também continuam em trajetória de queda, em meio a preocupações com a demanda. Com as expectativas de uma postura mais agressiva do Federal Reserve e maiores preocupações com a demanda global à medida que os temores de uma recessão aumentam, a queda nos preços foi mais uma vez generalizada: na semana, o minério de ferro caiu cerca de 5%, com cobre -10%, alumínio -1%, zinco -2%, níquel -5% e estanho -16%. As promessas de autoridades da China para atingir as metas de crescimento econômico no ano forneceram algum suporte aos metais, mas os mercados ainda veem o país asiático lutando contra infecções por COVID-19, levando ao prolongamento de restrições que atrasam o processo de reabertura.

Figura 8 – Índice de *commodities* da Bloomberg



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 9 – Preços de petróleo e derivados



Fontes: Bloomberg, Santander.



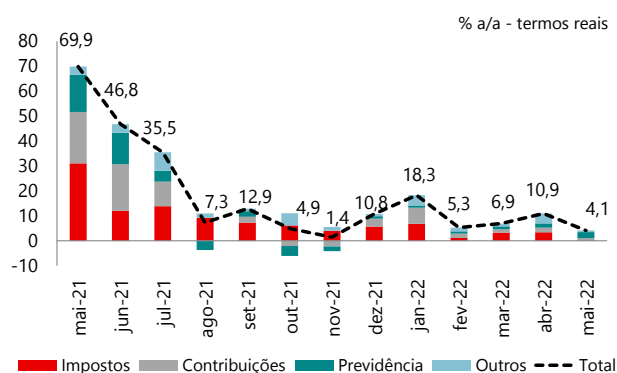
POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

A arrecadação federal registrou desempenho positivo em maio, particularmente impulsionada pelas receitas tributárias baseadas na renda do trabalho. Em 23 de junho, a Receita Federal divulgou os dados de maio, e o resultado (R\$ 165,3 bilhões) ficou próximo da nossa projeção (R\$ 165,4 bilhões). A receita cresceu 4,1% a/a em termos reais, maior nível histórico para o mês. No ano, o crescimento é de 9,7%. O destaque do mês foi o aumento da receita relacionada ao mercado de trabalho. Em maio, observamos um aumento de 9,4% a/a na receita previdenciária, devido ao aumento da massa salarial. No ano, a arrecadação de rendimentos do trabalho subiu 7,3% a/a e a receita previdenciária aumentou 5,7% a/a. Nos próximos meses, embora continuemos acreditando em resultados positivos para a arrecadação, esperamos um arrefecimento no 2S22 em meio à desaceleração da atividade ampla. Além disso, as medidas de estímulo fiscal em discussão podem reduzir nossa projeção (já consideramos um total de R\$ 65 bilhões de desonerações). Projetamos crescimento real da arrecadação de 2% este ano.

O governo e o parlamento buscam alterar a PEC 16/22 – focada originalmente na contenção de preços dos combustíveis – para incluir um auxílio mensal temporário aos caminhoneiros, e elevar os pagamentos do Auxílio Brasil e do vale gás para famílias de baixa renda. Pelo terceiro ano consecutivo se discute/aprova uma emenda constitucional para aumentar o estímulo fiscal, gerando gastos acima do limite imposto pelo teto constitucional. O debate atual é abandonar a ideia de uma compensação proposta aos estados para reduzir o ICMS abaixo do teto de 17-18% sobre bens essenciais (com custo total estimado em R\$ 29,6 bilhões). Isso seria feito em troca de um auxílio temporário para 700-800 mil caminhoneiros (custo: R\$ 4 bilhões), além de outras iniciativas, tais como: i) dobrar o auxílio gás (custo anual: R\$ 2 bilhões) e ii) introduzir um complemento temporário ao Auxílio Brasil de R\$ 200 por mês. Atualmente, o orçamento do Auxílio Brasil é de R\$ 89 bilhões, atingindo cerca 18 milhões de famílias com um benefício mensal em torno de R\$ 400. Cerca de 3 milhões de famílias estão na fila para aderir ao programa. Considerando esse complemento, a proposta é atingir o valor do benefício de R\$ 600, igual ao introduzido no Auxílio Emergencial nos primeiros meses da pandemia (na época, o benefício atingia ~39 milhões de famílias). A equipe econômica deseja limitar o impacto fiscal da PEC em R\$ 50 bilhões, mas o *timing* e o tamanho do impacto ainda não estão claros, com as negociações parlamentares ainda em andamento. Essas discussões implicam riscos baixistas para nossa projeção de superávit primário de R\$ 35 bilhões para o setor público em 2022. [Veja detalhes no link.](#)

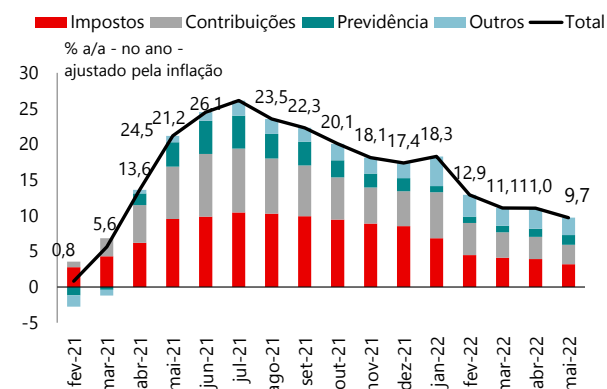
A próxima semana está repleta de publicações de política fiscal. No dia 28 de junho (terça), o Tesouro Nacional divulgará o Relatório Mensal da Dívida de maio. No dia 29 de junho (quarta-feira), a autoridade divulga o resultado primário do governo central em maio: esperamos um déficit de R\$ 30,8 bilhões. No dia 30 de junho (quinta-feira), o BCB divulgará o resultado primário consolidado do setor público; projetamos déficit de R\$ 23,9 bilhões. [Para detalhes sobre o cenário fiscal do Santander, veja o nosso chartbook³.](#)

Figura 10 – Arrecadação federal - mensal



Fontes: Receita Federal do Brasil, Santander.

Figura 11 – Arrecadação federal – no ano



Fontes: Receita Federal do Brasil, Santander.

² 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>

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



POLÍTICA MONETÁRIA

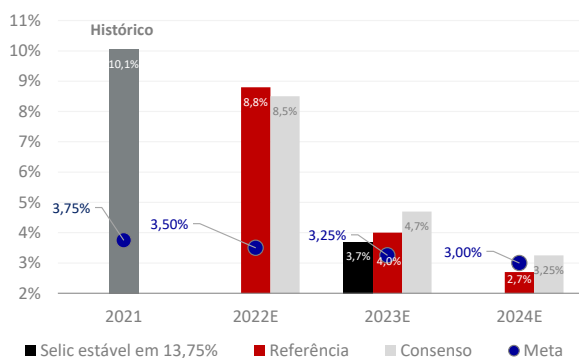
Nessa semana, o Banco Central do Brasil (BCB) aproveitou ocasiões como a ata do Copom (terça-feira, 21 de junho) e a entrevista coletiva (quinta-feira, 23 de junho) para explicar seu plano de voo.

A estratégia do BCB inclui: (i) taxa Selic terminal acima do patamar de 13,25% utilizado no cenário de referência; e (ii) “manutenção da taxa de juros em território significativamente contracionista por um período mais prolongado que o utilizado no cenário de referência”. A autoridade monetária reconhece a necessidade de uma postura mais contracionista do que a trajetória utilizada na projeção do IPCA no cenário de referência. Os números ilustram o raciocínio do BCB: no cenário de referência, o BCB estima IPCA 2023 em 4,0%, assumindo Selic em 13,25% para o fim de 2022 e 10,00% para o fim de 2023. Na coletiva, o BCB mostrou que uma simulação com Selic estável em 13,25% para todo o período relevante levaria a uma estimativa de IPCA de 3,7% para 2023. Com base nestes e em nossos cálculos, concluímos que, visto de hoje, o BCB pode ter a crença de que uma taxa terminal de 13,75% neste ciclo seria suficiente para a convergência da inflação no horizonte relevante. Essa conclusão também segue a indicação do BCB de que busca uma convergência a inflação para “o redor da meta”, linguagem que, segundo a autoridade, reflete a incerteza acima do usual. De fato, os membros do Copom destacam que a intenção é levar o IPCA (projetado) para abaixo de 4% para 2023. A autoridade também buscou esclarecer que a transparência em revelar explicitamente sua estratégia (ou seja, juro mais alto por mais tempo) não deve ser confundida com a adoção de um *forward guidance*. Portanto, o BCB parece buscar alguma flexibilidade para adaptar sua estratégia caso grandes choques mudem materialmente as perspectivas inflacionárias, em um ambiente de incerteza maior que o normal.

Continuamos a ver o BCB mais inclinado a seguir uma estratégia de suavização da taxa de juros à frente, o que significa evitar um pico mais acentuado para a Selic neste ciclo, mas mantendo o juro básico em nível mais alto por mais tempo. Naturalmente, essa estratégia estará sob constante avaliação nas próximas semanas, podendo eventualmente ser reconsiderada (ou recalibrada) a depender do comportamento de variáveis-chave, principalmente as expectativas de inflação para 2023. Em suma, acreditamos que os eventos da semana reforçam a probabilidade de uma Selic terminal de 13,75% (ou seja, movimento de 0,50 p.p. em agosto) e elevam nossa percepção de riscos altistas para as projeções de Selic dos analistas para 2023. Naturalmente, identificamos riscos de alta para nossa própria projeção de taxas de juros de 13,50% para o fim de 2022 e 10,50% para o fim de 2023. Esse viés é ainda maior para nossa perspectiva de médio prazo.

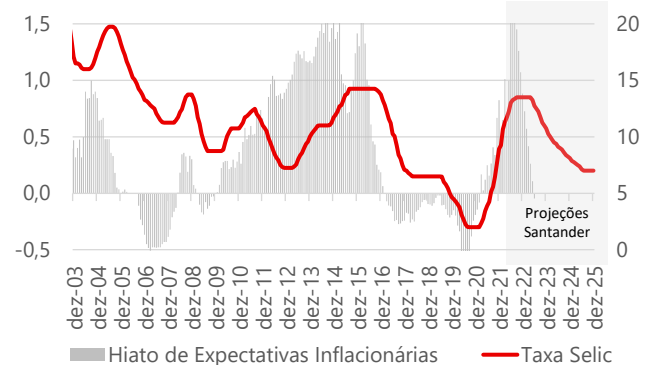
Por fim, o CMN (Conselho Monetário Nacional) anunciou a meta de inflação (IPCA) para 2025, fixando o centro em 3,0% (com tolerância de +/-1,5 p.p.), de forma similar ao ano de 2024. Acreditamos ser bem-vinda a manutenção da meta de inflação no nível de economias pares na América Latina (Chile, México, Colômbia). Embora a adoção de uma meta baixa (viável) seja condição necessária para um ambiente de inflação baixa, entendemos que esta não é uma condição suficiente. Desta forma, continuamos acreditando que, à despeito dos relevantes esforços do Banco Central, a contribuição da política fiscal será fundamental para se atingir as metas inflacionárias no longo prazo. [Veja detalhes no link.](#)

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



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

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



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

⁴ Santander Brasil: “Copom Minutes: Going for the Smoothing Strategy?” – (21/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-min-jun22>



INFLAÇÃO

O IPCA-15 de junho registrou variação de 0,69% m/m, em linha com nossa projeção (0,70%) e com o consenso de mercado (0,67%). Com este resultado, a tendência sequencial permaneceu em patamar amplamente desfavorável (15% mm3m-a.s.a.). Em doze meses, o IPCA desacelerou de 12,2% para 12,0%, o que reforça nossa visão de que maio provavelmente foi o pico da inflação do IPCA neste ciclo. Contudo, a composição inflacionária segue bastante adversa, sinalizando um processo lento de desinflação adiante.

Em relação as nossas projeções, as surpresas baixistas vieram de alimentação no domicílio (-8 p.b.) e de preços administrados (-5 p.b.), enquanto serviços (+13 p.b.) veio acima da nossa projeção e bens industriais veio em linha. Em termos tendenciais, bens industriais desaceleraram de 17,2% para 14,7% mm3m-a.s.a.. – a leitura do núcleo também caiu de 18,5% para 15,6% mm3m-a.s.a.. Olhando para os itens individuais, no entanto, a composição dos bens industriais não foi tão animadora: enquanto perfumes (item extremamente volátil) surpreenderam para baixo, veículos novos (item extremamente cíclico) surpreenderam para cima.

Nos serviços, a tendência continuou acelerando, atingindo 13,6% mm3m-a.s.a. (antes: 10,8%) -. O núcleo também acelerou de 10,2% para 11,6% mm3m-a.s.a.. Parte da surpresa altista não é tão relevante, vindo de passagens aéreas, item extremamente volátil; mas também houve surpresas altistas em itens mais preocupantes (inerciais), tais como: aluguéis, seguro de veículo, conserto de automóvel.

Em termos qualitativos a leitura permaneceu bastante desfavorável, embora algumas medidas de núcleo que dão mais peso para bens industriais tenham tido um pequeno alívio. De qualquer forma, a média das principais medidas de núcleo acelerou de 12,8% para 13,2% mm3m-a.s.a.. O índice de difusão teve algum alívio, chegando a 73,6% a.s. (antes: 76,9%) – mas ainda segue em patamar bastante elevado, revelando uma forte disseminação inflacionária.

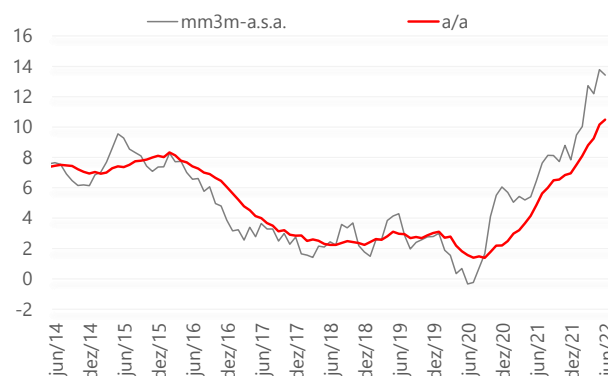
Em suma, acreditamos que os dados reforçam nossa visão de que a inflação fez o pico em termos anuais, mas a composição permanece bastante desfavorável, sugerindo riscos altistas adiante. As medidas de redução de impostos são um grande risco baixista no curto prazo (2022) e um risco altista para o médio prazo (2023), o que torna as perspectivas de inflação ainda mais incertas.

Figura 14 – Detalhes do IPCA-15 (%)

	m/m			a/a	
	jun/22	Santander	Desv.	mai/22	jun/22
IPCA-15	0,69	0,70	-0,01	12,2	12,0
Administrados	0,86	1,04	-0,05	13,1	12,2
Livres	0,63	0,57	0,04	11,9	12,0
Alim. no dom.	0,08	0,61	-0,08	16,8	16,7
Industriais	0,65	0,66	0,00	14,4	14,0
Serviços	0,86	0,49	0,13	8,2	8,8
Núcleo EX3	0,89	0,86	0,01	10,2	10,5

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

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



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

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



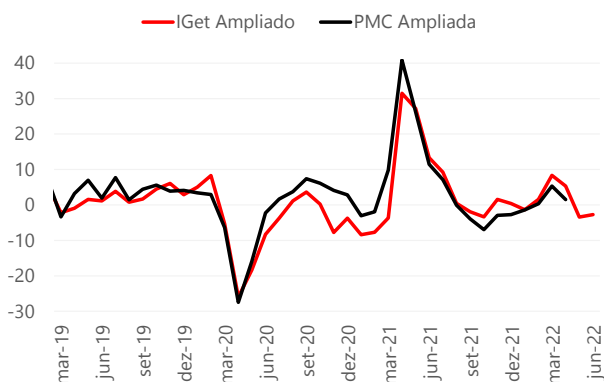
ATIVIDADE ECONÔMICA

Dados proprietários apontam para certo enfraquecimento do setor terciário em junho, mas com resultado ainda forte no 2T22. De acordo com dados preliminares da primeira quinzena de junho, o varejo ampliado e os serviços às famílias mostraram retração no mês, embora seguem firmes no trimestre. Com base nos nossos indicadores proprietários (família IGet), nosso *tracking* aponta para retração de 1,4% m/m no varejo amplo e queda de 0,6% m/m nos serviços às famílias. Se confirmados tais resultados, o varejo ampliado encerraria o 2T22 com crescimento de +1,5% t/t, enquanto os serviços às famílias encerrariam o 2T22 com expansão de 2,9% t/t. Tais resultados reforçam o cenário de fortalecimento do consumo das famílias no período. Nosso *tracking* para o crescimento do PIB no 2T22 está em +0,4% t/t, o que implica um sólido 1S22. Entretanto, esperamos um menor dinamismo da economia no 2S22, à medida que os efeitos de uma política monetária restritiva comecem a se materializar. [Veja detalhes no link](#).

Os dados de maio do mercado de trabalho serão divulgados na próxima semana. Na quinta-feira (30 de junho), o IBGE divulga a PNAD: estimamos uma taxa de desemprego de 9,9%, equivalente a uma queda de 0,5 p.p. para 9,6% em nossa série com ajuste sazonal. Este será o menor nível de desocupação desde dezembro de 2015. Ainda na quinta-feira, o Ministério do Trabalho divulgará os dados do CAGED. Nossa estimativa para a criação de empregos formais é de +175 mil. De acordo com nosso ajuste sazonal preliminar, o resultado é equivalente a uma aceleração para +153 mil vagas líquidas (abril: +132 mil).

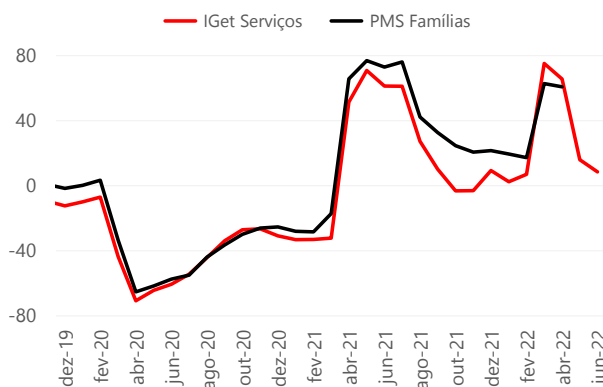
A FGV divulgará o último conjunto de dados de confiança econômica para junho: a sondagem industrial será disponibilizada na próxima terça-feira (28 de junho), enquanto os dados do setor terciário serão divulgados na quarta-feira (29 de junho). [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, veja o nosso último *chartbook*](#)⁶.

Figura 16 – IGet x Varejo ampliado (n.s.a., a/a%)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 17 – IGet x Serviços às famílias (n.s.a., a/a%)



Fontes: IBGE, Santander.

⁵ Santander Brazil Economic Activity: “IGet: Serviços enfraquecem em junho” – (20/jun/2022) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGETser-p-jun22>

Santander Brazil Economic Activity: “IGet: Varejo enfraquece em junho” – (23/jun/2022) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGET-p-jun22>

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

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

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



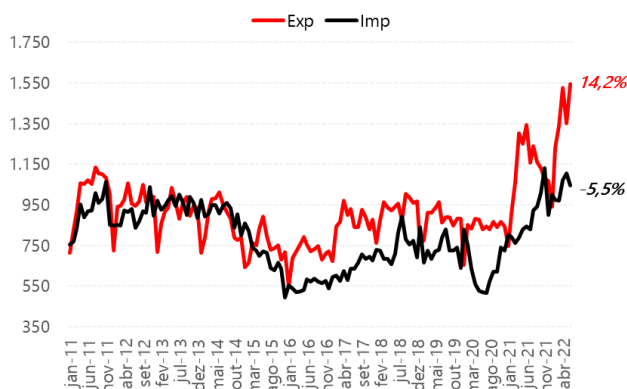
SETOR EXTERNO

Estimamos que a balança comercial de junho deverá mostrar superávit de US\$ 10,4 bilhões na próxima sexta-feira (1º de julho), mesmo nível visto há um ano – o que manterá o superávit comercial em doze meses em US\$ 60,0 bilhões, caso nossa projeção seja confirmada. Este resultado é consistente com uma robusta tendência anualizada (ajustado para sazonalidade) de US\$ 100,2 bilhões, reforçando nossa expectativa por um novo recorde comercial em 2022: projetamos superávit de US\$ 70,3 bilhões para este ano frente a US\$ 61,4 bilhões em 2021.

Dados preliminares fornecidos pela Secretaria de Comércio Exterior até a terceira semana deste mês reforçam nossa percepção de que a recente robustez das importações estava relacionada à normalização de operações atrasadas por conta da greve em algumas áreas do serviço público. Segundo nossos cálculos, a média diária das importações ajustadas por sazonalidade deverá registrar queda de 5,5% m/m e encerrar a sequência de dois meses com expansão. Por outro lado, projetamos que a média diária das exportações cresça 14,2% m/m na esteira de preços favoráveis e maiores volumes de itens como proteínas animais, óleos e minério de ferro.

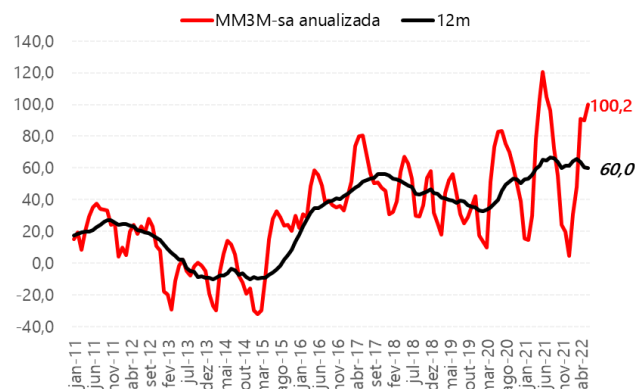
Em suma, nossa expectativa é de manutenção de um pano de fundo construtivo para exportações, derivado de preços favoráveis e demanda forte por *commodities*, aliado à uma futura acomodação das importações, também por conta de uma desaceleração da economia brasileira no 2S22. Acreditamos que os dados de comércio exterior de junho serão um passo nessa direção.

Figura 18 – Balança comercial (US\$ milhões / dia útil, sa)



Fontes: SECINT, Santander.

Figura 19 – Balança comercial (US\$ bilhões)



Fontes: SECINT, Santander.



CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

Brazil Macro Research

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