

Boa recuperação do PIB no 3T20

- O real termina a semana com leve fortalecimento frente ao dólar, acompanhando o desempenho médio das moedas pares. Este resultado vem na esteira de um ambiente global construtivo para mercados emergentes (com maiores expectativas por vacinas contra a Covid-19) e de declarações de membros do governo sugerindo a extinção dos estímulos fiscais extraordinários em 2021. Na ausência de iminentes soluções para o dilema fiscal, a volatilidade do real deverá seguir sendo a tônica nas próximas semanas.
- Sob a influência dos mesmos fatores que moveram a taxa cambial, a curva de juro nominal observou uma queda com padrão de achatamento (“bull-flattening”) nessa semana. Dado que a incerteza fiscal deverá se manter alta até o final do 1T21, acreditamos que a curva de juros seguirá volátil nas próximas semanas. Aplicar na parte curtíssima nos parece a melhor oportunidade, tendo em vista o amplo prêmio e as chances limitadas de um aumento no juro básico por parte do BC no 1T21.
- Os dados de outubro referentes ao balanço de pagamentos confirmaram a percepção de que o tema deverá permanecer fora do radar de preocupação dos agentes econômicos no médio prazo, já que o saldo em transações correntes registrou outro superávit mensal (US\$1,5 bi) e continuou em trajetória cadente em termos anuais (recuando para US\$15,3 bi no acumulado em doze meses). Os números reforçam a noção de um ajuste rápido e significativo nas contas externas, gerado por uma forte contração de importações de bens e serviços, e das remessas de lucros e dividendos.
- No plano fiscal, a arrecadação de impostos mostrou recuperação em outubro com o pagamento de diferimentos fiscais e recuperação da atividade doméstica. Com isso, o governo central registrou resultado melhor do que o esperado no mês. Espera-se nas próximas semanas a divulgação de detalhes dos (tão amplamente esperados) projetos de reformas fiscais.
- O IPCA-15 de novembro registrou variação de 0,81% m/m (4,22% a/a), ainda muito pressionado por preços de alimentos. Apesar de uma trajetória mais arriscada, mantemos uma visão construtiva para a inflação no médio prazo. O IGP-M de novembro também foi divulgado e registrou alta de 3,28% m/m (24,52% a/a). A despeito de uma variação mensal muito alta, a leitura ao menos evidenciou uma pequena desaceleração nos preços ao atacado, tanto para o segmento agropecuário como para o industrial.
- Dados de outubro mostram que os empréstimos bancários às famílias continuam se recuperando, com as novas concessões livres de volta aos níveis anteriores à crise. Para o segmento pessoa jurídica, as novas concessões diminuíram, principalmente por conta da desaceleração dos programas emergenciais de crédito. Apesar de mais uma queda na inadimplência, mantemos a visão de que a mesma deve aumentar nos próximos meses com o fim do auxílio emergencial e das postergações de pagamentos.
- Sondagens da FGV para novembro reforçam a trajetória de recuperação heterogênea entre os setores. Dois resultados chamam a atenção: a nova alta da confiança da indústria, com elevado uso da capacidade instalada e baixo nível de estoques, e a acomodação da confiança do comércio e do, possivelmente devido à redução do valor mensal pago pelo auxílio emergencial. Na PNAD contínua de setembro, os números destacam a deterioração no mercado de trabalho, e projetamos uma taxa de desemprego significativamente mais alta nos próximos meses.
- Na próxima semana (03/dez), o IBGE publicará a produção industrial de outubro e estimamos uma nova alta mensal, de +1,7% (+1,0% a/a). Também na próxima semana, o PIB do 3T20 será divulgado (04/dez), e projetamos uma forte alta de +8,7% t/t s.a. (-3,4% a/a), embora ainda insuficiente para retornar a economia aos níveis pré-crise.



1) Economia Internacional

Nos mercados globais, o ambiente seguiu favorável para tomada de risco, com sinais de maior apetite dos investidores por classes de ativos de economias emergentes. Os seguidos anúncios de avanços nos desenvolvimentos de vacinas contra a COVID-19 têm sustentado este tom positivo nos mercados, com uma percepção generalizada de maiores chances de uma solução sanitária segura para a pandemia no ano que vem.

Os dados relativos à pandemia em si também têm apontando para algum alívio, dado um arrefecimento aparente nas contaminações em importantes regiões do globo. Na Europa, os novos casos desaceleraram de maneira significativa, e o número de falecimentos também começou a perder força. Alguns países (como o Reino Unido, a Espanha e a França) deram início a um afrouxamento gradual de medidas de isolamento social adotadas recentemente. A Alemanha, maior economia do bloco europeu, ainda é uma exceção. Como resultado, os índices de mobilidade de alta frequência começam a mostrar avanço gradual, sinalizando que a pior fase do impacto para a atividade econômica pode já ter passado e indicando que a queda do PIB no 4T20 será (bem) menor do que o observado na primeira onda da pandemia (2T20). Já nos EUA, a situação ainda demanda cautela. Os dados mostram sinais preliminares de arrefecimento no número de casos, porém ainda não nas quantidades de hospitalizações e falecimentos. Um risco para a sustentabilidade dessa tendência de arrefecimento é o feriado de Ação de Graças (“*Thanksgiving*”), que pode gerar um novo repique nos casos de Covid-19 nos próximos dias, na maior economia do mundo. Diante deste quadro um pouco mais positivo (ainda que arriscado), os índices acionários se valorizaram mundo afora. A curva de juros norte-americana se inclinou, enquanto que o dólar depreciou frente a boa parte das moedas.

No calendário econômico, o destaque foi a ata da reunião do FOMC (comitê de política monetária dos EUA). O texto mostrou uma discussão sobre possíveis ajustes no programa de compra de ativos por parte do Fed, principalmente com a possibilidade de se aumentar a maturidade dos títulos adquiridos, de forma a buscar maior sustentação para a recuperação da atividade econômica. Há grande dúvida se a autoridade fará algum ajuste (inclusive na comunicação) na reunião de dezembro, dado que os próximos passos da política monetária nos EUA ainda parecem depender do andamento das discussões sobre um novo pacote fiscal no Congresso americano. Sinalizações recentes indicam baixa probabilidade de aprovação de um estímulo robusto no curto prazo. Quanto aos dados da semana, os pedidos de bens duráveis e as vendas de novas residências de outubro nos EUA apontaram para um bom dinamismo nos investimentos (tanto em estruturas, como residencial), o que elevou o “tracking” para as projeções do PIB americano no 4T20.

Seguimos monitorando com atenção 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: O feriado de Ação de Graças nos EUA parece ter contribuído para um noticiário relativamente calmo nesta semana na seara internacional, com os resultados dos testes de vacinas contra a Covid-19 gerando um ambiente construtivo para os ativos de mercados emergentes nos últimos dias. No plano doméstico, não tivemos avanços nas discussões sobre a condução fiscal, mas membros do governo continuaram apontando para o fim de estímulos maciços na virada do ano. Esta sinalização tem sido interpretada por agentes do mercado como uma indicação de manutenção do compromisso com a disciplina fiscal no início do próximo ano (leia-se, obediência à regra de teto dos gastos públicos).

Esta combinação favoreceu o desempenho dos ativos brasileiros, com fluxo estrangeiro de entrada retornando ao mercado acionário, o que ajudou o real a se fortalecer frente à semana anterior (no momento da edição deste texto, a taxa de câmbio era cotada a R\$5,35/US\$ frente a R\$5,39/US\$ na sexta-feira passada, em meio a um quadro global de fraqueza do dólar). Em nossa opinião, com o noticiário internacional pendendo a manter sinais positivos relacionados a uma esperada superação da pandemia, movimentos adicionais de fortalecimento do real dependerão de avanços relacionados ao debate doméstico sobre as perspectivas para a política fiscal. Como um consenso acerca do tema parece estar longe de ser alcançado no curto prazo nos meios políticos, a taxa de câmbio deverá permanecer volátil nas próximas semanas.

Taxas de Juros: No momento da edição (sexta-feira, pouco antes do meio-dia), a curva de juros nominais parecia caminhar para um fechamento de semana com queda de taxas e padrão de achatamento. Na ponta curta, o futuro de DI com vencimento em jan-22 estava sendo negociado a 3,27% (-9 p.b. em relação à sexta-feira passada). Na ponta longa, o futuro de DI com vencimento em jan-27 estava sendo negociado a 7,55% (-19 p.b. da última sexta-feira). A inclinação neste segmento (i.e. 2027 x 2022) estava prestes a fechar a semana em torno de ~ 428p.b., em comparação com ~ 438p.b. na semana anterior e apenas ~ 150p.b. antes da chegada da pandemia no Brasil (final de fevereiro).



O movimento desta semana na curva de juro reflete um ambiente global mais favorável aos países emergentes - em meio ao otimismo quanto uma solução sanitária para a pandemia em um futuro próximo, após notícias positivas nas últimas semanas sobre as pesquisas com vacinas. No nível local, o fluxo de notícias continua “oscilando sem tendência”, de forma que ainda não se vislumbra uma solução para o dilema atual da política fiscal (como impulsionar programas de transferência de renda e ao mesmo tempo manter a credibilidade do teto constitucional de gastos). No entanto, no curto prazo os investidores parecem ter encontrado certo “abrigo” nos comentários de membros da equipe econômica do governo, que segue indicando que o cenário básico é o fim, a partir de janeiro de 2021, do extraordinário volume de estímulos implementados para combater os efeitos da pandemia. Nossa interpretação é de que ambos elementos (i.e. externo e doméstico) pressionaram para baixo as taxas de juros da curva, especialmente no segmento de prazo mais longo.

A ponta curta da curva permanece aparentemente influenciada pelas comunicações do Banco Central (BC), com membros do Copom sinalizando que as atuais pressões inflacionárias são geradas por choques de oferta, sendo, portanto, de natureza temporária. Continuamos acreditando que há muito prêmio na curva, especialmente na ponta curta, dados os mais de 50 p.b. de alta de Selic apreçada até o 1T21. Em nossa opinião, dadas as chances reduzidas de um aperto monetário do BC neste horizonte, acreditamos que aplicar nesta parte curta da curva é uma das poucas opções de posicionamento com algum grau de convicção. Para o restante da curva, continuamos antecipando uma boa dose de volatilidade adiante, em meio a uma enorme e persistente incerteza sobre os próximos passos da política fiscal. Dado que uma solução não é esperada até o final do 1T21, acreditamos que as possibilidades atuais nos levam a um conjunto binário de resultados macroeconômicos (e preços de ativos) à frente.

3) Política Fiscal

Em 24/nov, dados divulgados pela Receita Federal mostraram que a arrecadação de tributos federais somou R\$ 153,9 bi em outubro, acima da nossa projeção e da mediana de mercado (ambas de R\$ 150,5 bi). A arrecadação aumentou +9,6% em termos reais, impulsionada pelo pagamento de diferimentos (R\$ 16,3 bi) e pela recuperação da atividade doméstica. No acumulado do ano, a receita registra queda de 9,5%. Projetamos uma contração de 8,5% na arrecadação total em termos reais neste ano, o equivalente a uma perda de receita de R\$ 135 bi em comparação com 2019. [Veja maiores detalhes no link¹](#).

O governo central registrou déficit primário de R\$ 3,6 bi em outubro, o segundo pior resultado da série histórica para o mês. Os números continuam mostrando um impacto substancial das medidas para mitigar os efeitos da COVID-19 nas finanças públicas. Ainda assim, o resultado foi melhor que nossa projeção (R\$ 11,2 bi) e a mediana do mercado (R\$ 20 bi). A principal diferença em relação à nossa projeção foi a devolução de recursos não utilizados em programas de crédito do governo no valor de R\$ 6,1 bi, reduzindo as despesas contabilizadas no mês. Embora as despesas totais relacionadas à COVID-19 tenham se reduzido de R\$ 73,5 bi em setembro para R\$ 29 bi em outubro, sendo R\$ 21,0 bi referentes ao auxílio emergencial (segundo mês de R\$ 300 por beneficiário), as despesas totais aumentaram 21,8% a/a em outubro. O déficit primário acumulado no ano totaliza R\$ 681,0 bi em termos reais (9,8% do PIB), influenciado pelo crescimento de 42,7% (+ R\$ 523,5 bi) nas despesas e queda de -11,6% (-R\$ 93,6 bi) na receita líquida. Embora esperemos uma melhora gradual das contas fiscais nos próximos meses, o déficit anual deve seguir muito elevado. Para 2020, continuamos projetando déficit fiscal primário do governo central em torno de R\$ 880 bi (12,4% do PIB).

4) Balanço de pagamentos

A divulgação do balanço de pagamentos referente a out/20 revelou que o saldo em transações correntes (TC) e o fluxo de investimentos diretos no país (IDP) excederam nossas estimativas por uma pequena margem. Estimávamos que TC tivesse registrado superávit de US\$1,3 bilhões e que IDP houvesse somado US\$1,5 bi, mas os resultados efetivos foram superávit de US\$1,5 bi e entrada US\$1,8 bi, respectivamente. Nos últimos 12 meses, os dados reforçaram nossa avaliação de que a situação continua “confortável” no que tange à necessidade de financiamento externo do Brasil, já que o montante de IDP continuou superando amplamente o déficit em TC. Contudo, chamamos a atenção para o fato de que esta situação “confortável” esteja vindo na esteira de uma melhora rápida do saldo em TC, juntamente com uma tendência declinante do saldo de IDP.

¹ Santander Macro Brasil Fiscal - Tax Collection: Good Result in October with Payment of Tax Deferrals and Recovery in Activity – (24/11/2020) - Disponível no “link” (em inglês): https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-fiscal-policy-tax-collection/20-11-25_123852_bz+macro_112420_tax_collection_oct20.pdf



A média móvel dos dados dessazonalizados para ambos os indicadores sugerem que o saldo em TC esteja correndo em linha com um superávit anualizado próximo a US\$20,0 bilhões, enquanto a medida para o saldo de IDP indique saída de US\$3,0 bilhões. Em nossa visão, esta combinação está longe de ser algo favorável para uma economia emergente em equilíbrio e, portanto, reforça a necessidade de implementação de reformas estruturais que tornem a economia brasileira atrativa aos olhos dos investidores estrangeiros novamente.

Como esperamos que a economia permaneça em trajetória de recuperação gradual à frente, além de assumir que haverá retomada dos debates no Congresso acerca de uma agenda reformista, avaliamos que o Brasil deverá testemunhar alguma reversão desta tendência recente mais à frente. [Veja maiores detalhes no link²](#).

5) Inflação

O IPCA-15 de novembro registrou variação de 0,81% m/m (4,22% a/a). O resultado veio um pouco acima da nossa expectativa (0,75%) e acima da expectativa do mercado (0,72%). Alimentação no domicílio foi a principal surpresa para cima (+3 p.b.), mas alimentação fora do domicílio também veio acima do esperado (+2 p.b.), o que contribuiu para pressionar as medidas de núcleo. Bens industriais continuaram como uma fonte de pressão para os núcleos, mas a variação do grupo veio em linha com o esperado. Apesar da alta forte no índice cheio e alguma aceleração na inflação subjacente no mês, os núcleos do IPCA seguem em níveis confortáveis em bases anuais, com a média das principais medidas mostrando alta de 2,4% nos últimos doze meses (abaixo da meta do Banco Central para o horizonte relevante).

A despeito das pressões de curto prazo, mantemos uma visão construtiva para a inflação no médio prazo. Nosso cenário-base continua sendo que o Brasil irá manter uma trajetória de responsabilidade e credibilidade fiscal (i.e., respeitando o teto de gastos), levando ao chamado abismo fiscal ("fiscal cliff"), que reduzirá a demanda e ajudará na redução de prêmio de risco no câmbio, permitindo certa valorização do Real. Além disso, com a economia reabrindo, a cesta de consumo dos agentes deve se normalizar, reduzindo a demanda por bens, enquanto a indústria continua a se recuperar, fazendo com que o descasamento temporário entre oferta e demanda se encerre. O cenário será de elevada ociosidade econômica e alto desemprego, sugerindo inflação baixa e com composição benigna. Sendo assim, apesar de uma trajetória mais arriscada, nossas estimativas de alta frequência para o IPCA se encontram em 3,8% a.a. para 2020 e 3,3% a.a. para 2021, abaixo das metas do Banco Central. [Veja maiores detalhes no link³](#).

O IGP-M de novembro também foi divulgado e registrou alta de 3,28% m/m (24,52% a/a). O resultado foi em linha com nossa expectativa (3,26%) e perto da expectativa do mercado (3,22%). Apesar de ainda ter observado uma variação mensal muito elevada, a leitura evidencia uma pequena desaceleração nos preços ao atacado (IPA), tanto para o setor agropecuário como para o industrial, se comparado com o IGP-10 de novembro. O arrefecimento dos preços agropecuários no atacado pode constituir importante sinalização de arrefecimento futuro no grupo de alimentação no domicílio do IPCA.

6) Crédito

O saldo total de empréstimos do Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresentou crescimento real de 0,5% m/m em outubro (R\$ 3,8 trilhões), sendo 0,8% m/m para as famílias e 0,2% m/m para as empresas não financeiras. Os novos empréstimos (real e ajustado pela sazonalidade) recuaram -0,8% no mês frente a setembro, com a contração puxada por pessoas jurídicas. Para as pessoas físicas, o crescimento no segmento livre foi de 1,8% m/m-a.s., o sexto ganho consecutivo, agora com uma recuperação total do nível de fevereiro (pré-pandemia). Para as empresas, houve redução de -1,4% m/m-a.s. no segmento livre. Já no direcionado, queda de -44,6% m/m-s.a. devido à desaceleração dos desembolsos dos programas emergenciais de apoio ao crédito (Pronampe, Pese e FGI) em outubro. Ainda assim, o acumulado no ano de novos empréstimos (real) para pessoas jurídicas está 10,5% acima do mesmo período de 2019. Importante lembrar, o Banco Central anunciou que foram feitas revisões nas estatísticas de alguns empréstimos desses programas, que foram reclassificados de empréstimos livres para direcionados, alterando um pouco a composição dos números.

A taxa média de juros dos novos empréstimos livres foi de 38,9% a.a. (em comparação com 38,0% a.a. em setembro) para as famílias e 12,0% a.a. para pessoas jurídicas (ante 11,5% a.a. em setembro). O spread dos novos créditos livres foi de 33,4% (+0,5 p.p. em relação a setembro) e de 7,6% (mesmo nível setembro), respectivamente, para famílias e empresas.

² Santander Macro Brazil Balance of Payments October 2020 – November 26, 2020 – Available on:

https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-external-sector-balance-of-payments-october/20-11-26_183836_201125++bop+oct20.pdf

³ Santander Macro Brazil Inflation – IPCA-15 November: Despite the Risks, the Scenario Is Still Benign – (24/11/2020) – Disponível no "link" (em inglês): https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-inflation-ipca-15-november/20-11-25_145511_brzipca112420.pdf



Ainda no crédito livre, a inadimplência (como percentual dos créditos vencidos há 90 dias) com ajuste sazonal caiu 0,1 p.p. no mês para as famílias, situando-se em 4,4%. Para pessoa jurídica, também houve redução de 0,1 p.p., para 1,5%. Em ambos os casos, observa-se o menor valor da série histórica, iniciada em março de 2011. Apesar de mais uma redução, ainda acreditamos que a inadimplência deve se elevar nos próximos meses com o fim do auxílio emergencial e das postergações de pagamentos de empréstimos.

7) Atividade Econômica

Os sinais mistos apresentados nos dados de confiança da FGV para novembro confirmaram alguns resultados da prévia divulgada semana passada, porém em nossa visão foram dois os destaques. A indústria apresentou nova alta mensal (+1,7%), chegando ao maior nível desde 2010 (11,6% acima de fevereiro) em um contexto de alta utilização da capacidade instalada e baixos estoques, o que parece favorecer a produção à frente. Acreditamos que o forte diferencial de crescimento recente entre as vendas no varejo e a produção industrial não será sustentável para os próximos trimestres, uma vez que esperamos um deslocamento da demanda de bens em direção aos serviços, na sequência da reabertura faseada da economia, e vemos uma parte da sólida demanda por bens enfraquecendo adiante com a retirada dos estímulos fiscais. Não por coincidência, a confiança do comércio (-2,4%) e do consumidor (-0,8%) caíram pelo segundo mês em sequência. Em nossa visão, uma razão para este declínio é a redução (à metade) do valor do auxílio emergencial, uma vez que o menor valor foi pago no final de setembro, com os efeitos materializando-se a partir de outubro.

Com relação ao mercado de trabalho, também vimos sinais mistos nesta semana. O CAGED mostrou que a criação líquida de empregos formais continuou a melhorar em outubro, com 395 mil postos de trabalho criados no mês. Após ajuste sazonal, estimamos a criação de 340 mil empregos, um recorde histórico. Este número implica que 60,0% dos empregos perdidos com a crise foram recuperados. Com estudos recentes apontando para dificuldades na notificação de dados por parte de firmas em fase de fechamento, esses números devem ser lidos com cautela. De fato, em comparação com o pré-crise, o número de empresas respondentes caiu de 830 mil para 630 mil em setembro, após atingir 515 mil em maio. Ademais, olhando para frente, com a provável extinção de programas governamentais de manutenção do emprego no final do ano, a geração líquida de empregos formais deve sofrer impactos em 2021.

A PNAD/IBGE mostrou que a taxa de desemprego de setembro ficou em 14,6% (14,4 a.s.), a maior leitura da série histórica. Embora em níveis elevados, esse número ainda não reflete, por completo, a real deterioração nas condições do mercado de trabalho. Em uma simulação, consideramos hipoteticamente (e de forma contra factual) a força de trabalho observada em fevereiro, o que resultaria em uma taxa de desocupação de 22,2% (21,1% a.s.) da PEA simulada. Em nosso cenário, projetamos um pico da taxa de desemprego de 16,3% no 2T21, na sequência da reabertura gradual e do retorno da força de trabalho para os níveis pré-crise. De maneira geral, os números da PNAD de setembro já indicam uma situação difícil no mercado de trabalho no 3T20.

Na sequência do forte impacto da crise do COVID-19 no 2T20, esperamos para o 3T20 uma forte alta de 8,7% t/t a.s. (-3,4% a/a), um resultado consistente com a recuperação sequencial da atividade para outros indicadores nesse trimestre (indústria, varejo e serviços). Se confirmado esse resultado, será uma alta histórica, embora ainda insuficiente para uma recuperação plena da crise e um retorno aos níveis de atividade pré-crise. [Veja maiores detalhes no link](#)⁴.

AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Agenda internacional: A agenda de dados da economia global começa com o PMI da China de novembro no domingo (29/nov). Na segunda-feira (30/nov) também será divulgado o PMI Caixin industrial de novembro na China e a inflação ao consumidor (CPI) de novembro na Alemanha. Na terça-feira (1/dez), saem os PMIs finais industriais de novembro para Alemanha e Zona do Euro, além do ISM industrial nos EUA. Ainda na terça-feira, haverá a divulgação da inflação ao consumidor (CPI) de novembro da Zona do Euro e a taxa de desemprego do mesmo mês para a Alemanha. Na quarta-feira (2/dez) há a divulgação do PMI Caixin de serviços (e o composto) da China para o mês de novembro e o emprego no setor privado (relatório ADP) dos EUA para o mesmo mês. Na quinta-feira (3/dez) os PMIs finais de serviços (e o composto) para EUA (ISM também), Alemanha e Zona do Euro. Ainda na quinta-feira, vendas no varejo de outubro na Zona do Euro e pedidos de auxílio desemprego da quarta semana de novembro nos EUA. Por fim, a semana termina na sexta-feira com o relatório de emprego de novembro nos EUA.

Agenda doméstica: No próximo domingo (29/nov) será realizado o segundo turno das eleições municipais em 57 cidades brasileiras. A nosso ver, após o pleito, espera-se uma atividade legislativa mais intensa no Congresso. Teremos detalhes

⁴ **Santander Macro Brazil Economic Activity – Strong Growth, but Partial Recovery Expected Ahead** – (26/11/2020) – Disponível no “link” (em inglês): https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-GDP-preview-strong-growth/20-11-26_191548_201126+3q20+gdp+preview.pdf



das propostas para as reformas fiscais (e.g. PEC emergencial)? Os mercados continuam se fazendo essa pergunta, em meio a um mar de incertezas no lado fiscal.

Na segunda-feira (30/nov), o BC divulgará o balanço fiscal do setor público consolidado de outubro, que abrange governo federal, governos regionais e empresas estatais. Prevemos um déficit primário mensal de -R\$2,0 bi e que a Dívida Líquida alcance 62,9% do PIB no mês (de 61,4% do PIB em setembro).

Na terça-feira (01/dez), conheceremos o resultado da balança comercial de novembro, para a qual projetamos superávit de US\$4,3 bilhões, na esteira de um crescimento mensal das exportações de 4,5% e expansão mensal das importações de 14,6%, ambos em termos dessazonalizados. O resultado das importações deverá reforçar nossa avaliação de que a economia brasileira segue em rota de recuperação após o baque infligido pela pandemia no início deste ano. Levando em conta a média móvel dos últimos três meses em termos dessazonalizados, deveremos ter uma sinalização de resultados compatíveis com um superávit anualizado na faixa de US\$70,4 bilhões, patamar compatível com nossa projeção de US\$71,8 para 2021. Ou seja, os dados deverão dar suporte à nossa interpretação de que o saldo comercial deverá continuar ajudando na melhora do saldo em transações correntes nos próximos meses.

Na quarta-feira (02/dez), o IBGE publicará a produção industrial para outubro, dando início ao ciclo de divulgações dos principais indicadores para o primeiro mês do 4T20. Baseado nas informações disponíveis até o momento, projetamos alta mensal de 1,7% (1,0% a/a). Na quinta-feira (03/dez), o PIB para 3T20 será divulgado (para maiores detalhes, veja a seção de atividade econômica acima).

DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

| Indicadores | Referência | Data | Estimativa | Anterior |
|---|------------|------------|------------|----------|
| Sondagem Serviços FGV (pontos) | Nov/20 | Seg,30-Nov | - | 87,5 |
| Resultado Primário Setor Público Consolidado (R\$ bi) | Out/20 | Seg,30-Nov | -2,0 | -64,6 |
| Resultado Nominal do Setor Público Consolidado (R\$ bi) | Out/20 | Seg,30-Nov | - | -103,4 |
| Dívida líquida (% PIB) | Out/20 | Seg,30-Nov | 62,9 | 61,4 |
| Balança comercial ago/20 (US\$ bi) | Nov/20 | Ter,01-Dez | 4,3 | 5,5 |
| Exportações (US\$ bi) | Nov/20 | Ter,01-Dez | 17,7 | 17,9 |
| Importações (US\$ bi) | Nov/20 | Ter,01-Dez | 13,4 | 12,4 |
| Vendas de Veículos Fenabrave (unidades) | Nov/20 | Ter,01-Dez | - | 215.053 |
| PIM: Produção Industrial (% m/m) | Out/20 | Qua,02-Dez | 1,7 | 2,6 |
| PIM: Produção Industrial (% a/a) | Out/20 | Qua,02-Dez | 1,0 | 3,4 |
| PIB (% t/t) | 3Q | Qui,03-Dez | 8,7 | -9,7 |
| PIB (% a/a) | 3Q | Qui,03-Dez | -3,4 | -11,4 |
| PIB acumulado de 4 trimestres | 3Q | Qui,03-Dez | -3,4 | -2,2 |
| Produção de veículos Anfavea (unidades) | Nov/20 | Sex,04-Dez | - | 236.468 |

Fontes: Bloomberg, Santander.

Para detalhes sobre nosso cenário macroeconômico, leia nosso último relatório de revisão de cenário⁵.

⁵ 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



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@santander.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@santander.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.