

## Perspectivas Macro Santander

### Cortar ou Não Cortar?

*Nossos relatórios e análises estão disponíveis em*

[www.santander.com.br/economia](http://www.santander.com.br/economia)

- A aversão ao risco global e o ruído fiscal local impactaram o mercado de juros no Brasil, levando a um forte aumento de taxas por toda a curva, especialmente no segmento mais longo. Este movimento levou a um apertamento (aparentemente) mais atrativo no segmento curto, tendo em vista nossa trajetória esperada para a taxa básica Selic. No entanto, acreditamos que os mercados locais seguem em condições frágeis, com riscos globais e locais ainda longe de terem se dissipado por completo. Desta forma, recomendamos cautela neste posicionamento, e o momento atual pode não ser o mais adequado para ficar aplicado.
- Mais uma semana de deterioração acentuada nos mercados globais, ainda reflexo da (agora) oficialmente reconhecida pandemia do Covid-19 (coronavírus). Adicionalmente, a queda de 20% no preço do petróleo causada por um imbróglgio político na reunião da OPEP+ agravou o sentimento dos agentes financeiros, em virtude de um possível impacto sobre o mercado de crédito corporativo americano. Após três semanas de piora quase ininterrupta, bancos centrais e governos tomaram ações adicionais para dar suporte à economia global. Contudo, até o momento, estas têm tido eficácia reduzida para acalmar o humor dos agentes de mercados que ainda sofrem com a expectativa dos impactos econômicos das severas restrições impostas globalmente para a contenção do vírus.
- Na próxima quarta-feira, 18 de março, o Banco Central (BC) deve anunciar sua decisão de política monetária. Em meio a um mar de incertezas resultantes do impacto econômico (e abalos subsequentes) do surto global do coronavírus, bem como de um recente ruído nas perspectivas fiscais em nível local, acreditamos que o Copom irá manter a taxa básica Selic estável em 4,25% a.a.. Contudo, reconhecemos que há grande incerteza nesta projeção, e não podemos descartar as chances de um eventual corte de 25 p.b. (para 4,00% a.a.).
- A produção industrial brasileira cresceu 0,9% em janeiro em comparação a dezembro (após ajuste sazonal), um pouco acima das expectativas. Apesar deste resultado positivo, a tendência sequencial segue negativa. Ademais, ressaltamos que os números de janeiro refletem a situação da indústria brasileira antes da eclosão do Covid-19. Assim, o risco de escassez de insumos e interrupções de atividades está latente, e continuamos cautelosos com a dinâmica futura da atividade econômica.
- Embora mostrando resultado acima do esperado, o IPCA de fevereiro registrou a menor inflação para o mês em 20 anos. A composição do índice confirma a ausência de pressões de demanda, com os números subjacentes apontando para um ritmo anualizado inferior a 3,0%, bem abaixo da meta central de 4,0% estabelecida para 2020. Em decorrência do impacto (de magnitude ainda incerta, mas liquidamente desinflacionário) do coronavírus sobre a economia brasileira, entendemos que há um viés baixista para nossas projeções de IPCA para 2020 e 2021 (3,1% e 3,7%, respectivamente), supondo que o atual regime fiscal permaneça em vigor.
- O Congresso impôs um revés fiscal ao governo nesta semana, ao derrubar o veto presidencial a um projeto de lei que aumenta gastos com assistência social. Embora a administração federal ainda possa adiar (ou mesmo evitar) a implementação da medida por meios judiciais, avaliamos que os parlamentares enviaram uma forte mensagem ao Poder Executivo. Continuamos esperando uma convergência das agendas, levando à aprovação (ainda em 2020) de um “pacote emergencial fiscal” destinado à contenção das despesas obrigatórias. No entanto, reconhecemos que o balanço de riscos para a execução da agenda de reformas piorou no curto prazo.

### 1) Comentários de Mercado



A deterioração substancial do apetite global por risco e o aumento do ruído fiscal atingiram intensamente o mercado de juros local nesta semana. Estes eventos levaram a uma curva mais inclinada, e maior probabilidade percebida de uma postura de política monetária mais cautelosa. Nos preços de fechamento de 12 de março, os futuros de DI estavam aparentemente apreçando uma taxa Selic estável na reunião do Copom da próxima semana (em linha com a nossa visão). O segmento longo se elevou fortemente, com o vértice Jan-29 subindo aproximadamente 230 p.b. na semana até o fechamento de quinta-feira (no momento em que este artigo era escrito, após a abertura de 13 de março, um “rali de alívio” compensava cerca de dois quintos deste movimento). O forte aumento no risco-país (o CDS soberano do Brasil de 5 anos subiu para 309 p.b. no fechamento de 12 de março, ante um patamar de 92 p.b. há três semanas) e o fraco desempenho do mercado de ações provavelmente levaram vários participantes a uma redução de risco forçada, o que ajudou, de um ponto de vista técnico, a exacerbar o movimento. O grande leilão de recompra do Tesouro Nacional (onde foram ofertados R\$ 11 bilhões em papéis) ajudou a oferecer liquidez e a aliviar as tensões de mercado.

Olhando para frente, sob a hipótese de mercados mais calmos em algum momento, e tendo por base nosso cenário atual de uma política de “juro baixo por período prolongado”, o apreçamento atual parece atraente, especialmente na parte mais curta. O contrato de taxa *forward* (FRA) de jan21- jan22 fechou em 7,22% em 12 de março, implicando um prêmio de mais de 250 p.b. em relação a nossa trajetória esperada atual. Acreditamos que o apetite por risco de “*duration*” (i.e. aplicações em juros pré-fixados de mais longo prazo) permanecerá fraco por um momento, dado que: (i) o apetite global por risco parece longe de um fortalecimento, à medida que os efeitos econômicos do coronavírus continuam a se espalhar; e (ii) a cautela em relação às perspectivas fiscais permanecerá elevada até que se tenha maior clareza sobre o rumo das negociações entre o governo e o Congresso. Assim, mantemos nossa opinião de que a curva de juros local deve permanecer bastante inclinada por algum tempo, até que haja condições para que o Banco Central possa começar a reagir aos danos causados pelo coronavírus sobre a atividade econômica e a inflação (ou seja, abrindo caminho para novos cortes na taxa Selic).

## 2) Ambiente Internacional

O ambiente externo segue em acentuada deterioração. Os mercados globais tiveram mais uma semana negativa, com o mercado acionário americano caindo mais de 10%. Além do já conhecido problema da pandemia do Covid-19, que segue piorando exponencialmente na Europa e nos EUA, a semana se iniciou com uma queda de 20% no preço do petróleo após o imbróglio político na reunião da OPEP+ no último fim de semana. Este ambiente de deterioração contínua levou os principais governos e bancos centrais a anunciarem medidas adicionais para dar suporte à economia global. Divulgações de dados econômicos têm sido irrelevantes nestes tempos de crise nos mercados, e a última semana foi especialmente vazia neste sentido. Na próxima semana, os primeiros dados chineses sobre atividade econômica referentes a fevereiro serão divulgados (domingo, 15/3) e devem ser o único foco de atenção em termos da agenda econômica usual.

A principal fonte de deterioração dos mercados segue sendo a evolução do Covid-19, que levou a Organização Mundial da Saúde (OMS) a declarar estado de pandemia. Os novos casos da doença seguiram subindo de forma exponencial na Europa, com a Itália continuando a ser o caso mais dramático (mais de 15 mil infectados e 1 mil fatalidades). Nos EUA, os registros da doença também evoluíram de forma bastante negativa, com mais de 1 mil novos casos nos últimos 7 dias, totalizando 1.663 ocorrências até o momento. Esta estatística deve subir bastante, já que o país ainda se encontra nos estágios iniciais de propagação da doença. A pandemia levou vários países a adotarem medidas duras para tentar conter o seu contágio, dentre as quais se destacam o banimento por 30 dias de voos saindo da Europa para os EUA e o total estado de sítio adotado na Itália. Agentes privados ao redor do mundo seguem tomando medidas unilaterais de contenção, como o fechamento de escritórios e cancelamentos de eventos. Todas estas medidas devem ter impactos significativos na economia global.

Adicionando ao ambiente de incerteza, no último final de semana foram divulgadas notícias da falta de acordo na reunião extraordinária da OPEP+ que visava segurar o preço do petróleo diante da expectativa de desaceleração abrupta da demanda internacional. O objetivo da reunião era um corte coordenado de produção que, porém, não aconteceu. Diante do aparentemente acalorado desentendimento entre os membros, a Arábia Saudita anunciou que iria aumentar a produção em retaliação. Este imbróglio fez o preço do petróleo cair 20% em poucas horas e a commodity segue sendo negociada ao redor de 30 dólares o barril. Historicamente, este poderia ser visto como um choque positivo de oferta para a economia global (custo baixo de energia), mas desde 2015 tem sido percebido pelos mercados como um choque negativo. Isto se deve principalmente pelo fato do setor de exploração petrolífera ter crescido muito nos EUA nos últimos 15 anos. Por ser um movimento recente liderado por empresas menores e alavancadas, o temor com a possibilidade do baixo preço do petróleo levar à falência generalizada no setor e contaminar o mercado de crédito corporativo gera tensão nos mercados globais.

Todos estes ingredientes levaram os governos a tomar medidas adicionais para dar suporte à economia global. Pelo lado monetário, diversos bancos centrais ao redor do mundo agiram de forma incisiva. Dentre os principais na Europa, o banco central da Inglaterra (BoE) cortou o juro em 0,5 ponto percentual em reunião extraordinária, e o Banco Central Europeu



(BCE), embora não tenha cortado a já negativa taxa básica de juros, adotou várias medidas para injetar liquidez na economia da Zona do Euro - incluindo o aumento no ritmo de compra de ativos (de 20 para 140 bilhões de euros mensais). Já o banco central americano (Fed) anunciou a oferta de mais de 2,5 trilhões de dólares em operações de liquidez (repo operation) e mudou a composição da sua compra atual de ativos, abrindo a possibilidade para títulos públicos de vencimentos mais longos. Os esforços do Fed não param por aí: na reunião da próxima semana, o comitê de política monetária (FOMC) irá fazer novo corte na taxa básica de juro, com as expectativas divididas entre 0,5 (economistas) e 1,0 (mercado) ponto percentual. Neste segundo caso, a taxa básica de juros retornaria novamente para zero após 4 anos. Por fim, na Ásia, o banco central japonês (BoJ) irá comprar 200 bilhões de ienes em títulos públicos de 5 e 10 anos, além de prover ampla liquidez para os bancos; enquanto o banco central chinês (PBOC) cortou entre 0,5 e 1,0 ponto percentual a taxa de compulsório bancário.

No lado fiscal, embora alguns países como Inglaterra, Itália, Austrália e Coréia do Sul já tenham anunciado medidas relevantes, o mundo aguarda algo mais substancial principalmente da Alemanha e dos EUA - cujas ações até o momento têm sido limitadas. Uma resposta fiscal coordenada global é de suma importância neste momento em que há pouco espaço na política monetária - além de dúvidas sobre sua eficácia nesta crise.

### 3) Política Monetária

Na próxima quarta-feira, 18 de março, o Banco Central (BC) deve anunciar sua decisão de política monetária. Em meio a um mar de incertezas devido ao impacto econômico (e abalos subsequentes) do surto global do coronavírus, bem como um recente ruído nas perspectivas fiscais, acreditamos que o Copom irá manter a taxa básica Selic estável em 4,25%. Contudo, reconhecemos que há grande incerteza nesta projeção, e não podemos descartar as chances de um eventual corte de 25 p.b. (para 4,00%).

Com um aumento substancial da incerteza econômica e da volatilidade de mercado, as orientações recentes do BC para os próximos passos da política monetária oscilaram, acompanhando a fluidez das circunstâncias macroeconômicas e financeiras atuais, tanto aqui como lá fora. Em um comunicado extraordinário publicado em 3 de março, o Copom (comitê de política monetária) sinalizou a crença de que o coronavírus mais provavelmente deverá se materializar como um choque deflacionário. No comunicado da última decisão do Copom (e na ata desta reunião, publicada posteriormente), o BC havia indicado que o surto de coronavírus poderia ter impacto ambíguo na inflação. Naquela ocasião, o BC sinalizava que as taxas de juros provavelmente permaneceriam estáveis por algum tempo, com a autoridade buscando observar os efeitos econômicos do estímulo monetário adicionado anteriormente (isto é, cortes de juros totalizando 225 p.b. desde meados de 2019).

Neste anúncio recente, o Copom parecia indicar que seguiria monitorando o impacto do coronavírus nas perspectivas de inflação, o que ofereceria alguns graus de liberdade para o comitê nesta reunião. Alguns dias após tal comunicação, a diretoria esclareceu que o estágio atual do ciclo recomenda "cautela". De forma geral, naquele momento, a autoridade parecia ter reaberto a porta para algum estímulo adicional via taxa de juros.

A vida é complicada em períodos turbulentos como este. Uma reviravolta (pelo menos em termos de percepções de riscos) ocorreu após uma recente decisão do Congresso de anular um veto presidencial para mudanças nas regras de concessão do BPC (para maiores detalhes, veja o comentário de política fiscal adiante). Esta decisão do Congresso, que poderá acarretar em um aumento nas despesas obrigatórias, pode potencialmente gerar dificuldade para o cumprimento do teto constitucional de gastos mais à frente. Tal evento desencadeou uma maior percepção de risco sobre a execução do processo de ajuste fiscal (ainda incompleto), alimentando ainda mais o *sell-off* de ativos locais nesta semana (que já se desenrolava devido aos desdobramentos globais). Em nossa opinião, esse aumento no prêmio de risco macroeconômico (alimentado por uma arriscada decisão fiscal) justifica certa parcimônia adicional por parte do BC.

Com a extensão e o tamanho dos recentes choques constituindo grande incógnita neste momento, as condições macroeconômicas e financeiras em torno desta reunião de política monetária permanecem bastante fluidas, e mudanças tempestivas podem certamente ocorrer. Por ora, entendemos que o agravamento do risco macroeconômico local tenderá a dominar os riscos negativos (por ora, ainda) predominantemente globais para a atividade econômica. Este quadro poderá se alterar, contudo, dependendo de como os poderes executivo e legislativo unam forças para (sinalizar e) manter o país no caminho das reformas fiscais, sem retrocessos. Se este for o caso (talvez dentro de algumas semanas, a nosso ver), a perspectiva favorável para a inflação provavelmente prevalecerá nas decisões do BC, dada a elevada ociosidade econômica, a atividade em recuperação (talvez ainda mais) lenta, as expectativas inflacionárias bem ancoradas, e os menores preços de matérias primas (mais que compensando um possível repasse cambial aos IPCs, em função do recente salto na cotação do dólar).

Devido aos choques relacionados ao coronavírus, acreditamos que as expectativas de atividade e inflação poderão se reduzir ainda mais nas próximas semanas. Em nossa opinião, este movimento implicaria em viés ainda mais baixista para



as taxas de juros, especialmente no horizonte de 2021. Mas isto somente se concretizará se a consolidação fiscal se tornar, uma vez mais, prioridade nos meios decisórios em Brasília. Em outras palavras, vemos um acordo governo-parlamento, no sentido de reafirmar o processo de ajuste fiscal, como uma condição necessária para a concretização de alguns cortes de juros, ainda que em velocidade mínima (25 p.b. por reunião), nos próximos meses. Tal cenário provavelmente também levaria a juros ainda mais baixos e por período ainda mais prolongado no médio prazo.

#### 4) Atividade Econômica

A produção industrial cresceu 0,9% m/m em janeiro em termos dessazonalizados, superando nossa estimativa (0,5% m/m) e a o consenso do mercado (0,6% m/m). Na comparação com janeiro de 2019, a produção caiu 0,9%, também acima da nossa expectativa (-1,4% a/a) e do consenso do mercado (-1,3% a/a). Apesar do resultado positivo do mês, a tendência sequencial segue negativa.

A abertura dos números aponta crescimento frágil entre os setores industriais em janeiro, já que o índice de difusão (medido como o percentual de categorias industriais que apresentaram expansão mensal com ajuste sazonal comparado a dezembro de 2019) ficou em 50,3%, próximo à média histórica. Entre as categorias, o destaque foi a recuperação da produção de bens de capital e de bens duráveis, que aumentaram 12,6% m/m e 3,7% m/m, respectivamente, após ajuste sazonal. Estes resultados reverteram as quedas de 12,3% m/m e 4,4% m/m das respectivas categorias no mês de dezembro de 2019. Em contraponto, os detalhes também mostraram que a indústria extrativa continuou a se contrair, apesar da produção recorde de petróleo em janeiro, devido ao declínio observado na extração de minério de ferro. Como resultado, a produção da indústria extrativa como um todo caiu 3,1% m/m nesse período, totalizando uma queda de 5,0% t/t no trimestre findado em janeiro.

Embora a produção industrial de janeiro tenha surpreendido positivamente, a produção permanece em uma tendência de queda. Além disso, ainda precisamos monitorar os efeitos locais do surto de Covid-19 para ter mais uma análise mais acurada dos riscos negativos da atividade econômica à frente. Em suma, com o risco de escassez de insumos e interrupções de atividades em alta, continuamos cautelosos quanto à dinâmica futura da atividade econômica.

#### 5) Inflação

O índice oficial de preços ao consumidor (IPCA) registrou uma alta mensal de 0,25% em fevereiro, a menor variação para o período desde o ano 2000. Em termos dessazonalizados, calculamos um aumento de 0,17%, bastante abaixo da meta anual de 2020 traduzida para uma variação mensal (0,33%). Esse resultado trouxe a variação acumulada em doze meses de 4,19% para 4,00%, exatamente na meta central de inflação deste ano. O resultado surpreendeu o consenso de analistas (nós inclusive), dado que se projetava uma variação mensal em torno de 0,15%. A surpresa altista foi amplamente concentrada em produtos de higiene - um segmento que vem apresentando certa volatilidade atípica de preços nos últimos meses.

A inflação mensal foi pressionada para baixo por grupos voláteis, tais como gêneros alimentícios e gasolina. A mudança na bandeira de tarifas de eletricidade - de amarelo para verde (significando a remoção de encargos adicionais cobrados geralmente em períodos de seca) também ajudou a reduzir os custos de energia. Todos esses efeitos ajudaram a compensar o aumento sazonal (em fevereiro) nos preços de mensalidades escolares.

Os números subjacentes de inflação permanecem bastante moderados, confirmando a ausência de pressões inflacionárias pelo lado da demanda. O IPCA EX3 (medida de núcleo que inclui bens e serviços cíclicos, mais sensíveis à política monetária) aumentou 0,25% no mês. Nossos cálculos apontam para um ganho de 0,27%, em termos dessazonalizados. Esses números contribuem para a manutenção de patamares bem reduzidos de inflação na leitura em doze meses (2,8% a/a) e na tendência sequencial trimestral (2,9% t-t-sa, ajustados para a sazonalidade). A média global das principais medidas de núcleo também mostra um quadro semelhante: 3,0% a/a e 3,3% t-t-sa.

Os índices de difusão reforçam ainda mais a noção de que não há um processo de alta generalizada de preços. O índice de difusão geral (isto é, incluindo todos os subitens do IPCA) ficou em 49,3% (ou 50,8% sa, de acordo com nossa própria dessazonalização); nossos cálculos apontam ainda para um índice de difusão ex-alimentos em 47,4% (49,6% sa, com ajuste sazonal). As médias trimestrais ajustadas sazonalmente para esses índices ficaram em 51,8% (menor desde abril de 2018), no caso do índice geral, e em 50,6% (menor nível da nossa série, iniciada em 2000), no caso do índice ex-alimentos. Essas leituras seguem consideravelmente abaixo das médias históricas (c. 62%).

Em suma, os dados continuam apontando para condições favoráveis de inflação, em meio a atividade econômica abaixo do potencial e a recuperação fraca da atividade, em um contexto de expectativas de inflação bem ancoradas. Apesar de



um possível repasse cambial para os IPCs nos próximos meses, dado o forte movimento do altista do dólar até aqui em 2020, a queda nos preços das commodities e os riscos negativos para a atividade econômica continuam alimentando a possibilidade de pressões desinflacionárias líquidas adicionais. Desta forma, observamos um viés baixista para nossas projeções para o IPCA em 2020 (3,1%) e 2021 (3,7%). Porém, assumindo que o atual regime fiscal permaneça em vigor (e intacto).

## 6) Cenário Político e Contas Públicas

O Congresso Nacional derrubou, na última quarta-feira (11/03), o veto presidencial a um projeto de lei (PLS 55/96) que eleva o limite de renda familiar mensal (de um quarto para metade do salário mínimo, em termos *per capita*) para a concessão de benefícios de assistência social através do programa BPC (Benefício de Prestação Continuada). No Senado, o veto foi revogado por 45 votos a 14 (41 eram necessários), enquanto que na Câmara dos Deputados o placar foi 302 a 137 (257 votos eram necessários).

De acordo com estimativas da equipe econômica do governo, a anulação do veto presidencial aumentaria as despesas primárias do setor público em R\$ 217 bilhões em 10 anos (R\$ 20 bilhões já no primeiro ano). Isso significa cerca de um quinto da economia total esperada com as novas regras do sistema previdenciário (ou seja, emenda constitucional da “Nova Previdência” + medidas antifraude). Nossos cálculos indicam que o impacto econômico da derrubada do veto pode ser um pouco menor (cerca de R\$ 17 bilhões por ano). De qualquer forma, se implementada, esta lei representaria riscos elevados para o cumprimento da regra do teto de gastos em 2021.

A derrubada do veto representou um revés político importante para o governo, em meio às tensões entre os poderes Executivo e Legislativo no que diz respeito à execução do orçamento público impositivo. Porém, cabe ressaltar que a administração federal ainda pode adiar a implementação da lei, uma vez que a proposta de expansão das despesas obrigatórias não foi acompanhada por uma medida de compensação orçamentária e financeira (fonte de receita ou redução de outros gastos públicos). Portanto, o governo conta com algumas alternativas para questionar a decisão dos parlamentares. Em primeiro lugar, o governo poderia contestar a legitimidade do aumento de gastos por meio de uma liminar ao Supremo Tribunal Federal (STF), argumentando que a decisão dos legisladores não respeitou a Lei Orçamentária Anual (LOA), a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) e/ou que violou a Constituição (artigo 195, parágrafo 5). Em segundo lugar, o governo poderia enviar um novo projeto de lei com o objetivo de alterar novamente o critério de renda para concessão do BPC. Esta alternativa nos parece muito mais difícil neste momento, tendo em vista alguns ruídos no relacionamento entre Executivo e Legislativo. Entretanto, em nossa opinião, o cenário mais provável é que a equipe econômica do governo recorrerá a uma decisão recente do Tribunal de Contas da União (TCU), a qual definiu que qualquer gasto público adicional aprovado pelos parlamentares sem fonte específica de receita (como contrapartida) não pode ser efetivado. Neste caso, o governo ganharia algum tempo - até o final deste ano, quando a lei orçamentária de 2021 deverá ser aprovada - para encontrar uma fonte de receita para cobrir os gastos extras ou negociar um acordo com os congressistas para mitigar ou até eliminar a nova despesa.

Segundo nosso cenário-base, a diferença entre a despesa primária do governo e o teto de gastos constitucional será de aproximadamente R\$ 15 bilhões no próximo ano. Logo, eventual materialização do aumento de gastos com BPC levaria a uma redução significativa das despesas discricionárias em 2021, ou seja, haveria riscos elevados de paralisação (*shutdown*) em alguns serviços públicos e pressão política crescente para alguma flexibilização da regra do teto de gastos. Este cenário abalaria bastante a confiança dos agentes econômicos sobre o ajuste das contas públicas brasileiras, em nossa opinião, já que o limite constitucional de despesas consiste na principal âncora fiscal do país.

A nosso ver, os congressistas enviaram uma forte mensagem ao Poder Executivo nesta semana, e a reação do Palácio do Planalto provavelmente desempenhará um papel importante na avaliação dos riscos políticos e orçamentários daqui para frente. Continuamos esperando uma convergência das agendas, levando à aprovação (ainda em 2020) de um “pacote fiscal emergencial” destinado à contenção das despesas obrigatórias. Com isso, estimamos que a regra do teto de gastos seria cumprida até (pelo menos) 2024, e que haveria algum espaço para aumento do investimento público. No entanto, reconhecemos que o balanço de riscos para a execução da agenda de reformas piorou no curto prazo.

## Últimas Publicações

### Português

- Em Rota de Recuperação Gradual (fev/2020)
- Proposições Macro para 2020 (jan/2020)
- Melhores Perspectivas (dez/2019)



- 
- Dias Melhores Virão (nov/2019)
  - Expondo a Raiz do Problema (out/2019)

#### **Inglês**

- FX Compass – BRL: They have not got it (yet) (Feb20)
- Still on Track, but More Gradually (Feb20)
- FX Compass – BRL: We hope they'd got it (Jan20)
- Brazil Macro Propositions for 2020 (Jan20)
- A Better Outlook (Dec19)

---

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui 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. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. 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, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A.. ©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.