

## **Incertezas globais se somam aos riscos fiscais idiossincráticos**

- Com um aumento da aversão ao risco em escala global - na esteira de um agravamento da pandemia no Hemisfério Norte, e maiores incertezas quanto às eleições americanas de 3/nov - o real mais uma vez demonstrou seu padrão de “beta” alto (i.e., flutuações superiores às do mercado) esta semana, se situando entre as moedas de pior desempenho frente ao dólar americano. Temas locais (como as incertezas fiscais, do ponto de vista de fundamentos, e a questão do “over hedge” cambial, do ponto de vista técnico) não ajudaram a atenuar o movimento, apesar de novas intervenções pontuais do BC no mercado à vista. Antevemos a manutenção de elevada volatilidade cambial adiante, e percebemos riscos predominantemente altistas para nossa projeção de taxa cambial (5,30) para o final de 2020.
- A curva de juros local se inclinou nesta semana, com uma pressão altista na ponta longa possivelmente refletindo a maior aversão ao risco global. O tom mais brando do que o esperado do comunicado do Copom (principalmente na parte do “forward guidance” que indica a possibilidade de um pequeno corte de juros) também pode ter contribuído para este movimento, dado o nervosismo atual do mercado em torno do cenário de inflação. Com as principais decisões fiscais adiadas para depois das eleições municipais de novembro, a incerteza econômica e a volatilidade da curva de juros permanecerão altas, em nossa opinião.
- Conforme amplamente esperado, o Banco Central manteve a taxa Selic no patamar mínimo histórico de 2,00% após a reunião do Copom realizada de 27 a 28/out. A autoridade monetária entende que as pressões inflacionárias recentes são transitórias e vê a postura atual da política monetária como “adequada”, tanto por meio da taxa básica de juros quanto através da prescrição futura (“forward guidance”).
- O desempenho fiscal de setembro foi (pelo sexto mês seguido) equivalente a “déficits anuais” de outros tempos, ainda que “melhor” que o resultado dos cinco meses anteriores, devido à redução do valor do auxílio emergencial (agora em R\$ 300 por beneficiário). Os números mostram o impacto substancial da crise da COVID-19 sobre as finanças públicas, com forte aumento do déficit primário e da dívida bruta, em decorrência das medidas emergenciais.
- Dados de setembro revelam que o crédito bancário às famílias vem se recuperando, com novas concessões livres praticamente voltando aos níveis anteriores à crise. No lado corporativo, novos empréstimos continuam em alta, com destaque para capital de giro e crédito via programas emergenciais. A redução do auxílio emergencial e o fim das postergações de pagamentos podem elevar a inadimplência nos próximos meses, em nossa opinião. E isto poderá impactar as condições creditícias mais adiante.
- Sondagens da FGV reforçam a trajetória de recuperação heterogênea entre os setores. Dois resultados chamam a atenção: a confiança da indústria em nova alta, com elevado uso da capacidade instalada e baixo nível de estoques, e confiança do comércio em acomodação, possivelmente devido à redução do valor mensal pago pelo auxílio emergencial. Na PNAD contínua de agosto, os números destacam a deterioração no mercado de trabalho, e projetamos taxa de desemprego significativamente mais alta nos próximos meses. Na quarta-feira (4/nov), o IBGE publicará a produção industrial de setembro, e estimamos uma nova alta mensal, de +1,8% (+2,0% a/a).
- Na sexta-feira (6/nov), o IBGE divulga a inflação do IPCA de outubro. Esperamos variação de +0,87% m/m (+3,93% a/a). A maior fonte de pressão altista será, novamente, o grupo alimentação. Contudo, bens industriais e serviços também irão contribuir. Surpresas altistas recentes vêm produzindo revisões altistas em nossa projeção de IPCA no curto prazo, mas seguimos antevendo um quadro benigno para 2021.



## 1) Economia Internacional

As incertezas do cenário internacional parecem ter se intensificado nos últimos dias. Nos EUA, a eleição para o Senado ficou (ainda) mais difícil de se projetar, com os Republicanos se recuperando em pesquisas de intenção de voto e reduzindo a chance de uma chamada “onda azul” (i.e., vitória ampla dos Democratas para a presidência e as duas casas legislativas). Um eventual domínio democrata no pleito norte-americano poderia elevar as expectativas do mercado quanto ao (tamanho e proximidade do) programa de estímulos fiscais na maior economia do mundo.

O principal tema que moveu os mercados nesta semana foi a intensificação da segunda onda de contaminação por COVID-19 na Europa, o que levou aos governos de França e Alemanha a adotarem medidas mais restritivas de distanciamento social. Estas últimas devem impactar o setor de serviços (que abarca a maior parte do PIB europeu) e o processo em si de reabertura e retomada da atividade econômica no 4T20.

Diante destes desdobramentos, o dólar se fortaleceu contra as demais moedas e a taxa de juros das “U.S. Treasuries” de 10 anos interrompeu um movimento de alta recente. As bolsas de valores mostraram forte recuo nos EUA (S&P 500: -5%), com queda ainda mais acentuada na Europa (Euro Stoxx 50: -8%). Movimento semelhante também se observou nos principais índices acionários ao redor do globo, em meio a um quadro de plena aversão ao risco nos mercados.

Quanto aos dados macroeconômicos da semana, a divulgação dos números do PIB do 3T20 nos EUA e na Europa surpreenderam positivamente, com os fortes avanços trimestrais sequenciais indicando a recuperação de boa parte da contração econômica gerada pela pandemia. Contudo, o novo avanço da COVID-19 na Europa e em alguns estados americanos gera risco baixista para a velocidade da economia global no 4T20.

De forma geral, o humor dos investidores internacionais mostrou considerável deterioração nos últimos dias. Como as incertezas não devem se dissipar no curtíssimo prazo, a volatilidade dos ativos tende a seguir em alta nos próximos dias. Ainda mais com as dúvidas acerca dos resultados (e a própria institucionalidade) da eleição geral nos EUA, que se realiza em 03/nov (terça-feira).

## 2) Comentários de Mercado Local

**Taxa de Câmbio:** O aumento nas contaminações e hospitalizações por Covid-19 no Hemisfério Norte - especialmente nos EUA e na Europa - gerou um pessimismo nos mercados globais esta semana. A piora do apetite por risco por parte dos investidores afetou a maioria das classes de ativos, como ações, commodities, juros (e prêmio de risco) de países emergentes e moedas. Com o dólar subindo contra quase todas as principais moedas, o real mais uma vez expôs seu padrão de “beta” elevado (i.e., grandes flutuações em ambas as direções, e acima do padrão de mercado), se situando entre as moedas de pior desempenho na semana. No momento da edição (sexta-feira, por volta do meio-dia), a moeda brasileira era negociada a 5,75 por dólar (um dos níveis mais depreciados desde maio, em termos nominais), caminhando para uma queda semanal de 2,4% em relação ao dólar.

Se o cenário global foi desfavorável nos últimos dias, o noticiário local tampouco proporcionou qualquer indício de trégua para os ativos locais. Com as principais decisões fiscais (e.g. novo programa social, medidas para apoiar a execução do teto de gastos, definições do orçamento de 2021) adiadas para após as eleições municipais, há incerteza quanto aos próximos passos na política fiscal. Isto alimenta uma percepção de maior risco de execução para o teto de gastos – que seguimos vendo como a principal âncora da economia brasileira - e para as perspectivas (já bastante deterioradas) para a dívida pública. Do ponto de vista técnico, o mercado de câmbio local também mostra sinais de inquietação com o tema do “over hedge” cambial, uma vez que a expectativa é de que instituições financeiras deverão reduzir em grandes quantidades suas posições vendidas em dólar nos mercados de derivativos até o final do ano, em decorrência de mudanças regulatórias implementadas pelo BC.

Em meio a uma forte depreciação da moeda, o Banco Central interveio esta semana no mercado de câmbio local (como costuma fazer em momentos em que a autoridade vê sinais de um mercado “disfuncional”) com vendas no mercado à vista. Apesar das ações ocasionais do BC com o objetivo de atenuar a volatilidade do câmbio, acreditamos que a alta incerteza sobre os cenários global e local continuará a fomentar grandes oscilações da taxa cambial nas próximas semanas e meses. Isto também implica risco altista para nossa projeção de dólar (que vemos a 5,30) no final do ano.

**Taxas de Juros:** No momento da edição (sexta-feira, por volta do meio-dia), a variação semanal nos juros da curva local parecia apontar para uma tendência de inclinação. Na ponta curta, o futuro de DI jan-22 era negociado a 3,46% (-1 p.b. em relação à última sexta-feira). Na ponta longa, o futuro de DI jan-27 era negociado a 7,59% (+12 p.b. em relação à última



sexta-feira). O padrão de movimento desta semana levava a inclinação neste segmento para ~ 413 p.b., em comparação com ~ 400 p.b. na semana anterior e ~ 150 p.b. antes da chegada da pandemia no Brasil (final de fevereiro).

A curva de juros local parece ter sido influenciada por um sentimento global de “risk-off” (i.e., menor apetite por ativos arriscados), provavelmente contribuindo para empurrar a ponta longa para cima. Localmente, a virtual estabilidade observada na ponta curta parece ter sido influenciada por pressões baixistas em decorrência da manutenção do “forward guidance” no comunicado do Copom, principalmente no que se refere à possibilidade de um pequeno corte de juros em algum momento (situação que vemos como ainda mais improvável nas atuais circunstâncias). O tom mais brando do que o esperado do comunicado também pode ter alimentado pressões altistas na ponta longa da curva, em meio aos temores de mercado sobre uma possível alta da inflação (temores estes que ainda vemos como exagerados).

Em suma, para aqueles como nós que ainda trabalham com um cenário básico de convergência fiscal (ou seja, teto constitucional de gastos ainda crível nos próximos anos), pode-se pensar que a curva de juros tem um prêmio considerável. Mas este prêmio não irá se dissolver de forma significativa até que os mercados vejam sinais mais claros de um processo crível de consolidação fiscal à frente, após a pandemia. Com as principais decisões atuais de política econômica (programas sociais, reformas macro e teto de gastos) adiadas para depois das eleições municipais de novembro, entendemos que a incerteza e volatilidade permanecerão elevadas nos mercados de renda fixa no Brasil por algum tempo.

### 3) Política Monetária

Conforme amplamente esperado, o Banco Central do Brasil (BC) manteve a taxa básica de juros (Selic) no patamar mínimo histórico de 2,00%, após reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), realizada de 27 a 28/out. O comunicado trouxe uma avaliação atualizada do cenário macroeconômico, especialmente destacando a recente aceleração da inflação, vista como um movimento temporário na esteira de uma taxa de câmbio mais fraca, de preços de matérias primas mais elevados e de transferências governamentais emergenciais oferecidas às famílias.

Embora reconheça os riscos viesados para cima, principalmente em função dos desafios fiscais, o BC sinaliza perspectivas construtivas para a inflação no médio prazo, com simulações de inflação apontando para números próximos ao centro da meta, mesmo assumindo estabilidade da taxa Selic no nível expansionista atual. Isto permite que a autoridade veja a atual postura da política monetária como “adequada”, com os estímulos sendo programados tanto por meio da taxa de juros quanto através da prescrição futura (“forward guidance”). Em relação a este último, o BC ainda enxerga condições válidas para manter seu plano de voo sem altas de juros à frente, com o comitê destacando que o regime fiscal não foi alterado.

Com expectativas de inflação abaixo da meta para o médio prazo, e com perspectivas de que a economia siga operando abaixo de seu potencial (sustentável) por um período prolongado, continuamos observando fundamentos favoráveis para uma inflação controlada no médio prazo. Em particular, antevemos a ausência de pressões inflacionárias geradas pelo lado da demanda para o horizonte relevante de política monetária. Entendemos que o maior risco neste âmbito continua a residir na chance de uma desancoragem das expectativas de inflação, em função de possíveis eventos fiscais. Nosso cenário básico projeta juros estáveis até o início de 2022, supondo a manutenção do regime fiscal. As preocupações com a eficácia do teto constitucional de gastos ainda constituem a principal ameaça para as perspectivas de inflação e política monetária no Brasil. *Veja nosso relatório para maiores detalhes*<sup>1</sup>.

### 4) Política Fiscal

O desempenho fiscal de setembro foi melhor do que o esperado (surpresa no resultado dos Governos Regionais). Este foi o primeiro mês com a redução no valor do auxílio emergencial (R\$ 300 por beneficiário) e, apesar disso, os números continuam a mostrar um impacto substancial das medidas para mitigar os efeitos da pandemia nas finanças do governo.

Segundo dados divulgados em 30/out pelo BCB, o setor público registrou déficit primário de R\$ 64,6 bi em setembro, relativamente melhor que nossa projeção (R\$ 71,4 bi) e que o consenso de mercado (R\$ 70,0 bi). A principal surpresa ficou por conta do resultado dos Governos Regionais, que apresentou superávit de R\$ 10,0 bi, provavelmente impactado pelos efeitos do auxílio emergencial nas economias locais (totalizando R\$ 24,2 bi em setembro) — melhorando a arrecadação de tributos — e também das transferências da União para compensar a queda na arrecadação de impostos (R\$ 19,3 bi em setembro). No acumulado em doze meses, o déficit primário consolidado soma R\$655,3 bi (9,1% do PIB).

<sup>1</sup> Santander Macro Brazil Monetary Policy - COPOM: *Staying the Course Amid Temporary Pressures* (28/10/2020) – Disponível no “link” (em inglês) [https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-copom-staying-the-course-amid/20-10-29\\_131322\\_201028++copom+decision.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-copom-staying-the-course-amid/20-10-29_131322_201028++copom+decision.pdf).



Além disso, a dívida bruta atingiu 90,6% do PIB em setembro, um aumento de 14,8 p.p em relação ao final do ano passado. Já a dívida líquida subiu para 61,4% do PIB, 5,8 p.p superior na mesma base de comparação. Ambos devem continuar se deteriorando nos próximos meses, embora em ritmo menor. A nossa projeção segue de que o déficit fiscal atingirá 12,4% do PIB ao final de 2020, levando a dívida bruta para cerca de 95% do PIB. *Veja nosso relatório para maiores detalhes<sup>2</sup>.*

## 5) Crédito

Dados recentes do Banco Central (BC) para setembro revelam que o crédito bancário às famílias vem se recuperando, ajudando a sustentar a atividade econômica (e possivelmente uma temporada de gastos do consumidor) nos últimos meses. Nesta categoria, as novas concessões livres já se encontram em 98% do volume visto em fevereiro, o que significa uma volta ao nível pré-pandemia. Para as empresas, as captações continuam em alta, refletindo a expansão tanto do crédito livre para capital de giro quanto do direcionado por meio de medidas de estímulo governamental. Importante ressaltar que, embora o aumento nos empréstimos bancários para empresas não financeiras esteja compensando o retrocesso nas transações via mercado de capitais, é possível que as empresas brasileiras estejam mais dispostas a acumular recursos (para se proteger contra hipotéticas restrições de liquidez) do que a fazer novos investimentos.

Por último, e refletindo a postura expansionista da política monetária e a inadimplência até agora limitada, o Indicador do Custo do Crédito (ICC), as taxas de juros e os spreads das famílias e das empresas não financeiras tem mantido a tendência de queda. A inadimplência, que até aqui segue bem controlada, merece atenção adiante: a redução do auxílio emergencial e o fim das postergações de pagamentos de empréstimos podem elevar nos próximos meses a porcentagem da carteira em atraso, em nossa opinião, o que poderia pesar sobre as condições de crédito, de forma mais ampla.

*Veja nosso relatório para maiores detalhes<sup>3</sup>.*

## 6) Atividade Econômica

Os sinais mistos apresentados nos dados de confiança da FGV para outubro confirmaram alguns resultados da prévia divulgada semana passada, porém em nossa visão foram dois os destaques. A indústria apresentou nova alta mensal (+4,3%), chegando ao maior nível desde abril de 2011 (9,6% acima de fevereiro) em um contexto de alta na capacidade instalada e baixo nível de estoques, o que parece ser um fator favorável para produção à frente. Acreditamos que o forte diferencial de crescimento entre vendas no varejo e 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, e vemos uma parte da sólida demanda por bens enfraquecendo adiante com a retirada dos estímulos fiscais. Não à toa que o comércio, por outro lado, apontou para uma desaceleração ao cair -3,8% na margem, o primeiro resultado negativo desde abril. Em nossa visão, uma razão para este declínio é a gradual redução do valor do auxílio emergencial, uma vez que o menor valor foi pago no final de setembro, com efeitos se materializando em outubro. A queda na confiança do consumidor, divulgada semana passada, também pode estar associada a este movimento.

Com relação ao mercado de trabalho, também vemos sinais mistos. De acordo com o CAGED, criação de empregos formais continuou a melhorar em setembro: 313 mil postos de trabalho foram criados no mês e, após ajuste sazonal, a alta foi de 251 mil postos, de modo que 39,0% dos empregos perdidos com a crise já foram recuperados. Com estudos recentes apontando para dificuldades na notificação de dados por firmas que estão fechando, esses números devem ser lidos com cautela, na medida em que podem estar superestimando as reais condições do mercado de trabalho. Por outro lado, na divulgação da PNAD/IBGE, a taxa de desemprego de agosto ficou em 14,4% (14,3% a.s.), a maior leitura de série histórica. De maneira geral, os números de agosto reforçam a deterioração nas condições do mercado de trabalho. Adiante, projetamos que a taxa de desemprego piorará significativamente, na sequência da reabertura gradual e no retorno da força de trabalho para os níveis pré-crise. *Veja nosso relatório para maiores detalhes<sup>4</sup>.*

<sup>2</sup> **Santander Macro Brazil Fiscal Policy - Consolidated Public Sector: Another “Yearly” Deficit in September** (30/10/2020) – Disponível no “link” (em inglês) [https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-consolidated-public-sector/20-10-30\\_150652\\_201030\\_fiscal\\_sep20.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-consolidated-public-sector/20-10-30_150652_201030_fiscal_sep20.pdf)

<sup>3</sup> **Santander Macro Brazil Credit - Strong Household Credit in September** (26/10/2020) – Disponível no “link” (em inglês) [https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-strong-household-credit-in-september/20-10-30\\_152042\\_bzmacrocredit102620.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-strong-household-credit-in-september/20-10-30_152042_bzmacrocredit102620.pdf)

<sup>4</sup> **Santander Macro Brazil Economic Activity - Mixed Signals in Labor Market Data** (30/10/2020) – Disponível no “link” (em inglês)

[https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-mixed-signals-in-labor-market-data/20-10-30\\_150830\\_201030\\_pnad\\_aug+bzmacro\\_final.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-mixed-signals-in-labor-market-data/20-10-30_150830_201030_pnad_aug+bzmacro_final.pdf)



## 7) Inflação

Na sexta-feira (6/nov), o IBGE divulga a inflação do IPCA de outubro. Esperamos variação de +0,87% m/m (+3,93% a/a). A maior fonte de pressão altista será, novamente, alimentação no domicílio. Projetamos que o grupo subirá 2,68% m/m, na esteira da forte demanda externa e interna devido a mudança da cesta de consumo, em conjunto com o suporte a renda (auxílio emergencial) e o Real depreciado. Desta vez, porém, bens industriais (+0,94% m/m) e serviços (0,62% m/m) também devem ajudar a acelerar o índice. Em bens industriais, além das mesmas pressões sofridas por alimentos, o setor também tem sofrido algumas restrições (localizadas e temporárias) de oferta. Já em serviços, que vinha registrando variações muito baixas desde o início da pandemia, haverá uma pressão pontual em passagens aéreas (+39,9% m/m), enquanto o restante do grupo seguirá bem-comportado. Finalmente, preços administrados devem subir 0,16% m/m.

O risco para nossa projeção do IPCA em 2020 é altista (por conta de alimentação e bens industriais), ainda que os efeitos da segunda onda do COVID-19 na Europa sobre os mercados, pressionando commodities para baixo, comecem a reduzir um pouco esse risco. Nossa projeção oficial (recentemente revisada<sup>5</sup>) está em 3,3% a/a. Para 2021 (também recentemente revisado) projetamos 2,9% a/a de IPCA. Acreditamos que a inflação de alimentos vai desacelerar e a elevada ociosidade econômica vai manter a inflação de bens industriais e serviços em nível reduzido – ou seja, mantendo os núcleos de inflação em trajetória benigna. Portanto, continuamos a ver um cenário benigno para inflação, continuando abaixo da meta do BC até 2022.

### AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

**Agenda doméstica:** Na agenda de atividade econômica, o IBGE publicará na próxima semana (04/nov) a produção industrial de setembro, dando início ao ciclo de publicações dos principais indicadores de atividade para o último mês do terceiro trimestre. Baseado nas informações disponíveis até o momento, estamos projetando uma alta mensal de 1,8% (2,0% a/a), o que implica uma variação trimestral de 21,5% no 3T20 (-17,4% no trimestre anterior).

Na parte de inflação, será divulgado o IGP-DI de outubro na sexta-feira (6/nov) e esperamos +3,42% m/m, um pouco acima da variação de setembro e do IGP-M de outubro. A desaceleração que vínhamos esperando nos IGPs está sendo atrasada, com os preços no atacado/produtor (tanto agrícolas como industriais) ainda constituindo fonte de pressão no curto prazo.

No plano político, o presidente do Senado marcou a votação do projeto de independência do Banco Central (PLP 19/19) para 3/nov e a votação dos vetos presidenciais para o dia 4/nov (destaque para o veto relacionado à desoneração da folha de pagamento de 17 setores, o que pode reduzir a margem para o cumprimento do teto de gastos no próximo ano). Porém, devido à proximidade das eleições municipais (primeiro turno em 15/nov, segundo turno em 29/nov) há a possibilidade de estas votações serem novamente reagendadas.

Por fim, a ata da última reunião do Copom será publicada na próxima terça-feira (3/nov), possivelmente trazendo mais informações sobre a avaliação de cenários e as orientações de política monetária do BC. O mercado poderá prestar atenção especial a possíveis explicações sobre a manutenção do “forward guidance” para o curto prazo, que indica a possibilidade de um pequeno corte de juros em algum momento. Esta foi entendida com a parte mais branda no tom do comunicado, divulgado na última quarta-feira.

<sup>5</sup> Santander Macro Brazil - Inflation: Revising Inflation Forecasts and Discussing the IGP x IPCA Distortion (28/10/2020) – Disponível no “link” (em inglês) [https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-revising-inflation-forecasts/20-10-30\\_154022\\_bzmacroinflation102820.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-revising-inflation-forecasts/20-10-30_154022_bzmacroinflation102820.pdf)



## DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

Indicadores	Divulgações	Estimativa	Anterior
Ata do Copom	Ter, 03-nov		
Balança Comercial mensal (out/20) (USD bi)	Ter, 03-nov	6,3	6,2
Total de Exportações (out/20) (USD bi)	Ter, 03-nov	18,4	18,5
Total de Importações (out/20) (USD bi)	Ter, 03-nov	12,2	12,3
Vendas de veículos - Fenabrave (out/20) (unidades)	Ter, 03-nov	--	207.738
Produção industrial (set/20) (% m/m)	Qua, 04-nov	1,8	3,2
Produção industrial (set/20) (% a/a)	Qua, 04-nov	2,0	-2,7
Inflação FGV IGP-DI (out/20) (% m/m)	Sex, 06-nov	3,42	3,30
Inflação FGV IGP-DI (out/20) (% a/a)	Sex, 06-nov	21,82	18,44
IPCA Inflação IBGE (out/20) (% m/m)	Sex, 06-nov	0,87	0,64
IPCA Inflação IBGE (out/20) (% a/a)	Sex, 06-nov	3,93	3,14
Produção de veículos - Anfavea (out/20) (unidades)	Sex, 06-nov	--	220.162

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” (em inglês) [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 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
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
Marcela Bensión*	Economist – Uruguay	mbension@santander.com.uy	598-1747-6805

### 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
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.