

## PIB FORTE NO 4T20 FECHA UM ANO COMPLICADO

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

- Apesar da trajetória ascendente de preços das *commodities*, a maior inclinação da estrutura a termo de juros nos EUA e as incertezas quanto à política econômica local levaram o real a ter um dos piores desempenhos entre as moedas emergentes na última semana. A curva de juros nominal teve um forte movimento de *bear-steepening*, por conta de uma maior probabilidade de aperto (maior e mais cedo) por parte do Banco Central, um maior risco fiscal e o movimento global de aumento de taxa de juros.
- Em meio ao aumento das hospitalizações, que levaram alguns governos locais a impor novas restrições à mobilidade, o Instituto Butantan está entregando novas vacinas ao Ministério da Saúde. A Anvisa concedeu registro definitivo à vacina da Pfizer, que deverá estar disponível apenas no 2S21. Até 25 de fevereiro, aproximadamente 7,7 milhões de doses (sendo 1,5 milhões referentes a segunda dose) haviam sido aplicadas no país.
- Embora o déficit de US\$3,7 bilhões nas transações correntes de janeiro tenha superado nossa estimativa (déficit de US\$6,9 bilhões), o montante acumulado nos últimos 12 meses continuou recuando, mantendo-se em uma trajetória favorável que deverá prevalecer nos próximos meses.
- Foi apresentado o projeto de emenda constitucional que possibilita retomar o auxílio emergencial em 2021 e que cria regras para os gatilhos fiscais que reduzem despesas obrigatórias. Em nossa visão, caso haja consenso, a PEC Emergencial poderá ser votada no Senado na próxima semana. Por fim, o governo central registrou superávit primário sazonal de R\$ 43,2 bilhões, resultado semelhante ao do ano passado.
- O IPCA-15 de fevereiro registrou variação de 0,48% m/m (4,57% a/a), em linha com nossa expectativa (0,49%) e com o consenso de mercado (0,50%). Medidas inflação subjacente seguem elevadas, mas a média dos núcleos arrefeceu ligeiramente. A foto deste IPCA-15 foi melhor do que as últimas leituras, mas não alteramos nossa visão de riscos altistas no curto prazo.
- Dados do Banco Central do Brasil (BCB) revelam que o crédito às famílias teve nova queda em janeiro. Para as empresas, os novos empréstimos desaceleraram com o fim dos desembolsos adicionais dos programas emergenciais de crédito em dezembro. O fim das postergações de pagamentos e do auxílio emergencial sugerem que a inadimplência pode aumentar nos próximos meses.
- Do lado da atividade econômica, foram divulgados os primeiros indicadores de confiança da FGV para fevereiro. A prévia da sondagem industrial mostrou uma segunda queda consecutiva, refletindo uma redução no otimismo do setor. Os indicadores de confiança do consumidor e do comércio tiveram altas na margem, as primeiras desde set/20, embora ainda mostrem uma tendência negativa.
- Na próxima semana (3/mar), o IBGE divulgará os números do PIB para o 4T20: projetamos alta de 2,8% t/t-sa, consistente com uma contração de 4,2% em 2020. Se confirmado esse resultado, o PIB consolidará um sólido crescimento no 2S20, embora insuficiente para compensar integralmente as perdas com a pandemia, com a economia operando 1,6% abaixo do período pré-crise (4T19).

\*\*\* *Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 25 de fevereiro de 2021.*


**Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (28/fev-05/mar)**

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: PMI Serviços Oficial (pontos)	NBS	fev/21	Dom, 28-fev	52,0	52,4
China: PMI Industrial Oficial (pontos)	NBS	fev/21	Dom, 28-fev	51,0	51,3
China: Sondagem PMI Industrial (pontos)	Caixin	fev/21	Dom, 28-fev	51,4	51,5
EUA: Sondagem ISM Industrial (pontos)	ISM	fev/21	Seg, 01-mar	58,6	58,7
Z.Euro: CPI Núcleo (% a/a)	Eurostat	fev/21 (p)	Ter, 02-mar	1,2	1,4
China: Sondagem PMI Serviços (pontos)	Caixin	fev/21	Ter, 02-mar	51,5	52
EUA: Emprego no Setor Privado (mil)	ADP	fev/21	Qua, 03-mar	170	174
EUA: Sondagem ISM Serviços (pontos)	ISM	fev/21	Qua, 03-mar	58,7	58,7
Z.Euro: Taxa de Desemprego (% PEA)	Eurostat	jan/21	Qui, 04-mar	8,3	8,3
Z.Euro: Vendas no Varejo (% m/m)	Eurostat	jan/21	Qui, 04-mar	-1,5	2
EUA: Encomendas à Indústria (% m/m)	C.Bureau	jan/21	Qui, 04-mar	1,1	1,1
EUA: Geração de empregos líquidos (mil)	BLS	fev/21	Sex, 05-mar	145	49
EUA: Taxa de Desemprego (%)	BLS	fev/21	Sex, 05-mar	6,4	6,3

Fonte: Santander.

**Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (01-05/mar)**

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Confiança Empresarial (agregada, pts.)	FGV	fev-21	Seg,01-mar	--	93
Balança Comercial (US\$ bi)	SECINT	fev-21	Seg,01-mar	0,7	-1,1
<b>PIB (% t/t)</b>	<b>IBGE</b>	<b>4T20</b>	<b>Qua,03-mar</b>	<b>2,8</b>	<b>7,7</b>
<b>PIB (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>4T20</b>	<b>Qua,03-mar</b>	<b>-1,6</b>	<b>-3,9</b>
<b>PIB acumulado em 4 trimestres</b>	<b>IBGE</b>	<b>4T20</b>	<b>Qua,03-mar</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,4</b>
Produção de Veículos (milhares)	Anfavea	fev-21	Sex,05-mar	--	200
<b>Produção Industrial (% a/a)</b>	<b>IBGE</b>	<b>jan-21</b>	<b>Sex,05-mar</b>	<b>1,5</b>	<b>8,2</b>
<b>Produção Industrial (% m/m)</b>	<b>IBGE</b>	<b>jan-21</b>	<b>Sex,05-mar</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>
Vendas de Veículos (milhares)	Fenabreve	fev-21	01 a 03-mar	--	171
Votação da PEC Emergencial no Senado	-	-	02 a 04-mar	-	-

Fonte: Santander.

**Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão de cenário<sup>1</sup>**  
**Para nossas principais visões e hipóteses para 2021, consulte nossas proposições macro<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “A Persistência dos Riscos (Fiscais)” (11/fev/21) – Disponível no “link”: <http://bit.ly/Sant-RevCen-fev21>

<sup>2</sup> Santander Brasil – Proposições Macro – “Novo Ano, Mesmas Incertezas” (03/fev/21) – Disponível no “link”: <http://bit.ly/Sant-prop-macro-2021>



## AMBIENTE INTERNACIONAL

A semana foi marcada pelo andamento do pacote fiscal na Câmara dos Deputados nos EUA, tendo sido aprovada no comitê de orçamento e com expectativa de votação plenária (e aprovação) nesta sexta-feira. Uma vez aprovado, o pacote segue para o Senado, onde enfrentará maior resistência em alguns pontos, inclusive de alguns senadores do próprio partido Democrata. Com isso, é esperado que haja alguma diluição do pacote, mas que deve seguir em patamar elevado, com as expectativas de mercado em torno de US\$ 1,5 trilhão. Do lado da política monetária nos EUA, membros do Fed reforçaram os discursos recentes de que os estímulos serão mantidos enquanto não houver progresso significativo na direção de seus objetivos de inflação e de emprego, embora tenham reconhecido que há um maior otimismo com a recuperação da economia em função dos estímulos fiscais e, principalmente, diante da evolução do processo de vacinação.

Diante das perspectivas dos estímulos fiscais nos EUA, as expectativas de inflação seguem em alta e estão tendo impacto no mercado de títulos públicos, gerando forte abertura na curva de juros, principalmente na parte mais longa. O movimento se refletiu também nas curvas de juros de outros países, desenvolvidos ou emergentes.

No calendário econômico, o principal destaque da semana ficou para as ordens de bens duráveis de janeiro nos EUA, que vieram acima do esperado do mercado, mantendo-se em níveis bastante elevados e reforçando o cenário de forte retomada nos investimentos e da atividade em geral no país.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas de valores encerraram a semana em queda, refletindo a alta nas taxas de juros. Já o dólar encerrou a semana estável frente às moedas de economias desenvolvidas.

Figura 2.A. - EUA – Inflação implícita de 5 anos (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. - EUA – Juros nominal de 10 anos (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.



## MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Entre a sexta-feira passada e a sessão de ontem (25 de fevereiro), a taxa de câmbio continuou registrando trajetória bastante volátil, flutuando entre R\$5,37/US\$ e R\$5,53/US\$ em termos intradiários durante o período. O Banco Central (BCB) interveio três vezes no mercado cambial nestes dias, ofertando US\$1,0 bilhão em *swaps* cambiais na segunda-feira e vendendo US\$1,5 bilhão no mercado à vista em duas tranches na quinta-feira. Contudo, estas ações não evitaram que o real tivesse um dos piores desempenhos entre as moedas emergentes na semana, encerrando a quinta-feira em R\$5,52/US\$.

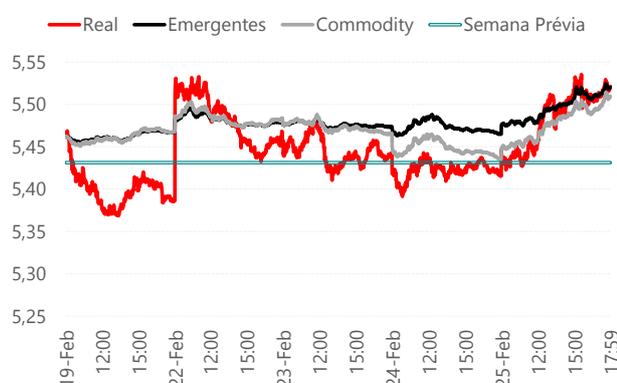
Em nossa visão, pesaram as incertezas sobre a política econômica, em meio a negociações acerca da extensão do auxílio emergencial em 2021 e de medidas compensatórias e reformas para contenção de despesas. Esses fatores possivelmente contribuíram para o desempenho fraco da moeda. Adicionalmente, a maior inclinação da estrutura a termo da taxa de juros nos EUA, na esteira da crescente percepção de que a economia daquele país poderá ganhar tração antes do imaginado pelo FOMC, diante da iminente aprovação de outro pacote fiscal vultoso, também pesaram negativamente na dinâmica do mercado cambial e superaram a (outrora positiva) influência da trajetória ascendente de preços das *commodities*. Este quadro reforça nossa avaliação de que o espaço para apreciação do real tornou-se, na ausência de avanços da agenda de reformas, definitivamente menor do que imaginávamos anteriormente. [Detalhes no link<sup>3</sup>](#).

## MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominal teve um forte movimento de *bear-steepening* (aumento de inclinação junto com deslocamento para cima). A ponta curta da curva (DI Jan-22) subiu 26 p.b. para 3,66% (-3 p.b. desde quinta-feira passada), enquanto a ponta longa (DI Jan-27) subiu 57 p.b. para 7,84%. Como resultado, a inclinação nesta parte da curva subiu para 418 p.b., vindo de 387 p.b. desde a quinta-feira anterior. Na ponta curta, a continuidade da alta de preços de *commodities*, em conjunto com a taxa de câmbio em nível depreciado, levaram os participantes de mercado a apreçarem uma maior probabilidade de uma ação mais *hawkish* por parte do BCB nas próximas reuniões do Copom. Na ponta longa, o mercado parece mais apreensivo quanto à possibilidade do avanço de uma nova rodada de auxílio emergencial sem a concomitante contrapartida em termos de medidas fiscais compensatórias. Além disso, o movimento global de abertura de taxas também contribuiu para elevar os juros no Brasil.

Continuamos a ver potencial de volatilidade à frente, em meio às incertezas remanescentes sobre os próximos passos da política fiscal no Brasil. Com a presença do maior risco fiscal, é provável que o movimento de *bear-steepening* siga ocorrendo, e esta tendência somente será interrompida se houver avanço importante na agenda de reformas.

Figura 3.A. – R\$/US\$ Cotações intradiárias

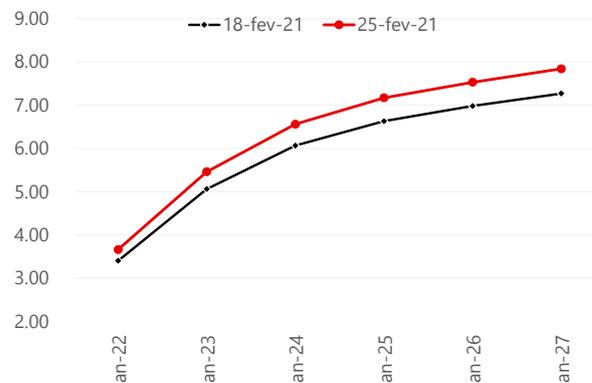


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 25/fev.

Nota 2: Para as demais moedas, usamos a cotação do dólar no Brasil como um “número índice”.

Figura 3.B. – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 25/fev.

<sup>3</sup> Santander Brazil - Macroeconomic Scenario: “The Persistence of (Fiscal) Risks” – (11/fev/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-ScenRev-fev21>



## COVID-19

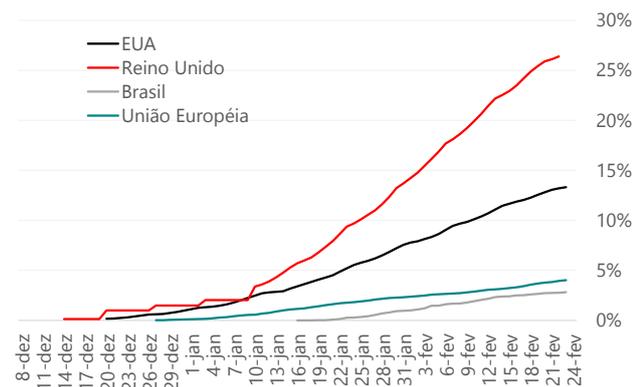
**O aumento de casos da variante do coronavírus do Reino Unido é um risco nos EUA, em meio a tendências de queda nas infecções, mortes e hospitalizações.** A forte tempestade de inverno provavelmente causou distorções nos dados, de modo que os próximos dias podem apresentar um panorama mais claro da pandemia. O ritmo de vacinação no país está atualmente em 1,5 milhão por dia (média móvel de 7 dias), com quase 13% da população tendo recebido pelo menos uma dose. Este número é de 26% no Reino Unido e apenas 4% na União Europeia. Mas os novos casos na maioria dos países da Europa Ocidental parecem estar estabilizando.

**Butantan inicia entrega de vacinas ao Ministério da Saúde.** O instituto deve entregar, de 23 de fevereiro a 5 de março, 5,6 milhões de doses da vacina Butantan/Sinovac. Outras 2 milhões de doses da vacina da Fiocruz/AstraZeneca importadas da Índia desembarcaram no Brasil esta semana. Juntos, elas levam o total de doses disponíveis para 19,4 milhões até 5 de março. Importante ressaltar que o Butantan antecipou o prazo de entrega das 100 milhões de doses do final de setembro para o final de agosto e está perto de fechar um acordo de 30 milhões com o Ministério da Saúde para o restante do ano. Por fim, a Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa) concedeu registro definitivo à Pfizer, e atualmente discute para o 2S21 um acordo de 100 milhões de doses.

**Governo do estado de São Paulo vai impor toque de recolher noturno em meio ao aumento da taxa de ocupação da UTI.** A partir de sexta-feira (26 de fevereiro), o governo vai restringir atividades noturnas das 23h às 5h em todo o estado até 14 de março. A taxa de ocupação de UTI no estado aumentou 3 p.p. em relação à semana passada, ficando em 69%. Outros estados da parte sul do Brasil também viram um aumento na ocupação de UTI, levando a novas restrições.

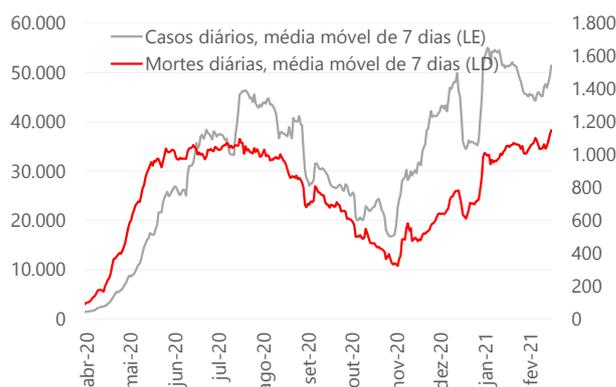
Até quinta-feira (25 de fevereiro), 7,7 milhões de doses<sup>4</sup> (das 11,8 milhões disponíveis) haviam sido aplicadas no país, com ritmo de vacinação de 241 mil por dia (média móvel de 7 dias). Dados da Universidade de John Hopkins para o Brasil relatam uma média de 49 mil novos casos diários (média móvel de 7 dias) na quarta-feira (24 de fevereiro de 2021), um aumento de 8,1% em relação à semana anterior, enquanto as mortes diárias (média móvel de 7 dias) ficaram em 1.124, alta de 8,7% na mesma comparação.

**Figura 4.A. – População que recebeu ao menos uma dose - %**



Fontes: Our World in Data, Santander.

**Figura 4.B. – COVID-19: Casos e mortes diárias (totais)**



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.

<sup>4</sup> Das 7,7 milhões de doses já aplicadas, aproximadamente 1,5 milhão são referentes a 2ª dose.



## POLÍTICA FISCAL E CENÁRIO POLÍTICO

Foi divulgado o relatório da PEC Emergencial - que estabelece as condições e regras para um regime fiscal emergencial. A legislação permitirá a volta do auxílio emergencial em 2021, trazendo ainda medidas para aliviar o impacto na dívida pública e favorecer a execução do teto de gastos ao longo dos anos. Além disso, houve a divulgação de projetos de lei que podem abrir caminho para a privatização de empresas estatais. Na parte de indicadores, o governo central registrou um elevado (mas sazonal) superávit primário em janeiro, com o déficit em 12 meses se situando em 10% do PIB.

O Senador Márcio Bittar apresentou formalmente o relatório da PEC Emergencial em 23 de fevereiro. A proposta não trouxe grandes surpresas (Figura 5.A), com a inclusão dos gatilhos fiscais (para conter despesas obrigatórias) em todos os níveis de governo, o que pode permitir ao governo federal cumprir o teto de gastos até 2024. O projeto ainda inclui “cláusula de calamidade” para suspender regras fiscais com medidas compensatórias para conter despesas obrigatórias. Além disso, há uma flexibilização nas regras fiscais em 2021, incluindo o teto de gastos, para reativar o auxílio emergencial no ano. A proposta não limita o valor do benefício e o seu escopo, o que consideramos um risco relevante. O governo enviará posteriormente medida provisória para definir os parâmetros do novo programa de renda. Na nossa visão, o item mais polêmico da proposta foi a remoção do piso mínimo constitucional para despesas com saúde e educação, o que pode gerar intenso debate no Congresso. Acreditamos que a votação no plenário do Senado pode ocorrer na próxima semana caso haja consenso sobre a proposta. [Veja maiores detalhes no link](#).

Adicionalmente, o governo submeteu ao Congresso uma medida provisória (MP 1031/2021) que dispõe sobre as condições para a privatização da Eletrobrás. A medida inclui a empresa e suas subsidiárias no Programa Nacional de Desestatização (PND). Segundo o presidente da Câmara (Arthur Lira), o projeto de lei estará em pauta para análise na próxima semana. O governo também apresentou ao Congresso um projeto de lei (PL 591/2021) para alterar o regulamento dos serviços postais, de forma a permitir uma futura privatização dos Correios. Ambas as medidas podem significar alguns passos à frente na agenda de privatizações, mas provavelmente irão enfrentar um intenso debate no Congresso antes da aprovação final, em nossa opinião.

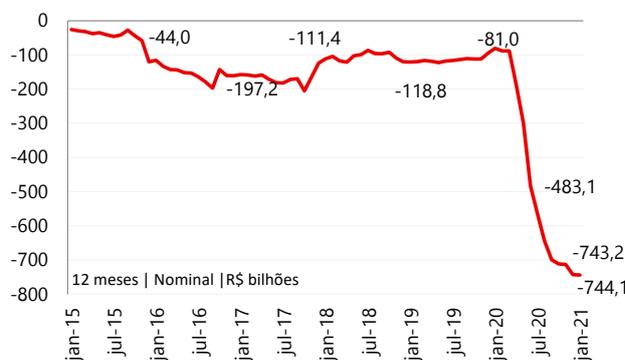
Por fim, o governo central registrou superávit primário de R\$43,2 bilhões em janeiro, mês que costuma ser favorável às contas públicas. Esse resultado é semelhante ao registrado em janeiro de 2020 e reflete a recuperação da atividade no 4T20 e a redução dos estímulos fiscais. Com esse resultado, o déficit acumulado em 12 meses atingiu R\$ 744,1 bilhões (pico histórico), ou 10,0% do PIB. A receita caiu -0,1% a/a no mês, enquanto as despesas caíram -0,4% a/a, em termos reais. Pelas nossas projeções, o déficit atingirá R\$ 255 bilhões em 2021 - o que significa um retorno gradual a uma (arriscada) consolidação fiscal, após o forte estímulo fiscal de 2020. Nosso número já inclui os gastos com as vacinas (R\$ 20 bilhões) e a retomada do auxílio emergencial (R\$ 30 bilhões).

**Figura 5.A. – PEC emergencial - resumo**

- Permite o Auxílio Emergencial em 2021 ('flexibiliza as regras fiscais').
- União: gatilhos fiscais quando Despesas obrigatórias / Desp. Totais for superior à 95% (devem ser acionados em 2023)
- Entes subnacionais: acionamento dos gatilhos baseado na relação despesa corrente / receita corrente
- 6 meses para criar um plano para reduzir as isenções fiscais,
- "Cláusula" de calamidade que poderia ser usada pelo Congresso, flexibilizando as regras fiscais,
- Revoga o piso para gastos com educação e saúde (~ R\$200 bilhões)
- Fim das transferências do FAT para o BNDES e da Lei Kandir;

Fontes: Congresso Nacional, Santander.

**Figura 5.B. – Saldo primário do governo central**



Fontes: Tesouro Nacional, Santander



## INFLAÇÃO

**Inflação ainda pressionada.** O IPCA-15 de fevereiro registrou variação de 0,48% m/m (4,57% a/a). O resultado veio basicamente em linha com nossa expectativa (0,49%) e com o consenso de mercado (0,50%).

O grupo de alimentação no domicílio foi a maior surpresa para cima, contribuindo com +6 p.b. de desvio para a projeção. Mais importante, os bens industriais também foram uma surpresa para cima, contribuindo com +3 p.b. de desvio. Finalmente, na direção contrária, os serviços tiveram uma surpresa para baixo significativa, de -10 p.b. – o grupo educação foi o destaque, com o subgrupo cursos regulares contribuindo com -5 p.b.

**As medidas subjacentes tiveram um leve arrefecimento**, com a média dos núcleos movendo de 5,4% para 5,1% em termos tendenciais (mm3m s.a.). Enquanto a tendência de bens industriais continuou a acelerar e foi para 8,4% mm3m s.a., serviços arrefeceram e passaram de 3,4% mm3m s.a. para 2,6% -- com o efeito pontual de educação explicando boa parte do movimento. A difusão também arrefeceu, indo para 61,8% para 61,3% em termos sazonalmente ajustados.

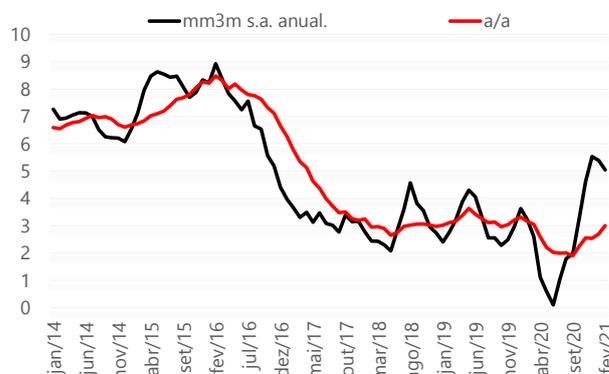
**No geral, a foto desta leitura do IPCA-15 é melhor do que das últimas, mas não mudamos nossa visão de que o cenário ainda é de pressão altista para a inflação no curto prazo.** Nossas projeções estão em 0,62% m/m para janeiro (antes 0,65%), 0,49% m/m em fevereiro (antes 0,46%) e 0,39% m/m para abril (antes 0,40%). Nosso *tracking* de alta frequência para o IPCA 2021 segue em 4,1%. No balanço de riscos, continuamos a ver mais risco de surpresas para cima. Finalmente, nossa projeção para o IPCA 2022 continua em 3,2% a/a, mas também há risco para cima por conta da inércia maior de 2021. [Veja maiores detalhes no link<sup>6</sup>.](#)

Figura 6.A. – Detalhes do IPCA (%)

	m/m			a/a	
	fev/21	Santander	Desv.	jan/21	fev/21
<b>IPCA -15</b>	<b>0,48</b>	<b>0,49</b>	<b>-0,01</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>
Administrados	0,28	0,26	0,00	2,3	2,3
Livres	0,55	0,56	-0,01	5,0	5,4
Alimentação no domicílio	0,56	0,15	0,06	18,0	19,1
Industriais	0,60	0,48	0,03	3,2	4,1
Serviços	0,51	0,78	-0,10	1,5	1,3
Núcleo EX3	0,34	0,42	-0,07	2,5	3,0

Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

Figura 6.B. – Média dos núcleos (%)



Fontes: IBGE, Banco Central, Santander

<sup>6</sup> Santander Brazil Inflation - "IPCA-15 February: Underlying Measures Still Suggest a Pressured Inflation Scenario" – (24/fev/2021) – Disponível no "link" (em inglês) : <http://bit.ly/Sant-ipca15-250221>



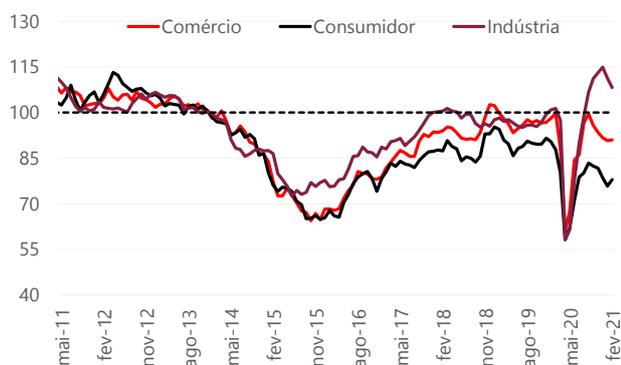
## ATIVIDADE ECONÔMICA

**Tendência negativa registrada nos dados de confiança.** Os primeiros dados de confiança da FGV para fevereiro mostraram uma tendência adversa entre os setores. A prévia da sondagem industrial mostrou uma queda de 2,8% m/m-sa, refletindo uma redução do otimismo no setor. Embora o índice esteja quase 7,0% acima do pré-crise (fev/20), a tendência já é negativa. Os indicadores de confiança para o consumidor e para o comércio registraram altas na margem (2,9% e 0,2%, respectivamente), embora sobre bases bem deprimidas. Estes foram os primeiros resultados positivos desde set/20, mas a tendência dos indicadores ainda é contracionista.

Nosso indicador proprietário (IGet) mostrou uma possível alta nos dados de atividade para fevereiro, embora com uma contração acumulada em termos tendenciais (últimos três meses). Nosso *tracking* para o varejo ampliado e para os serviços prestados às famílias está em 3,8% e 2,5%, respectivamente. [Veja maiores detalhes nos links<sup>7 8</sup>.](#)

**Crescimento sólido com recuperação parcial.** Após o forte rebote observado no trimestre anterior, as divulgações dos indicadores de atividades sugerem um sólido crescimento no 4T20. Em nossa opinião, tais números são consistentes com nossa projeção de 2,8% t/t-sa e com uma contração de 4,2% em 2020. Pelo lado da oferta, esperamos um sólido crescimento dos serviços (2,6%), na sequência do avanço do processo de reabertura, e com relação à indústria, esperamos uma alta (1,4%) que consolide a recuperação observada no 2S20, refletindo uma sustentação na demanda por bens e de uma recomposição de estoques. Pelo lado da demanda, destacamos os investimentos, com alta de 18,6%, impulsionada pelo aumento no consumo aparente de bens de capital e pelo bom desempenho do setor de construção civil. Também esperamos que o consumo das famílias contribua positivamente (3,2%), refletindo efeitos do auxílio emergencial e aumento da mobilidade. Se confirmado o resultado, o PIB consolidará um sólido crescimento no 2S20, embora insuficiente para compensar integralmente as perdas com a pandemia, com a economia ainda operando 1,6% abaixo do período pré-crise (4T19). Em termos de perspectivas, o resultado deixará um carregamento estatístico de 3,2% para 2021, que deve ser parcialmente mitigado pela deterioração da atividade econômica esperada para o 1T21 (nossa projeção é -0,4%), considerando a materialização do *fiscal cliff* (i.e. fim dos auxílios) e o retrocesso no processo de reabertura econômica por conta do recrudescimento da pandemia. [Veja maiores detalhes no link<sup>9</sup>.](#) Para a próxima semana, o IBGE também divulgará a produção industrial para janeiro, e esperamos uma alta mensal de 0,2% (1,5% a/a), considerando uma recomposição de estoques que sustenta a produção em meio a um ambiente com menor demanda por bens.

Figura 7.A. – Decomposição da confiança (s.a.)



Fontes: FGV, Santander.

Figura 7.B. – Decomposição da projeção do PIB

	4T20E		2020E
	Pesos	% a/a	% t/t
<b>PIB</b>	<b>100%</b>	<b>-1,6</b>	<b>2,8</b>
<b>Oferta</b>			<b>-4,2</b>
Impostos	14%	-1,8	3,3
Agricultura	6%	0,1	-0,2
Indústria	19%	0,8	1,4
Serviços	62%	-2,4	2,6
<b>Demanda</b>			
Consumo	62%	-3,2	3,2
Governo	20%	-3,8	1,3
FBKF	16%	12,2	18,6
Exportações	18%	-7,2	-3,0
Importações	-14%	0,2	25,5

Fontes: IBGE, Santander.

<sup>7</sup> Santander Brazil Economic Activity - “IGET Fevereiro (Prévia): Varejo devolve parte das perdas” – (19/fev/2021) – Disponível no “link” : <http://bit.ly/Sant-iget-previa-fev21>

<sup>8</sup> Santander Brazil Economic Activity - “IGET Fevereiro (Prévia): Serviços mostram alta na margem” – (19/fev/2021) – Disponível no “link” : <http://bit.ly/Sant-iget-serv-fev21>

<sup>9</sup> Santander Brazil Economic Activity - “Solid growth but with a partial recovery” – (25/fev/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-econact-250221>



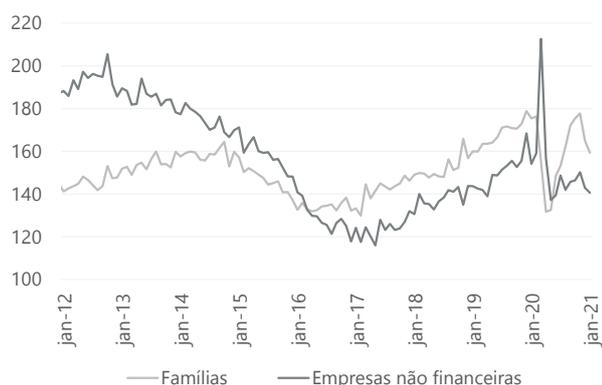
## CRÉDITO

O saldo total de empréstimos do Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresentou crescimento real de 10,8% a/a em janeiro (R\$ 4,0 trilhões). A composição mostra uma expansão de 6,0% a/a para as famílias e 17,7% a/a para as empresas não financeiras. Para as famílias, os novos empréstimos livres tiveram uma redução de 3,4% m/m-sa em janeiro, o que, **em nossa opinião, é provavelmente o resultado de uma demanda mais fraca, refletindo o fim dos expressivos estímulos fiscais**. As compras com cartão de crédito caíram 1,8% m/m-sa, enquanto o financiamento de veículos caiu 6,8% m/m-sa. No segmento direcionado, o financiamento imobiliário segue elevado (39,4% a/a), visto que as condições financeiras seguem favoráveis.

Para as empresas, houve queda de 1,6% m/m-sa no segmento livre, com crédito para capital de giro desacelerando. No segmento direcionado, o mês de janeiro apresentou queda de 19,3% m/m-sa, uma vez que **novos desembolsos de programas de crédito emergencial terminaram em dezembro**. Em nossa opinião, uma desaceleração no crédito relacionado à pandemia era esperada conforme a atividade econômica se recuperasse.

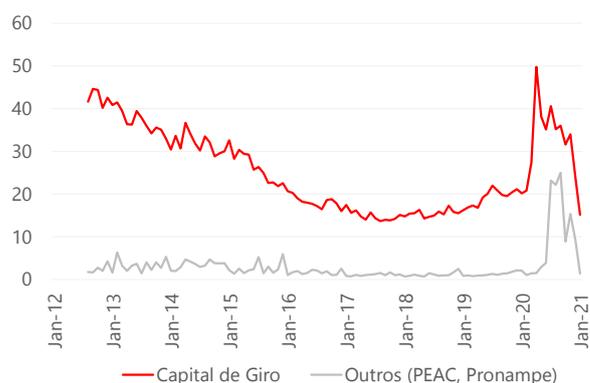
Ainda com relação ao crédito livre, a taxa de inadimplência ajustada sazonalmente (percentual dos créditos vencidos há 90 dias ou mais) caiu 0,1 p.p. no mês para as famílias, situando-se em 4,1%, o menor valor observado na série histórica iniciada em março de 2011. Para as empresas não financeiras, houve aumento de 0,2 p.p. para 1,6%. Ainda acreditamos que a inadimplência aumentará nos próximos meses devido ao fim das postergações de pagamentos e do auxílio emergencial. **Veja maiores detalhes no link.<sup>10</sup>**

**Figura 8.A. – Novos empréstimos livres (em termos reais e dessazonalizado, R\$ bilhões)**



Fontes: Banco Central, Santander.

**Figura 8.B. – Novos empréstimos, segmento PJ (em termos reais e dessazonalizado, R\$ bilhões)**



Fontes: Banco Central, Santander.

<sup>10</sup> Santander Brazil Credit – “A Sequential Drop in January”– (25/fev/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-credit-250221>



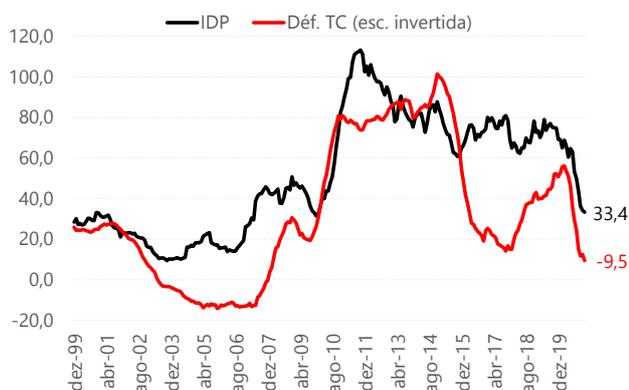
## BALANÇO DE PAGAMENTOS

As transações correntes apresentaram déficit de US\$7,3 bilhões em janeiro, valor ligeiramente superior à nossa estimativa de déficit de US\$6,9 bilhões para o período, devido a pagamentos de juros maiores do que o indicado pelo cronograma do BCB. A média móvel de três meses com ajuste sazonal indicou deterioração na margem, mas é importante ter em mente que estas medidas têm sido distorcidas por importações de plataformas de extração de petróleo ultimamente. Aliás, a balança comercial de fevereiro a ser publicada na próxima segunda-feira (01 de março) também será influenciada por este tipo de transação. Projetamos que a balança comercial registre superávit de US\$0,7 bilhão neste mês. É bem verdade que a recente natureza das importações de petróleo difere da que observamos em 2020 (detalhes no link<sup>11</sup>), mas continuam a ser operações *ad hoc* que não nos parecem estar relacionadas com a dinâmica subjacente da demanda doméstica. Desta forma, continuaremos excluindo-as quando avaliarmos o comércio externo brasileiro.

Com relação à conta financeira, o volume de investimento direto no país (IDP) também frustrou nossa expectativa, já que foi praticamente a metade do que estimávamos para o mês passado (US\$1,8 bilhão versus US\$3,5 bilhões), o que manteve a trajetória do montante acumulado em 12 meses também em trajetória cadente, embora menos intensa do que a apresentada pelo déficit em transações correntes. Ademais, de acordo com os dados preliminares fornecidos pelo BCB, deveremos observar uma reversão nesta tendência em fevereiro – movimento também indicado pela MM3M-s.a. dos dados de IDP. Ou seja, continuamos enxergando condições confortáveis para cumprimento das necessidades de financiamento externo brasileiro neste ano.

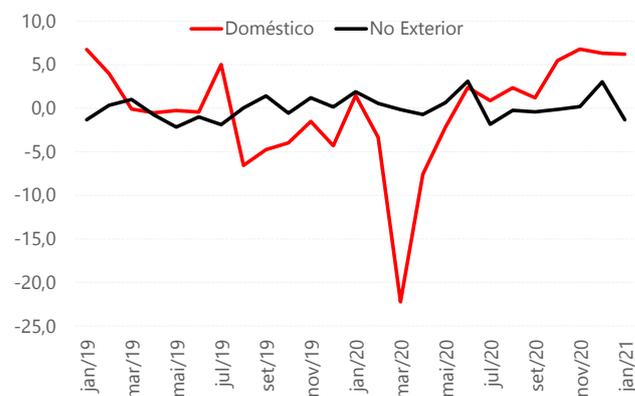
Além disso, os investidores estrangeiros continuaram adquirindo ativos financeiros brasileiros no mercado doméstico pelo oitavo mês consecutivo, o que indica que parte da ampla liquidez internacional esteja favorecendo o país. Uma vez mais, avaliamos que os dados se somam ao conjunto de evidências de que a desvalorização do real não está relacionada aos fundamentos do balanço de pagamentos brasileiro, que segue em posição bastante sólida. **Veja maiores detalhes no link.**<sup>12</sup>

**Figure 9.A. – Saldo em transações correntes vs. investimento direto no país (US\$ bilhões, últ. 12M)**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

**Figure 9.B. – Fluxo mensal de investimento estrangeiro em Carteira (US\$ bilhões)**



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

<sup>11</sup> Santander Brazil – External Sector – “Trade Balance December 2020” – (04/jan/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-tradebal-dec-20>

<sup>12</sup> Santander Brazil – External Sector – “The Game Goes On” – (24/fev/2021) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-BoP-250221>



## 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 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.



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.. ©2021 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.

