

## Adaptando a prescrição futura?

- O real teve um bom desempenho nesta semana, em meio a um noticiário positivo no exterior, com sinais auspiciosos relativos às vacinas contra a Covid-19 e com elevação nas chances de um novo pacote fiscal nos EUA. No campo doméstico, indicações de que os estímulos emergenciais se encerrarão este ano ajudaram a atenuar a percepção de riscos para o regime fiscal e os ajustes necessários adiante. Com isso, a taxa cambial encerra esta semana abaixo de R\$5,20/US\$ pela primeira vez desde o final de jul/20, sendo uma das moedas de melhor desempenho frente aos pares emergentes na semana.
- Impulsionada pelos mesmos fatores que o câmbio, a curva de juros nominal recuou e achatou mais uma vez esta semana, com a diferença entre jan-22 e jan-27 (em DI futuro) chegando perto da mínima em um mês. Ainda acreditamos que há muita “gordura” (prêmio) na ponta curta, dado que vemos chances bem limitadas de um aperto de juros pelo Banco Central no curto prazo (1T21).
- O desempenho fiscal de outubro foi “melhor” que o esperado, impulsionado por fatores não recorrentes. No entanto, a tendência do déficit primário continua a se deteriorar, após seis meses consecutivos com déficits equivalentes a leituras de um ano inteiro. A dívida pública (sob diversas métricas) continua a atingir novas máximas plurianuais. Além disso, com o recente aumento da inflação neste fim de ano, a margem para execução do orçamento dentro do teto de gastos continua se estreitando para 2021.
- O superávit comercial de US\$3,7 bilhões registrado em nov/20 reforçou nossa percepção de que, após um forte impacto gerado pela pandemia no início deste ano, as importações estão em trajetória ascendente, evidenciando a recuperação da atividade econômica, que deverá prosseguir nos próximos meses. Projetamos superávit comercial de US\$57,2 bilhões em 2020, consistente com um déficit em conta corrente perto de zero este ano.
- A produção industrial de outubro confirmou as expectativas de um novo ganho mensal, marcando um início favorável para a sequência de publicações de atividade no 4T20. O PIB do 3T20 confirmou as expectativas de um forte crescimento (ainda que sobre bases deprimidas) após a parada súbita induzida pela pandemia. Os números mostram uma recuperação parcial e heterogênea. Vemos menores chances de uma queda sequencial no 4T20, o que sugere riscos altistas para nossa projeção de -4,8% em 2020.
- Importantes divulgações de atividade econômica em outubro estão agendadas para a semana. Na quinta (10/dez), as vendas do varejo restrito e ampliado serão divulgadas, e estamos esperando uma alta de 0,7% m/m a.s. (7,9% a/a) e de 0,5% m/m a.s. (5,5% a/a), respectivamente. Na sexta (11/dez), saem os dados de serviços, e projetamos uma alta no volume de 2,3% m/m a.s. (-6,8% a/a).
- A decisão da Aneel de retomar ao sistema de bandeiras tarifárias ainda este ano nos fez alterar o *tracking* de IPCA para 4,3% em 2020 e 3,0% em 2021. Na terça-feira (8/dez) o IBGE divulga a inflação do IPCA de novembro. Esperamos mais uma alta forte de 0,82% m/m (4,24% a/a): alimentação no domicílio será, mais uma vez, a principal fonte de pressão altista. Embora, acreditemos que a inflação deva seguir pressionada no curto prazo, começamos a enxergar sinais preliminares de dissipação de choques, o que reforça nossa visão benigna para inflação no médio prazo.
- Semana de Copom: o Banco Central anuncia decisão de política monetária na quarta-feira (9/dez). Em linha com as expectativas dos analistas e o apreçamento da curva, antevemos manutenção da taxa básica Selic no nível mínimo histórico de 2,00%. No comunicado, acreditamos que o comitê poderá retirar menções a uma possível redução adicional do juro (adaptando a comunicação ao cenário atual), mas mantendo a prescrição futura de juros estáveis adiante, sob a condição de manutenção do regime fiscal e de expectativas de inflação bem ancoradas. Em nossa opinião, o BC provavelmente segue vendo tais condições atendidas, por ora.



## 1) Economia Internacional

Nos mercados globais, o ambiente permaneceu favorável, em meio a contínuos sinais de maior apetite dos investidores por ativos arriscados, inclusive por ativos de economias emergentes. Os índices acionários se valorizaram de forma geral. A curva de juros norte-americana se inclinou, e o dólar depreciou frente a boa parte das moedas.

Uma das principais notícias dando sustentação a esse tom mais positivo nos mercados foi um aparente avanço nas negociações entre democratas e republicanos em torno de um novo pacote fiscal nos EUA. Uma proposta bipartidária (i.e. de autoria de representantes democratas e republicanos), com valores aproximados de US\$ 900 bi, parece ter aproximado os dois lados. Nanci Pelosi (presidente da Câmara e líder dos Democratas na casa) e Chuck Schumer (líder dos Democratas no Senado) sinalizaram apoio a nova proposta, o que é um fato importante, pois previamente os Democratas defendiam um pacote mais robusto, acima de US\$ 2 tri. A distância para o pacote apoiado por Mitch McConnell (presidente do Senado e líder dos Republicanos na casa), em torno de US\$ 500 bi, diminuiu consideravelmente, aumentando a chance de um acordo e uma aprovação do novo pacote ainda em 2020. Contudo, a incerteza segue elevada. Uma data importante a se monitorar será o dia 11/dez, quando o orçamento deve ser votado para evitar o chamado *shutdown* (proibição temporária de gastos orçamentários). Potencialmente, esta poderá ser data-chave para uma possível solução para o impasse sobre os estímulos fiscais adicionais.

Em relação a pandemia, os dados seguem apontando para algum alívio no número de novos casos, que vem desacelerando pelo hemisfério norte. O número de hospitalizações nos EUA, contudo, segue crescendo, com a taxa de ocupação dos leitos de UTI pressionada principalmente nos estados do meio-oeste americano. Na Europa, as hospitalizações seguem em trajetória de queda. Na Alemanha a situação é um pouco mais preocupante, uma vez que as hospitalizações ainda não começaram a cair. Ademais, o número de falecimentos por lá ainda segue tendência de alta. Por fim, Reino Unido e Rússia anunciaram que devem começar a vacinar suas populações já na próxima semana. Outros países devem fazer o mesmo, ainda que discussões em torno da produção e distribuição das vacinas possam resultar em algum arrefecimento do otimismo observado nos mercados recentemente.

No calendário econômico, o destaque da semana foi a criação líquida de postos de trabalho em novembro nos EUA (*nonfarm payroll*). Houve criação de 245 mil vagas, valor bem abaixo da expectativa do mercado (475 mil). O resultado, ainda bastante positivo em termos históricos, confirma que a recuperação do mercado de trabalho (e da atividade econômica mais ampla) segue em curso nos EUA, porém com sinais de moderação. A leitura reforça que, para se evitar maior perda de ritmo na economia, os EUA devem elevar o estímulo fiscal o quanto antes. Outro dado relevante foi o PMI de novembro na China, que surpreendeu as estimativas do mercado e reafirmou uma franca recuperação econômica.

Seguimos monitorando com atenção as discussões sobre o pacote fiscal americano, os casos de COVID-19 nas economias desenvolvidas, o gerenciamento de medidas de restrição à mobilidade nestes países, e os avanços nos desenvolvimentos de vacinas e tratamentos. Estes seguirão como fatores determinantes para a continuidade (ou velocidade) da recuperação da demanda externa e das condições financeiras para os países emergentes.

## 2) Comentários de Mercado Local

**Taxa de Câmbio:** A taxa de câmbio deverá encerrar esta semana abaixo do patamar de R\$5,20/US\$ pela primeira vez desde o final de jul/20 (no momento da edição do texto, a cotação era de R\$5,16/US\$), na esteira de um noticiário internacional positivo, que favoreceu à busca por ativos arriscado por parte dos investidores (*risk on*, no jargão técnico). Os avanços nas pesquisas de vacinas contra a Covid-19 continuaram apresentando resultados positivos, com o Reino Unido já tendo anunciado que começará a imunizar sua população nas próximas semanas. Além disso, um acordo entre os congressistas norte-americanos referente à aprovação de um novo pacote fiscal para estimular a economia parece ter ficado mais próximo, sinal que ajudou a reduzir o grau de aversão a risco nos mercados.

No campo doméstico, o noticiário também foi construtivo, com membros do alto escalão do governo anunciando a intenção de não estender para 2021 o auxílio emergencial concedido neste ano. Dado o ambiente internacional favorável, os investidores decidiram, aparentemente, conceder o benefício da dúvida por ora (em meio a incertezas remanescentes no campo fiscal), de forma que os ativos financeiros brasileiros se saíram beneficiados.

A lição que fica é que, à medida em que os agentes econômicos se tornem menos céticos quanto à manutenção do arcabouço fiscal (nosso cenário base), haverá espaço para valorização dos ativos nacionais, em particular da taxa cambial. Neste sentido, importante ter em mente que decisões concretas sobre o tema somente deverão ser tomadas após as eleições para as presidências das casas parlamentares (Câmara e Senado), em fev/21. Até lá, embora o ambiente internacional favorável e os sinais preliminares de respeito à regra de teto dos gastos limitem o escopo para uma



desvalorização substancial do real, a robustez de uma tendência de apreciação do real dependerá de maior clareza acerca da condução de uma política fiscal austera nos próximos anos.

**Taxas de Juros:** Com base nos preços de sexta-feira (hora da edição), a curva de juros nominais parecia caminhar para um padrão de queda e achatamento esta semana. Na ponta curta, o futuro do DI jan-22 estava prestes a fechar a semana em 3,08% (-20 p.b. em relação à última sexta-feira). No ponta longa, o futuro DI de jan-27 estava sendo negociado a 7,04% (-45 p.b. em relação à última sexta-feira), empurrando a inclinação neste segmento (2027s vs. 2022s) para 397 p.b., em comparação com 422 p.b. na semana anterior e ~ 150 p.b. no início deste ano antes da chegada da pandemia no Brasil (final de fevereiro). Essa curva é a mais achatada (neste trecho) em cerca de um mês.

O movimento da curva segue a influência de quase os mesmos fatores da semana passada, que também são praticamente os mesmos catalisadores que vem gerando um rali recente na taxa cambial. Otimismo em relação a uma solução sanitária para a pandemia trazida por notícias positivas sobre vacinas contra a Covid-19 continuam a alimentar um sentimento de *risk-on* nos mercados globais. Os participantes de mercado também elevaram as expectativas com relação as chances de aprovação de um novo pacote fiscal nos EUA. Ambos fatores favorecem os ativos e economias emergentes, com efeito claramente baixista sobre os prêmios de risco soberano do Brasil e os juros na ponta longa da curva.

Localmente, de um ponto de vista técnico, leilões bem-sucedidos de títulos pelo Tesouro Nacional tanto internamente (maior emissão de NTN-B da história) quanto externamente (forte demanda por títulos públicos denominados em dólares) também contribuíram para esse clima mais favorável no mercado de renda fixa local. Do ponto de vista macroeconômico, a inesperada decisão da Aneel de retomar o sistema de bandeiras tarifárias em dez/20, elevando a bandeira tarifária ao topo (vermelha 2) neste ano, proporciona pequeno alívio para as projeções de inflação de 2021, que vinham sofrendo pressões de alta recentemente (veja detalhes na seção de inflação abaixo). Acreditamos que isso alimentou certa pressão baixista na ponta curta da curva.

Nosso cenário base continua vendo chances muito limitadas de o BC subir os juros no curto prazo (digamos, no 1T21). Enquanto o dilema fiscal segue sem definição (impulsionar os programas sociais versus manter a credibilidade da regra do teto de gastos), a solução temporária de não aumentar as despesas obrigatórias traz por ora um certo alívio para os ativos brasileiros, especialmente em meio a um cenário global favorável. Dito isso, continuamos vendo oportunidade para ficar aplicado na ponta curta da curva, uma vez que acreditamos que há muito prêmio (ou probabilidade de alta da Selic precificada).

### 3) Política Fiscal

Segundo dados publicados pelo Banco Central (BC) no dia 30/nov, o setor público registrou resultado primário de +R\$ 3,0 bi em outubro, resultado acima da nossa projeção (-R\$2,0 bi) e do mercado (-R\$6,6 bi). Esse resultado “melhor” que o esperado foi impulsionado por fatores não recorrentes.

A receita líquida do governo geral aumentou 9,8% a/a, impulsionada pelo pagamento de diferimento de impostos (R\$ 16,3 bi). Do lado da despesa, houve a devolução ao Tesouro de recursos não utilizados nas medidas de estímulo ao crédito (R\$ 6,1 bi), reduzindo as despesas contabilizadas no mês. Além disso, as despesas totais relacionadas ao COVID-19 se reduziram de R\$ 73,5 bi em setembro para R\$ 29 bi em outubro.

No acumulado do ano, o saldo fiscal primário do setor público é negativo em R\$ 633 bi (10,6% do PIB), o pior resultado de toda a série histórica. Além disso, a dívida bruta atingiu 90,7% do PIB em outubro, um aumento de 15,0 p.p em relação ao final do ano passado. Enquanto isso, a dívida líquida atingiu 61,2% do PIB, 5,5 p.p superior a 2019. Ambas medidas devem seguir se deteriorando nos próximos meses. **Veja maiores detalhes no link<sup>1</sup>.**

O descompasso entre os índices de inflação continua comprimindo a margem do teto de gastos para 2021. Considerando nosso *tracking* de inflação, nossa estimativa de insuficiência para cumprimento da regra de teto de gastos se elevou de R\$ 1,5 bi para R\$ 11,3 bi, tornando seu cumprimento em 2021 ainda mais desafiador. Por outro lado, o descasamento vai ajudar a ampliar a margem para 2022, elevada de R\$ 10 bi para R\$ 15 bi de folga, de acordo com nossa estimativa. **Veja maiores detalhes no link<sup>2</sup>.**

<sup>1</sup> Santander Macro Brazil Fiscal Policy - Consolidated Public Sector: “Better” October Performance – (30/11/2020) - Disponível no “link” (em inglês): [https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-consolidated-public-sector-better/20-11-30\\_201108\\_bzmacrofsc113020.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-consolidated-public-sector-better/20-11-30_201108_bzmacrofsc113020.pdf)

<sup>2</sup> Santander Macro Brazil Fiscal Policy - Spending Cap Rule: Squeezing the 2021 Margin, Relieving 2022– (03/12/2020) - Disponível no “link” (em inglês): [https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-special-spending-cap-rule-squeezing-the-2021+20-12-03\\_204357\\_bzmacrospndngcap120320.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-special-spending-cap-rule-squeezing-the-2021+20-12-03_204357_bzmacrospndngcap120320.pdf)



Em 3/dez, o Tribunal de Contas da União (TCU) aprovou uma flexibilização limitada das regras de execução, no próximo ano, de restos a pagar de créditos extraordinários do orçamento de 2020. Os restos a pagar do orçamento ordinário para obras de infraestrutura estará sujeito ao teto constitucional de gastos. A nosso ver, essa decisão não implica mudança no arcabouço fiscal, nem em nossas projeções, ainda que eleve um pouco os riscos de execução e os desafios para se impor maior disciplina fiscal no debate sobre o orçamento de 2021 (que deve acontecer a partir de fevereiro).

No plano político, o presidente do Senado marcou para 16/dez a sessão de votação da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2021. Depois de sancionada, a lei permitirá que o governo gaste pelo menos 1/12 do valor previsto para o ano, até a aprovação final do orçamento. Sem LDO, não haveria lei que regulasse o tema, e os gastos ficariam paralisados.

#### 4) Atividade Econômica

A produção industrial de outubro confirmou as expectativas de um sexto ganho consecutivo, iniciando o 4T20 com crescimento positivo. A alta mensal de 1,1% veio abaixo das expectativas de mercado (1,4%), porém partiu de uma base maior dada a revisão altista em setembro. De qualquer forma, esse menor número sugere um (natural) princípio de desaceleração da atividade industrial, que já se encontra 1,4% acima do marco pré-crise (fevereiro). Por ora, descartamos a possibilidade de uma queda sequencial da indústria no 4T20, com o carregamento estatístico (i.e. assumindo o nível estável até dezembro) apontando para uma variação positiva de 4,1% no 4T20.

Dados preliminares para novembro apontam para um crescimento sequencial da produção industrial. De acordo com a FGV, a confiança do empresariado industrial está nos maiores níveis desde 2010, com alta capacidade instalada e percepção de estoques em níveis muito abaixo do desejado. Com um esperado fim dos estímulos emergenciais e um provável deslocamento da demanda do mercado de bens para os serviços, na sequência da reabertura da economia, seguimos despreocupados com descasamentos entre oferta e demanda no médio prazo. Tomando como base esses dados preliminares, nossa projeção para novembro é de um ganho mensal de 2,0% (4,7% a/a), embora seja necessário esperar a divulgação de outros indicadores coincidentes. [Veja maiores detalhes no link<sup>3</sup>.](#)

Na sequência dos impactos da crise gerada pela pandemia do COVID-19, que gerou uma parada súbita na economia entre março e abril, o PIB registrou uma forte alta de 7,7% no 3T20 (-3,9% a/a). Ainda que o resultado em si tenha ficado abaixo do esperado (8,7% t/t e -3,6% a/a), esta surpresa foi compensada por uma revisão altista de trimestres anteriores. Essa forte alta teve como base de comparação níveis muito deprimidos e foi impulsionada pelos massivos (e temporários) programas de transferência de renda. Ainda assim, o PIB está 4% abaixo do patamar pré-crise (4T19). A heterogeneidade da recuperação econômica foi reforçada nesta divulgação, com o mercado de bens liderando a retomada enquanto os serviços ainda sofrem com as medidas (ainda em vigor) de distanciamento social. Em termos de perspectivas, projetamos um arrefecimento mas não uma queda sequencial no 4T20: nosso monitoramento preliminar aponta para expansão próxima a 2,0%, o que poderia nos levar a uma leve revisão altista da nossa projeção, atualmente em -4,8% em 2020. [Veja maiores detalhes no link<sup>4</sup>.](#)

#### 5) Inflação

Na sexta-feira passada (27/nov) a Aneel (reguladora do setor de energia) divulgou uma decisão inesperada de retomar o sistema de bandeiras tarifárias já em dez/20 (a expectativa era de que isso ocorresse apenas em jan/21). A escolha foi pela bandeira vermelha 2, patamar mais alto de cobrança adicional. A decisão teve um efeito relevante em nosso *tracking* (projeções preliminares) do IPCA: para 2020 o impacto foi de +45 p.b., alterando nossa projeção de dez/20 de 0,76% m/m para 1,22% m/m e, com isso, levando a inflação esperada do ano de 3,8% a.a. para 4,3% a.a. Para 2021, consideramos bandeira amarela em jan/21 (gerando revisão do IPCA de 0,59% para 0,23% m/m) e verde em fev/21 (gerando revisão do IPCA de 0,32% para 0,22% m/m) onde ficaria até abr/21. Em meados de 2021 a bandeira voltaria a subir para amarela/vermelha, mas terminaria o ano em verde. Com isso, nosso *tracking* de IPCA para 2021 está em 3,0% a.a.

Na terça-feira (8/dez) o IBGE divulga a inflação do IPCA de novembro. Esperamos mais uma alta forte de 0,82% m/m (4,24% a/a). Acreditamos que alimentação no domicílio será, mais uma vez, a principal fonte de pressão altista. O choque no grupo tem sido bem maior e duradouro do que esperávamos, e acreditamos que essa leitura permanecerá elevada, em

<sup>3</sup> **Santander Macro Brazil Economic Activity – Sequential Improvement in Industrial Production** – (02/12/2020) - Disponível no "link" (em inglês): [https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-sequential-improvement-in-industrial/20-12-03\\_174754\\_201202\\_pim\\_oct20.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-sequential-improvement-in-industrial/20-12-03_174754_201202_pim_oct20.pdf)

<sup>4</sup> **Santander Macro Brazil Economic Activity – GDP: Strong Growth, with Partial Recovery**– (03/12/2020) - Disponível no "link" (em inglês): [https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-GDP-review-strong-growth/20-12-03\\_203623\\_201202++gdp+3q20.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-GDP-review-strong-growth/20-12-03_203623_201202++gdp+3q20.pdf)



2,90% m/m. Bens industriais também devem ter uma leitura pressionada, embora em leve desaceleração para 0,71% m/m. Já o grupo de serviços deve ter uma alta mais moderada, de 0,42% m/m. Por fim, preços administrados devem subir 0,34% m/m.

Embora acreditemos que a inflação deva continuar pressionada para cima no curto prazo, começamos a enxergar sinais preliminares de dissipação desses choques. Primeiro, o Real se valorizou consideravelmente nos últimos dias – o que pode atenuar pressões sobre preços de bens transacionáveis, caso os níveis atuais do câmbio se consolidem. Segundo, coletas de alta frequência começam a mostrar desaceleração relevante de preço alimentos no atacado. Portanto, com os choques perdendo força, ociosidade na economia ainda muito elevada e expectativas de inflação bem ancoradas, acreditamos que a inflação seguirá abaixo da meta no horizonte relevante para política monetária e com composição benigna (núcleos em níveis baixos).

## 6) Balança Comercial

A balança comercial registrou superávit de US\$3,7 bi em nov/20, resultado inferior à nossa estimativa (US\$4,3 bi). Enquanto as exportações somaram US\$17,5 bi, as importações atingiram US\$13,4 bi (nossas estimativas eram de US\$17,7 bi e US\$13,4 bi, respectivamente). Baseado nestes dados, o superávit acumulado no ano atingiu US\$51,2 bi em nov/20 frente a US\$47,4 bi na divulgação anterior. Nos últimos 12 meses, o saldo positivo passou a US\$57,1 b frente a US\$56,9 bi no mês anterior e acima dos US\$48,0 bi em dez/19.

O resultado reforçou nossa percepção de que as exportações foram menos atingidas do que as importações, ao menos nas fases iniciais da pandemia. Contudo, as compras no exterior têm sido retomadas ultimamente. De acordo com nossos cálculos, quando descontamos as operações relacionadas a plataformas de petróleo – que se tratam mais de ajustes por questões tributárias do que operações efetivas de compra e venda – e consideramos tanto a sazonalidade do período quanto o número de dias úteis, a média diária das exportações cresceu 3,5% m/m a.s. (ou -1,3% a/a) em nov/20. Já as importações, após terem rompido uma sequência de seis meses consecutivos de queda em ago/20, registraram a quarta expansão mensal consecutiva (com um impressionante ritmo de 18,0% m/m-s.a. em nossos cálculos). Consideramos este um sinal positivo para a continuidade da recuperação da economia brasileira, embora não esperemos que o ritmo de crescimento das importações permaneça neste ritmo nos próximos meses.

Ao anualizarmos a média diária dessazonalizada de exportações e importações dos últimos três meses, chegamos a uma sinalização de um superávit anualizado de US\$68,1 bi, que é superior a nossa projeção para 2020 (US\$57,2 bi). Porém, a reversão da trajetória ascendente registrada por este indicador entre mar/20 e set/20 parece reforçar nossa expectativa de um resultado final mais modesto para o final do ano e para 2021. [Veja maiores detalhes no link<sup>5</sup>](#).

## 7) Política Monetária

Na quarta-feira (9/dez), o Banco Central (BC) anuncia decisão de política monetária. Em linha com as expectativas dos analistas e com o apreçamento da curva de juros, antevemos a manutenção da taxa básica Selic no nível mínimo histórico de 2,00%.

Não há dúvida que o nível atual da taxa básica de juros é consideravelmente expansionista - ou seja, abaixo do nível estrutural. Por ora, o volume de estímulos ainda parece estar de acordo com o fato de que as expectativas de inflação seguem ligeiramente abaixo ou no centro da meta para o horizonte relevante (2021 e, cada vez mais, 2022) e de que a ociosidade econômica permanecerá elevada por um período prolongado. Em nossa opinião, esses fatores justificam a manutenção do patamar atual da taxa de juros nesta reunião do Copom.

A evolução do cenário básico, desde a última reunião do Copom, mostra uma forte retomada da atividade econômica, que ainda se dá de forma assimétrica entre os setores da economia, em geral com os segmentos relacionados com o mercado de bens superando o desempenho dos segmentos dependente de serviços e de interações sociais (in loco). Seguimos observando uma aceleração da inflação no curto prazo, predominantemente em função de itens voláteis (notadamente alimentação), mas com sinais de algum repasse cambial para bens industrial e alguma propagação, ainda que limitada, para as medidas de inflação subjacente e projeções de IPCA para 2021. Seguimos com a avaliação de que o ritmo de retomada econômica e aceleração inflacionária reflete fatores temporários, tais como um amplo programa de transferências governamentais implementados durante a pandemia. No caso dos preços ao consumidor, a aceleração em curso reflete também deriva de uma mudança temporária no perfil de gastos do consumidor (i.e. com migração temporária de gastos

<sup>5</sup> **Santander Macro Brazil External Sector – Trade Balance November 2020**– (02/12/2020) - Disponível no “link” (em inglês): [https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-trade-balance-november-2020/20-12-03\\_174345\\_201201+-+trade+balance+nov20.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-trade-balance-november-2020/20-12-03_174345_201201+-+trade+balance+nov20.pdf)



em serviços para o mercado de bens), além de choques exógenos em preços de alimentos e eletricidade, e algum repasse da forte depreciação cambial observada neste ano.

Vemos como fricções temporárias os sinais “anedóticos” de desequilíbrios localizados entre oferta e demanda (e.g. indicações de escassez de alguns insumos), e não como evidências de uma economia sistematicamente superaquecida. Assumindo o fim dos estímulos emergenciais em dezembro deste ano, a massa salarial ampliada deverá recuar algo entre 7%-8% em termos reais em 2021 (após alta de 4% em 2020), e a taxa de desocupação média anual deverá superar os 16%, em comparação com médias anuais de 13,4% em 2020 e 11,9% em 2019. Além disso, a reabertura da economia deverá contribuir para uma normalização da cesta de consumo, favorecendo um reequilíbrio (oferta e demanda) no mercado de bens, compensando um retorno da atividade (e de certa forma dos preços) no setor terciário.

Em que pese nossa expectativa de um quadro desinflacionário no próximo ano em nosso cenário base – que assume a manutenção da credibilidade do regime fiscal e respeito ao teto constitucional de gastos – os riscos fiscais seguem bastante elevados e, em nossa opinião, constituem maior ameaça para o campo da política monetária e para nosso cenário de juros estáveis em 2021. Os atrasos na definição dos rumos da política fiscal, somados a choques inflacionários de forte intensidade (ainda que predominantemente de origem via oferta), parecem alimentar riscos materiais para as expectativas inflacionárias adiante. Ainda que aumentos recentes nas projeções de economistas para o IPCA em 2021 reflitam principalmente os efeitos de choques exógenos e riscos climáticos, há risco de perda de ancoragem na ausência de maior clareza sobre o regime fiscal adiante.

Seguimos entendendo que estes maiores riscos fiscais contribuem para elevar o limite mínimo efetivo da taxa de juros, com a Selic provavelmente já se situando neste patamar (se não levemente acima). Mantemos nossa avaliação, e com convicção ainda maior, de que novos estímulos via taxa de juros a esta altura poderiam, com probabilidade muito alta, gerar efeitos contraproducentes na economia.

Dados os potenciais efeitos adversos de uma deterioração fiscal sobre o juro neutro e, principalmente, o processo de ancoragem de expectativas inflacionárias, entendemos que o momento permanece adequado para se manter a postura monetária inalterada e se observar os rumos da política fiscal e o comportamento mais amplo da economia em resposta aos fortes estímulos já implementados. Em particular, será importante observar como a economia responderá ao fim dos estímulos emergenciais no 1T21.

Quanto ao comunicado do Copom, acreditamos que a avaliação de cenário provavelmente mostrará que o comitê continua vendo as pressões em curso sobre os preços como temporárias. Além disso, o Banco Central provavelmente seguirá reconhecendo uma forte mas desigual recuperação da atividade, destacando riscos baixistas com o fim dos estímulos esperados para o início de 2021. Na mensagem de política monetária, entendemos que o *forward guidance* poderia ser adaptado, com supressão do trecho menos importante que faz referência a possíveis cortes de juros (cujo espaço nos parece ainda menor), e com manutenção do trecho mais importante que indica um plano de voo de manutenção dos juros sob certas condições (a saber, preservação do regime fiscal e ancoragem de expectativas).

## AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Agenda internacional: A semana será leve em termos de indicadores econômicos. As divulgações de maior peso ficarão concentradas na terça-feira (8/dez), quando na China serão divulgados os dados de inflação de novembro (CPI e PPI), e na quinta-feira (10/dez), quando o Banco Central Europeu (BCE) anuncia decisão de política monetária na Zona do Euro. Nos EUA, neste mesmo dia, será divulgada a inflação ao consumidor (CPI) de novembro.

Agenda doméstica: Importantes divulgações da atividade econômica para outubro estão agendadas para a semana. Na quinta-feira (10/dez), as vendas do varejo restrito e ampliado serão destaque, e esperamos uma alta de 0,7% m/m a.s. (7,9% a/a) e de 0,5% m/m a.s. (5,5% a/a), respectivamente. Na sexta-feira (11/dez), saem os dados do setor de serviços: esperamos uma alta de 2,3% m/m a.s. (-6,8% a/a) no volume. Esses números serão essenciais para o monitoramento da atividade econômica no 4T20, refletindo os efeitos iniciais do menor pagamento do auxílio emergencial (que deverá ser compensado pela reabertura gradual da economia).

No campo da inflação, o IGP-DI de novembro também será divulgado semana que vem (segunda-feira, 7/dez). Projetamos variação de 2,83% m/m. Embora ainda seja uma leitura muito alta, o resultado mostrará uma desaceleração se comparado ao IGP-M de novembro (3,28% m/m). É importante destacar que a desaceleração será determinada por um arrefecimento nos preços no atacado, tanto no setor agropecuário como no industrial, o que sinaliza menores pressões adiante no nível do consumidor (IPCA) nos próximos meses.



Na segunda-feira (7/dez), a Anbima divulgará os dados do mercado de capitais referentes a novembro. Esperamos que a emissão de debêntures aumente, diminuindo a diferença em relação a igual período do ano anterior. O volume de emissões acumulado no ano (R\$84 bilhões) segue abaixo do mesmo período de 2019 (R\$151 bilhões). Para o mercado de ações, esperamos queda nas emissões em relação ao volume de outubro (R\$19 bilhões). Na quarta-feira (9/dez), o BC divulgará os dados de setembro sobre endividamento e comprometimento de renda das famílias. Projetamos alta para ambos indicadores. Em nossa opinião, o BC provavelmente segue vendo tais condições atendidas, por ora.

## DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

Indicadores	Referência	Data	Estimativa	Anterior
Produção de veículos Anfavea (unidades)	Nov	Seg, 07-dez	--	236.468
Inflação - IGP-DI (% m/m)	Nov	Seg, 07-dez	2,83	3,68
Inflação - IGP-DI (% a/a)	Nov	Seg, 07-dez	24,52	22,12
Inflação - IPCA (% m/m)	Nov	Ter, 08 -dez	0,82	0,86
Inflação - IPCA (% a/a)	Nov	Ter, 08 -dez	4,24	3,92
Copom - Taxa Selic (%)	--	Qua, 09-dez	2,00	2,00
Vendas no Varejo Restrito (% m/m)	Out	Qui, 10-dez	0,7	0,60
Vendas no Varejo Restrito (% a/a)	Out	Qui, 10-dez	7,9	7,30
Vendas no Varejo Ampliado (% m/m)	Out	Qui, 10-dez	0,5	1,20
Vendas no Varejo Ampliado (% a/a)	Out	Qui, 10-dez	5,5	7,40
Volume de Serviços (% m/m)	Out	Sex, 11-dez	2,3	1,8
Volume de Serviços (% a/a)	Out	Sex, 11-dez	-6,8	-7,20

Fontes: Bloomberg e Santander.

**Para detalhes sobre nosso cenário macroeconômico, leia nosso último relatório de revisão de cenário<sup>6</sup>**

<sup>6</sup> Santander Macro Brasil Revisão de Cenário – À espera de uma definição fiscal (28/10/2020) – Disponível no “link”:  
[https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-cenario-macroeconomico-out/20-10-30\\_181533\\_201028+santander+-cen%C3%A1rio+macro.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-cenario-macroeconomico-out/20-10-30_181533_201028+santander+-cen%C3%A1rio+macro.pdf)



## CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

### Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Orenge*	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
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

### 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

### Fixed Income Research

Juan Arranz*	Chief Rates & FX Strategist – Argentina	jarranz@santanderrio.com.ar	5411-4341-1065
Mauricio Orenge*	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
Christian Audi	Head LatAm Equity Research	caudi@santander.us	212-350-3991
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 sources believed to be reliable, but, although all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading, we make no representation that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. All opinions and estimates included herein constitute our judgment as at the date of this report and are subject to change without notice.

Any U.S. recipient of this report (other than a registered broker-dealer or a bank acting in a broker-dealer capacity) that would like to effect any transaction in any security discussed herein should contact and place orders in the United States with SIS, which, without in any way limiting the foregoing, accepts responsibility (solely for purposes of and within the meaning of Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934) for this report and its dissemination in the United States.

© 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.