

## MEDINDO O “PULSO” DA ATIVIDADE ECONÔMICA

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

- A condução da política monetária nas economias desenvolvidas – principalmente nos EUA e na Zona do Euro – assim como as duras medidas de combate à pandemia na China, seguem como principais fatores de preocupação nos mercados internacionais, gerando volatilidade nos preços dos ativos. Na próxima semana, a cidade de Xangai deve acelerar o processo de reabertura, e o governo chinês deve intensificar as medidas para estimular a economia, o que pode ajudar a atenuar as preocupações de mercado quanto às perspectivas para a atividade econômica mundial.
- Na semana móvel encerrada em 26 de maio, o real esteve mais uma vez no topo da lista dos melhores desempenhos dentro da cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo, tendo sido favorecido recentemente por um dólar globalmente mais fraco, dada a natureza do real de *beta* elevado (i.e., moeda que amplifica os movimentos externos). A taxa de câmbio fechou o período cotada a R\$4,77/US\$ (valorização de 3,3%), com ajuda adicional dos preços das *commodities* e sinais de avanço no programa de privatização de estatais federais – suscitando expectativas de vultosos fluxos cambiais à frente.
- A curva local de juros ficou praticamente inalterada na semana móvel encerrada em 26 de maio frente à semana anterior, com o impacto de dados adversos de inflação sendo compensado por discussões no Congresso Nacional acerca de medidas para (temporariamente) conter a inflação, por meio de desonerações tributárias para alguns produtos/serviços considerados “essenciais”. Um pequeno rali nos juros americanos também favoreceu a parte mais longa da estrutura a termo dos juros nominais no Brasil.
- Os preços das *commodities* registraram ganhos por mais uma semana, ainda impulsionados pelo complexo energético. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional recuou 1,7% no período, por conta do fortalecimento do real. Em dólares, o índice subiu 1,6%, com o Subíndice de Agricultura caindo 0,9%, o de Energia subindo 5,1% e Metais Industriais recuando 1,4%.
- O Ministério da Economia publicou a segunda revisão orçamentária bimestral para 2022, estimando um déficit fiscal primário de R\$ 65,9 bilhões, praticamente inalterado em relação à revisão de março, em que pesou relevantes mudanças nas expectativas de receitas e despesas. A arrecadação federal continuou apresentando um desempenho sólido em abril, com um aumento de 11% a/a, impulsionado principalmente pelos preços mais altos do petróleo. Na terça-feira (31 de maio), o Banco Central do Brasil (BCB) divulgará os números fiscais do setor público de abril, e estimamos um superávit primário (forte, mas sazonal) em torno de R\$ 40 bilhões.
- O IPCA-15 de maio (prévia para o índice oficial de inflação) registrou variação de 0,59% m/m, acima da nossa projeção e do consenso de mercado (ambas em 0,45%). Em doze meses, o índice acelerou para 12,2%, patamar que deverá constituir o pico inflacionário neste ciclo. Com a tendência dos núcleos de inflação rodando próximo de 13% em termos anualizados, e com o índice de difusão (que medem o espalhamento das elevações de preços) em nível recorde, esta é mais uma leitura desfavorável para a inflação, que reforça nossa visão cautelosa quanto à velocidade de desinflação adiante.



- Na quinta-feira (2 de junho), o IBGE divulgará os dados do PIB referentes ao 1T22 e esperamos um forte crescimento de 0,9% t/t. Se confirmada nossa projeção, este resultado implicaria um carregamento estatístico (*carryover*) de 1,2% para o ano de 2022, posicionando a economia 1,4% acima do patamar pré-pandemia (4T19). Na segunda-feira (30 de maio), o Ministério do Trabalho divulgará os dados do CAGED de abril (divulgação adiada nesta semana). Nossa estimativa com ajuste sazonal é de +183 mil (março: +232 mil). Na terça-feira (31 de maio), será divulgada a PNAD de abril: estimamos queda de 0,1 p.p., para 10,8%, em nossa série de taxa de desemprego nacional com ajuste sazonal. Por fim, o IBGE divulgará na sexta-feira (3 de junho) a produção industrial de abril, e projetamos uma estabilidade em termos sequenciais (0.0% m/m).
- Na próxima quarta-feira (1 de junho), esperamos que a balança comercial de maio revele um superávit de US\$ 3,8 bilhões. Trata-se de um resultado relativamente fraco: por exemplo, o superávit comercial em maio de 2021 foi de US\$ 8,5 bilhões. O resultado do mês irá refletir um bom crescimento das importações (2,8% m/m-sa) e uma forte queda das exportações (-14,7% m/m-sa). Acreditamos que esta última vem na esteira de fatores temporários, como um gargalo logístico de curto prazo.

\*\*\* **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 26 de maio 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 (30/mai – 03/jun)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
Z. Euro: Indicador de Confiança	EC	mai/22	Seg, 30-mai	104,9	105
<b>China: PMI Industrial Oficial (pontos)</b>	<b>NBS</b>	<b>mai/22</b>	<b>Seg, 30-mai</b>	<b>49,0</b>	<b>47,4</b>
China: PMI Serviços Oficial (pontos)	NBS	mai/22	Seg, 30-mai	45,0	41,9
<b>Z. Euro: Núcleo CPI (%a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>mai/22(p)</b>	<b>Ter, 31-mai</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>
EUA: Confiança Econômica (pontos)	C.Board	mai/22	Ter, 31-mai	103,5	107,3
China: Sondagem PMI Industrial (pontos)	Caixin	mai/22	Ter, 31-mai	49,5	46
Z. Euro: Taxa de Desemprego (%PEA)	Eurostat	abr/22	Qua, 01-jun	6,8	6,8
<b>EUA: ISM Industrial</b>	<b>ISM</b>	<b>mai/22</b>	<b>Qua, 01-jun</b>	<b>54,5</b>	<b>55,4</b>
<b>EUA: Abertura de Postos de Trabalho (milhões)</b>	<b>BLS</b>	<b>abr/22</b>	<b>Qua, 01-jun</b>	<b>11,4</b>	<b>11,5</b>
<b>Z. Euro: PPI (% a/a)</b>	<b>Eurostat</b>	<b>abr/22</b>	<b>Qui, 02-jun</b>	<b>38,6</b>	<b>36,8</b>
EUA: Emprego no Setor Privado (mil)	ADP	mai/22	Qui, 02-jun	300	247
Z. Euro: Vendas no Varejo (% a/a)	Eurostat	abr/22	Sex, 03-jun	5,4	0,8
<b>EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)</b>	<b>BLS</b>	<b>mai/22</b>	<b>Sex, 03-jun</b>	<b>325</b>	<b>428</b>
<b>EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)</b>	<b>BLS</b>	<b>mai/22</b>	<b>Sex, 03-jun</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
<b>EUA: Ganho Médio por Hora (% a/a)</b>	<b>BLS</b>	<b>mai/22</b>	<b>Sex, 03-jun</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>
<b>EUA: Taxa de Participação (% PEA)</b>	<b>BLS</b>	<b>mai/22</b>	<b>Sex, 03-jun</b>	<b>62,3</b>	<b>62,2</b>
EUA: ISM Serviços	ISM	mai/22	Sex, 03-jun	56,5	57,1

Fonte: Santander, Bloomberg.

Nota: Última atualização por volta das 13:45 da sexta-feira, 27 de maio.


**Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (30/mai – 03/jun)**

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
<b>Empregos Formais (milhares)</b>	<b>CAGED</b>	<b>abr/22</b>	<b>Seg, 30-mai</b>	<b>276</b>	<b>136</b>
<b>Empregos Formais (milhares, a.s.)</b>	<b>CAGED</b>	<b>abr/22</b>	<b>Seg, 30-mai</b>	<b>183</b>	<b>232</b>
IGP-M (% m/m)	FGV	mai/22	Seg, 30-mai	0,29	1,40
IGP-M (% a/a)	FGV	mai/22	Seg, 30-mai	10,5	14,7
Confiança dos Serviços (índice)	FGV	mai/22	Seg, 30-mai	-	96,2
Confiança do Comércio (índice)	FGV	mai/22	Seg, 30-mai	-	78,6
Dívida Líquida - Setor Público (% PIB)	BCB	abr/22	Ter, 31-mai	57,4	58,2
Resultado Primário - Setor Público (R\$ bi)	BCB	abr/22	Ter, 31-mai	40,0	4,3
<b>Taxa de Desemprego (% PEA)</b>	<b>IBGE</b>	<b>abr/22</b>	<b>Ter, 31-mai</b>	<b>11,0</b>	<b>11,1</b>
<b>Taxa de Desemprego (% PEA, a.s.)</b>	<b>IBGE</b>	<b>abr/22</b>	<b>Ter, 31-mai</b>	<b>10,8</b>	<b>10,9</b>
Balança comercial (US\$ bi)	SECINT	mai/22	Qua, 01-jun	3,8	8,2
Confiança Empresarial (índice)	FGV	mai/22	Qua, 01-jun	-	85,9
<b>PIB (% t/t)</b>	<b>IBGE</b>	<b>1T22</b>	<b>Qui, 02-jun</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>
<b>PIB (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>1T22</b>	<b>Qui, 02-jun</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
<b>PIB acumulado em 4 trimestres</b>	<b>IBGE</b>	<b>1T22</b>	<b>Qui, 02-jun</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>
<b>Produção Industrial (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>abr/22</b>	<b>Sex, 03-jun</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>
<b>Produção Industrial (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>abr/22</b>	<b>Sex, 03-jun</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,1</b>
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	abr/22	01 a 02-jun	-	147,2
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BCB	mar/22	n.d.*	-	0,34
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	mar/22	n.d.*	-	0,66
Relatório de Crédito Bancário	BCB	mar/22	n.d.*	-	471,1
Transações Correntes (US\$ bi)	BCB	mar/22	n.d.*	-	-2,4
Investimento Direto no País (US\$ bi)	BCB	mar/22	n.d.*	-	11,8
Resultado Primário – Gov. Central (R\$ bi)	STN	abr/22	n.d.*	29,0	-6,3

\* 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 atualização de cenário<sup>1</sup>.**

<sup>1</sup> Santander Brasil – Atualização de Cenário– “Surfando a onda (estendida) das commodities” – (14/abr/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-abr22>


**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 foco da semana seguiu na condução monetária nas economias desenvolvidas.** Nos EUA, foi publicada a ata da última decisão do Federal Reserve (banco central norte-americano). O comunicado reforçou a sinalização do Fed para as próximas duas reuniões – dois novos aumentos de 0,50 p.p., deixando os ajustes seguintes em aberto e dependentes da evolução dos dados.

**Na área do Euro, membros do Banco Central Europeu (BCE) se manifestaram em diversas ocasiões, sinalizando um aperto futuro nas condições monetárias.** A presidente do BCE, Cristine Lagarde, publicou um texto sinalizando intenção de elevar a taxa de juros em julho, e de encerrar o período de taxas de depósito em território negativo em setembro.

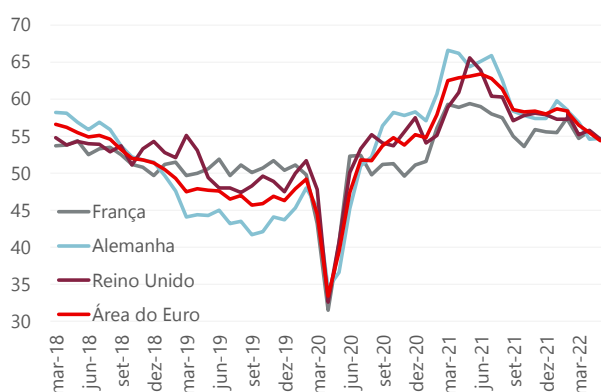
**Na China, o governo segue comprometido com a política de zero-covid.** Os focos são em Xangai, onde a situação está melhorando, e em Pequim, que já observa estabilidade no número de casos. As medidas restritivas em Xangai já observam algum afrouxamento, que deve se acelerar em junho. Importante notar que o governo chinês vem sinalizando a introdução de novos estímulos à economia, especialmente pelas vias fiscal e creditícia.

**No calendário econômico, as sondagens empresariais PMIs de maio na área do euro desaceleraram mais do que o esperado, embora permaneçam em níveis elevados,** com o componente industrial ficando em 54,4 pontos, e o indicador de serviços ficando em 56,3 (resultados acima de 50 pontos indicam expansão). Nos EUA, os números de inflação (*PCE core*) de abril vieram em linha com as expectativas, com o núcleo desacelerando para 4,9% a/a (anterior: 5,2%). Grande parte da desaceleração observada se dá por conta de efeitos base (i.e., forte e atípica pressão inflacionária um ano antes).

**Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas tiveram alta significativa, com exceção da bolsa de Xangai.** As taxas de juros norte-americanas tiveram fechamento em todos os vértices da curva, mas principalmente nos mais curtos, e o dólar se enfraqueceu diante das moedas de países de G10. Esta movimentação de mercado reflete dados divulgados desta semana (como as vendas de novas casas em abril) que apontam para um arrefecimento futuro da (atualmente sobreaquecida) demanda doméstica na maior economia do mundo.

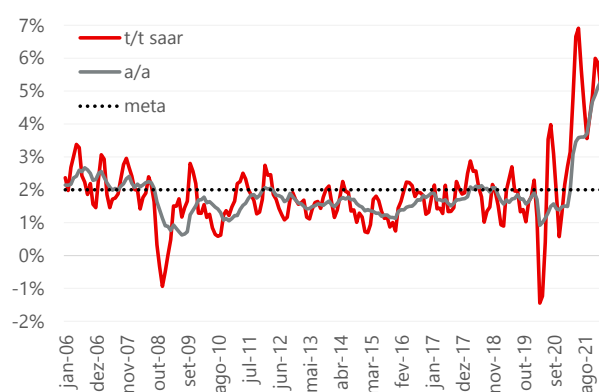
**Na próxima semana, serão divulgados os números de mercado de trabalho nos EUA, e o foco estará principalmente na evolução dos salários.** Na área do euro serão publicados os dados de inflação de abril, que devem seguir acelerando. Por fim, na China, teremos a divulgação dos dados das sondagens empresariais (PMI) de maio, que devem seguir em território contracionista.

Figura 4 – Europa: PMI industrial (pontos)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – EUA: Núcleo do PCE (% a/a)



Fontes: Bloomberg, Santander.



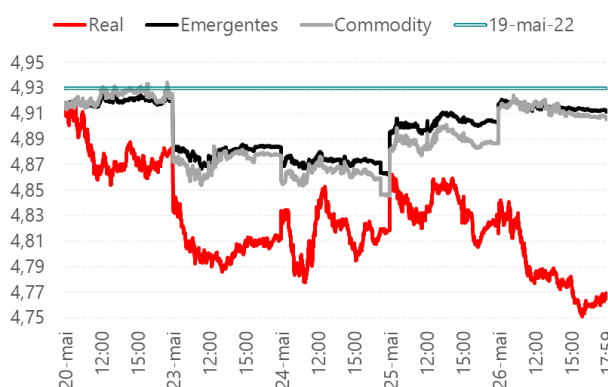
## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na semana móvel encerrada em 26 de maio, o real esteve mais uma vez entre os melhores desempenhos da cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo, refletindo principalmente o enfraquecimento global do USD. A taxa de câmbio encerrou o período cotada a R\$4,77/US\$ (valorização de 3,3%). Os mercados temem e debatem a possibilidade de uma desaceleração econômica mundial mais intensa devido ao agravamento da situação pandêmica na China (especialmente no contexto de sua política de “zero Covid”). Nesta semana, evidências adicionais de desaceleração da economia dos EUA à frente abriram caminho para o enfraquecimento do dólar, favorecendo especialmente as moedas de *beta* elevado (i.e., que flutuam com maior intensidade frente às condições de mercado), como o real brasileiro. Além disso, os preços de *commodities* seguiram em alta e também ajudaram o real a se fortalecer. Notícias de que o processo de privatização de uma empresa estatal federal poderá avançar nos próximos dias também reforçaram as expectativas de vultosos fluxos cambiais no curto prazo, contribuindo também para o desempenho positivo do real. Apesar destes fatores positivos no curto prazo, continuamos vendo espaço limitado para valorização adicional do real na esteira de incertezas tanto no âmbito doméstico quanto no âmbito internacional, particularmente no que concerne ao aperto monetário do Fed e o decorrente fortalecimento do dólar.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros local pouco se moveu na semana, seguindo notícias ambíguas (ou seja, em ambas as direções) para a inflação nestes últimos dias. Desde a última quinta-feira (19 de maio), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em jan/24) caiu 7 p.b., para 12,80%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em jan/27) também caiu 7 p.b., para 11,91%. A inclinação da curva neste segmento caiu 1 p.b., aumentando a inversão para -89 p.b. A ponta curta da curva se deslocou fortemente pra cima (*sell-off*) no início da semana em virtude de números ruins de inflação (veja detalhes na seção “Inflação”). Poucos dias depois, a curva se deslocou para baixo (rali) com discussões no Congresso Nacional sobre cortes de impostos destinados a conter preços de combustíveis, energia e outros, o que poderia reduzir a inflação no curto prazo (veja detalhes na seção “Política Fiscal”). Quanto à precificação dos próximos passos da política monetária, outra alta de 50 p.b. continua sendo o cenário mais provável para a reunião do Copom de junho, com a precificação do mercado de opções apontando para 62% de probabilidade – em linha com nossa expectativa. Para a reunião do Copom de agosto, a estabilidade na Selic é vista como o resultado mais provável (47%), mas o mercado ainda vê chances de altas de 25 p.b. (15% de probabilidade) e 50 p.b. (30% de probabilidade). Na ponta longa, apesar do risco fiscal crescente relacionado a possíveis cortes de impostos, a curva de juros doméstica se moveu muito pouco, possivelmente refletindo o rali (de curto prazo) dos juros mais longos nos EUA. Continuamos acreditando que o BCB está próximo do fim do ciclo de alta de juros e que o IPCA está próximo do pico em termos anuais, de forma que antevemos uma maior inclinação da curva de juros local, em função destes fatores.

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

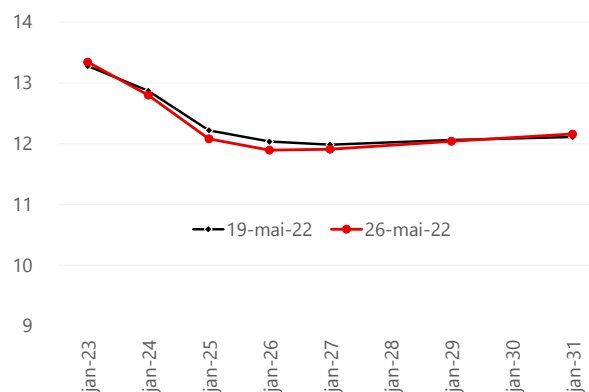


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 26/mai/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, 26/mai/2022.



## COMMODITIES

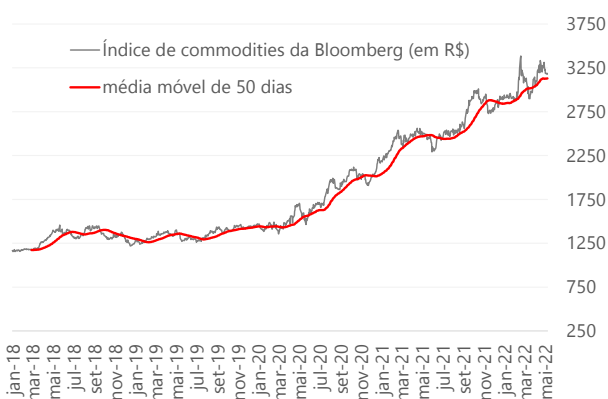
Os preços das *commodities* registraram ganhos por mais uma semana, ainda impulsionados pelo complexo de energia. O índice agregado de *commodities* da Bloomberg em moeda nacional recuou 1,7% no período, por conta da alta do real. Em dólares, o índice subiu 1,6%, com o Subíndice de Agricultura caindo 0,9%, o Subíndice de Energia subindo 5,1% e o Subíndice de Metais Industriais caindo 1,4%.

O preço do petróleo Brent subiu para US\$ 117/barril com os estoques dos EUA apertados no início do verão. Os estoques de petróleo e gasolina dos EUA continuam caindo em um momento em que as refinarias geralmente reabastecem seus estoques para se preparar para a maior demanda resultante da temporada de verão. Após a invasão da Ucrânia pela Rússia, as exportações de combustíveis russos para a UE têm diminuído, enquanto as exportações dos EUA para o bloco têm aumentado. É importante ressaltar que os *lockdowns* na China têm prejudicado a demanda, mas esperamos que as restrições atualmente em vigor nas principais cidades sejam gradualmente retiradas, gerando um impulso para o consumo.

**Brasil observa risco de escassez de diesel, alimentado pela escassez global de derivados do petróleo.** Segundo fontes da imprensa<sup>2</sup>, o país poderá enfrentar riscos de uma escassez de diesel no 3T22 (dada a maior demanda para transporte da safra para os portos do país), o que pode ser influenciado pelos preços praticados no mercado doméstico. Os importadores têm tido dificuldades para obter diesel importado. O Brasil importa quase 30% de sua demanda doméstica por diesel, dos quais 80% vem da Costa do Golfo dos EUA. Um cenário hipotético de escassez poderia exacerbar as pressões de inflação e uma desaceleração na atividade doméstica.

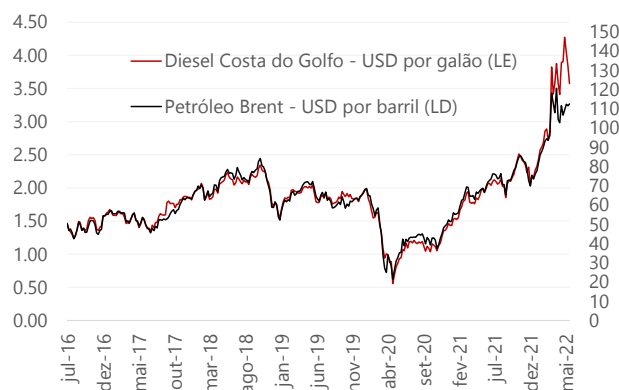
**Rússia abrirá “corredor” marítimo para embarcações da Ucrânia.** Os preços do trigo recuaram após a Rússia anunciar que abriria “corredores” para o transporte de grãos de vários portos ucranianos. Ainda assim, permanecem dúvidas, pois questões de segurança podem impedir a livre passagem de navios. Moscou tem sido alvos de críticas pois o conflito no Mar Negro tem impactado a logística da região, agravando ainda mais a crise global de alimentos. Estima-se que a Ucrânia tenha 20 milhões de toneladas de grãos armazenados em seus portos em virtude do bloqueio russo.

Figura 8 – Índice de *commodities* da Bloomberg



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 9 – Defasagem entre preços do petróleo e de derivados



Fontes: Bloomberg, Santander.

<sup>2</sup> <https://www.reuters.com/markets/commodities/exclusive-petrobras-warns-diesel-shortages-suggests-subsidies-presentation-2022-05-24/>





## POLÍTICA E LEGISLAÇÃO FISCAL

Em 20 de maio, o Ministério da Economia publicou a segunda revisão orçamentária bimestral. As projeções oficiais apontam para uma receita maior (+R\$ 49,1 bilhões, em relação à revisão de março). A alta na receita está relacionada principalmente ao aumento da arrecadação atrelada ao setor de combustíveis, em função da elevação no preço do petróleo. Por sua vez, os incentivos fiscais em nível federal estão atualmente estimados em R\$ 60,8 bilhões, o que terá impacto na trajetória das receitas. Do lado das despesas, a estimativa oficial subiu R\$ 34,9 bilhões (totalizando R\$ 1,787 bilhão ou 18,4% do PIB), impactado principalmente pelo aumento nas ações judiciais relacionadas a benefícios previdenciários (R\$ 10,6 bilhões). O Ministério da Economia também incluiu R\$ 24 bilhões em gastos discricionários pelo acordo entre a Prefeitura de São Paulo e o governo federal que encerrou a disputa pela gestão da região do Campo de Marte - esse gasto não é restrito pelo teto constitucional. Neste tema em particular, o governo congelou R\$ 8,2 bilhões (totalizando R\$ 9,9 bilhões no ano) para cumprir o teto. E a margem para cumprir a regra fiscal caiu para -R\$ 6,9 bilhões (de +R\$ 1,3 bilhão em março), não havendo assim espaço para novas despesas no orçamento de 2022. O plano de aumentar os salários dos servidores em 5% acrescentaria cerca de R\$ 8 bilhões em gastos para 2022 (já incluídos em nosso cenário), ultrapassando os R\$ 1,7 bilhão orçados. Isso significa a necessidade de mais cortes em outras despesas para acomodar o aumento salarial, caso seja concedido a partir de julho. Em relação aos precatórios, o governo deverá pagar um total de R\$ 62 bilhões (de R\$ 89 bilhões), com R\$ 12,2 bilhões não sujeitos ao teto de gastos. Assim, ainda há mais de R\$ 20 bilhões que precisarão ser pagos via cancelamentos de dívidas ou adiados para 2023. Ao final, a projeção oficial para o déficit primário do governo central caiu para R\$ 65,5 bilhões (0,7% do PIB), de R\$ 66,9 bilhões em março. Acreditamos que o governo não deve enfrentar dificuldades para cumprir a meta primária deste ano (déficit de R\$ 170,4 bilhões ou 1,7% do PIB). Projetamos um déficit do governo central de R\$ 45 bilhões para 2022 (0,5% do PIB), com viés de alta em torno desta projeção. **A arrecadação federal apresentou novo desempenho positivo em abril, impulsionado pela alta dos preços do petróleo.** Em 26 de maio, a Receita Federal divulgou os dados de abril e o resultado (R\$ 195,1 bilhões) ficou próximo da nossa projeção (R\$ 194,4 bilhões). A receita aumentou 10,9% a/a em termos reais, maior resultado para o mês. No ano, o resultado também é o mais forte desde 1995. O desempenho foi impulsionado por maiores receitas relacionadas ao petróleo, com royalties crescendo 47% a/a em termos reais. Para os próximos meses, embora sigamos esperando resultados positivos para a arrecadação, vislumbramos uma desaceleração da atividade econômica, especialmente após o 2S22, o que pode levar a um arrefecimento do crescimento da receita do governo. Os números mais altos de inflação e o novo pico de *commodities* continuam a implicar em riscos de alta para nossas estimativas. Projetamos que a arrecadação tenha alta de 1,5% a/a em termos reais em 2022.

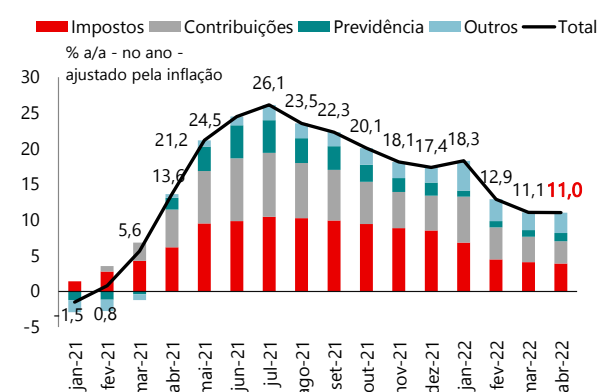
A divulgação dos resultados do governo central de abril foi adiada devido à paralisação das atividades do Tesouro Nacional e ainda não há nova data para divulgação. Projetamos um superávit primário sazonal de R\$ 29 bilhões, impulsionado pelas receitas do petróleo. **Apesar da greve, o Banco Central confirmou para a próxima terça-feira (31 de maio) a divulgação dos dados fiscais do setor público de abril: estimamos um superávit primário (forte mas sazonal) de R\$ 40 bilhões.**

Figura 10 – Revisão orçamentária bimestral

R\$ bilhões	Orçamento (LOA)	Revisão Mar-22	Revisão Mai-22
<b>Receita Bruta Total</b>	<b>2.030,5</b>	<b>2.118,0</b>	<b>2.167</b>
Receita Administrada pela RFB	1.288,9	1.285,6	1.332
Arrecadação Líquida para o RGPS	499,4	527,3	532
Receitas Não Administradas pela RFB	242,3	305,1	304
Transferências a E&M	386,4	431,9	445
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.644,1</b>	<b>1.686,1</b>	<b>1.722</b>
<b>Despesa Primária</b>	<b>1.720,3</b>	<b>1.753,0</b>	<b>1.787,9</b>
Benefícios previdenciários	777,7	778,1	788,7
Pessoal e encargos sociais	336,1	338,6	341,3
Outras despesas obrigatórias	252,5	282,0	244,6
Obrigatórias com controle de fluxo	223,2	223,1	223,2
Discricionárias	130,8	131,3	155,2
<b>Resultado Primário Gov. Central</b>	<b>-76,2</b>	<b>-66,9</b>	<b>-65,5</b>
<b>% PIB</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-0,7%</b>

Fontes: Ministério da Economia, Santander.

Figura 11 – Arrecadação federal



Fontes: Receita Federal, Santander.



## INFLAÇÃO

O IPCA-15 de maio registrou variação de **0,59% m/m**, acima da nossa projeção do consenso de mercado (**0,45%**). Em termos anuais, o índice acelerou para 12,2%, patamar que imaginamos ser o pico da inflação neste ciclo.

As principais surpresas altistas em relação à nossa projeção vieram de serviços (+8 p.b.) e bens industriais (+3 p.b.). Mais especificamente, os serviços relacionados à atividade econômica subiram 1,1% m/m (contra 0,5% estimado), enquanto os serviços relacionados a salários aumentaram 0,7% m/m (contra 0,3% estimado). Além disso, bens industriais subiram 1,6% m/m (contra 1,5% estimado), com “automóvel novo” e “automóvel usado” surpreendendo para cima, cada um contribuindo com +1 p.b. para o erro da nossa projeção. Os preços administrados também vieram acima da nossa projeção, impulsionados pelo aumento de 1,2% m/m de gasolina (contra 0,5% estimado).

Mais uma vez, as medidas subjacentes vieram em patamares desfavoráveis. Em termos tendenciais, a média das principais medidas de núcleo acelerou de 11,9% para 13,1% mm3m-s.a. anualizado, atingindo um novo recorde. Quanto ao índice de difusão, atingiu 77,3% (dados dessazonalizados), também um novo recorde e evidenciando que a inflação segue se espalhando.

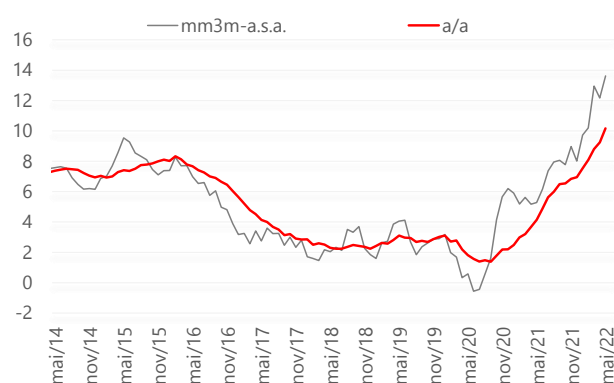
Em suma, esta é mais uma leitura desfavorável para a inflação, que reforça nossa visão cautelosa quanto ao cenário prospectivo. Por ora, mantemos nossa visão de que este deve ser o pico do IPCA em termos anuais neste ciclo. Indicadores antecedentes de inflação de alta frequência apontam algum alívio à frente. No entanto, o ritmo de desaceleração deve ser lento, uma vez que o nível e a composição da inflação devem continuar sendo uma fonte de preocupação. O último choque dos preços das *commodities* segue como um risco, mantendo o viés de alta para o fim do ano. O *tracking* do IPCA 2022 agora se encontra em 9,5% (de 9,2% anteriormente). Também revisamos o *tracking* do IPCA 2023 para 5,3% (de 4,8%), devido aos efeitos inerciais. [Veja detalhes no link<sup>3</sup>](#).

Figura 12 – Detalhes do IPCA-15 (%)

	m/m			a/a	
	mai/22	Santander	Desv. abr/22	abr/22	mai/22
<b>IPCA-15</b>	<b>0,59</b>	<b>0,45</b>	<b>0,14</b>	<b>12,1</b>	<b>12,2</b>
Administrados	-1,44	-1,68	0,06	15,0	13,1
Livres	1,34	1,23	0,08	11,1	11,9
Alim. no dom.	1,71	1,89	-0,03	16,1	16,8
Industriais	1,62	1,49	0,03	14,2	14,4
Serviços	1,00	0,76	0,08	6,9	8,2
<b>Núcleo EX3</b>	<b>1,30</b>	<b>1,05</b>	<b>0,09</b>	<b>9,6</b>	<b>10,2</b>

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 13 – Núcleo IPCA-15 EX3 (subjacentes\*)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: O núcleo IPCA-15 EX3 inclui bens industriais e serviços subjacentes.

<sup>3</sup> Santander Brazil Inflation: “May’s IPCA-15: A Print with No Silver Lining” – (25/mai/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-IPCA15-mai22>



## ATIVIDADE ECONÔMICA

**Expectativas positivas para o PIB no 1T22.** Revisamos nossa projeção de crescimento do PIB para +0,9% t/t (antes: +0,5%) à luz das surpresas positivas observadas nas divulgações de atividade. Pelo lado da oferta, esperamos crescimento generalizado nos três setores, algo não observado desde o 1T21. Esperamos a continuação da recuperação dos serviços (+0,7% t/t), refletindo principalmente o processo de consolidação da reabertura da economia (embora o surto da variante Ômicron tenha atrasado esse processo). Também esperamos a primeira contribuição positiva da indústria (+0,9% t/t) desde o 1T21, que se soma ao crescimento da agropecuária (+0,6% t/t). Pela ótica da demanda, a absorção doméstica deve continuar a se fortalecer: esperamos crescimento do consumo das famílias (+0,8% t/t) e dos investimentos (+1,0% t/t), além de uma alta no consumo do governo (+0,5% t/t). Esperamos também uma contribuição positiva da demanda externa, com o crescimento das exportações (+6,4% t/t) mais do que compensando a alta nas importações (+1,0% t/t). Se confirmada nossa projeção, este resultado implicaria em um carregamento estatístico (*carryover*) de +1,2% para 2022, e posicionaria a economia 1,4% acima do patamar pré-pandemia (4T19). Além disso, este resultado não apenas reforça a nossa expectativa de crescimento econômico resiliente em 2022, mas também implica relevantes riscos altistas para a nossa projeção de 0,7%. Para 2023, projetamos contração de 0,3%, com riscos baixistas. O resultado oficial será divulgado pelo IBGE na quinta-feira (2 de junho). [Veja detalhes no link<sup>4</sup>.](#)

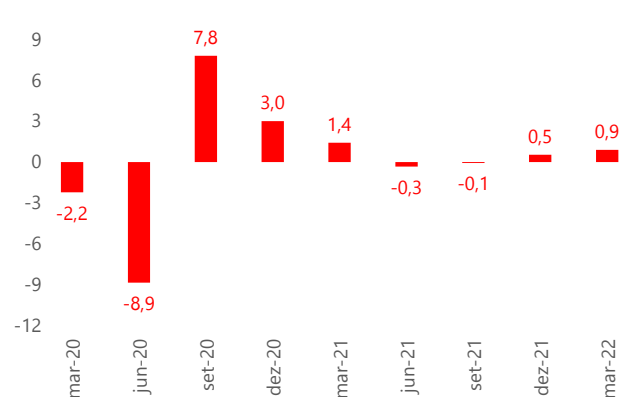
**Na próxima semana, teremos as primeiras divulgações de atividade econômica e mercado de trabalho para o 2T22.** Na segunda-feira (30 de maio), o Ministério do Trabalho divulgará os dados do CAGED de abril (que foi adiado nesta semana). Nossa estimativa é de +276 mil, equivalente a +183 mil de acordo com nosso ajuste sazonal preliminar (março: +232 mil). Na terça-feira (31 de maio), será divulgada a PNAD de abril: estimamos uma taxa de desemprego de 11,0% sem ajuste sazonal, o que implica 0,1 p.p. de queda, para 10,8%, em nossa série com ajuste sazonal. O IBGE também divulgará a produção industrial para abril na sexta-feira (3 de junho), e esperamos uma leitura estável em bases sequenciais (0.0% m/m).

Figura 14 – Projeção de crescimento do PIB

	Pesos	1T21		1T21E	
		% a/a	% t/t	% a/a	% t/t
<b>PIB</b>	<b>100%</b>	<b>1,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>
<b>Oferta</b>					
Agricultura	7%	-0,8	5,8	-5,6	0,6
Indústria	19%	-1,3	-1,2	-0,3	0,9
Serviços	59%	3,3	0,5	3,0	0,7
<b>Demanda</b>					
Consumo	61%	2,1	0,7	2,4	0,8
Governo	19%	2,8	0,8	4,2	0,5
FBKF	19%	3,4	0,4	-1,0	1,0
Exportações	20%	3,3	-2,4	10,0	6,4
Importações	-19%	3,7	0,5	-1,8	1,0

Fontes: IBGE, Santander.

Figura 15 – Crescimento do PIB (% t/t)\*



Fontes: IBGE, Santander. \* Expectativas para o 1T22.

<sup>4</sup> Santander Brazil Economic Activity: “Positive Expectations for GDP Growth in 1Q22” – (24/mai/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-GDP-p-1Q22>



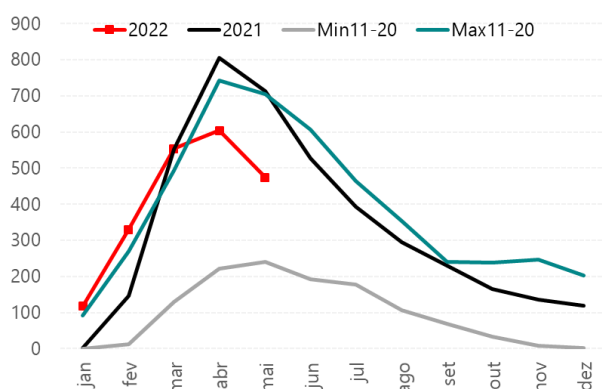
## BALANÇO DE PAGAMENTOS

**Projetamos que o superávit comercial de maio tenha sido de US\$ 3,8 bilhões frente a US\$ 8,5 bilhões um ano antes. Caso nossa projeção se concretize, o superávit acumulado em 12 meses cairá abaixo do patamar de US\$ 60 bilhões pela primeira vez desde abril de 2021. Embora abaixo do esperado, avaliamos que o resultado deve ser visto com alguma reserva, dado que nos parece estar atrelado a gargalos logísticos temporários que impactaram itens importantes da pauta de exportações. Em resumo, seguimos projetando um novo saldo comercial recorde em 2022.**

Apesar dos diversos sinais de forte demanda por *commodities* em todo o planeta (e preços mais elevados) – especialmente alimentos e petróleo – quando avaliamos os dados preliminares do volume de exportações brasileiras destes produtos em maio, parece-nos estranho notar fortes quedas frente ao ano anterior. De acordo com os números da Secretaria de Comércio Exterior, o volume médio diário de exportações de soja até o dia 22 de maio está 33,5% abaixo do nível observado há um ano, enquanto a mesma comparação mostra o volume médio diário de óleos rodando 31,1% abaixo do patamar visto em maio de 2021. No geral, projetamos que as exportações recuem 14,7% m/m-sa neste mês e avaliamos que estes fracos desempenhos podem estar relacionados com gargalos logísticos que esperamos serem resolvidos em breve.

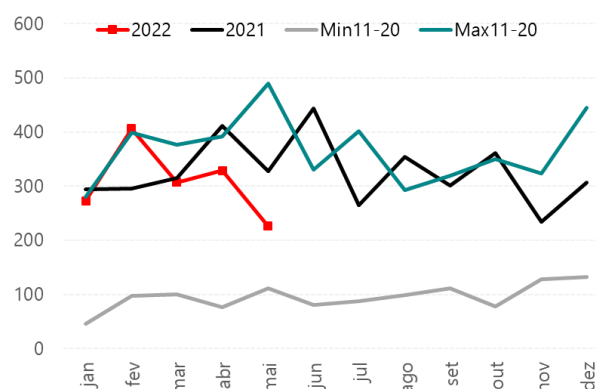
Com relação às importações, projetamos elevação de 2,8% m/m-sa, que será a segunda alta consecutiva, se nossa projeção se concretizar. O resultado poderá reforçar a percepção atual de que a recuperação econômica brasileira nos meses iniciais de 2022 tem sido mais intensa do que se esperava. Não obstante, continuamos antecipando uma importante desaceleração econômica, especialmente no 2S22, quando os efeitos defasados das altas de juros tornar-se-ão mais visíveis, impactando as importações.

**Figura 16 – Exportações de soja (kiloton/dia útil)**



Fontes: SECINT, Santander.

**Figura 17 – Exportações de óleos (kiloton/dia útil)**



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*	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

### 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.