



INFLAÇÃO E ATIVIDADE EM DESTAQUE

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

- Mantendo padrão recente de alta volatilidade, o real figurou entre as moedas de pior desempenho na semana, na esteira de potenciais riscos ao regime fiscal gerados por uma possível renovação de estímulos extraordinários providos durante a pandemia.
- Os debates sobre política fiscal também contribuíram para um leve aumento da inclinação da curva de juros nominal. A ponta curta foi impactada pela decisão do Copom, interpretada como mais *hawkish* do que o esperado pelo mercado.
- O Banco Central manteve a taxa básica Selic no patamar mínimo histórico de 2,00%, mas retirou a prescrição futura (*forward guidance*), através da qual a autoridade vinha sinalizando intenção de "não reduzir o grau de estímulo monetário desde que determinadas condições fossem satisfeitas". Embora esta decisão possa indicar pequeno aperto de postura na política monetária (entendida de forma ampla), o comitê deixou claro que a retirada desta sinalização não implica altas mecânicas de juros, com os próximos movimentos do Copom sendo dependentes dos dados e da evolução do cenário. A ata do Copom (que será publicada na terça-feira) poderá trazer informações adicionais sobre a avaliação de cenário e os sinais prospectivos de política monetária por parte do BC.
- A vacinação contra a COVID-19 no Brasil começou, apesar do ritmo lento em meio a escassez de insumos para a produção de vacinas. Até quarta-feira (20 de janeiro), 125 mil doses tinham sido aplicadas. Em meio a uma segunda onda persistente de infecções, restrições de mobilidade mais rígidas podem ser impostas na Região Metropolitana de São Paulo, o que pode significar riscos baixistas para a atividade no 1T21.
- No lado da atividade econômica, a publicação do IBC-Br encerrou o ciclo de divulgações dos indicadores de atividade para novembro, reforçando a probabilidade de um sólido crescimento no 4T20. Nosso *tracking* para o 4T20 foi revisado para 2,6% t/t-sa (alta de 0,1 p.p). Para a próxima semana, a FGV divulgará os dados finais de confiança para janeiro de 2021. Publicações de dados do mercado de trabalho também estão agendadas para os próximos dias.
- Na próxima terça-feira, o IBGE divulga a inflação do IPCA-15 de janeiro e esperamos mais uma forte variação: +0,81% m/m (+4,33% a/a). As atenções estarão voltadas para as medidas de núcleo de inflação, que podem mostrar algum alívio na tendência sequencial anualizada, atenuando levemente a percepção de riscos altistas para a inflação.
- Na próxima semana serão divulgadas diversas publicações fiscais. O Plano Anual de Financiamento de 2021 será publicado na quarta-feira. Além disso, o BC divulgará os números fiscais consolidados de 2020: o déficit primário e a dívida bruta devem fechar 2020 pouco abaixo dos níveis (simbólicos) de 10% e 90% do PIB, respectivamente.
- A contabilização de importações de plataformas de petróleo deverá ter sido a principal razão para o déficit de US\$5,7 bilhões que estimamos ter acontecido nas transações correntes em dezembro (publicação programada para quarta-feira). Isso não altera as perspectivas positivas para o balanço de pagamentos neste ano.



*** *Esse relatório utiliza dados e informações até quinta-feira, 21 de janeiro de 2021.*

Figura 1.A. Agenda Macro – Indicadores Internacionais da Semana (25-30/jan)

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
EUA: Atividade Nacional (CFNAI)	Fed	dez-20	Seg, 25-jan	--	0,27
EUA: Sondagem Industrial (Dallas)	Fed	jan-21	Seg, 25-jan	--	9,7
EUA: Conf. Board Expectations	CB	jan-21	Ter, 26-jan	88,8	88,6
EUA: Sond. Industrial – Richmond	Fed	jan-21	Ter, 26-jan	--	19
China: Lucros da Indústria (% a/a)	NBS	dez-20	Ter, 26-jan	--	15,5
EUA: Pedidos de Duráveis (% m/m)	USCB	dez-20 P	Qua, 27-jan	1,0	1,0
EUA: FOMC – Taxa de Juros (%)	Fed	--	Qua, 27-jan	0,25	0,25
Z. Euro: Indicador de Confiança	EC	jan-21	Qui, 28-jan	89,4	90,4
EUA: Balança Comercial (US\$ bilhão)	USCB	dez-20	Qui, 28-jan	-83,4	-84,8
EUA: PIB (% t/t anualizado)	BEA	4T20	Qui, 28-jan	4,1	33,4
EUA: Vendas Novas Casas (mil/ano)	USCB	dez-20	Qui, 28-jan	860	841
EUA: Renda Pessoal (% m/m)	BEA	dez-20	Sex, 29-jan	0,2	-1,1
EUA: Gasto Pessoal (% m/m)	BEA	dez-20	Sex, 29-jan	-0,5	-0,4
EUA: Deflator PCE núcleo (% m/m)	BEA	dez-20	Sex, 29-jan	0,3	0,0
EUA: Deflator PCE núcleo (% a/a)	BEA	dez-20	Sex, 29-jan	1,2	1,1
EUA: Confiança do Consumidor	UMC	jan-21 F	Sex, 29-jan	79,2	79,2
China: PMI Industrial	CFLP	jan-21	Sáb, 30-jan	51,6	51,9
China: PMI Serviços	CFLP	jan-21	Sáb, 30-jan	54,9	55,7

Fonte: Santander Brasil.


Figura 1.B. Agenda Macro – Indicadores Domésticos da Semana (25-29/jan)

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Ata do Copom	BC	jan-21	Ter, 26-jan	--	--
Confiança da Construção (índice)	FGV	jan-21	Ter, 26-jan	--	93,9
Confiança do Consumidor (índice)	FGV	jan-21	Ter, 26-jan	--	78,5
IPCA-15 (% m/m)	IBGE	jan-21	Ter, 26-jan	0,81	1,06
IPCA-15 (% a/a)	IBGE	jan-21	Ter, 26-jan	4,33	4,23
Plano Anual de Financiamento	Tesouro	2021	Qua, 27-jan	--	--
Transações Correntes (US\$ bi)	BC	dez-20	Qua, 27-jan	-5,7	0,2
Investimento Direto (US\$ bi)	BC	dez-20	Qua, 27-jan	3,0	1,5
Confiança do Varejo (índice)	FGV	jan-21	Qua, 27-Jan	--	91,7
Confiança da Indústria (índice)	FGV	jan-21	Qui, 28-Jan	--	114,9
IGP-M (% m/m)	FGV	jan-21	Qui, 28-jan	2,48	0,96
IGP-M (% a/a)	FGV	jan-21	Qui, 28-jan	25,59	23,14
Taxa de Desemprego (% PEA)	IBGE	nov-20	Qui, 28-jan	13,9	14,3
Empregos Formais (milhares)	CAGED	dez-20	Qui, 28-jan	-130,0	414,6
Dados de Crédito Bancário	BC	dez-20	Qui, 28-jan	--	--
Primário Governo Central (R\$ bi)	Tesouro	dez-20	Qui, 28-jan	-49,3	-18,2
Primário Setor Público (R\$ bi)	BC	dez-20	Sex, 29-jan	-60,5	-18,1
Confiança de Serviços (índice)	FGV		Sex, 29-jan	--	86,2
Arrecadação Federal (R\$ bi)	IBGE	dez-20	20 à 25-jan	159,1	140,1
Dívida Pública Federal (R\$ bi)	Tesouro	dez-20	25 à 29-jan	--	--

Fonte: Bloomberg e Santander Brasil.

Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão de cenário¹

¹ 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

A posse de Joe Biden como 46º presidente dos Estados Unidos marcou a semana. Em seu primeiro discurso, Biden prometeu unificar o país, assim como intensificar o combate à pandemia. A sua primeira ação como presidente foi assinar uma série de decretos revogando decisões do presidente Donald Trump, principalmente no que tange a relação com países islâmicos e questões climáticas. Além disso, Biden também anunciou que tentará aprovar um importante pacote de estímulo fiscal no valor de US\$ 1,9 trilhão.

Ainda no campo político, chamou atenção a fala da Secretária do Tesouro Janet Yellen, com menções duras contra a China, especialmente no campo da política industrial. É esperado que a relação comercial entre EUA e China seja menos ruidosa durante o governo de Biden, mas as críticas indicam que ainda pode haver animosidade que, se escalada, pode se refletir em preços de ativos, principalmente no dólar.

No calendário econômico, foram divulgados os números de atividade na China relativos ao final do ano passado, com destaque para o PIB, que cresceu 2,3% em 2021, menor expansão desde 1976. Os números de produção industrial surpreenderam positivamente, enquanto as vendas no varejo ficaram um pouco abaixo do esperado, embora ainda em nível elevado. Nos EUA, os números de venda no varejo de dezembro decepcionaram, mostrando os impactos da pandemia. Por fim, na Área do Euro, o Banco Central Europeu manteve os juros e o programa de compra de ativos inalterados, sem mudanças na comunicação, sinalizando que os estímulos devem continuar por um longo período à frente.

Nos mercados financeiros internacionais, as principais bolsas tiveram alta nos últimos dias. O dólar teve queda frente a moedas de países desenvolvidos e a curva de juros norte-americana ficou estável.

“Economistas nem sempre concordam, mas há um consenso agora: sem mais ação fiscal, corremos risco de uma recessão prolongada. É preciso fazer mais para apoiar a economia americana” – Janet Yellen (Secretária do Tesouro dos EUA)



MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

O real se enfraqueceu substancialmente desde a semana passada e a taxa de câmbio está de volta ao intervalo de R\$5,35-5,40/US\$, que levou a moeda a apresentar o pior desempenho entre as moedas emergentes no período. A razão para este comportamento não esteve relacionada ao noticiário internacional, que não contou com alterações significativas nos últimos dias. Avaliamos que a causa para este desempenho ruim do real esteve relacionada às declarações de políticos defendendo a renovação do auxílio emergencial neste ano, o que poderá pressionar o arcabouço fiscal.

Uma razão adicional para o enfraquecimento do real foi o grau de dificuldades relacionadas ao programa de imunização contra a COVID-19 no Brasil. Não está claro ainda qual a quantidade de doses que o país dispõe, nem quando os insumos necessários para expandir a produção no país estarão disponíveis. Portanto, apesar da aprovação de duas opções de vacinas no Brasil, o programa de imunização levará tempo para ganhar força, o que traz riscos para as perspectivas de recuperação econômica e intensifica o debate acerca do uso de estímulos fiscais para dar suporte à economia.

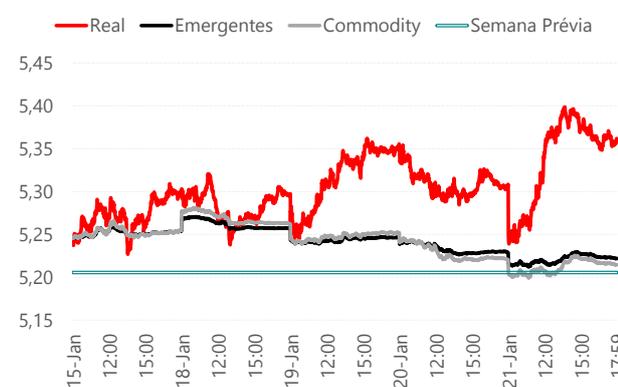
Assim, embora as condições globais se apresentem favoráveis, questões idiossincráticas continuam evitando a valorização do real. Ainda consideramos que a trajetória da moeda depende largamente da implementação de um programa exitoso de imunização contra a COVID-19 (que permita a reabertura gradual, mas segura dos negócios) e também da manutenção do arcabouço orçamentário atual (cujo alicerce é o teto constitucional de gastos).

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A inclinação da curva de juros aumentou levemente nos últimos dias. A ponta curta da curva (DI Jan-22) subiu para 3,38% (+12 p.b. desde nosso último relatório), enquanto a ponta longa (DI Jan-27) subiu para 7,26% (+16 p.b. desde o último relatório). Sendo assim, a inclinação nesta parte da curva aumentou para 388 p.b., vindo de 384 p.b. desde a última quinta-feira. Na ponta curta, os participantes de mercado parecem ter interpretado a decisão do Copom como mais *hawkish* do que o esperado (veja detalhes na seção de política monetária), com o apreçamento de uma maior probabilidade de altas antecipadas na taxa Selic. Na ponta longa, o noticiário doméstico sobre uma possível rodada adicional de concessão do auxílio emergencial fez os participantes de mercado apreçarem um maior risco fiscal, elevando a taxa de juros longa.

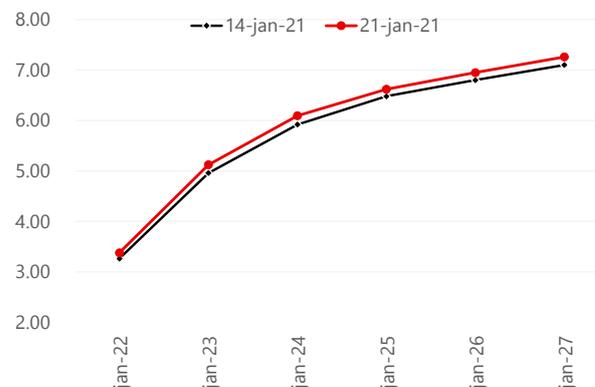
Continuamos a ver potencial de volatilidade à frente, em meio às incertezas remanescentes sobre os próximos passos da política fiscal no Brasil, especialmente com a pandemia colocando em risco o ritmo de reabertura da economia em diversas regiões. Ainda que não vejamos alta de juros iminente, reconhecemos que os sinais emitidos pelo BC fazem a assimetria de uma posição doada na ponta curta menos atrativa.

Figura 2.A. – R\$/US\$ cotações intradiárias



Fonte: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. – Vértices Líquidos nos Futuros de DI



Fonte: Bloomberg, Santander.



COVID-19

Novos casos nos EUA estão caindo, mas novas variantes do vírus podem interromper essa tendência.

O risco aqui é que essas novas variantes sejam mais infecciosas do que a original, possivelmente forçando as autoridades a impor mais restrições, pesando sobre a atividade econômica. O ritmo de vacinação no país está atualmente em 844 mil por dia (média móvel de 7 dias). Na Europa, novos casos estão aumentando na Espanha, mas em outras regiões (Reino Unido, Itália e França) a curva de novos casos está estável ou em queda. A Alemanha estendeu o seu *lockdown* nacional até 14 de fevereiro. As campanhas de vacinação continuam no continente em meio a preocupações de que atrasos na entrega de vacinas podem atrapalhar a Europa. Enquanto isso, a China vê aumento de novos casos, com as autoridades intensificando os esforços para conter o ressurgimento do vírus.

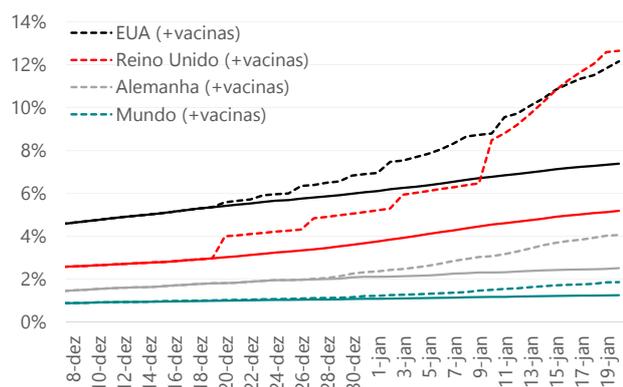
A vacinação contra a COVID-19 no Brasil começou em meio a escassez de insumos para a produção das vacinas no curto prazo.

Após a autorização de uso emergencial no domingo (17 de janeiro) de ambas as vacinas (Butantan/Sinovac e Fiocruz/AstraZeneca), o Brasil iniciou seu programa nacional de imunização com 6 milhões de doses da vacina da Sinovac, com a maioria dos estados tendo recebido lotes na segunda-feira (18 de janeiro). Mais doses devem chegar na sexta-feira (22 de janeiro), com a liberação de exportação por parte da Índia de 2 milhões de doses produzidas pela AstraZeneca. Até quarta-feira (20 de janeiro), 125 mil doses tinham sido aplicadas. Butantan e Fiocruz, parceiros locais das duas fabricantes de vacinas, aguardam a chegada de insumos do exterior para a produção no país. Outra vacina, a Sputnik V, vem discutindo com a Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa) a autorização de uso emergencial.

Restrições de mobilidade mais rígidas podem ser impostas, o que pode significar um obstáculo para a atividade no 1T21.

No nível estadual, o estado de São Paulo programou para sexta-feira (22 de janeiro) outra reclassificação do Plano SP, a terceira em duas semanas. Espera-se que mais regiões do estado recuem de fase, incluindo a Região Metropolitana de São Paulo, que recentemente teve um aumento na taxa de ocupação de UTI (70%). 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 (20 de janeiro), estável em relação à semana anterior, enquanto as mortes diárias (média móvel de 7 dias) ficaram em 981, queda de 1,7% na mesma comparação.

Figura 3.A. – Total de Casos + Vacinas (% População)



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

Figura 3.B. – COVID-19: Casos e Mortes Diárias (Totais)



Fonte: Ministério da Saúde, Santander.



POLÍTICA MONETÁRIA

De forma já amplamente esperada, o Banco Central (BC) manteve a taxa básica de juros Selic no patamar mínimo histórico de 2,00%. No comunicado, o destaque foi o abandono da prescrição futura, através da qual a autoridade vinha sinalizando intenção de "não reduzir o grau de estímulo monetário desde que determinadas condições fossem satisfeitas".

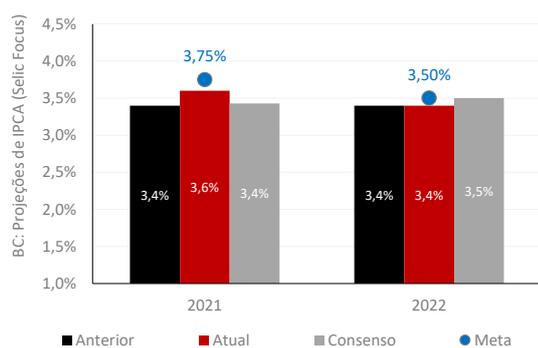
O BC estima que a prescrição futura resultou em uma flexibilização das condições monetárias equivalentes a um corte na Selic de 0,25 p.p.. Desta forma, a decisão de eliminá-la significa intenção de promover um pequeno aperto na postura de política monetária, que ainda se mantém bastante expansionista. Altas recentes nas expectativas e projeções de inflação, bem como números elevados de inflação subjacente na margem explicam uma ação mais tempestiva do Copom no lado da comunicação.

O comitê deixou claro que o fim da prescrição futura não implica aumentos mecânicos de juros, com os próximos movimentos sendo dependentes dos dados e da evolução do cenário. Por ora, com base nas simulações de inflação apresentadas no comunicado, acreditamos que um bom candidato para um plano de voo do BC seria iniciar o processo de normalização (i.e., alta de juros) em agosto.

Por um lado, identificamos riscos baixistas para a atividade econômica e antevemos uma ampla ociosidade para os próximos trimestres, o que influencia de maneira relevante para nossa projeção de IPCA abaixo da meta central em 2021 e 2022. Por outro lado, estamos atentos aos riscos inflacionários gerados por fortes pressões de custos de insumos (em reais). Uma hipotética situação de níveis preocupantes de hospitalizações por COVID-19 (levando a restrições de mobilidade) em todo o país, combinada com renovados estímulos orçamentários (possivelmente por fora do teto constitucional de gastos) seria vista como inflacionária (em termos líquidos). Isto se soma ao quadro de preocupações com a inflação futura e eleva as ainda mais chances de propagação dos choques inflacionários ainda em curso.

Em suma, o acúmulo de riscos altistas para a inflação nos deixa mais desconfortáveis quanto a nossa projeção (no cenário básico) de um início mais tardio do que o esperado no processo de normalização de juros por parte do BC. **Maiores detalhes no link².**

Figura 4.A. – Projeções do Copom para o IPCA



Fonte: Banco Central, Santander.

Figura 4.B. – Projeções de Mercado para Taxa Selic



Fonte: Banco Central, Santander.

² Santander Brazil Monetary Policy - "Making a U-Turn Soon, but Slowly" – (21/jan/21) – Disponível no "link" (em inglês): <http://bit.ly/Sant-copom-jan21>



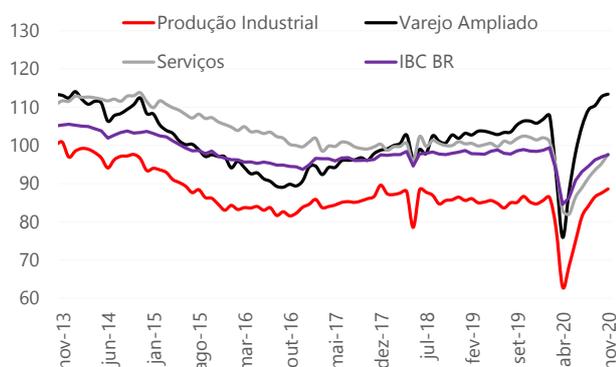
ATIVIDADE ECONÔMICA

Uma desaceleração esperada nos gastos com bens: os dados de varejo mostraram sinais de um arrefecimento, com o indicador ampliado registrando alta de 0,6% m/m-sa, enquanto o indicador restrito (que exclui material de construção e veículos) registrou a primeira queda desde abril, -0,1% m/m-sa. Essa desaceleração já era antecipada, na medida em que entendemos que a redução do valor pago pelo auxílio emergencial, a pressão inflacionária (especialmente em alimentos) e as perspectivas negativas para o emprego eram razões para se esperar um arrefecimento das vendas do varejo em algum momento. Após um início favorável no trimestre (2,1% em outubro), o resultado de novembro deixa um carregamento estatístico de 4,5% para o 4T20, reforçando nossas expectativas de um sólido crescimento do PIB no 4T20. [Maiores detalhes no link³](#).

Uma nova alta sequencial para a atividade econômica agregada: a publicação do índice mensal de atividade do BC (IBC-Br) encerrou o ciclo de divulgações dos principais indicadores para novembro. O IBC-Br registrou alta de 0,6% m/m-sa (-0,8% a/a), embora ainda insuficiente para compensar integralmente as perdas com a crise, com o indicador ainda se situando 1,9% abaixo de fevereiro (marco pré-crise). Esse resultado positivo é consistente com a recuperação sequencial observada nos principais setores (produção industrial, varejo ampliado e serviços). Após um início favorável no trimestre, calculamos um carregamento estatístico de 2,9% no 4T20, o que reforça a probabilidade de um crescimento sólido da atividade. Num exercício preliminar baseado na correlação histórica do IBC-Br com o PIB, nosso *tracking* para o PIB do 4T20 foi atualizado para 2,6% t/t-sa (alta de 0,1 p.p), refletindo um movimento gradual em direção à nossa projeção (2,8% t/t-sa), consistente com nossa expectativa de uma queda de -4,1% da atividade em 2020. [Maiores detalhes no link⁴](#).

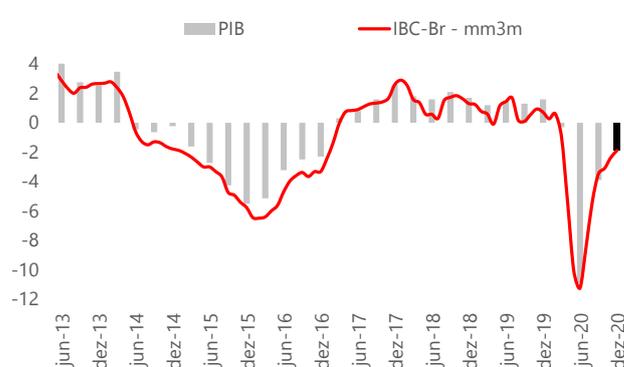
Na próxima semana, a FGV divulgará os resultados finais das sondagens setoriais para janeiro.

Figura 5.A – Atividade Econômica (sa 2011=100)



Fonte: IBGE, BC, Santander.

Figura 5.B – Tracking do PIB 4T20



Fonte: BC, Santander

³ Santander Brazil Economic Activity - "An Expected Adjustment" - (15/jan/21) - Disponível no "link" (em inglês): <http://bit.ly/Sant-pmc-nov20>

⁴ Santander Brazil Economic Activity - "Another Increase in Economic Activity" - (21/jan/21) - Disponível no "link" (em inglês): <http://bit.ly/Sant-ibcbr-nov20>



INFLAÇÃO

A primeira divulgação relevante de um dado de inflação em 2021 deve ainda mostrar um número pressionado para cima. Na terça-feira (26-jan), o IBGE divulga a inflação do IPCA-15 de janeiro e esperamos mais uma forte variação: +0,81% m/m (+4,33% a/a).

Mais uma vez, alimentação no domicílio será uma das principais fontes de pressão altista, apesar de enxergarmos uma desaceleração em termos mensais para +1,96% m/m (+2,57% em dezembro). Bens industriais também devem contribuir para a pressão altista ao subirem +0,93% m/m (vindo de +0,43% em dezembro). Preços administrados também terão inflação alta (+0,99% m/m), pois o efeito da retirada da bandeira vermelha 2 em dezembro (patamar que gera mais custo adicional para os consumidores) para amarela em janeiro ainda não terá exercido todo seu efeito baixista. Finalmente, serviços devem continuar bem-comportados e variar apenas +0,15% m/m (vindo de 0,72% em dezembro).

Em termos de medidas subjacentes, o núcleo EX3 deve subir +0,72% m/m, o que, apesar de ser um número alto, pode significar que a tendência (definida pela média móvel de 3 meses dessazonalizada e anualizada) vá estabilizar ou até mesmo desacelerar levemente. Se estivermos certos neste quesito, este seria um ponto positivo para inflação.

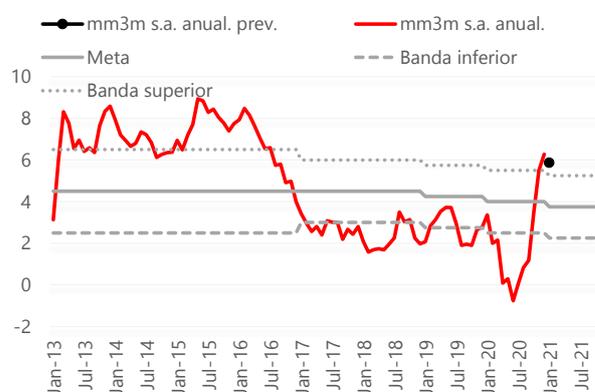
Olhando mais adiante, seguimos com uma visão benigna da inflação, e nosso *tracking* está em 3,2% para 2021. Contudo, as coletas de preços de alimentos ao consumidor de alta frequência têm surpreendido para cima, os preços de gasolina estão mais altos no mercado internacional e o câmbio segue depreciado. Além disso, o repasse da depreciação do câmbio nos preços de bens industriais também tem surpreendido para cima. Sendo assim, o balanço de riscos para inflação está assimétrico para cima.

Figura 6.A. – Projeção Santander para o IPCA-15 (%)

	m/m		a/a	
	jan/21	Contr. dez/20	dez/20	jan/21
IPCA-15	0.81	0.81	4.2	4.3
Administrados	0.99	0.25	1.7	2.3
Livres	0.75	0.56	5.1	5.1
Alimentação no domicílio	1.96	0.29	18.7	18.3
Bens industriais	0.93	0.21	2.7	3.2
Serviços	0.15	0.05	1.8	1.5
Núcleo EX3	0.72	0.72	2.2	2.4

Fonte: IBGE, Banco Central, Santander.

Figura 6.B. – Inflação de núcleo IPCA EX3 anual (%)



Fonte: IBGE, Banco Central, Santander



POLÍTICA FISCAL

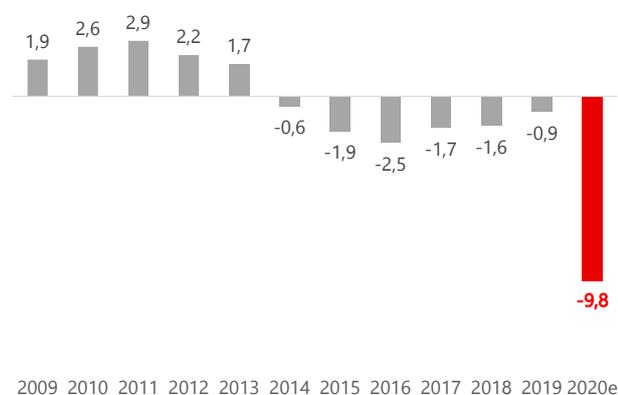
A próxima semana será repleta de publicações no âmbito fiscal. No dia 27 de janeiro, o Tesouro Nacional publicará o Plano Anual de Financiamento 2021, principal instrumento para informar os agentes do mercado e a sociedade sobre as diretrizes de financiamento para a gestão da Dívida Pública Federal (DPF), incluindo diretrizes e metas que serão observados na gestão da dívida. Esperamos um aumento da Necessidade de Financiamento Líquido de ~R\$ 1,5 trilhão, considerando que o BNDES devolverá ao Tesouro R\$ 100 bilhões, referentes à empréstimos realizados anteriormente. Em 2020, esse montante foi de R\$ 1,1 trilhão, incluindo a transferência de R\$ 315 bilhões do resultado cambial do Banco Central para o Tesouro.

No dia 28 de janeiro, o Tesouro Nacional deve divulgar o déficit primário do governo central de dezembro de 2020. Projetamos déficit de R\$ 49,3 bilhões no mês, com este resultado o déficit total de 2020 atingirá R\$ 748 bilhões ou 10,1% do PIB, significativamente superior ao registrado em 2019 (-0,9% do PIB).

Em 29 de janeiro, o BC publicará o saldo fiscal do setor público consolidado de dezembro de 2020, que engloba governo federal, governos regionais e empresas estatais. Projetamos déficit primário mensal de R\$ 60,5 bilhões. O déficit total para 2020 estimamos em R\$ 707 bilhões - ou 9,8% do PIB. A dívida bruta deve encerrar 2020 em 89,5% do PIB.

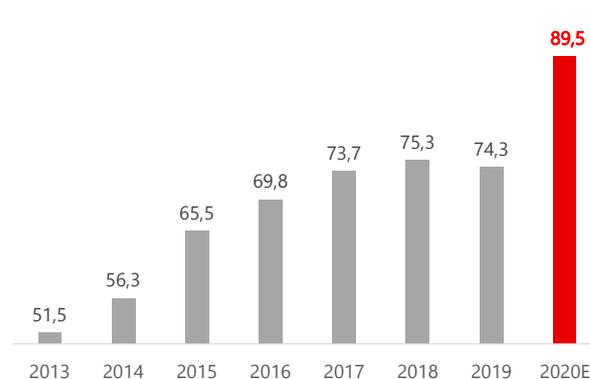
Com postura mais conservadora do lado dos gastos ao final de 2020, com o gasto total referente à COVID-19 totalizando R\$ 524 bilhões, abaixo dos R\$ 605 bilhões que haviam sido orçados, o déficit primário e a dívida bruta devem encerrar 2020 um pouco abaixo do os níveis (simbólicos) de 10% e 90% do PIB, respectivamente, segundo nossas projeções.

Figura 7.A. – Saldo Primário Consolidado - % PIB



2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020e
Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 7.B. – Dívida Bruta do Governo Geral - % PIB



2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020E
Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.



BALANÇO DE PAGAMENTOS

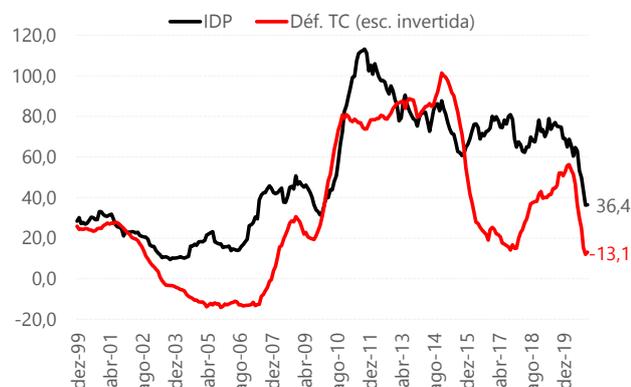
Calculamos que o saldo em transações correntes tenha sido deficitário em US\$5,7 bilhões no mês passado, número que – caso se confirme – traduzir-se-á em um desequilíbrio anual de US\$13,1 bilhões. Embora a conta de renda primária deva ter sido responsável por grande parte deste resultado mensal – algo esperado dada a alta sazonal na remessa de lucros e dividendos no período – o principal destaque deverá ser o déficit comercial observado no último mês, na esteira de um evento *ad hoc* de natureza contábil relacionado à importação de plataformas de petróleo (maiores detalhes no *link* abaixo⁵). Não fosse por estas importações e o déficit em transações correntes deveria ter sido próximo a US\$1,0 bilhão.

A despeito desta questão técnica, o fato é que o saldo em transações correntes apresentou um intenso ajuste no ano passado (deverá ter recuado para US\$13,1 bilhões frente a US\$50,7 bilhões em 2019), com as despesas relacionadas às remessas de lucros e dividendos, viagens internacionais e compras de bens no exterior apresentando contração mais forte do que a registrada pelas receitas de exportações. Dada nossa expectativa de recuperação gradual da economia nos próximos anos, não antecipamos deterioração grande do saldo em transações correntes, mantendo o tema fora do radar dos agentes econômicos.

Adicionalmente, na conta financeira, estimamos que haja ocorrido ingresso de US\$3,0 bilhões em investimentos diretos no país (IDP) em dezembro, o que teria levado a um resultado anual acumulado de US\$36,4 bilhões. Embora seja um declínio forte frente aos US\$69,2 bilhões vistos em 2019, o montante de IDP permanece sendo mais do que suficiente para financiar o déficit em transações correntes. Assim, o país continua enfrentando uma situação tranquila relativa às suas necessidades de financiamento externo.

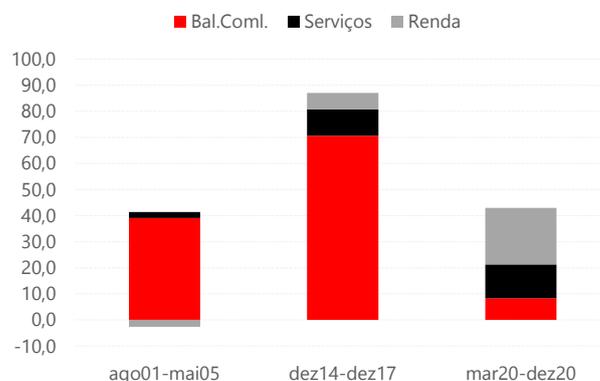
Por fim, mas não menos importante, os dados da conta financeira também nos trarão mais detalhes acerca do volume de repatriação de capital feita pelos bancos no ano passado, algo que nos ajudará a calcular o montante restante de over hedge que terá de ser desfeito em 2021.

Figura 8.A. – Déficit em Transações Correntes e Investimento Direto no País (US\$ bilhões, 12M)



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 8.B. – Ciclos de Ajustes do Déficit em Transações Correntes (US\$ bilhões, 12M)



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

⁵ Santander Brazil External Sector - "Trade Balance – December 2020" – (4/jan/21)- Disponível no "link" (em inglês): <http://bit.ly/Sant-trad-blc-Dec20>



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.