

## À ESPERA DAS VACINAS

Ana Paula Vescovi\* e  
Equipe de Macroeconomia  
anavescovi@santander.com.br  
+5511 3553 8567

- Os ativos brasileiros pintaram um quadro misto nos últimos dias. Por um lado, o real vem se recuperando e superando o desempenho de seus pares (com a taxa de câmbio de volta ao patamar em torno de R\$5,20/US\$), na esteira de certo alívio após avanços no programa local de imunização contra a COVID-19. Este desdobramento atenua preocupações com impactos adicionais da pandemia sobre a atividade econômica e as perspectivas fiscais. Por outro lado, os juros nominais se elevaram (com viés de achatamento), uma vez que as taxas curtas foram movidas por uma percepção de maiores riscos inflacionários e expectativas de uma postura monetária menos acomodatória.
- A campanha de vacinação contra a COVID-19 no Brasil pode começar em 20 de janeiro. Lamentavelmente, as novas contaminações e mortes se mostram em níveis comparáveis à primeira onda (ou acima), possivelmente refletindo a maior interação social no período de férias.
- O IPCA teve alta de 4,52% em 2020, acima da meta central (4,00%), porém com uma composição benigna. O dado de dezembro evidenciou uma deterioração de medidas subjacentes na margem, mas não esperamos que essa tendência desfavorável se mantenha adiante.
- Recalculamos a margem para execução do orçamento federal dentro do teto constitucional de gastos em 2021, considerando os números fechados da inflação em 2020. Estimamos uma insuficiência de R\$ 14,5 bilhões. Embora o cumprimento da regra continue factível, na nossa visão, isso exigirá uma grande dose de disciplina fiscal, especialmente em meio a condições difíceis do ponto de vista econômico e sanitário.
- Dados da Anbima para dezembro mostram que as novas emissões domésticas de dívida e ações tiveram o maior volume mensal desde outubro de 2010. Em nossa opinião, as perspectivas para o mercado de capitais em 2021 são positivas. Contudo, dados do Banco Central revelam que o endividamento dos consumidores segue em alta, o que poderá pesar sobre o consumo.
- Os dados de atividade reforçaram a probabilidade de um sólido crescimento no 4T20. Nosso *tracking* para o PIB do 4T20 foi atualizado para 2,5% t/t-sa (alta de 0,2 p.p), após a publicação dos dados de indústria e serviços para novembro. Na próxima semana, a divulgação do indicador mensal de atividade do BC (IBC-Br) fechará as publicações de dados de atividade em novembro.
- Na quarta-feira (20 de janeiro), o Banco Central anuncia decisão de política monetária. Esperamos que a taxa básica Selic permaneça no nível (recorde histórico de baixa) de 2,00%, em linha com o consenso. No comunicado, acreditamos que o comitê manterá a prescrição futura (de juros estáveis, sob certas condições) por ora, mas provavelmente indicando seu abandono em março. Não descartamos uma antecipação desta mudança de comunicação já para esta reunião, após índices de inflação subjacente acima do esperado em dezembro, além de potenciais choques adicionais de custos que se desenham no horizonte.

\*\*\* *Esse relatório utiliza um conjunto de informações até quinta-feira, 14 de janeiro de 2021.*

**Figura 1.A. Agenda Macro – Indicadores Internacionais da Semana (17-22/jan)**

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China – PIB (% t/t a.s)	NBS	4T20	Dom, 17-jan	2,5	2,7
China – PIB (% a/a)	NBS	4T20	Dom, 17-jan	6,2	4,9
China – Produção Industrial (% a/a)	NBS	dez-20	Dom, 17-jan	6,9	7,0
China – Vendas no Varejo (% a/a)	NBS	dez-20	Dom, 17-jan	5,5	5,0
Z. Euro – CPI (% a/a)	Eurostat	dez-20 (F)	Qua, 20-jan	-0,3%	-0,3%
Z. Euro – CPI (% m/m)	Eurostat	dez-20 (F)	Qua, 20-jan	0,3%	0,3%
<b>Z. Euro – Reunião do BCE</b>	<b>BCE</b>	--	<b>Qui, 21-jan</b>	--	--
EUA – Novas Construções (milhares)	USCB	dez-20	Qui, 21-jan	1.500	1.547
Z. Euro – PMI Industrial (pontos)	Markit	jan-21 (P)	Sex, 22-jan	54,5	55,2
Z. Euro – PMI de Serviços (pontos)	Markit	jan-21 (P)	Sex, 22-jan	45,0	46,4
EUA – PMI Industrial (pontos)	Markit	jan-21 (P)	Sex, 22-jan	56,5	57,1
EUA – PMI de Serviços (pontos)	Markit	jan-21 (P)	Sex, 22-jan	53,6	54,8
EUA – Vendas de Imóveis Usados (milhões de unidades, anualizado)	NAR	dez-20	Sex, 22-jan	6,55	6,69

Fonte: Santander Brasil.

**Figura 1.B. Agenda Macro – Indicadores Domésticos da Semana (17-22/jan)**

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BC	nov-20	Seg, 18-jan	0,6	0,9
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BC	nov-20	Seg, 18-jan	-0,9	-2,6
Copom - Taxa Selic (%)	BC	--	Qua, 20-jan	2,00	2,00
Empregos Formais (milhares)	CAGED	dez-20	18 a 25-jan	--	414,6
Arrecadação Federal (R\$ bi)	IBGE	dez-20	20 a 25-jan	159,1	140,1

Fonte: Santander Brasil.

**Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão de cenário<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “(Mais) Um Ano Desafiador Adiante” (17/dez/20) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Sant-revisao-cen-dez-20>



## AMBIENTE INTERNACIONAL

O cenário político norte-americano segue no foco da atenção. As consequências negativas da invasão do Capitólio, assim como as acusações de que o presidente Donald Trump teria incitado os manifestantes, fez com que Trump sofresse um novo *impeachment* na Câmara dos Deputados (o primeiro ocorreu em 2019, mas não foi aprovado no Senado). O processo agora segue para o Senado, onde uma votação deve acontecer após o fim de seu mandato (20 de janeiro).

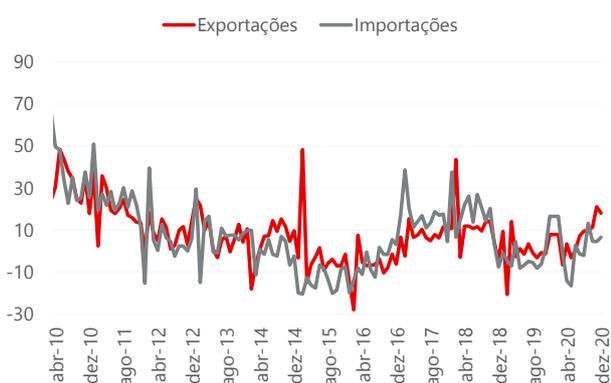
Do lado do presidente eleito Joe Biden, a expectativa é que novas rodadas de estímulos fiscais sejam anunciadas em breve, o que deve impulsionar a recuperação econômica norte-americana, uma vez que a pandemia esteja mais contida. Na mesma linha, a fala recente do presidente do Fed, Jerome Powell, também reforçou a manutenção dos estímulos monetários, indicando ser prematura qualquer discussão sobre normalização da postura (altamente acomodatória) do Fed.

No calendário econômico, destaque para os números muito fortes de comércio exterior de dezembro na China, principalmente do lado das exportações. Ainda na China, os números de crédito de dezembro vieram um pouco mais fracos, condizente com a sazonalidade típica do mês e com a orientação do Governo de reduzir o impulso do lado do crédito. Na Europa, os números de produção industrial de novembro vieram mais fortes do que o esperado: em que pesem distorções no dado (em função de números atípicos calculados para a Irlanda), o resultado corrobora com um quadro onde o setor manufatureiro segue menos impactado (que o setor de serviços) pela segunda onda do COVID-19 nos países desenvolvidos.

Nos mercados financeiros internacionais, as principais bolsas mostraram recuo nos últimos dias. O dólar ficou estável frente a moedas de países desenvolvidos. e a curva de juros norte-americana se inclinou com pressões altistas nas taxas de longo prazo.

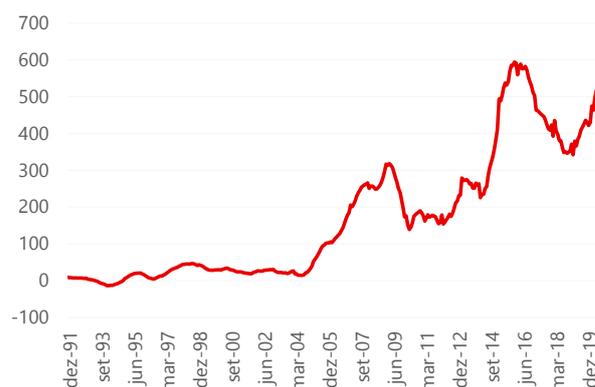
Seguimos monitorando com atenção os casos de COVID-19 nas economias desenvolvidas, o gerenciamento de medidas de restrição à mobilidade, além da evolução do ritmo de vacinação nestes países. Estes seguirão como fatores determinantes para a continuidade (ou velocidade) da recuperação da demanda externa e das condições financeiras para os países emergentes.

**Figura 2.A. – China: Comércio Exterior (% a/a)**



Fonte: China Customs, Santander.

**Figura 2.B. – China: Balança Comercial (12 meses, US\$ bilhões)**



Fonte: China Customs, Santander.



## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Após um início de ano conturbado, em que a taxa de câmbio chegou a subir para aproximadamente R\$5,51/US\$, o real tem se valorizado consideravelmente nos últimos dias, e retorna a patamares próximos a R\$5,20/US\$ (tal como visto no final do ano passado). Até a quinta-feira, o real mostrava um dos melhores desempenhos dentre as moedas emergentes na semana. Na tentativa de evidenciar o sólido movimento recente do real, calculamos o patamar em que a taxa de câmbio estaria caso tivesse seguido a variação média de dois diferentes grupos de moedas: emergentes e *commodities*. De acordo com o desempenho destes grupos, a taxa de câmbio deveria estar próxima a R\$5,40/US\$ ao invés do nível de R\$5,20/US\$ visto no fechamento de 14 de janeiro.

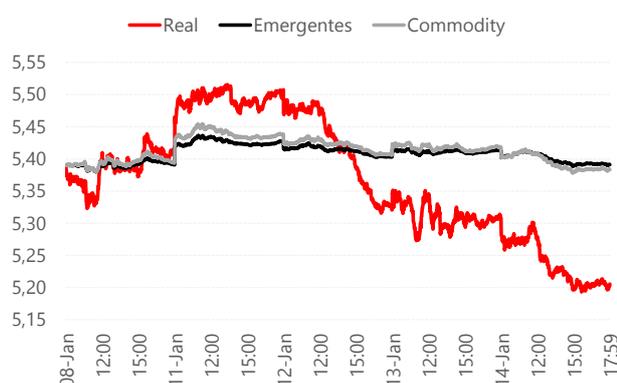
Em nossa opinião, tal como outras moedas emergentes e ativos de risco, o ambiente global positivo trazido pelas perspectivas de novos estímulos fiscais nos EUA e pelo processo de vacinação contra COVID-19 continuam favorecendo as moedas emergentes. Contudo, avaliamos que os recentes avanços relacionados ao programa de imunização no Brasil (mais detalhes na seção “COVID-19”) reforçam as perspectivas quanto ao combate à pandemia no país, reduzindo receios de que atrasos adicionais na campanha de vacinação poderiam impactar ainda mais a recuperação da atividade econômica e a tomada de decisões fiscais adiante (e.g., orçamento de 2021, extensão de auxílios). Da mesma maneira, declarações de parlamentares postulantes às presidências da Câmara e do Senado, em meio à corrida eleitoral marcada para 1 de fevereiro, deram indicações de apoio à obediência à regra constitucional do teto de gastos. Em nossa visão, esses fatores idiossincráticos podem ter dado contribuição adicional à esta valorização do real recente.

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominal se elevou, mas reduziu levemente a inclinação nos últimos dias. A ponta curta da curva (DI Jan-22) subiu para 3,27% (+24 p.b. desde nosso último relatório), enquanto a ponta longa (DI Jan-27) subiu para 7,10% (+14 p.b. desde o último relatório). Sendo assim, a inclinação nesta parte da curva caiu para 384 p.b., vindo de 393 p.b. desde a última quinta-feira. Na ponta curta, apesar da performance melhor do câmbio, os preços de *commodities* continuaram a subir de maneira significativa e, mais importante, o IPCA de dezembro surpreendeu para cima. Isso fez os participantes do mercado apreçarem uma probabilidade maior de altas antecipadas na taxa Selic. Na ponta longa, não houve, aparentemente, um determinante claro para a alta, mas um candidato relevante foi a elevação da taxa de juros longa nos EUA.

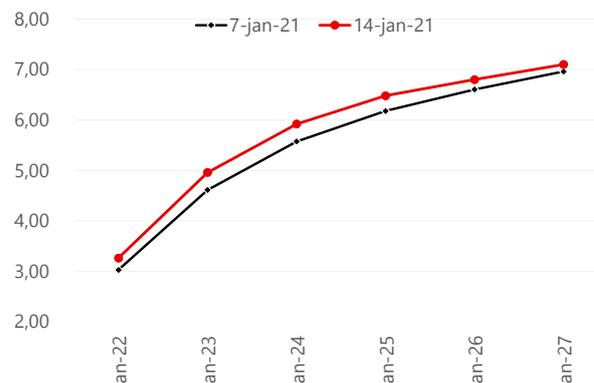
Continuamos a ver potencial de volatilidade à frente, em meio às incertezas remanescentes sobre os próximos passos da política fiscal no Brasil, especialmente com a pandemia colocando em risco o ritmo de reabertura da economia em diversas regiões e o fim dos estímulos emergenciais. Mesmo que uma solução fiscal não seja esperada até o final do 1T21, ainda vemos algum prêmio na ponta curta da curva, uma vez que consideramos chances muito baixas de uma alta de juros pelo BC em março.

Figura 3.A. – Taxa Cambial (R\$/US\$) Intra-diária



Fonte: Bloomberg, Santander.

Figura 3.B. – Vértices Líquidos nos Futuros de DI



Fonte: Bloomberg, Santander.



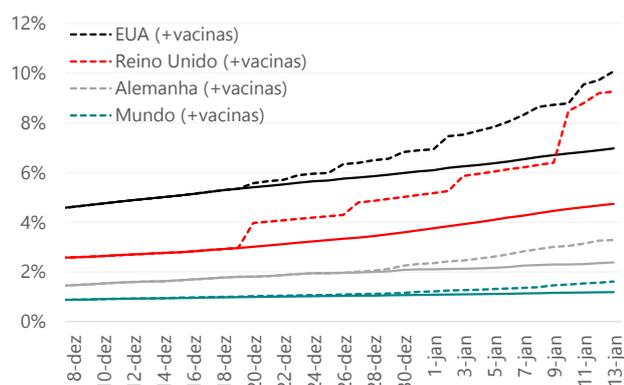
## COVID-19

**Novos casos nos EUA atingiram o pico, enquanto as hospitalizações parecem estabilizar.** O período de férias levou a um aumento de novos casos a um nível recorde, mas a taxa de aumento das hospitalizações tem diminuído. O ritmo de vacinação no país está atualmente em 710 mil por dia (média móvel de 7 dias), se aproximando da meta do governo de 1 milhão. Na Europa, as medidas de *lockdown* no Reino Unido parecem ter tido efeito, com a curva de novos casos começando a recuar. No entanto, os hospitais ainda correm risco de ficarem sobrecarregados. Apesar do progresso na vacinação, restrições mais longas à mobilidade podem ocorrer na Europa, à medida que os casos aumentam na Espanha e na Itália. Fontes da imprensa indicam que a Alemanha poderia potencialmente estender o *lockdown* no país até abril. Em nossa opinião, isso pode colocar obstáculos adicionais à recuperação da economia global no curto prazo.

**No Brasil, a campanha de vacinação contra a COVID-19 deve começar na próxima semana.** A Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa) marcou reunião para o domingo (17 de janeiro) para discutir o pedido de autorização de uso emergencial do Instituto Butantan/Sinovac e da Fiocruz/AstraZeneca. Após a aprovação, a distribuição da vacina deve se iniciar em alguns dias, apesar do Ministério da Saúde ter afirmado que a campanha começará pelas capitais estaduais. Das 8 milhões de doses iniciais previstas para janeiro, o Instituto Butantan tem 6 milhões em estoque enquanto que 2 milhões virão da produção da AstraZeneca na Índia. Estas devem chegar ao Brasil no fim de semana. No nível estadual, São Paulo antecipou a data da reclassificação do Plano SP do processo de reabertura para sexta-feira (15 de janeiro), que estava inicialmente prevista para 5 de fevereiro. Algumas regiões do estado devem recuar de fase devido ao recente aumento de casos e hospitalizações.

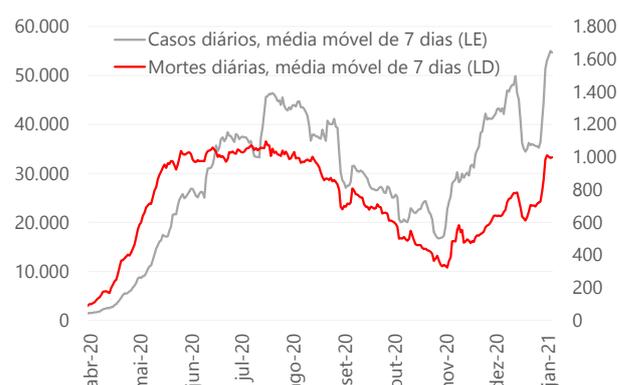
Dados da universidade de John Hopkins para o Brasil registram uma média de 54 mil novos casos diários (média móvel de 7 dias) na quarta-feira (13 de janeiro), um aumento de 50,2% em relação à semana anterior, enquanto que as mortes diárias (média móvel de 7 dias) ficaram em 998, um aumento de 37,1% na mesma comparação. Esses números parecem refletir o maior grau de interação social observado no período de férias.

**Figura 4.A. – Total de Casos + Vacinas (% População)**



Fonte: John Hopkins University, Our World in Data, Santander.

**Figura 4.B. – COVID-19: Casos e Mortes Diárias**



Fonte: Ministério da Saúde, Santander.



## POLÍTICA FISCAL

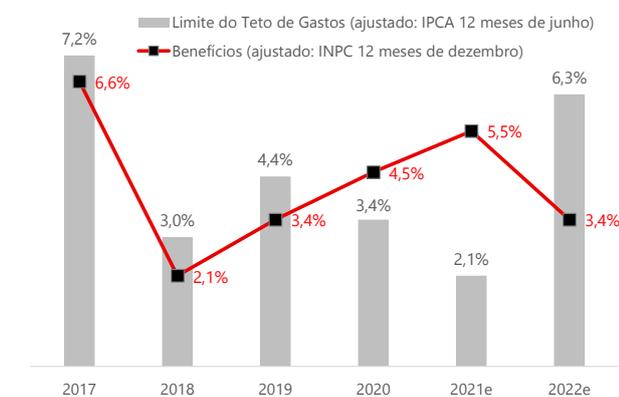
**Recalculamos a margem para execução do teto de gastos em 2021, considerando os números finais de inflação em 2020. A arrecadação federal de dezembro será divulgada nos próximos dias.**

O índice de inflação usado para ajustar as transferências do governo (INPC<sup>2</sup>) encerrou 2020 em 5,45%. O valor é superior à nossa projeção (de 5,1%) e à estimativa (de 5,26%) considerada na medida provisória que elevou o salário mínimo para R\$ 1,1 mil em 2021. Esse fator acentua marginalmente a pressão do descompasso entre o índice de inflação utilizado para reajustar o teto de gastos e o índice usado para reajustar certas transferências do governo, elevando assim a dificuldade para o cumprimento da regra em 2021. [Maiores detalhes no link<sup>3</sup>.](#)

Com isso, nossa estimativa de insuficiência para cumprir a regra do teto de gastos aumentou de R\$ 11,3 bilhões para R\$ 14,5 bilhões, tornando seu cumprimento em 2021 ainda mais desafiador. Embora siga factível, a execução da regra exigirá elevada disciplina fiscal, e poderá levar à redução das despesas discricionárias e à possibilidade de paralisação parcial de alguns serviços públicos. A necessidade de acomodar o maior salário mínimo nas estimativas orçamentárias para 2021 e os vetos quanto à rigidez orçamentária são fatores que devem gerar um intenso debate no Congresso no 1T21.

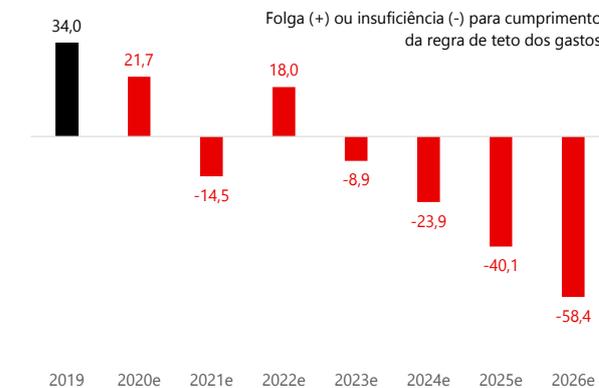
A Receita Federal deve publicar na próxima semana os dados da arrecadação federal para dezembro de 2020. Nossa estimativa é de R\$ 159,1 bilhões, o que significaria um aumento de cerca de 4,6% a/a, em termos reais. Com esse resultado, a arrecadação total de tributos federais de 2020 registrará queda de 6,8% a/a, equivalente a uma queda de R\$110 bilhões em relação a 2019. A arrecadação de tributos vem se recuperando gradativamente, impulsionada pelo melhor desempenho da atividade econômica e o pagamento de impostos diferidos no início da pandemia. Esperamos alguma acomodação no ritmo dessa recuperação à frente, considerando o fim do estímulo fiscal e os possíveis impactos do aumento dos casos COVID-19, o que pode se traduzir em algum abrandamento nas receitas fiscais no 1S21.

**Figura 5.A. – Índices de Inflação para o Orçamento**



Fonte: IBGE, Santander.

**Figura 5.B. – Margem do Teto de Gastos (R\$ bilhões)**



Fonte: Tesouro Nacional, Santander.

<sup>2</sup> O índice INPC tem por objetivo a correção do poder de compra dos salários, através da mensuração das variações de preços de uma cesta de consumo representativa para a população assalariada de rendimento mais baixo.

<sup>3</sup> **Santander Brazil Fiscal Policy**—“*Spending Cap Rule: Squeezing the 2021 Margin, Relieving 2022*”— (03/dez/20) - Disponível no “link” (em inglês): [http://bit.ly/Sant\\_Spdcap\\_Dec20](http://bit.ly/Sant_Spdcap_Dec20)



## CRÉDITO

**As novas emissões no mercado de capitais em dezembro de 2020 tiveram o maior valor mensal desde outubro de 2010.** Os dados da Anbima mostram que as novas emissões totalizaram R\$ 63 bilhões, um aumento expressivo em relação ao volume de novembro (R\$ 26 bilhões). As debêntures se destacaram com R\$ 28,6 bilhões, mas outros instrumentos também tiveram aumento. As emissões em renda fixa somaram R\$ 9,2 bilhões; ações totalizaram R\$ 19,9 bilhões; e os fundos imobiliários R\$ 5,9 bilhões. Apesar do cenário econômico incerto visto na fase inicial da pandemia, o 2S20 viu uma recuperação gradual das emissões.

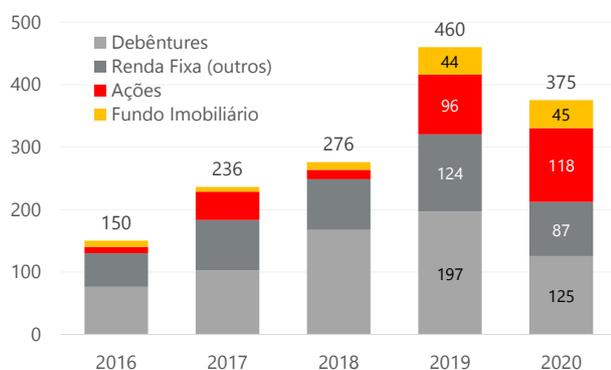
Considerando o financiamento total em 2020 (R\$ 375 bilhões), houve uma redução de 18,4% nas transações no mercado de capitais em relação a 2019. Em renda fixa, debêntures foi o instrumento que mais contribuiu para a redução geral, já que as emissões desse tipo de dívida em 2020 foram 33,9 % menores do que em 2019. Isso provavelmente decorre de uma aversão a risco quando do surto da COVID-19, levando a maior procura (precaucional) por crédito bancário. Em linha com o observado no crédito bancário, e em virtude das necessidades de curto prazo das empresas, a parte de capital de giro liderou a alocação de recursos (34,2% em 2020 contra 30,2% em 2019).

Em nossa opinião, o baixo patamar dos juros - amplificados pela resposta mais ampla da política monetária à pandemia – teve papel importante na composição, possivelmente favorecendo uma guinada em direção ao mercado de ações. Nesse sentido, as emissões de ações em 2020 foram 32,5% superior ao volume de 2019, refletindo essa mudança de portfólio. Em dezembro, os *IPOs* somaram R\$ 15,3 bilhões, o maior volume mensal do ano. O volume de emissões subsequentes (*follow-ons*) se recuperou da queda de novembro, registrando R\$ 4,6 bilhões. No caso dos fundos imobiliários, o volume acumulado de emissões em 2020 foi 6,4% superior a 2019, ilustrando a recuperação do mercado imobiliário.

Em meio a um quadro externo favorável de ampla liquidez e bom apetite para ativos arriscados, as perspectivas para o mercado de capitais em 2021 no Brasil são positivas, a depender dos desdobramentos macroeconômicos locais, particularmente no campo da política fiscal.

**Endividamento do consumidor em alta.** Dados do Banco Central de outubro mostram o endividamento das famílias em 50,3%, alta de +1,3 p.p. no mês (+5,5 p.p. contra outubro de 2019). Este resultado se compara a uma média histórica de 43,7%, mostrando ainda o maior aumento mensal da série (desde 2011). O comprometimento de renda foi de 21,7%, +0,4 p.p. no mês (+1,5 p.p. frente a outubro de 2019), contra média histórica de 20,5%. Os números reforçam nossa visão de que a inadimplência tende a se elevar nos próximos meses, com o fim do auxílio emergencial. Este deverá ser mais um fator pesando sobre o consumo em 2021.

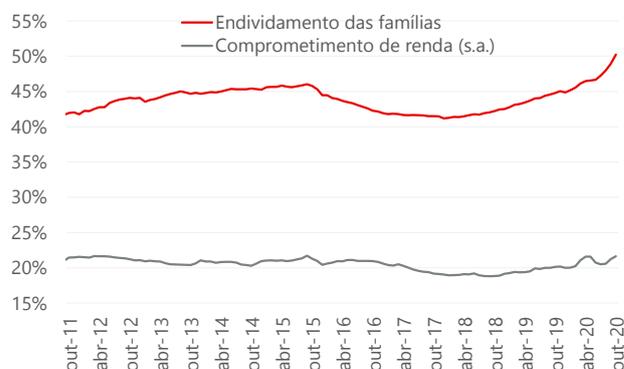
**Figura 6.A. – Emissões domésticas (R\$ bilhões, ajustado para inflação)**



Renda Fixa (outros): NPs, LFs, CRAs, CRIs e FIDCs.

Fonte: Anbima, Santander.

**Figura 6.B. – Endividamento do consumidor (% Massa Salarial Ampliada)**



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.



## INFLAÇÃO

**A alta do IPCA em 2020 não foi tão preocupante como a leitura “fria” do índice cheio poderia indicar.** A inflação do IPCA 2020 fechou em 4,52%, acima da meta de 4,00%. Contudo, é importante destacar que o choque de preços de alimentação (que subiram 18,2% no ano) foi muito relevante, representando 60% da variação total do IPCA em 2020. Desta maneira, o IPCA ex-alimentação terminou o ano com alta de apenas 2,4%; a média das medidas de núcleo fechou em 2,8%. Em ambos os casos, níveis consideravelmente baixos. Também é importante destacar que a inflação de serviços foi notadamente baixa (1,7% a/a), enquanto a inflação de bens industriais foi um pouco mais alta (3,2% a/a), mas ainda assim em níveis inferiores à meta.

**Mas a leitura mensal não foi tão positiva em termos qualitativos.** O IPCA de dezembro foi maior do que o esperado: 1,35% m/m, enquanto projetávamos 1,18% e a mediana das expectativas do mercado era de 1,21%. A leitura foi qualitativamente menos favorável: a maior surpresa foi em bens industriais (+10 p.b. de surpresa), mas serviços (+6 p.b.) e alimentação (+2 p.b.) também surpreenderam para cima. A média dos núcleos registrou alta de 0,65% m/m, enquanto esperávamos uma variação mais branda, 0,44%.

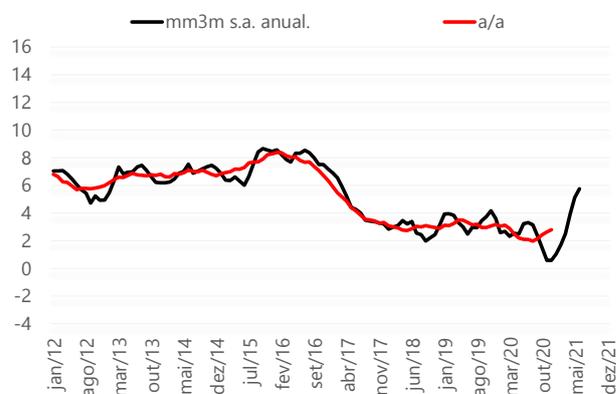
**Revisamos para cima nossas projeções de IPCA de curto prazo:** esperamos 0,36% m/m para janeiro (antes 0,19%) e 0,31% m/m para fevereiro (antes 0,28%). Além da surpresa na leitura de dezembro, os preços de *commodities* continuam a subir, enquanto o câmbio não vem apreciando (ao contrário de nossa expectativa). Esta revisão de curto prazo também gerou uma alta em nosso *tracking* de alta frequência para o número do ano, que subiu para 3,2% (antes 3,0%). O balanço de riscos segue assimétrico para cima, mas seguimos acreditando em um cenário benigno para inflação, com o choque em alimentos arrefecendo, serviços acelerando de maneira gradual (por conta de um mercado de trabalho ainda frágil), bens industriais desacelerando, e apesar de bens administrados em pressão altista. **Mais detalhes no link<sup>4</sup>.**

Figura 7.A. – Detalhes do IPCA (%)

	m/m		a/a		dez/20
	dez/20	Santander	Dev.	nov/20	
<b>IPCA</b>	<b>1,35</b>	<b>1,18</b>	<b>0,17</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>
Administrados	2,04	2,09	-0,01	0,9	2,6
Livres	1,11	0,86	0,19	5,5	5,2
Alimentação no domicílio	2,12	1,96	0,02	21,1	18,2
Bens industriais	0,91	0,46	0,10	2,6	3,2
Serviços	0,83	0,67	0,06	1,6	1,7
Núcleo EX3	0,60	0,36	0,24	2,4	2,4
Média dos núcleos	0,65	0,44	0,21	2,6	2,8

Fonte: IBGE, Banco Central, Santander.

Figura 7.B. – Média dos Núcleos (%)



Fonte: IBGE, Banco Central, Santander

<sup>4</sup> Santander Brazil Inflation – “IPCA December: Some Negative Surprises” – (13/jan/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/sant-ipca-dec20>



## ATIVIDADE ECONÔMICA

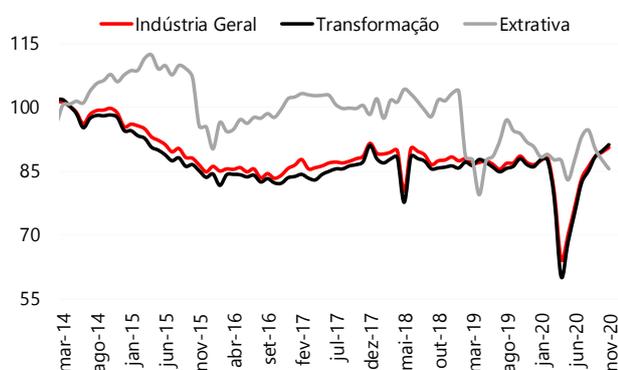
**Crescimento sequencial positivo da produção industrial:** os dados de novembro (publicados na última sexta-feira) confirmaram as expectativas de um novo ganho mensal (1,2% m/m-sa), com o indicador em níveis 2,6% acima de fevereiro (nosso marco pré-crise) e deixando um carrego estatístico de 5,0% para o 4T20. O ambiente de alta na confiança e capacidade instalada, assim como com os estoques em níveis historicamente abaixo do desejável, sugerem boas perspectivas para a produção nos próximos meses, principalmente por conta da recomposição de estoques. [Mais detalhes no link<sup>5</sup>.](#)

**Serviços surpreendem positivamente:** os dados de novembro vieram acima das expectativas (2,6% m/m-sa contra 1,0%), porém não o suficiente para compensar plenamente a queda com a crise: o indicador ainda está 3,2% abaixo do marco pré-pandemia. Esse resultado positivo foi impulsionado pelo rebote de setores mais afetados pela redução da interação social, que gradualmente caminham em direção à recuperação. O resultado de novembro deixou um carrego estatístico de 6,1% para o 4T20, e esperamos um crescimento sequencial em dezembro, na medida em que a mobilidade parece ter melhorado discretamente. Um aumento no contágio nas primeiras semanas de 2021 pode fazer desacelerar esse movimento. [Mais detalhes no link<sup>6</sup>.](#)

Com relação às vendas do varejo, nosso indicador proprietário (IGET) registrou uma alta em dezembro (6,6% m/m-sa), porém sobre uma base deprimida após a forte queda do mês anterior (-9,5%). Nosso *tracking* de dezembro para o varejo ampliado baseado no IGET está em 0,4% (6,8% a/a), possivelmente por conta da alta no *e-commerce*, em meio a um distanciamento social continuado. [Mais detalhes no link<sup>7</sup>.](#)

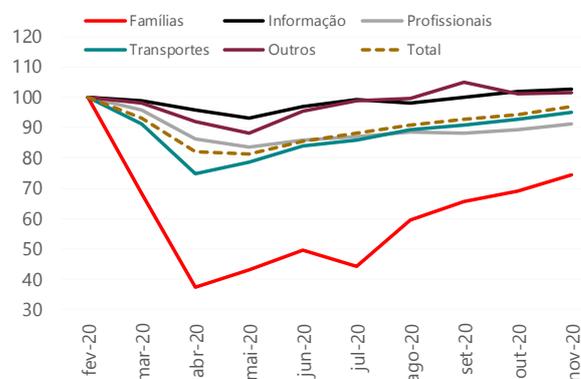
Na próxima segunda-feira (18/jan), o BC divulgará o resultado do seu indicador mensal de atividade, encerrando o ciclo de publicações dos principais indicadores para novembro. Considerando as informações dos setores-chave da economia disponíveis até o momento, estamos projetando ganho mensal de 0,6% (-1,0% a/a). Esses números reforçam a probabilidade de um sólido crescimento da atividade no 4T20. Estamos projetando um crescimento do PIB de 2,8% t/t-sa, e nosso tracking atualmente se encontra em 2,5% t/t-sa.

Figura 8.A – Produção Industrial (sa, 2012=100)



Fonte: IBGE e Santander.

Figura 8.B – Serviços por Segmentos (sa, Fev-20=100)



Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>5</sup> Santander Brasil Economic Activity – “Upward Trend Continues” – (8/jan/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-Ind-Prod-Nov20>

<sup>6</sup> Santander Brasil Economic Activity – “Solid Quarterly Growth Expected Ahead” – (13/jan/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/sant-pms-nov20>

<sup>7</sup> Santander Brasil Economic Activity – “IGet Dezembro: Acomodação no 4T20” – (12/jan/2021) – Disponível no “link” (em português): <http://bit.ly/Sant-igetdez-20>



## POLÍTICA MONETÁRIA

**Na quarta-feira (20 de janeiro), o Copom anuncia decisão de política monetária. Esperamos que a taxa básica Selic permaneça no nível de 2,00% - o mais baixo em termos históricos - em linha com um amplo consenso no mercado (entre analistas e investidores).**

O mercado prestará atenção ao comunicado, em meio a expectativas sobre o abandono da prescrição futura do BC (que aponta para taxas de juros estáveis, sob certas condições). A possibilidade de alteração do sinal de política monetária foi aberta na última reunião do Copom, quando o comitê elencou condições para encerrar esse “compromisso”. De acordo com o BC, o fim do *forward guidance* poderia ocorrer mediante a: (i) um eventual aumento das expectativas de inflação de 2021 em direção ao centro da meta (3,75%); ou (ii) uma mudança do horizonte relevante do final de 2021 (para quando a inflação é vista abaixo da meta, com Selic estável no próximo ano) para o final de 2022 (quando a inflação é vista na meta, mas apenas com aumentos da Selic).

Levando-se em consideração, de forma estrita, a sinalização do BC, ainda vemos o Copom de março como melhor candidato para o fim do *forward guidance*, dado que aquela reunião marcará a mudança do horizonte focal de política monetária (do final de 2021 para o final de 2022). Embora a primeira reunião do ano seja historicamente muito cedo para se alterar o horizonte relevante, reconhecemos chances crescentes de um eventual abandono da prescrição futura já nesta reunião de janeiro, especialmente após a alta das medidas de inflação subjacentes no IPCA de dezembro (veja seção de inflação). Números mais altos dos núcleos podem despertar temores no BC sobre possíveis repercussões de tais choques inflacionários (ainda predominantemente exógenos) sobre as expectativas de inflação para os horizontes relevantes. Além disso, a elevação dos custos de insumos em reais também pode levar o BC e os analistas de mercado a revisarem para cima as estimativas do IPCA para 2021, antes da reunião do Copom. Nesse sentido, o abandono “antecipado” do *forward guidance* permitiria ao Banco Central retirar uma pequena parte dos estímulos monetários (algo em torno de 25 p.b. em termos de equivalência à Selic, de acordo com o último relatório de inflação), e ao mesmo tempo, dar à autoridade um tempo adicional para acompanhar informações iniciais sobre as decisões fiscais adiante e a reação da economia com o fim dos estímulos emergenciais. Uma reação subsequente da curva de juros e a possibilidade de efeitos indesejáveis (i.e., aperto) nas condições financeiras seria um risco a ser considerado antes desta decisão relativamente antecipada.

Em meio a uma elevada ociosidade econômica (principalmente no setor de serviços, o maior da economia brasileira e mais afetado pelas medidas de restrição à mobilidade) e com expectativas de inflação bem ancoradas, seguimos vendo o ritmo atual de recuperação econômica e aceleração de preços impulsionados em grande escala por fatores temporários, notadamente o robusto volume de transferências governamentais às famílias durante a pandemia. A inflação mais alta também reflete uma mudança temporária no perfil de gastos do consumidor, com uma migração temporária dos gastos dos serviços para o setor de bens. Choques exógenos nos preços de alimentos e energia, bem como repasse da depreciação cambial completam a lista de fatores que respondem pelo excesso de inflação do ano passado (i.e., leitura final de 2020 em 4,5%, acima da meta central de 4,0%).

Assumindo um processo de consolidação fiscal ainda crível adiante, nosso cenário básico segue predominantemente desinflacionário para 2021 e 2022. Sob essas condições, projetamos o início de um processo gradual de normalização dos juros se iniciando em outubro.

Figura 9.A. – Taxa Selic (Nominal)



Fonte: Banco Central, Santander.

Figura 9.B. – Taxa de Juros Reais Ex-Ante (1 Ano)



Fonte: Bloomberg, Banco Central, Santander.



## CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

### Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Oreng*	Head of Macro Research	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Jankiel Santos*	Economist – External Sector	jankiel.santos@santander.com.br	5511-3012-5726
Ítalo Franca*	Economist – Fiscal Policy	italo.franca@santander.com.br	5511-3553-5235
Daniel Karp Vasquez*	Economist – Inflation	daniel.karp@santander.com.br	5511-3553-9828
Tomas Urani*	Economist – Global Economics	tomas.urani@santander.com.br	5511-3553-9520
Lucas Maynard*	Economist – Economic Activity	lucas.maynard.da.silva@santander.com.br	5511-3553-7495
Felipe Kotinda*	Economist – Credit	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327
Raissa Freitas*	Business Manager	raifreitas@santander.com.br	5511-3553-7424

### Global Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro, Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@santander.pl	48-22-534-1888
Juan Cerruti *	Senior Economist – Argentina	jcerruti@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
Claudia Benavente*	Head, Chile	claudia.benavente@santander.cl	562-2336-3361
Walter Chiarvesio*	Head, Argentina	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Daniel Gewehr*	Head, Brazil	dhgewehr@santander.com.br	5511-3012-5787

### 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 Fontes 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.

© 2020 by Santander Investment Securities Inc. All Rights Reserved.



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.. ©2020 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.