

Perspectivas Macro Santander

Encostando a porta

Nossos relatórios e análises estão disponíveis em www.santander.com.br/economia

- Nesta semana, o Banco Central (BC) trouxe detalhes sobre a avaliação de cenário e orientação (“*guidance*”) de política monetária, com divulgação da ata do Copom e do relatório trimestral de inflação. Apesar de haver espaço (ao menos teórico), para flexibilização adicional da taxa de juros – dadas as simulações de inflação em torno ou abaixo da meta –, a autoridade parece mais otimista com a atividade, e mais cautelosa com o ritmo de erosão da ociosidade, o que ajuda a equilibrar (ainda mais) o balanço de riscos. Em geral, a interpretação do mercado resultou em elevação no nível e inclinação da curva de juro local.
- Ainda se reservando flexibilidade nos próximos passos, a comunicação do BC mantém portas abertas (talvez um pouco menos) para encerrar o ciclo ou reduzir residualmente o juro no 1T20, a depender da evolução dos dados (especialmente de atividade econômica) e do balanço de risco. Nosso cenário é que uma desaceleração da economia no 1T20 (com o fim do efeito temporário de estímulos de curto prazo, leia-se FGTS) levaria o BC a reduzir a taxa Selic para 4,00% - com cortes de 0,25 p.p. em fevereiro e março. No entanto, reconhecemos que este cenário está ficando menos provável.
- A prévia da inflação de dezembro, o IPCA-15, apresentou forte elevação de 1,05% em relação a novembro, impulsionada principalmente pela alta dos preços de carnes e jogos de azar (loteria). No acumulado em doze meses, o índice de preços ao consumidor apresentou alta de 3,91%. Por sua vez, o núcleo de inflação subjacente exibiu variação mensal de 0,28% em dezembro, ritmo mais forte do que o observado no mês anterior (0,20%). No acumulado em 12 meses, esta medida de inflação mais sensível ao ciclo econômico permaneceu significativamente abaixo da meta central de inflação de 2019 (3,07% *versus* 4,25%).
- Os dados de atividade econômica referentes ao último trimestre de 2019 têm surpreendido positivamente, inclusive os indicadores do mercado de trabalho. A criação líquida de empregos formais totalizou 88 mil postos em novembro (já descontando os efeitos da sazonalidade), o que representou aceleração ante os meses anteriores. Esperamos que a taxa de desemprego do mês - a ser divulgada na próxima semana - continue em queda, ainda que de forma gradual.
- A divulgação dos dados do balanço de pagamentos em novembro apontou para uma deterioração mais lenta do saldo em transações correntes, bem como condições ainda confortáveis para seu financiamento, o que contribui para atenuar preocupações quanto à posição externa do país e constitui uma fonte a menos de eventuais pressões sobre a taxa de câmbio.
- As contas do governo central devem mostrar déficit primário próximo a R\$ 19 bilhões em novembro, levando o saldo negativo acumulado em 12 meses para cerca de R\$ 114 bilhões. Porém, o resultado primário deve encerrar 2019 consideravelmente abaixo deste patamar (projetamos -R\$ 87,5 bilhões, ante a meta anual de -R\$ 139 bilhões), devido à entrada em dezembro de receitas extraordinárias decorrentes dos leilões de petróleo realizados recentemente (sobretudo o da cessão onerosa).
- O Congresso Nacional aprovou o orçamento federal de 2020 nesta semana. Dentre os principais pontos da lei orçamentária, destaca-se o valor do salário mínimo, que ficará estável em termos reais. Nosso cenário-base prevê déficit primário de R\$ 114 bilhões em 2020 (-1,5% do PIB), não muito distante da meta anual fixada em -R\$ 124,1 bilhões (-1,6% do PIB). Vemos um balanço de riscos assimétrico para o lado positivo (isto é, chance maior de um déficit mais baixo).
- Na China, confirmando as expectativas, os dados de atividade de novembro, em especial da indústria, mostraram recuperação após um desempenho fraco visto em outubro. Parte da retomada pode ser explicada por fatores temporários ligados a uma antecipação de produção e consumo, devido ao ano novo lunar (que, em 2020, ocorrerá mais cedo do que em 2019). Ainda não é possível afirmar categoricamente que há uma recuperação clara da demanda interna chinesa. Mas há razões para crer que o crescimento econômico fique acima do piso da meta de 6% este ano e não muito abaixo de tal patamar em 2020.



1) Política Monetária: últimos atos no ciclo, a depender dos dados

Depois de reduzir a taxa básica de juros Selic em 0,50 p.p. (para 4,5%, menor patamar da história) na reunião de política monetária de 10 e 11 de dezembro, o Banco Central do Brasil (BC) trouxe detalhes adicionais sobre a avaliação do cenário e a orientação (“guidance”) de política monetária nesta semana, com as divulgações da ata do Copom e do relatório de inflação do 4T19. Abaixo, fazemos um resumo do que julgamos ser os principais pontos destas comunicações da autoridade monetária.

Na ata, o Copom reafirma uma visão mais otimista sobre a atividade econômica, destacando os riscos de uma erosão mais rápida da ociosidade na utilização de recursos. No parágrafo 14, o BC revela que “alguns membros avaliaram que os últimos dados de atividade e a maior eficiência do mercado de crédito e capitais podem resultar em uma redução da ociosidade mais rápida do que antevisto e, com isso, produzir pressão altista na inflação”. Esta frase parece indicar uma visão de que o balanço de riscos (para a inflação) se tornou ainda menos enviesado para baixo, com alguns membros votantes do Copom possivelmente percebendo menores chances de uma inflação persistentemente abaixo da meta. No entanto, neste mesmo parágrafo, o comitê parece calibrar um pouco mais o tom, enfatizando que “a dinâmica dos núcleos de inflação sinaliza que a ociosidade dos fatores de produção ainda é elevada”.

Quanto às projeções para inflação do IPCA no horizonte relevante de política monetária (principalmente 2020, crescentemente 2021), as simulações do BCB seguem indicando espaço para estímulos adicionais, condicionados à evolução do cenário, dados econômicos e balanço de riscos. Para os cenários que assumem a trajetória da Selic esperada por analistas (com mediana das estimativas apontando um corte na Selic para 4,25% no início de 2020, subindo para 4,50% no final de 2020, 6,25% em 2021, e 6,50% em 2022), os modelos apontam para projeções de inflação em 3,5-3,7% para 2020 (meta central: 4,00%), 3,4-3,7% para 2021 (meta central: 3,75%) e 3,4-3,5% para 2022 (meta central: 3,50%). Essas estimativas variam naturalmente de acordo com as hipóteses utilizadas para a taxa de câmbio (constante em 4,20 ou em trajetória declinante de 4,15 no final de 2019 para 4,10 no final de 2020 e acomodando-se em 4,00 para 2021-2022).

No relatório de inflação do 4T19, o BCB também esclarece alguns aspectos técnicos relacionados aos resultados das simulações de inflação (parcialmente antecipados no comunicado e na ata). O BC confirma o impacto baixista das menores expectativas de inflação, cortes nas projeções dos custos de eletricidade (que explicam a queda nas projeções de preços administrados) e uma distribuição alterada (i.e. mais antecipada) dos efeitos do choque global que contaminou os preços de proteína animal (surto de gripe suína na China). Para algumas simulações, e considerando os principais horizontes temporais do BC, esses efeitos mais do que compensaram o impacto altista da maior inércia inflacionária (devido à inflação mais alta em 2019), taxa de câmbio mais fraca, menor taxa Selic e crescimento do PIB mais forte (o BCB agora projeta alta de 2,0% no próximo ano, contra estimativa anterior de 1,8%). O banco central também deixa claro que a recente revisão periódica da cesta do IPCA (com dados da POF, Pesquisa de Orçamentos Familiares de 2017-2018) é indiretamente levada em consideração pelas simulações, sendo capturada principalmente pelas expectativas de inflação. O Copom estima que esta questão metodológica traga um efeito baixista de 0,3 p.p. na inflação do próximo ano.

Apesar do aumento no nível e inclinação da curva de juros que se seguiu a esses anúncios, acreditamos que o BC procurou introduzir elementos *hawkish* (i.e. viés altista para o juro) e *dovish* (i.e. viés baixista para o juro) na discussão. Por um lado, ainda que uma análise fria das simulações de inflação mostradas no relatório pareça indicar espaço para cortes de juro (de 0,25 a 0,50 p.p.) no 1T20, o diretor de Política Econômica do BC, Fabio Kanczuk, afirmou na entrevista coletiva que não há relação mecânica entre as projeções e a política monetária. Por outro lado, alguns “boxes” (estudos) abordando temas do mercado de trabalho (como informalidade e subemprego) apontam para uma interpretação menos otimista das tendências recentes do mercado de trabalho e da velocidade da recuperação do emprego, o que possivelmente sinaliza a presença de ociosidade (ainda mais ampliada) no mercado de trabalho.

Em termos de sinalização de política monetária, as comunicações do BCB sugerem que o ciclo pode estar perto do fim, reafirmando que os próximos passos vão depender dos dados. Mesmo com a autoridade ainda acreditando que a postura da política monetária deve permanecer acomodatória, o BC transmite uma mensagem de cautela com relação a novos cortes, sinalizando que “o atual grau de estímulo monetário, que atua com defasagens sobre a economia (...) aumenta a incerteza sobre os canais de transmissão e pode elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária”. Assim, não é surpresa que a orientação (“guidance”) do BC tenha sido recentemente reduzida para uma afirmação menos enfática de que os próximos passos “continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação”.

Embora nosso cenário básico continue projetando dois cortes de juro de 0,25 p.p. (para 4,00%) no final do primeiro trimestre, a atividade econômica mais firme parece elevar a probabilidade de uma taxa Selic terminal acima de 4,00% neste ciclo. Em nossa opinião, um contexto de expectativas ancoradas e ausência de grandes pressões cambiais (ou outros choques) sugerem que a atividade econômica deverá ser o principal determinante para a convergência da inflação à meta central no horizonte focal do BCB (2020, 2021). Associamos parte da recente melhora da atividade econômica a estímulos temporários (principalmente a liberação de recursos do FGTS). Com nossa expectativa de desaceleração da economia no 1T20 (à medida que o efeito do estímulo desaparece), acreditamos que o BC estaria disposto a estimular a



economia um pouco mais, com cortes de juros mais moderados em fevereiro e março. No entanto, reconhecemos que a probabilidade de novas reduções na taxa Selic diminuiu, dada a aparente aceleração da atividade econômica (já reconhecida pelo Copom) e a incerteza sobre como a economia reagirá aos consideráveis estímulos já implementados pelo BC.

2) Inflação: medidas de núcleo permanecem bem comportadas

A prévia da inflação de dezembro, o IPCA-15, apresentou forte elevação de 1,05% em relação a novembro, impulsionada principalmente pela alta de 11,4% dos preços de carnes (bovinas, de frango, dentre outras), com contribuição de 0,52 p.p., e de jogos de azar (loteria), com alta de 36,99% e contribuição de 0,17 p.p.. O resultado ficou acima do consenso de mercado (0,95%) e da nossa projeção (0,91%). Ou seja, excluindo esses dois componentes (carnes e loteria), o IPCA-15 de dezembro exibiria alta de 0,36%. No acumulado em doze meses, o índice de preços ao consumidor apresentou alta de 3,91%, abaixo da meta central de inflação para 2019 (4,25%).

O índice de difusão dessazonalizado (parcela do índice que apresentou variação de preços positiva) caiu para 49,8% em dezembro (contra 58,5% na leitura de novembro), explicado principalmente pelos itens industriais. Já o núcleo de inflação subjacente (IPCA-EX3) exibiu variação mensal de 0,28%, ritmo mais forte do que o observado no mês anterior (0,20%), com destaque para o desempenho de alimentação no domicílio (alta de 0,79%), provavelmente influenciado pelo choque de preços das carnes. Assim, o IPCA-EX3 variou 3,07% no acumulado 12 meses, patamar ainda bem abaixo da meta central de inflação (4,25%).

Para o IPCA de dezembro, por sua vez, revisamos nossa expectativa de alta de 0,97% para 1,09% (em relação a novembro), levando a projeção para a inflação de 2019 para 4,24% (4,12% anteriormente). Na composição do índice, o maior precursor da revisão foi o grupo de carnes, par ao qual esperamos variação mensal de 13% e impacto total estimado em 0,61 p.p.. Se nossas projeções se confirmarem, o núcleo de inflação subjacente deverá apresentar elevação mensal de 0,40%, compatível com uma variação de apenas 2,92% em 12 meses.

3) Atividade Econômica: ritmo mais forte de criação de empregos formais

Conforme divulgado pelo Caged (Cadastro Geral de Empregados e Desempregados) na última quinta-feira (19/12), houve geração líquida de 88 mil empregos formais em novembro (após ajuste sazonal), surpreendendo positivamente nossa expectativa e o consenso de mercado (de fato, o resultado efetivo ficou acima do teto das projeções). No acumulado entre janeiro e novembro deste ano, 501 mil novos postos com carteira assinada foram criados, o que representa aumento considerável em comparação à criação líquida de 404 mil vagas no mesmo período de 2018. Ademais, a média móvel trimestral de criação líquida de vagas acelerou para cerca de 76 mil ao mês, contra 64 mil em outubro. Outro fator que merece destaque corresponde à geração de trabalhos intermitentes e parciais, possivelmente impulsionados pela nova legislação trabalhista. Essas categorias têm ganhado cada vez mais participação na criação total de postos de trabalho, chegando a representar cerca de 20% no acumulado dos últimos 12 meses. Os setores de comércio e serviços foram os que mais contribuíram para a geração líquida de ocupações em novembro (já descontados os efeitos da sazonalidade), talvez estimulados pela melhora da confiança dos consumidores e pelo incremento de renda temporário advindo da liberação de recursos do FGTS. Além destes setores, ressaltamos a recuperação, ainda que bastante gradual, da geração de postos na construção civil - novembro representou o sétimo mês consecutivo de criação de vagas no setor. À luz dos últimos dados divulgados pelo Caged, revisamos nossa projeção de geração líquida de empregos formais em 2019 de 500 mil para 550 mil.

Ainda em relação ao mercado de trabalho, na próxima semana haverá a divulgação da taxa de desemprego de novembro (Pnad Contínua). Em linha com a melhora da criação líquida de empregos formais, esperamos que a taxa de desocupação nacional caia de 11,9% para 11,8%, após ajuste sazonal (declínio de 11,6% para 11,4%, considerando a série sem dessazonalização). Embora os dados mais recentes sejam encorajadores, acreditamos que a taxa de desemprego seguirá em trajetória de queda gradual ao longo do próximo ano.

4) Balanço de Pagamentos: Serenando os ânimos

Após a surpresa negativa com a segunda revisão dos dados do setor externo no mês passado, o Banco Central do Brasil (BCB) divulgou os resultados de novembro nesta manhã, já incorporando as correções feitas pela Secretaria de Comércio Exterior (SECEX) nas exportações para setembro, outubro e novembro – houve subestimação das receitas de exportações neste período. De acordo com o BCB, o saldo em transações correntes registrou déficit de US\$ 2,2 bilhões no mês passado, abaixo da nossa estimativa de US\$ 3,5 bilhões (mediana do mercado estava em US\$ 3,8 bilhões). Adicionalmente, os déficits para setembro e outubro deste ano foram revisados para US\$ 2,7 bilhões e US\$ 6,5 bilhões, respectivamente,



frente a US\$ 4,1 bilhões e US\$ 7,95 bilhões divulgados anteriormente. Desta forma, o déficit em conta corrente acumulado em 12 meses atingiu US\$ 51,2 bilhões – equivalente a 2,8% do PIB –, enquanto estimávamos desequilíbrio de US\$ 52,7 bilhões no período.

Apesar de ser consideravelmente superior aos US\$ 41,5 bilhões de déficit registrados em 2018 – 2,2% do PIB –, os números de novembro reforçaram nossa percepção de que o ritmo de deterioração das transações correntes deverá perder fôlego nos próximos meses, na esteira de uma esperada retração mais gradual dos saldos comerciais – cujo superávit declinou de US\$ 53,0 bilhões em 2018 para US\$ 40,6 bilhões nos últimos doze meses encerrados em novembro. De um lado, a natureza gradual de recuperação da economia brasileira que esperamos significará um avanço tênue das importações. Por outro lado, as exportações não deverão enfrentar um choque tão intenso quanto o imposto pela crise argentina em 2019. Como os outros itens das transações correntes têm mostrado relativa estabilidade nos seus resultados, esta deterioração menos intensa do saldo comercial deverá delinear a trajetória das transações correntes nos próximos meses. Projetamos que o déficit em transações correntes atinja patamar próximo a US\$ 53,0 bilhões neste ano (2,9% do PIB) e que cresça para US\$ 58,0 bilhões em 2020 (3,3% do PIB).

Se confirmado, este déficit mostrar-se-á financiável, já que o fluxo líquido de investimentos diretos no país (IDP) tem flutuado ao redor de US\$ 75,0 bilhões desde o início de 2016 e, em novembro, isto não foi diferente, com o volume de IDP tendo atingido US\$ 7,0 bilhões – que significou US\$ 77,4 bilhões nos últimos 12 meses encerrados no mês passado. Portanto, embora menos vigorosamente que o pensado no início deste ano, os dados do balanço de pagamentos brasileiros ainda podem ser considerados como um fundamento econômico robusto e deverão reduzir a pressão sobre a taxa de câmbio.

5) Política Fiscal: resultado primário de novembro e orçamento de 2020

O Tesouro Nacional publicará na próxima semana (6ª-feira, 27/12) as contas do governo central referentes a novembro. Estimamos déficit primário de R\$ 18,8 bilhões no mês, levando o saldo acumulado em 12 meses para -R\$ 114,4 bilhões. Pelo lado das receitas, destacamos a entrada de dividendos de bancos públicos (na ordem de R\$ 5 bilhões), enquanto que a arrecadação tributária deve seguir mostrando ritmo moderado de expansão (vemos aceleração do crescimento das receitas administradas a partir do início do próximo ano). Pelo lado das despesas, esperamos elevação um pouco mais forte em relação aos meses anteriores, como reflexo do descontingenciamento de recursos realizado em outubro. Para 2019 como um todo, projetamos déficit primário de R\$ 87,5 bilhões (-1,2% do PIB), consideravelmente abaixo da meta estabelecida para o ano (-R\$ 139,0 bilhões ou -1,9% do PIB). Vale lembrar que receitas extraordinárias, especialmente decorrentes dos leilões de petróleo realizados nos últimos dois meses (no caso do leilão da cessão onerosa, gerando entrada líquida de R\$ 23,7 bilhões para a União em dezembro), contribuirão bastante para esta diferença entre a meta e o resultado efetivo.

Na semana corrente, destaque para a aprovação da Proposta de Lei Orçamentária Anual (PLOA) para 2020 no Congresso Nacional. A meta de resultado primário de -R\$ 124,1 bilhões (-1,6% do PIB) foi fixada para o governo central no ano que vem. Fonte de controvérsias no período recente, o Fundo Especial de Financiamento de Campanha (fundo eleitoral) receberá R\$ 2 bilhões para financiar as campanhas das eleições municipais, ante a proposta de R\$ 3,8 bilhões aprovada após o parecer preliminar da relatoria – o orçamento público de 2020 ainda precisa ser sancionado pela Presidência da República. De acordo com a lei aprovada, o salário mínimo será reajustado apenas pela inflação, passando dos atuais R\$ 998 para R\$ 1.031, algo bastante relevante para o valor das despesas obrigatórias - quase 70% das despesas primárias são indexadas, de acordo com o Tesouro Nacional, e o salário mínimo responde por grande parte desta indexação. Dentre os parâmetros macroeconômicos utilizados na elaboração da peça orçamentária, destacamos: crescimento real do PIB de 2,32%; inflação (IPCA) de 3,53%; taxa de câmbio média de R\$/US\$ 4,00; e taxa Selic média de 4,4% a.a..

Nosso cenário-base prevê déficit primário de R\$ 114,0 bilhões para o governo central em 2020 (-1,5% do PIB), cumprindo com folga relativamente pequena a meta estipulada em -R\$ 124,1 bilhões, conforme já apresentado. Porém, vemos por ora um balanço de riscos assimétrico para o lado positivo (ou seja, de menor déficit anual). Por exemplo, nossas projeções não incorporaram as receitas possivelmente oriundas da privatização da Eletrobrás e da re-licitação dos blocos de petróleo que não receberam ofertas (Sépia e Atapu) no certame da leilão onerosa. Ademais, o risco de frustração com as receitas tributárias (como observado em 2019) nos parece contido, especialmente devido à divulgação de dados de atividade econômica favoráveis recentemente. Não custa lembrar, entretanto, que avanços adicionais na agenda de ajuste fiscal (aprovação do chamado “pacote emergencial” em 2020 tem papel protagonista) são fundamentais para a reversão da atual trajetória insustentável das despesas obrigatórias e, com isso, para a consolidação fiscal do país.

6) Economia Internacional: sinais positivos vindos da China

A agenda de eventos da economia global desta semana foi mais tranquila em relação à anterior. Em termos de relevância para as economias emergentes, o conjunto de dados de atividade da China referentes a novembro foi o destaque dos



últimos dias, mostrando um panorama mais animador para a economia internacional. A produção industrial do país asiático ficou bem acima da expectativa dos analistas, crescendo 6,2% em comparação com novembro de 2018. Na abertura setorial, os destaques foram a produção de aço, cimento e automóveis. O ritmo de crescimento da indústria retornou aos níveis de meados deste ano, acumulando alta de 5,6% em 2019 (expansão compatível com uma taxa de crescimento do PIB chinês superior a 6%).

Pelo lado do consumo, as vendas varejistas de novembro também vieram acima das expectativas, crescendo 8% (em termos nominais) em relação ao mesmo mês de 2018. No entanto, este número parece ter sido bastante afetado pela forte alta da inflação na China recentemente, decorrente do choque de oferta na cadeia global de proteína animal (impactos da peste suína africana). Olhando para as vendas reais, o ritmo de crescimento ficou estável em relação a outubro (4,9% em termos interanuais, o menor da série histórica).

Por fim, o investimento em ativos fixos veio em linha com as expectativas, com crescimento de 5,2% no acumulado de janeiro a novembro de 2019, em relação ao mesmo período de 2018. Os dados desagregados deste indicador mostram um panorama misto: por um lado, o investimento em infraestrutura (setor em que o governo chinês exerce maior controle, via estímulos de crédito dos governos locais) voltou a acelerar, após fraco desempenho em outubro, e o investimento imobiliário seguiu apresentando forte ritmo de expansão; por outro lado, o investimento em manufatura continuou em marcha lenta, ainda sofrendo com os efeitos da “guerra comercial” entre EUA e China. Esperamos que, com o acordo da chamada Fase 1 da negociação entre os dois países, a categoria de manufatura volte a acelerar, e os últimos dados de PMI são boas indicações neste sentido. De forma geral, a retomada do setor industrial na China seria uma das melhores notícias exógenas ao cenário de crescimento de países emergentes em 2020.

Últimas Publicações

Português

- Melhores Perspectivas (dez/2019)
- Dias Melhores Virão (nov/2019)
- Expondo a Raiz do Problema (out/2019)
- O Segredo está nos Detalhes (set/2019)
- Em Busca do Crescimento (ago/2019)

Inglês

- A Better Outlook (Dec19)
- Better Days Ahead (Nov19)
- FX Compass – BRL: One down. Many others to go (Oct19)
- In Search of Growth (Aug19)
- Climbing The Cliffs In Bad Weather. (Jun19)

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.