

ATIVOS LOCAIS IMPULSIONADOS PELO FED, À ESPERA DE SINAIS DO COPOM

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

- O foco segue na condução da política monetária nas economias desenvolvidas e no esperado impacto na atividade econômica. Nos EUA, o *Federal Reserve* subiu os juros em 75 p.b., levando para o nível neutro (2,50%) e sinalizando que os próximos passos dependerão da evolução dos dados. Do lado da atividade, uma nova contração do PIB norte-americano no 2T22 liga o alerta para a possibilidade de uma recessão, mas que não deve ocorrer ainda este ano, em nossa visão.
- Na semana móvel encerrada em 28 de julho (quinta-feira), a moeda nacional apreciou, com desempenho superior aos principais pares. Isso ocorreu em meio a um clima favorável para a tomada de risco (*risk-on*) nos mercados globais, com percepções de um tom mais suave do que o esperado por parte do *Federal Reserve* na reunião do FOMC desta semana. A recuperação dos preços das *commodities* – em parte relacionada ao “alívio do Fed”, em parte relacionada a fatores idiossincráticos – contribuiu adicionalmente para esse quadro. De forma geral, acreditamos que a moeda brasileira voltou a exibir seu padrão de beta elevado (i.e., se movendo mais intensamente que as condições de mercado, em ambas as direções), com o real apreciando ~6% na semana, e atingindo o nível mais forte neste mês (R\$ 5,18/US\$).
- O aumento do apetite por risco por parte dos investidores globais também repercutiu no mercado de renda fixa nacional, com as taxas nominais recuperando-se parcialmente do *sell-off* das últimas semanas. A estrutura a termo observou um forte achatamento, com as taxas no segmento intermediário e de longo prazo na curva mostrando recuo de 50-70 p.b. na semana.
- Os preços das *commodities* subiram pela segunda semana consecutiva, impulsionados por eventos macroeconômicos (em particular, percepções de um tom menos contracionista do Fed) e fundamentos idiossincráticos. O Índice de Commodities da Bloomberg medido em dólares subiu 3,8% na semana encerrada em 28 de julho. Em reais, o índice caiu 2,1%, dada a forte valorização da moeda nacional na semana. A média móvel de 50 dias dos preços das *commodities* em moeda local caiu 2,4% em relação ao pico observado no final de junho. No ano, esse indicador ainda mostra alta de ~10%, indicando efeitos limitados, por ora, de uma deflação de custos.
- O Ministério da Economia divulgou nessa semana os detalhes da terceira revisão orçamentária bimestral para 2022, projetando um déficit primário de R\$ 59,4 bilhões, pouco alterado em relação à revisão de maio apesar das fortes revisões nas receitas e despesas para o ano. Em junho, as reservas de liquidez do Tesouro Nacional aumentaram na esteira de menores resgates e recursos extraordinários. Por sua vez, o governo central registrou superávit primário de R\$ 14,4 bilhões em junho, o melhor resultado para o mês desde 2011, impulsionado principalmente pelas receitas atípicas no mês (privatização da Eletrobrás e dividendos do BNDES).
- Com base nos dados do CAGED de junho, estimamos uma geração de empregos formais com ajuste sazonal de 253 mil, levando a média móvel de três meses para ~215 mil, patamar muito acima do nível “neutro” para a taxa de desemprego (~100 mil). O volume de contratações aumentou 0,2% m/m, e as demissões diminuíram 0,4% m/m. Com base na PNAD, do IBGE, estimamos que a taxa de desemprego dessazonalizada de junho ficou em 9,1%, queda de 0,4 p.p. em relação a maio, e o menor nível desde agosto de 2015. Mantemos nossa visão de um mercado de trabalho sobreaquecido, dadas nossas estimativas de desemprego estrutural em 10-11%. Na terça-feira (2 de agosto), a produção industrial de junho será divulgada, e esperamos uma alta de 0,4% m/m.



- Com forte influência das desonerações tributárias sobre os custos de energia, o IPCA-15 de julho registrou variação de 0,13% m/m, em linha com a nossa projeção (0,11%) e um pouco abaixo do consenso de mercado (0,16%). Com este resultado, a tendência sequencial do índice cheio teve algum alívio, recuando a 8,3% mm3m-a.s.a. (antes: 14,5%). Na comparação anual, o IPCA recuou para 11,4%, reforçando nossa visão, pelo menos em termos de inflação cheia, de que o pico desse ciclo já foi observado. No entanto, a composição inflacionária segue preocupante. Para o médio prazo, continuamos cautelosos com o ritmo de desinflação, dada a reversão esperada de alguns cortes de impostos (principalmente sobre a gasolina) em 2023, o superaquecimento do mercado de trabalho e os efeitos da recente rodada de estímulos fiscais. Atualizamos nosso *tracking* para o IPCA 2022 para 7,7% (antes: 7,9%), mas mantivemos nossa estimativa para o IPCA 2023 inalterada em 5,7% (centro da meta: 3,25%; banda superior: 4,75%).
- O Copom - Comitê de Política Monetária do Banco Central - se reúne na próxima semana e anuncia decisão de política monetária na quarta-feira (3 de agosto). Para essa reunião, estamos alinhados ao consenso de mercado, que antevê uma nova alta na taxa Selic (a décima segunda neste ciclo) de 50 p.b., chegando a 13,75%. Na parte mais interessante do comunicado, contudo, acreditamos que o BCB poderá sinalizar um novo aumento de juros (de magnitude flexível, 25 ou 50 p.b.) para o Copom de setembro. Esta é uma visão fora de consenso, por ora. A nosso ver, a deterioração das perspectivas inflacionárias (na esteira de novos estímulos fiscais, mercado de trabalho superaquecido e expectativas de inflação em ascensão) exigirá dose adicional de aperto monetário para o BCB atingir seu objetivo de trazer a inflação projetada para 2023 em torno da meta de 3,25%.

*** **Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 28 de julho 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/jul – 05/ago)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: PMI Industrial Oficial (pontos)	NBS	jul/22	Sab, 30-jul	50,3	50,2
China: Sondagem PMI Industrial (pontos)	Caixin	jul/22	Dom, 31-jul	51,5	51,7
Z. Euro: Taxa de Desemprego (%PEA)	Eurostat	jun/22	Seg, 01-ago	6,6	6,6
EUA: Sondagem ISM Industrial	ISM	jul/22	Seg, 01-ago	52,0	53,0
EUA: Abertura de Postos de Trabalho (milhões)	BLS	jul/22	Ter, 02-ago	11,0	11,2
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	jul/22	Ter, 02-ago	54,0	54,5
Z. Euro: PPI (% a/a)	Eurostat	jun/22	Qua, 03-ago	35,7	36,3
Z. Euro: Vendas no Varejo (% a/a)	Eurostat	jun/22	Qua, 03-ago	0,0	0,2
EUA: Sondagem ISM Serviços	ISM	jul/22	Qua, 03-ago	54,0	55,3
EUA: Balança Comercial (USD bi)	C.Bureau	jun/22	Qui, 04-ago	-80,1	-85,5
EUA: Geração de Emprego Líquido (mil)	BLS	jul/22	Sex, 05-ago	250,0	372,0
EUA: Taxa de Desemprego (% PEA)	BLS	jul/22	Sex, 05-ago	3,6	3,6
EUA: Ganho Médio por Hora (% a/a)	BLS	jul/22	Sex, 05-ago	4,9	5,1
EUA: Taxa de Participação (% PEA)	BLS	jul/22	Sex, 05-ago	62,2	62,2

Fonte: Santander, Bloomberg.

* Projeção Santander Brasil

Nota: Última atualização por volta das 15:30 da sexta-feira, 29 de julho.


Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (01/ago – 05/ago)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Balança comercial (US\$ bi)	SECINT	jul/22	Seg, 01-ago	-	8,8
Produção Industrial (% m/m)	IBGE	jun/22	Ter, 02-ago	0,4	0,3
Produção Industrial (% a/a)	IBGE	jun/22	Ter, 02-ago	0,8	0,5
Copom - Taxa Selic (%)	BCB	ago/22	Qua, 03-ago	13,75	13,25
IGP-DI (% m/m)	FGV	jul/22	Sex, 05-ago	-0,27	0,62
IGP-DI (% a/a)	FGV	jul/22	Sex, 05-ago	-9,24	11,12
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	jul/22	01 a 03-ago	-	178,1
Produção de veículos (milhares)	Anfavea	jul/22	04 a 05-ago	-	203,6

Fonte: Santander, Bloomberg.

Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de atualização de cenário¹.

¹ Santander Brasil – Atualização de Cenário– “Atividade melhor no curto prazo, juros (ainda) mais altos por mais tempo” – (14/jul/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-jul22>


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 Banco Central norte-americano (*Federal Reserve*) voltou a subir a taxa de juros, com mais uma alta de 75 p.b., em linha com as comunicações prévias. Os juros encontram-se atualmente em 2,5%, que é a taxa neutra (estrutural) estimada pela autoridade. Em discurso após a decisão, o presidente do Fed Jerome Powell sinalizou que os próximos passos estão em aberto e que as decisões serão tomadas reunião a reunião, baseadas na evolução dos dados. Powell reforçou a sinalização dada pelo “gráfico de pontos” (*dot plot*) da decisão de junho, que apontam para juros em 3,4% ao fim de 2022 e 3,8% ao fim de 2023.

Ainda nos EUA, o PIB do 2T22 ficou em -0.9% t/t a.s.a., representando a segunda contração trimestral sequencial consecutiva, caracterizando assim a chamada “recessão técnica”. No entanto, acreditamos que ainda é prematuro falar em recessão, uma vez que a demanda doméstica segue resiliente e que o mercado de trabalho permanece robusto. É provável que o NBER (organização privada dos EUA dedicada a estudos econômicos, que data as recessões norte-americanas) não considere as condições macro neste 1S22 como um quadro recessivo.

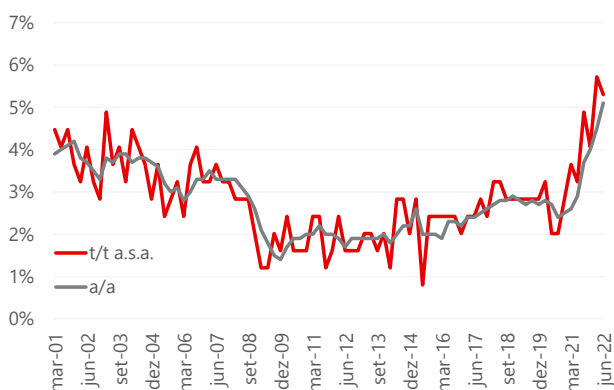
Na área do Euro, a questão do fornecimento de gás natural voltou a preocupar, com a Rússia anunciando um novo corte para 20% da capacidade do gasoduto Nord Stream 1 (vinha operando em 40% da capacidade). A empresa Russa, Gazprom, alega questões técnicas, mas o receio é que o corte se agrave e vire definitivo, em meio a sanções econômicas adotadas após o início da guerra na Ucrânia. Com isso, países europeus acordaram uma redução de 15% no consumo de gás natural nos meses à frente (antes do inverno europeu, que representa pico de demanda), o que traz desafios para a atividade econômica.

Quanto aos dados econômicos, além do PIB e da decisão de política monetária nos EUA, tivemos a divulgação do número trimestral de custo do emprego (ECI, em inglês), que é uma importante métrica de pressão salarial e que voltou a surpreender para cima, com variação anual ficando em 5,1%. Ainda nos EUA, o número de inflação (PCE) também voltou a acelerar, com o núcleo subindo 4,8% a/a (antes: 4,7%). Na área do Euro, o crescimento do 2T22 desacelerou, mas ficou consideravelmente acima do esperado, subindo 0,7% t/t. A inflação (CPI) seguiu pressionada, com o índice cheio ficando em 8,9% a/a (novo recorde histórico) e com o núcleo acelerando para 4,0% a/a (nota: a meta inflacionária do BCE é de 2%).

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas encerraram a semana em alta, no contexto de percepções de um discurso menos contracionista (*hawkish*) no FOMC. A curva de juros norte-americana viu forte fechamento em todos os vértices, e o dólar se enfraqueceu tanto contra moedas de países de G10 quanto contra países emergentes.

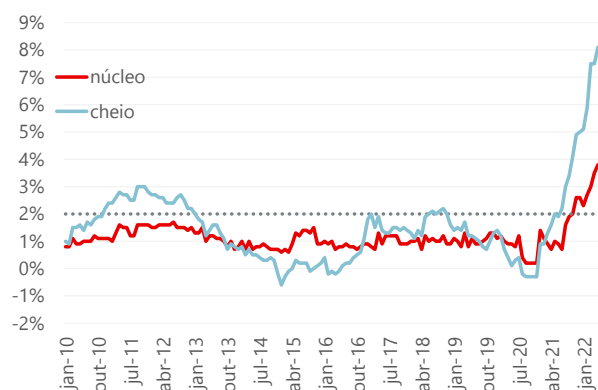
Na próxima semana teremos divulgações importante nos EUA, com foco nos números do mercado de trabalho referentes ao mês de julho. Também serão publicados os dados do ISM industrial de julho. Na China, teremos a divulgação dos PMIs oficiais para o mês de julho.

Figura 4 – EUA: Custo do Emprego



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – Z. Euro: Inflação ao consumidor



Fontes: Bloomberg, Santander.



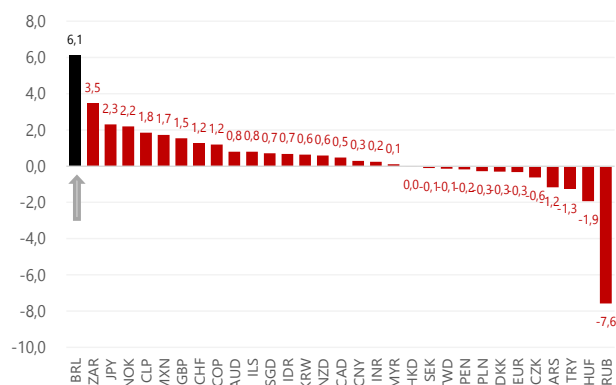
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Na semana móvel encerrada em 28 de julho (quinta-feira), a moeda nacional apreciou, com desempenho superior aos principais pares. Isso ocorreu em meio a um clima favorável para a tomada de risco (*risk-on*) nos mercados globais, com percepções de um tom mais suave do que o esperado por parte do *Federal Reserve* na reunião do FOMC desta semana. A recuperação dos preços das *commodities* – em parte relacionada ao “alívio do Fed”, em parte relacionada a fatores idiossincráticos – contribuiu adicionalmente para esse quadro. Na ausência de catalisadores domésticos de maior relevância, acreditamos que a moeda brasileira mais uma vez expôs seu padrão de beta elevado, no qual o real amplifica as flutuações das condições no mercado global. Ao final, a taxa cambial recuou para R\$ 5,18/US\$ (o que implica ganho semanal para o real de ~6% em relação ao dólar americano). O real atingiu seu nível mais forte neste mês de julho, sendo na semana a moeda com melhor desempenho em uma cesta com as 31 moedas mais líquidas do mundo. Dado o risco de pressões inflacionárias persistentes nos EUA, continuamos a identificar uma alta probabilidade de que o Fed possa ter que elevar a taxa de juros acima do apreçamento atual dos mercados (taxa terminal de ~3,25%). Assim, poderíamos estar observando nada além de um *bear-market rally* (ou seja, uma apreciação temporária nos ativos de risco), tanto aqui quanto no exterior. Adicionalmente, no lado doméstico, ainda observamos incertezas quanto aos rumos da política econômica. Dito isso, vemos espaço limitado para um fortalecimento mais intenso e sustentado do real ao longo do 2S22. Projetamos taxa de câmbio em R\$ 5,30/US\$ para o fim de 2022.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

As taxas da estrutura a termo dos juros nominais tiveram forte pressão baixista na semana, em grande parte devido a fatores globais. Desde a última quinta-feira (21 de julho), a ponta curta da curva (representada pelo futuro de DI com vencimento em jan/24) caiu 49 p.b. para 13,50%, enquanto a ponta longa da curva (representada pelo futuro de DI com vencimento em jan/27) caiu 65 p.b. para 12,76%. A inclinação da curva neste segmento caiu mais 16 p.b., aumentando a inversão para -74 p.b.. Na ponta curta, a leitura do IPCA-15 de julho ajudou (0,13% m/m), vindo um pouco abaixo do consenso e com sinais (ainda que muito) preliminares de melhora em alguns grupos, embora a composição como um todo ainda seja bastante adversa (veja detalhes na seção Inflação). Na ponta longa, o rali dos títulos mais longos do Tesouro dos EUA, após um tom visto como menos *hawkish* do que o esperado na reunião do FOMC, também contribuiu para empurrar a curva para baixo. O mercado de opções continuou precificando uma probabilidade de 90% de uma alta de 50 p.b. na reunião do Copom de agosto (em linha com o nosso cenário), mas a probabilidade implícita de estabilidade dos juros para a reunião de setembro subiu para 32% (de 26%) na semana passada. Esse rali nos juros locais pode não durar muito, dado que antevemos aperto monetário do Fed mais intenso do que o mercado espera atualmente. Além disso, acreditamos que o BCB poderá sinalizar uma nova alta para setembro. Os riscos fiscais também trazem um viés de alta para os juros nominais adiante.

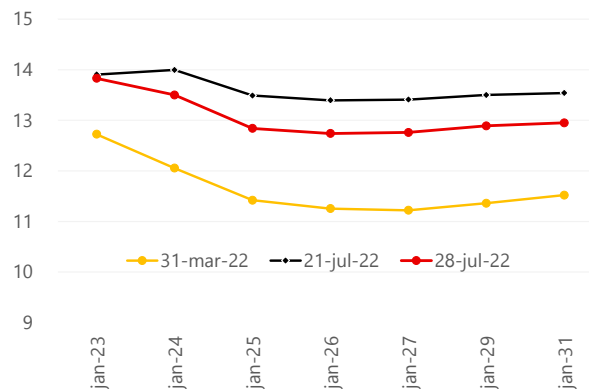
Figura 6 – Desempenho semanal das moedas



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 28/jul/2022.

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



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 28/jul/2022.



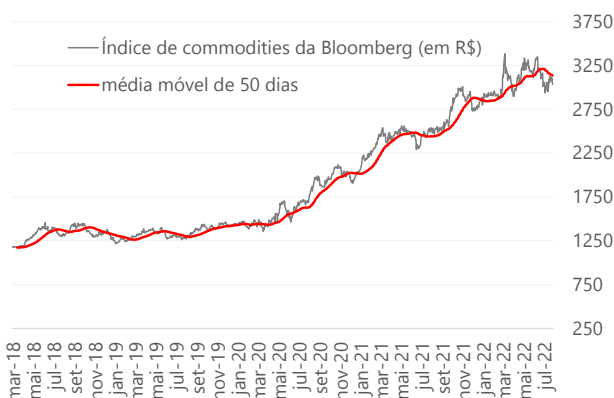
COMMODITIES

Os preços das commodities subiram pela segunda semana consecutiva, impulsionados por eventos macroeconômicos (em particular, percepções de um tom menos contracionista do Fed) e fundamentos idiossincráticos. O Índice de *Commodities* da Bloomberg medido em dólares subiu 3,8% na semana encerrada em 28 de julho. Em reais, o índice caiu 2,1%, dada a forte valorização da moeda nacional na semana. A média móvel de 50 dias² dos preços das commodities em moeda local caiu 2,4% em relação ao pico observado no final de junho. No ano, esse indicador ainda mostra alta de ~10%, indicando efeitos limitados, por ora, de uma deflação de custos.

Os preços do petróleo Brent continuam subindo, ficando acima de US\$ 107/barril. Na quarta-feira (27 de julho), os dados da EIA³ mostraram os estoques de petróleo dos EUA caindo abaixo do consenso, o que deu suporte aos preços. Já na quinta-feira (28 de julho), os preços do petróleo recuaram após os dados do PIB do 2T22 dos EUA abaixo do esperado e com os dados de demanda de gasolina nos EUA mostrando um número ainda abaixo da média de cinco anos. Na Europa, a Rússia reduziu pela metade (de 40% para 20% da capacidade total) a quantidade de fluxo de gás através do gasoduto Nord Stream 1. Permanece a incerteza se a União Europeia (UE) será capaz de repor seus estoques antes do inverno. Acreditamos que esses problemas de oferta poderão voltar a prevalecer na formação de preços nos próximos meses, levando a uma recuperação do preço do petróleo. Nossa projeção para o Brent é US\$ 115/barril para o final de 2022. **Milho e soja subiram na semana após a atualização de mapas meteorológicos mostrarem clima adverso adiante.** Em dólares, o milho (+8%) e a soja (+11%) subiram com a preocupação de que o calor excessivo e o clima seco em agosto (um mês essencial para o desenvolvimento da safra) possam prejudicar a produtividade nos EUA. As áreas de seca vêm aumentando para ambos os grãos: para o milho, chega a 30% das áreas plantadas; para a soja, 25% (esses números eram 19% e 11%, respectivamente, duas semanas atrás). Na semana passada, Rússia, Turquia e Ucrânia assinaram um acordo para retomar a exportação de grãos pelo Mar Negro. No entanto, existe o desafio de encontrar tripulação marítima disposta a trabalhar nos navios nos portos ucranianos. Acreditamos que a relação estoque-uso permanecerá em níveis historicamente baixos, e projetamos recuperação de preços no médio prazo. **O minério de ferro subiu 21% nesta semana com um maior otimismo em torno do setor imobiliário na China.** Segundo fontes da imprensa, o PBoC (BC chinês) emitirá empréstimos a juros baixos para os bancos na tentativa de dar suporte às incorporadoras a concluir seus projetos imobiliários. Além disso, o governo chinês anunciou que lançará um fundo imobiliário para ajudar o setor a lidar com a atual crise de dívida e restaurar a confiança. No lado macro, as perspectivas de um ritmo mais lento de aperto monetário pelo Fed provavelmente também contribuíram para melhorar o sentimento no mercado de metais. Os preços do minério de ferro estão agora 26% abaixo dos níveis de março e 43% abaixo do pico observado em maio de 2021. Olhando à frente, enxergamos uma recuperação dos preços de metais assim que a economia reabrir e os estímulos macro gerarem tração.

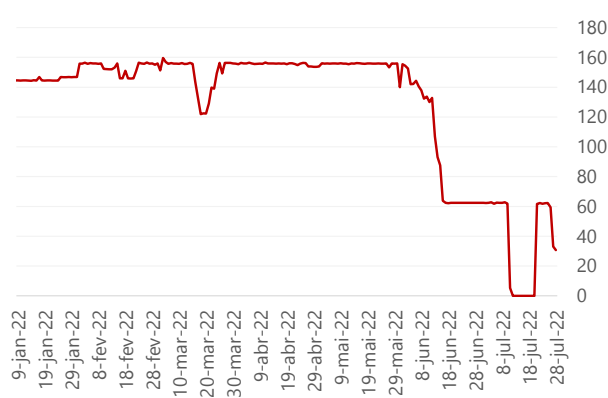
Para detalhes sobre o cenário de commodities do Santander, veja o nosso último [chartbook](#)⁴.

Figura 8 – Índice de *commodities* da Bloomberg



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 9 – Fluxo de gás: Rússia => Europa (MCM/d)



Fontes: Bloomberg, Santander.

² Uma medida mais adequada para se estimar o potencial de repasse aos preços na “economia real”.

³ Energy Information Administration, do Departamento de Energia dos Estados Unidos.

⁴ **Santander Brasil Commodities: “[Chartbook - Macro Headwinds Intensify as Imbalances Persist](#)”** – (26/jul/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-cmtdty-jul22>



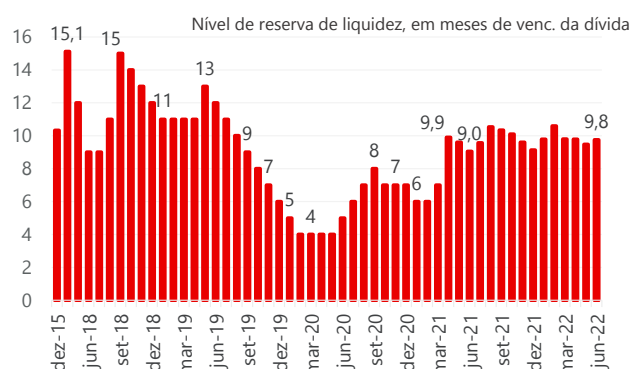
POLÍTICA FISCAL E LEGISLAÇÃO

Em 25 de julho, o Ministério da Economia detalhou sua terceira revisão orçamentária bimestral para 2022. Houve um aumento na projeção de receitas (R\$ 59 bilhões, em relação à revisão orçamentária de maio). Esse aumento na receita está relacionado principalmente a maiores receitas extraordinárias (R\$ 45 bilhões, com R\$ 26 bilhões da privatização da Eletrobras e R\$ 19 bilhões de dividendos do BNDES). Além disso, o governo congelou R\$ 2,8 bilhões em despesas (totalizando R\$ 12,7 bilhões no ano, principalmente em despesas discricionárias) para cumprir o teto de gastos, indicando uma margem fiscal apertada. Acreditamos que novas mudanças na alocação de despesas devem ser feitas ao longo do ano. A projeção oficial para o déficit primário do governo central caiu para R\$ 59,4 bilhões (0,6% do PIB), ante R\$ 65,5 bilhões em maio. Projetamos um déficit do governo central de R\$70 bilhões para 2022 (0,7% do PIB), com viés altista devido à possibilidade de maiores dividendos de empresas estatais em 2022.

Em junho, as reservas de liquidez do Tesouro Nacional aumentaram na esteira de menores resgates da dívida e fatores pontuais. Em 27 de julho, o Tesouro Nacional divulgou o Relatório Mensal da Dívida de junho. No ano, as emissões semanais de títulos são em média R\$ 21 bilhões, acima das necessidades financeiras para manter as reservas de liquidez estáveis até o final do ano (R\$ 20 bilhões, segundo nossa estimativa). O colchão de liquidez da dívida pública aumentou R\$ 113 bilhões, atingindo R\$ 1,22 trilhão, refletindo as emissões líquidas (ajudadas por um menor nível de resgates) no mês e alguns fatores pontuais: (i) repasse do lucro operacional do BCB em 2021, somando R\$ 73 bilhões; ii) a desvinculação de recursos de fundos públicos, no valor de R\$ 47 bilhões; e iii) dividendos adicionais do BNDES, no valor de R\$ 19 bilhões. O nível das reservas de liquidez do Tesouro é equivalente a cerca de 9,8 meses de vencimentos da dívida. O custo das novas emissões domésticas subiu para 12,0% a.a. de 11,7% a.a. em maio (com altas do IPCA e da Selic). Os não-residentes registraram fluxo positivo de R\$ 1,6 bilhão em junho, reduzindo o déficit total do ano para R\$ 65,7 bilhões. Mas há uma redução importante para 8,9% da participação de estrangeiros na dívida (antes 10,6% em dezembro de 2021). Em nossa visão, apesar do nível confortável de reservas de liquidez para enfrentar as incertezas de 2022, as perspectivas para a gestão da dívida continuam desafiadoras no médio prazo. Mas ainda acreditamos que o atual ciclo de altos preços das *commodities* pode ajudar a aliviar os ventos contrários no curto prazo.

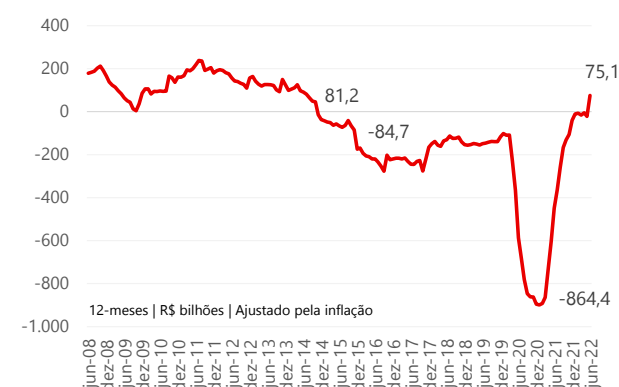
De acordo com os dados divulgados pelo Tesouro em 28 de julho, o governo central registrou superávit primário de R\$ 14,4 bilhões em junho. Foi o melhor desempenho do mês desde 2011, impulsionado por receitas extraordinárias elevadas (acima de R\$ 50 bilhões). Por seu turno, as despesas caíram 14,5% a/a em termos reais (com menores despesas extra-teto). Houve alta nas despesas discricionárias (+R\$12 bilhões) devido ao maior desembolso com emendas parlamentares, ligadas ao setor de saúde. A receita cresceu 47% a/a, principalmente devido aos impostos relacionados com o mercado de trabalho e recursos do setor petrolífero, bem como os recursos de dividendos do BNDES e da privatização da Eletrobras.

Figura 10 – Reservas de liquidez do Tesouro



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.

Figura 11 – Resultado do governo central



Fontes: Tesouro Nacional, Santander.



ATIVIDADE ECONÔMICA

O mercado de trabalho continuou superaquecido em junho. De acordo com o CAGED, a geração líquida de empregos formais no mês foi de 278 mil (consenso: 240 mil; Santander: 234 mil). Com nosso próprio ajuste sazonal, estimamos que a criação líquida de empregos formais acelerou para 253 mil (maio: 242 mil). O número de contratações aumentou 0,2% m/m, enquanto as demissões caíram 0,4% m/m. A média móvel de três meses agora aponta para um ritmo de criação de 215 mil vagas por mês (maio: 210 mil), rodando bem acima do nível “neutro” para a taxa de desemprego (que estimamos um pouco abaixo de 100 mil por mês). O ritmo atual equivale a uma taxa anualizada superior a 2,5 milhões de empregos, próximo aos números observados em 2010 (2,1 milhões) e 2021 (2,8 milhões). Naqueles anos, o mercado de trabalho estava se recuperando de choques que haviam causado perdas consideráveis de empregos (recessão de 2008-09 e pandemia de 2020).

De acordo com a PNAD, do IBGE, a taxa de desemprego ficou em 9,3% nos três meses até junho, mostrando continuidade na tendência de queda. O resultado ficou em linha com nossa estimativa e com o consenso de mercado. Calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal ficou em 9,1%, queda em relação ao patamar de maio (9,5%) e menor nível desde agosto de 2015. A taxa de participação no mercado de trabalho com ajuste sazonal ficou em 63,0% (maio: 62,8%). Os dados da PNAD são baseados em médias móveis de três meses, e estimamos que a taxa mensal de desemprego tenha sido de 9,1% (a.s.) em junho, ante 8,9% em maio, devido a variações de +0,8% e +1,0% m/m da população ocupada e da força de trabalho, respectivamente. Assim, o ligeiro aumento da taxa de desemprego na margem deveu-se a uma melhora na taxa de participação, já que a população ocupada apresentou outro resultado robusto. A massa salarial real habitual teve um ganho de +1,7% m/m em junho e agora está apenas 1,8% abaixo da marca pré-crise (fevereiro de 2020). No geral, os resultados de junho mostram que o mercado de trabalho permaneceu forte e provavelmente sobreaquecido, já que a criação de empregos segue firme e a taxa de desemprego renovou as mínimas em sete anos. Mantemos nossa expectativa de desaceleração no crescimento do emprego ao longo do 2S22, à medida que os efeitos de uma política monetária mais restritiva sobre a atividade econômica comecem a se manifestar, mas reconhecemos um viés de baixa para nossas projeções para a taxa de desemprego este ano.

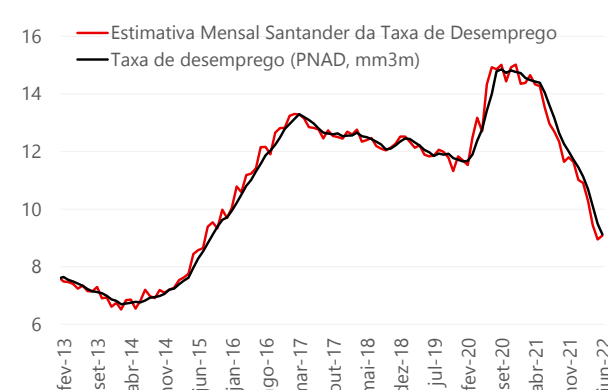
Na próxima terça-feira (2 de agosto), o IBGE divulgará a produção industrial de junho. Esperamos uma alta de 0,4% m/m. Nosso *tracking* para o PIB do 2T22 permanece em 0,8% t/t, e nossa projeção de PIB do 2022 está em +1,9% (com viés de alta). Para 2023, entretanto, esperamos retração de 0,6%. **Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, veja nossos últimos relatórios⁵.**

Figura 12 – Criação líquida de empregos (a.s.)



Fontes: Ministério do Trabalho, Santander.

Figura 13 – Taxa de desemprego (a.s.)



Fontes: IBGE, Santander.

⁵ Santander Brazil Special Report: “Nowcasting Brazilian GDP with LASSO” – (14/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-special-051622>

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 Special Report: “Resilience Factors for GDP Growth: What Has Changed Since January” – (30/jun/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-special-GDP-062922>

Santander Brazil Economic Activity: “Chartbook: Further improvements in 2022, as 2023 remains challenging” – (20/jul/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-jul22>



CRÉDITO

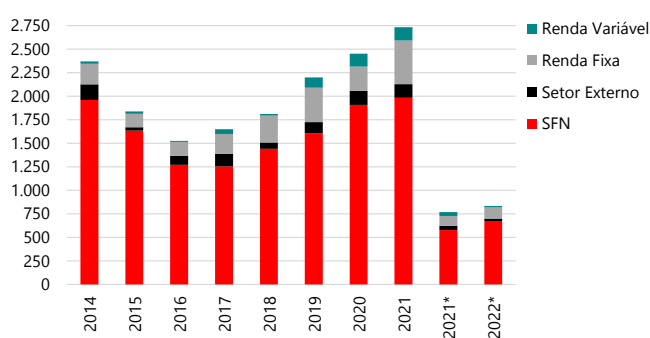
Após o fim da greve no Banco Central do Brasil, a autoridade divulgou os dados de crédito de abril. O saldo total de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) em abril apresentou crescimento real de 4,16% a/a (o menor número desde fevereiro de 2020), atingindo R\$ 4,8 trilhões. Para as famílias, o crédito aumentou 8,7% a/a; para as empresas não financeiras, queda de 1,7% a/a. A taxa de crescimento nominal do saldo total de empréstimos aumentou para 16,8%.

As concessões, ajustadas pela inflação e sazonalidade (metodologia do BCB), registraram queda de 1,2% em abril em relação a março. Para as famílias, o segmento livre apresentou aumento de 1,7% m/m-sa. Destacamos o aumento do crédito pessoal total (14,7% m/m-sa), mas os cartões de crédito apresentaram queda (-4,5% m/m-sa). No segmento direcionado, as famílias apresentaram queda de 2,3% m/m-sa. Os financiamentos imobiliários também caíram (-10,9% m/m-sa), mas o crédito rural e outros apresentaram variação positiva (6,3% m/m-sa e 2,5% m/m-sa, respectivamente). Para as empresas, houve queda de 11,9% m/m-sa em abril no segmento livre, com o capital de giro total apresentando variação negativa (-6,9% m/m-sa), a terceira queda consecutiva. O segmento direcionado também recuou, caindo 13,7% m/m-sa, com financiamento com recursos do BNDES, que também caíram 2,16% m/m-sa.

Considerando os financiamentos corporativos em termos agregados (novos empréstimos no SFN, dívidas e emissões no mercado de capitais) no acumulado do ano até abril, as emissões no mercado de capitais foram 17% menores que o mesmo período do ano anterior, com concessões do SFN crescendo 16,7%. Como resultado, o financiamento corporativo total cresceu 8,4% em relação ao mesmo período de 2021.

Ainda em relação ao crédito livre, a taxa de inadimplência ajustada sazonalmente (percentual do crédito vencido e não pago há mais de 90 dias) continuou a subir, chegando a 5,0% para as famílias (a última vez que este patamar foi visto foi em julho de 2020). Para as pessoas jurídicas, a inadimplência foi de 1,7% (estável). É importante ressaltar que, com a nova metodologia do BCB, o endividamento das famílias atingiu 52,7% em março; excluindo o financiamento imobiliário, o endividamento das famílias foi de 33,2%. Além disso, o índice de serviço da dívida atingiu 27,7% em março; excluindo financiamento imobiliário, o índice de serviço da dívida foi de 25,6%. Vemos esses números como um risco de inadimplência à medida que a economia se recupera. **Veja detalhes no [link](#).⁶ Para detalhes sobre o cenário de Crédito do Santander, veja nosso [chartbook](#)⁷.**

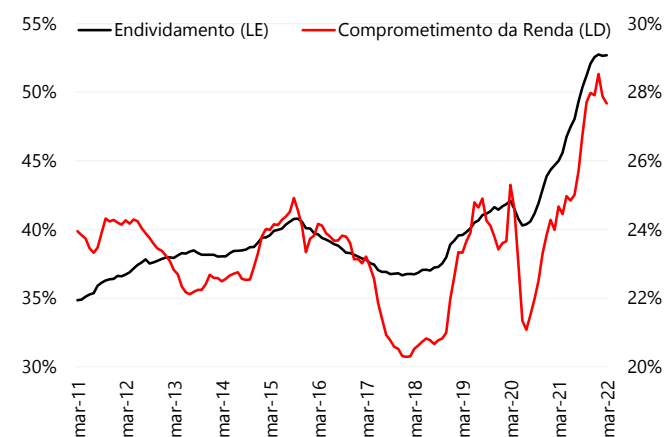
Figura 14 – Financiamento corporativo total



SFN - exclui conta garantida, cheque especial e cartão de crédito.
 Mercado externo - bonus, MTNs e securities.
 Renda Fixa - Debentures, NPs, LFs, CRAs, CRIs e FIDCs.
 Renda Variável - IPO e follow-on.

Fontes: Banco Central, Anbima, Santander.

Figura 15 – Endividamento do Consumidor



Fontes: Banco Central, Santander.

Nota: LE = lado esquerdo; LD = lado direito.

⁶ Santander Brazil Credit: “*Delinquencies Still Not Sparking a Credit Slowdown*” – (27/jul/2022) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-credit-apr22>

⁷ Santander Brazil Economic Activity - Credit: “*Chartbook: Delinquencies Still Not Sparking a Credit Slowdown*” – (28/jul/2022) – Disponível no “link” (em inglês): [https://bit.ly/ Std-chart-credit-jul22](https://bit.ly/Std-chart-credit-jul22)



INFLAÇÃO

O IPCA-15 de julho registrou variação de 0,13% m/m, em linha com a nossa projeção (0,11%) e um pouco abaixo do consenso de mercado (0,16%). Com esse resultado, a tendência sequencial do índice cheio teve certo alívio, caindo para 8,3% t/t-a.s.a. (antes: 14,5%). Em doze meses, o IPCA caiu para 11,4%, reforçando nossa visão, pelo menos em termos de inflação cheia, de que o pico desse ciclo já ficou para trás. Embora tenhamos que reconhecer que esse resultado de julho ainda é amplamente afetado por eventos temporários, notadamente os cortes de tributos (PLP18).

Comparado com nossa projeção, os serviços surpreenderam para cima principalmente porque o efeito esperado do corte de impostos para itens de comunicação ainda não apareceu nessa leitura. Ainda assim, alguns itens de serviços relacionados a salários e itens mais inerciais surpreenderam para cima, o que é preocupante. Por outro lado, bens industriais e alimentação no domicílio surpreenderam para baixo, enquanto os preços administrados ficaram em linha com nossas expectativas.

Entendemos que essa leitura foi marginalmente melhor que a do mês passado, com alguns pontos positivos: houve alívio na tendência da inflação cheia; o índice de difusão teve alívio pela segunda vez consecutiva, atingindo 71,1% (de um pico de 76,4% em maio); a média dos cinco principais núcleos teve uma pausa na tendência de alta; e bens industriais e alimentação no domicílio também apresentando queda.

É claro que muitos dos aspectos positivos de curto prazo estão relacionados às medidas de corte de impostos aprovadas pelo Congresso. Para o médio prazo, contudo, permanecemos cautelosos quanto à velocidade de desinflação, tendo em mente que certas desonerações são de caráter temporário, gerando um “efeito-rebote” nos preços no ano que vem. Além disso, de forma geral, os impulsos fiscais expansionistas para a demanda agregada (considerando adicionalmente o aumento nas transferências federais recentemente aprovado no Congresso – PEC 1/20022) podem contribuir para manter a inflação pressionada no médio prazo. Atualizamos nosso *tracking* para 7,7% para o IPCA 2022 (antes: 7,9%) e mantivemos a estimativa para o IPCA 2023 inalterado em 5,7%. **Veja detalhes no link⁸.**

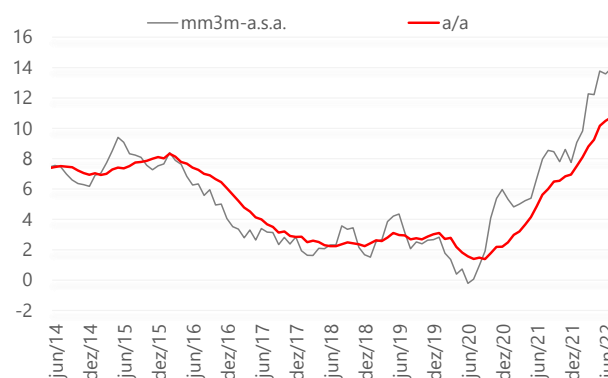
Divulgado na quinta-feira (28 de julho), o IGP-M de julho registrou variação de 0,21% m/m (10,0% a/a). **Veja detalhes no link⁹.**

Figura 16 – Detalhes do IPCA-15 (%)

	m/m			a/a	
	jul/22	Santander	Desv.	jun/22	jul/22
IPCA-15	0,13	0,11	0,02	12,0	11,4
Administrados	-1,50	-1,54	0,01	12,2	9,5
Livres	0,72	0,71	0,01	12,0	12,1
Alim. no dom.	1,12	1,32	-0,03	16,7	17,5
Industriais	0,28	0,48	-0,05	14,0	13,5
Serviços	0,84	0,59	0,09	8,8	8,9
Núcleo EX3	0,87	0,94	-0,02	10,5	10,7

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 17 – Núcleo IPCA EX3 (subjacentes*)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

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

⁸ Santander Brazil Inflation: “July’s IPCA-15: Tax Cut Measures Start to Take Effect” – (26/jul/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IPCA15-jul22>

⁹ Santander Brazil Inflation: “July’s IGP-M: A Commodity Driven (Sell-Off) Slowdown” – (28/jul/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGPM-jul22>



POLÍTICA MONETÁRIA

O Copom – Comitê de Política Monetária do Banco Central – se reúne na próxima semana e anuncia decisão de política monetária na quarta-feira (3 de agosto). Para essa reunião, estamos alinhados ao consenso de mercado, que antevê uma nova alta na taxa Selic (a décima segunda neste ciclo) de 50 p.b., chegando a 13,75%.

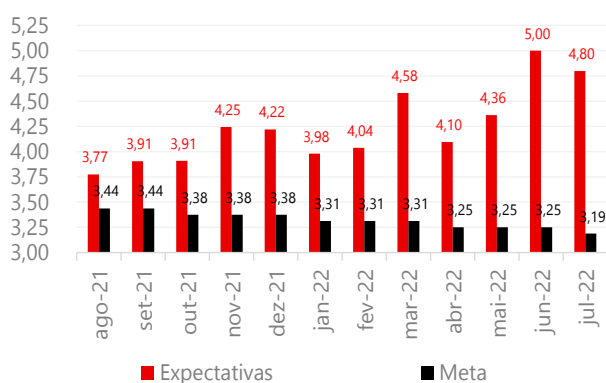
Na parte mais interessante do comunicado, sob a ótica dos preços de ativos, acreditamos que o BCB poderá sinalizar um novo aumento de juros (de magnitude flexível, 25 ou 50 p.b.) para a reunião seguinte do Copom, a ser realizada de 20 a 21 de setembro. Esta é uma visão fora de consenso, nesse momento. A nosso ver, a evolução adversa das perspectivas para a inflação desde o último Copom (junho), em um ambiente de incerteza acima do usual, deverá impedir que o BCB se comprometa com o fim de ciclo a esta altura.

Nossa visão se baseia na crença de que houve uma acentuada deterioração das perspectivas inflacionárias nos últimos ~45 dias. A aprovação de novos estímulos fiscais, a redução da ociosidade econômica – na esteira de um mercado de trabalho superaquecido – e a forte elevação nas expectativas de inflação para 2023 podem não apenas levar a projeções de inflação mais altas por parte do BCB, para o horizonte relevante, mas também provocar uma assimetria altista na análise do balanço de riscos.

Acreditamos que esses desdobramentos tendem a aumentar o orçamento de elevações da Selic necessário para que o BCB cumpra seus objetivos, no contexto da estratégia anunciada no último Copom, de trazer a estimativa de IPCA 2023 em “torno da meta” (ou seja, abaixo de 4%, “pelo menos”). Ainda acreditamos que o BCB persistirá na estratégia de suavização de taxa de juros, mas a dose do “medicamento” terá que ser um pouco maior, em nossa visão.

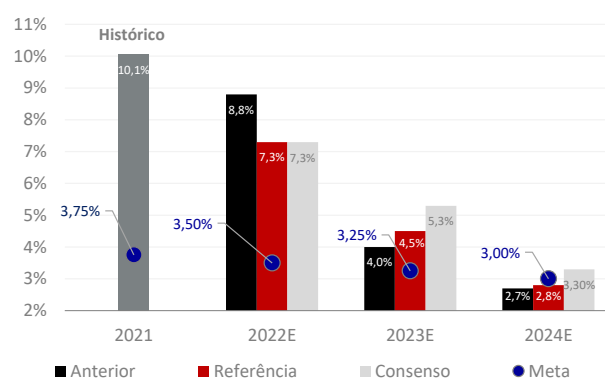
Nosso cenário para a taxa Selic segue contando com uma alta final de 50 p.b. em setembro, com a taxa terminal do ciclo se situando em 14,25%. A partir daí, projetamos estabilidade de juros até o 2T23, quando deverá se iniciar um processo de cortes graduais na taxa de juros, levando a Selic a 12,00% ao final de 2023 e 9,00% ao final de 2024. **Veja detalhes no link¹⁰.**

Figura 18 – Expectativas e meta de IPCA ajustadas para o calendário (18 meses à frente)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 19 – Nossa “estimativa” para a projeção de IPCA oficial do BCB no cenário de referência



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Com base nos dados disponíveis até 22/jul/2022.

¹⁰ Santander Brazil Monetary Policy: “*COPOM PREVIEW: No Time to Shut the Door (On Future Hikes)*” – (28/jul/22) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-COPOM-p-aug22>



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.