

VOLTA DAS TENSÕES COM PANDEMIA E FISCAL

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

- Mesmo diante de boas condições de mercado no exterior - na esteira de maiores expectativas de estímulos fiscais nos EUA e avanços nos programas de imunização (contra COVID-19) ao redor do mundo - incertezas quanto à evolução da pandemia no Brasil e temores de um consequente “contágio” na condução da política fiscal (i.e., riscos de extensão de estímulos extraordinários) pesou sobre certas classes de ativos brasileiros esta semana. Em particular, isso foi verdade para a taxa cambial (com o real mostrando um dos piores desempenhos entre os pares) e a ponta longa da curva de juros. Esta última também sofreu influência da alta nos juros de longo prazo nos EUA.
- Autoridades de saúde anunciaram que a campanha de vacinação contra a COVID-19 no Brasil começará em janeiro (mas ainda sem data específica). Com um elevado número de contaminações e mortes recentes, o risco é que os números sigam em ascensão durante o período de férias.
- No âmbito fiscal, apesar das perspectivas ainda desafiadoras à frente, os últimos eventos foram marginalmente “positivos”, com a sanção da Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2021 (garantindo a execução de gastos federais até a aprovação final do orçamento, provavelmente em março) e uma menor execução de despesas relacionadas à COVID-19 ao final de 2020. Este último fator implica “melhores” números fiscais para o ano, além de menor pressão sobre as condições de financiamento da dívida pública no 1S21.
- Avaliamos que o pequeno déficit comercial registrado em dezembro, resultante de operações contábeis pontuais (de plataformas petrolíferas), não alteram a dinâmica favorável recente da balança comercial. Seguimos enxergando as condições atuais do balanço de pagamentos como elemento limitador do (ainda elevado) “prêmio” na taxa cambial.
- As sondagens de confiança empresarial de dezembro reforçaram os sinais mistos emitidos pelos setores nos últimos meses, como reflexo de uma recuperação desigual. A confiança da indústria seguiu em expansão no mês, atingindo os maiores níveis desde 2010, enquanto que a confiança agregada do empresariado mostrou nova queda, revertendo a tendência de alta observada desde julho. Dados do setor terciário para o mês de novembro serão divulgados nos próximos dias, influenciando as estimativas de PIB para o 4T20.
- Na próxima semana, o IPCA de dezembro (com divulgação marcada para terça-feira) deve mostrar um pico da inflação em bases mensais. Esperamos variação de +1,18% m/m, com a inflação anual fechando em +4,34%, um pouco acima do centro da meta do BC para 2020 (4,00%). O forte choque em alimentos (que já dá sinais de arrefecimento) responde por mais de 60% da inflação do ano passado.
- ***Esse relatório utiliza um conjunto de informações até quinta-feira, 07 de janeiro de 2021.***


Figura 1.A. Agenda Macro – Indicadores Internacionais da Semana 10-15/jan

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China – Inflação (CPI, a/a)	NBS	dez-20	Dom, 10-jan	0,0	-0,5
Z. Euro – Produção Industrial (m/m)	Eurostat	nov-20	Qua, 13-jan	--	2,1
EUA – Inflação cheia (CPI, a/a)	BLS	dez-20	Qua, 13-jan	1,3	1,2
EUA – Inflação do núcleo (a/a)	BLS	dez-20	Qua, 13-jan	1,6	1,6
Z. Euro – Comércio Exterior	Eurostat	nov-20	Sex, 15-jan		
EUA – Empire Manufacturing	NY Fed	jan-21	Sex, 15-jan	3,8	4,9
EUA – Vendas no Varejo (grupo de controle, m/m)	USCB	dez-20	Sex, 15-jan	--	-0,5
EUA – Produção Industrial (m/m)	Fed	dez-20	Sex, 15-jan	0,3	0,4
China – Crédito	PBoC	dez-20	08 a 15-jan		
China – Comércio Exterior	China Customs	dez-20	13 a 14-jan		

Fonte: Santander Brasil.

Figura 1.B. Agenda Macro – Indicadores Domésticos da Semana 10-15/jan

Indicadores	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Endividamento das famílias (%)	BC	out-20	Seg, 11-jan	49,5	49,0
IPCA (% m/m)	IBGE	dez-20	Ter, 12-jan	1,18	0,89
IPCA (% a/a)	IBGE	dez-20	Ter, 12-jan	4,34	4,31
Volume de Serviços (% m/m)	IBGE	nov-20	Qua, 13-jan	1,0	1,7
Volume de Serviços (% a/a)	IBGE	nov-20	Qua, 13-jan	-6,5	-7,4
Varejo Restrito (% m/m)	IBGE	nov-20	Sex, 15-jan	-0,7	0,9
Varejo Restrito (% a/a)	IBGE	nov-20	Sex, 15-jan	3,0	8,3
Varejo Ampliado (% m/m)	IBGE	nov-20	Sex, 15-jan	0,7	2,1
Varejo Ampliado (% a/a)	IBGE	nov-20	Sex, 15-jan	3,5	6,0
Empregos Formais (milhares)	CAGED	dez-20	15 à 25-jan	-	414,6

Fonte: 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

O cenário político norte-americano foi o foco de atenção dos mercados ao longo da semana. As vitórias dos dois candidatos democratas na eleição para o senado na Georgia garantiram ao partido uma tênue maioria da casa (contando com eventual “voto de minerva” da vice-presidente Kamala Harris). Este resultado eleva o grau de governabilidade do presidente eleito, o democrata Joe Biden, pelo menos durante os dois primeiros anos de seu mandato – i.e. até a eleição legislativa americana em 2022. Com maioria tanto no Senado como na Câmara dos Deputados, Biden terá maior facilidade em aprovar um maior montante de estímulos fiscais, o que deve ajudar a impulsionar o crescimento cíclico norte-americano em 2021.

O protesto realizado na quarta-feira por apoiadores do presidente Donald Trump durante a cerimônia de confirmação da vitória de Biden no congresso, que levou a uma invasão do capitólio e suspensão da seção, também chamou a atenção dos mercados. Porém, o efeito sobre preços de ativos foi limitado. Após a volta da sessão, a vitória de Biden foi validada pelo Congresso, e Trump prometeu uma transição pacífica.

Do lado da pandemia, os números de contaminação na Europa e nos EUA seguem piorando, e o ritmo de vacinação permanece lento. Consequentemente, países europeus anunciaram mais medidas restritivas, e os governos de forma geral se esforçam para acelerar o ritmo do processo de imunização.

Na agenda econômica, o destaque foi o robusto resultado do ISM industrial de dezembro nos EUA, indicando que a atividade manufatureira segue pouco afetada pela pandemia, ao contrário do que ocorre com o setor de serviços e com o mercado de trabalho. Neste sentido, o ADP *payroll* de dezembro mostrou contração do emprego no mês de dezembro, antecipando um fraco resultado para o índice oficial (*nonfarm payrolls*). Na China, foi divulgado o Caixin PMI de dezembro, que recuou para um nível abaixo do esperado pelo mercado, ainda que siga em nível elevado, tanto do lado da atividade manufatureira como no setor de serviços.

Nos mercados financeiros internacionais, as principais bolsas de valores observaram ganhos ao longo da semana. O dólar ficou relativamente estável frente às moedas de países avançados, e a parte mais longa da curva de juros norte-americana mostrou forte pressão altista, com expectativas de uma volta da inflação em decorrência de possíveis estímulos fiscais mais elevados.

Seguimos monitorando com atenção os casos de COVID-19 nas economias desenvolvidas, o gerenciamento de medidas de restrição à mobilidade, além da evolução do ritmo de vacinação nestes países. Estes seguirão como fatores determinantes para a continuidade (ou velocidade) da recuperação da demanda externa e das condições financeiras para os países emergentes

**Destaque da semana:
Geórgia elege democratas para o Senado,
garantindo maioria para o partido na casa**



MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

Incertezas domésticas relacionadas aos desdobramentos da pandemia e sua (eventual) influência na condução da política fiscal influenciaram fortemente o desempenho do real nesta semana. A tendência recente da taxa cambial contrasta com o arrefecimento (natural) do tema do *over hedge*, que influenciou as condições no mercado cambial nos últimos meses. O movimento também veio na contramão de um noticiário relativamente favorável no exterior e de dados construtivos referentes ao balanço de pagamentos no Brasil.

A taxa de câmbio fechou a quinta-feira (data de corte para este relatório) em R\$5,40/US\$, o que implica uma queda semanal de c. 4% frente ao dólar. A moeda nacional observou um dos piores desempenhos dentre os pares nestes últimos dias, e nem mesmo a colocação de US\$500 milhões em swaps cambiais feita pelo Banco Central (BC) na quarta-feira parece ter sido suficiente para tranquilizar os agentes econômicos quanto à possibilidade de novas rodadas de incentivos fiscais, caso o quadro pandêmico se agrave no Brasil.

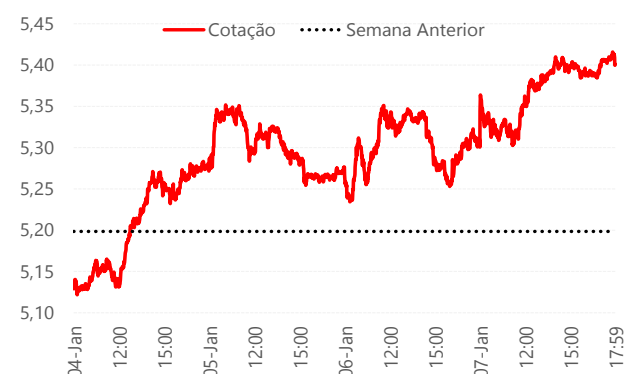
O ambiente político segue focado na corrida eleitoral para as presidências do Senado e da Câmara dos Deputados, gerando questionamentos por parte dos investidores quanto aos cenários para a execução das (estritamente necessárias) reformas macroeconômicas adiante. Além disso, é possível que as contaminações por COVID-19 sigam pressionadas pelo período de férias, gerando dúvidas sobre a chance de uma (até aqui inesperada) extensão de estímulos. Avaliamos que estas incertezas deverão perdurar nas próximas semanas, o que poderá manter a taxa cambial com maior volatilidade e em níveis mais depreciados no curto prazo. **Mais detalhes nos links²³.**

MERCADOS LOCAIS — JUROS

A curva de juros nominal fez um movimento de *bear steepening* nos últimos dias. No fechamento do mercado de quinta-feira (data de corte deste relatório, a ponta curta (DI Jan-22) ficou em 3,03% (+17 p.b. desde a última quarta-feira), enquanto a ponta longa (DI Jan-27) fechou em 6,96% (+55 p.b. em relação a quarta-feira passada). Sendo assim, a inclinação nesta parte da curva subiu para 393 p.b., vindo de 355 p.b. na semana passada. Na ponta curta, a depreciação do câmbio, em conjunto com preços de *commodities* em forte ascensão, influenciou a alta de taxas. Na ponta longa, a alta da taxa de juros de 10 anos nos EUA para acima de 1,00% - refletindo chances de inflação mais elevada em função de um maior pacote fiscal americano - além de preocupações fiscais no plano local, foram fatores preponderantes, em nossa opinião.

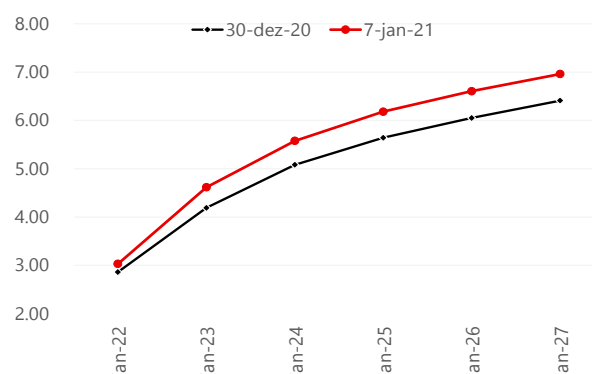
Continuamos a ver potencial de volatilidade à frente, em meio às incertezas remanescentes sobre os próximos passos da política fiscal no Brasil, especialmente com a pandemia colocando em risco o ritmo de reabertura da economia em diversas regiões. Mesmo que uma solução fiscal não seja esperada até o final do 1T21, ainda vemos algum prêmio na ponta curta da curva, uma vez que consideramos chances virtualmente nulas de uma alta de juros pelo BC no 1T21, bem como uma probabilidade baixa de uma mudança na Selic no 1S21.

Figura 2.A. – Taxa Cambial (R\$/US\$) Intra-diária



Fonte: Bloomberg.

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



Fonte: Bloomberg.

² Santander Brazil – External Sector – “Trade Balance December 2020” – (4/jan/2020) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-tradebal-dec-20>

³ Santander Brazil – External Sector – “Light at the End of the Tunnel” – (6/jan/2020) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-ext-sec-light-at>



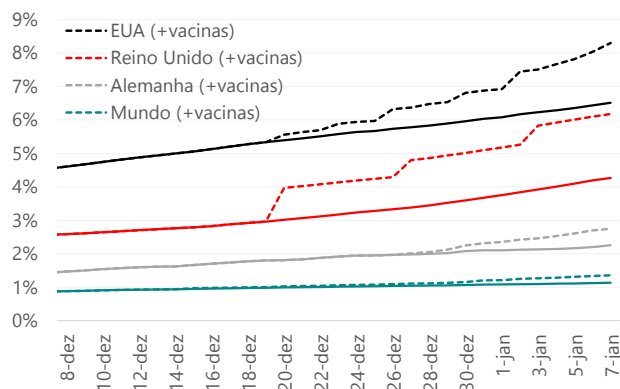
COVID-19

Apesar do início do processo de vacinação em alguns países, o quadro se mostra preocupante na medida em que o recesso de fim de ano parece estar contribuindo para um aumento do ritmo de transmissão da COVID-19 em várias regiões. Dado o intervalo de tempo entre as infecções, os testes e os registros de dados, novos picos de casos podem ser vistos nos próximos dias. O ritmo de vacinação nos EUA é atualmente de 358 mil por dia, abaixo da meta do governo de 1 milhão. O ritmo também tem sido lento na Europa, onde novos *lockdowns* nacionais foram anunciados no Reino Unido e na Alemanha. Essas restrições à mobilidade urbana devem perdurar até meados de fevereiro e final de janeiro, respectivamente.

No Brasil, autoridades de saúde anunciaram que a campanha de vacinação contra a COVID-19 começará em janeiro (embora ainda sem data específica). De acordo com declarações recentes, o governo federal garantiu 354 milhões de doses para 2021 (100 milhões da Sinovac Biotech e 254 milhões da AstraZeneca/Oxford). O Instituto Butantan, parceiro local da Sinovac, apresentou na quinta-feira (07 de janeiro de 2021) o pedido de autorização de uso emergencial à Anvisa, que tem 10 dias para decidir. Há ainda negociações em curso com outras empresas (Sputnik, Janssen, Pfizer, Moderna e Bharat). O Ministério da Saúde ainda afirma que 60 milhões de seringas e agulhas estão disponíveis nos estoques de estados e municípios. No curto prazo, as primeiras duas milhões de doses da AstraZeneca devem chegar da Índia.

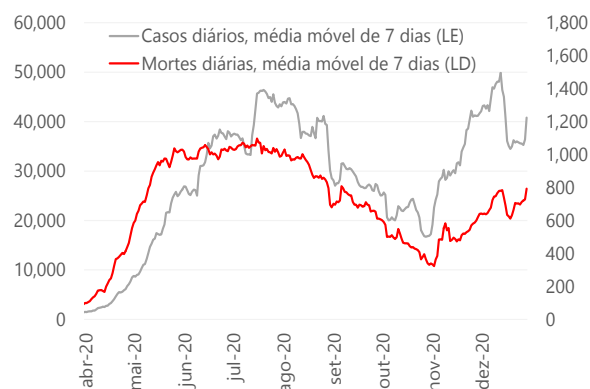
Enquanto isso, o risco de novos *lockdowns* pelo país aumenta com uma segunda onda de contaminação ganhando força. Dados da Universidade de John Hopkins registram no Brasil 36 mil novos casos (média móvel de sete dias) na quarta-feira (6 de janeiro), um aumento de 0,4% em relação à semana anterior, enquanto as mortes diárias (média móvel de sete dias) foram de 728, um aumento de 9,5% na mesma comparação. O risco é que esses números possam continuar subindo em meio à temporada de férias.

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



Fonte: Universidade John Hopkins e *Our World in Data*.

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



Fonte: Ministério da Saúde.



POLÍTICA FISCAL

Em 31 de dezembro de 2020, o governo federal sancionou a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2021, que permite a execução de um duodécimo da dotação orçamentária prevista para o ano, até que o Congresso aprove o orçamento definitivo (provavelmente em março). A sanção veio com vetos para reduzir a rigidez orçamentária, considerando o fato que as despesas discricionárias projetadas na LDO (R\$ 100 bilhões) já estão próximas do valor mínimo para a manutenção de um pleno funcionamento da máquina pública, segundo nossas estimativas.

Além disso, o governo assinou medida provisória elevando o salário mínimo nacional em 5,3% para R\$ 1.100 em 2021, em linha com o nosso cenário e acima da estimativa da LDO (R\$ 1.088). Esse aumento comprime um pouco mais margem para cumprimento do teto de gastos este ano, para o qual estimamos uma insuficiência em torno de R\$ 11 bilhões. [Maiores detalhes no link⁴](#).

A nosso ver, a necessidade de acomodar o maior salário mínimo nas estimativas orçamentárias para 2021 e os vetos quanto à rigidez orçamentária são fatores que gerarão intenso debate no Congresso no 1T21.

Por outro lado, a execução final do “orçamento de guerra” encerrou 2020 com valores abaixo do esperado. O total de desembolsos foi de R\$ 524 bilhões, abaixo do valor previsto de R\$ 605 bilhões. Parte dos gastos ainda será executada em 2021, como os R\$ 20 bilhões para a compra das vacinas, que já estão incluídos na LDO deste ano. Com essa abordagem mais conservadora no lado do gasto ao final de 2020, o déficit primário e a dívida bruta devem terminar 2020 em patamares levemente melhores que o esperado, ligeiramente abaixo de 10% e 90% do PIB (nossas projeções se situavam em torno de 10,4% e 91,7%, respectivamente).

Ainda assim, as perspectivas seguem desafiadoras e exigem uma severa disciplina fiscal adiante. Uma hipótese crucial de nosso cenário é que os estímulos fiscais extraordinários serão (quase inteiramente) restritos a 2020, de modo que em 2021 os gastos públicos serão novamente limitados pela regra constitucional do teto de gastos.

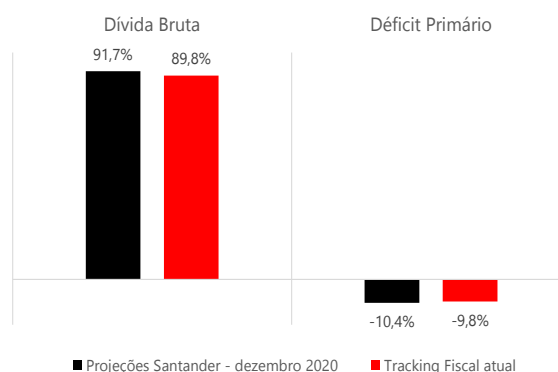
Figura 4.A. – Orçamento de Guerra – R\$ bilhões

Acumulado	dez-20	Previsto	Executado
BEm - Emprego Formal (MP 935)	33,5	51,5	65,0%
Ampliação do Bolsa Família (MP 929)	0,37	0,37	100,0%
Auxílio Emergencial (MP 937)	293,1	322,0	91,0%
Auxílio aos Estados e Municípios (MP 939)	78,3	79,2	98,8%
Financiamento para Pgto da Folha (MP 943)	6,8	6,8	100,0%
Desenvolvimento Energético (MP 950)	0,9	0,9	100,0%
Despesas Min. da Saúde e outros	44,9	50,8	82,4%
Cotas dos Fundos Garantidores (MP 977)	58,1	58,1	100,0%
Infraestrutura Turística (MP 963)	3,1	5,0	61,6%
Acesso a Crédito - Maquininhas	5,0	10,0	50,0%
Aquisição de Vacinas	0,0	20,0	0,1%
Total	524,1	604,7	86,2%

Atualizado até 05/01/2021

Fonte: Tesouro Nacional e Santander.

Figura 4.B. – Projeções Fiscais para 2020 - (% PIB)



Fonte: Santander.

⁴ Santander Brazil Fiscal Policy – “Spending Cap Rule: Squeezing the 2021 Margin, Relieving 2022” – (03/dez/20) - Disponível no “link” (em inglês): http://bit.ly/Sant_Spdcap_Dec20



SETOR EXTERNO

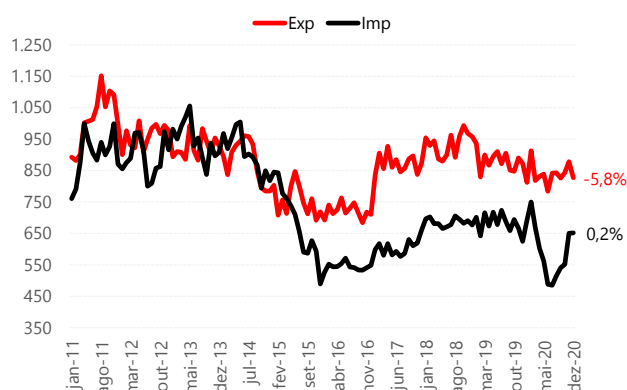
O saldo comercial brasileiro foi deficitário em US\$42 milhões em dezembro, abaixo da nossa estimativa (superávit de US\$200 milhões), na esteira de exportações que somaram US\$18,4 bilhões e importações da ordem de US\$18,4 bilhões (nossas simulações indicavam US\$18,4 bilhões e US\$18,2 bilhões, respectivamente). O saldo comercial somou US\$51,0 bilhões em 2020, abaixo da nossa estimativa de US\$57,2 bilhões para o ano passado, mas tendo superado os US\$48,0 bilhões registrados em 2019.

O déficit de dezembro pôs fim a uma sequência de 10 meses consecutivos de superávits e foi originado pelo mesmo motivo que causou o último saldo negativo visto há um ano: operações relacionadas a plataformas de petróleo. Descontando-se este fator, que influenciou mais as importações do que as exportações no mês, o superávit comercial teria sido de US\$4,7 bilhões no mês passado, o que seria o septuagésimo registro positivo consecutivo. Além disso, excluindo estas operações (meramente contábeis) de comércio exterior com plataformas de petróleo, o superávit da balança comercial de 2020 teria sido de US\$61,2 bilhões.

A dinâmica favorável do saldo comercial é reforçada pelo desempenho da média móvel trimestral anualizada do saldo com ajuste sazonal, que indica superávit de US\$58,4 bilhões nesta última leitura. Embora abaixo dos US\$65,2 bilhões que projetamos para 2021, avaliamos que a manutenção dos preços favoráveis de commodities, a expansão adicional do fluxo internacional de comércio e o ritmo mais intenso de crescimento econômico advindo do avanço no processo de imunização contra a COVID-19 – sem esquecer dos efeitos defasados da desvalorização real da moeda brasileira – deverão permitir que o desempenho das exportações superem o das importações uma vez mais neste ano.

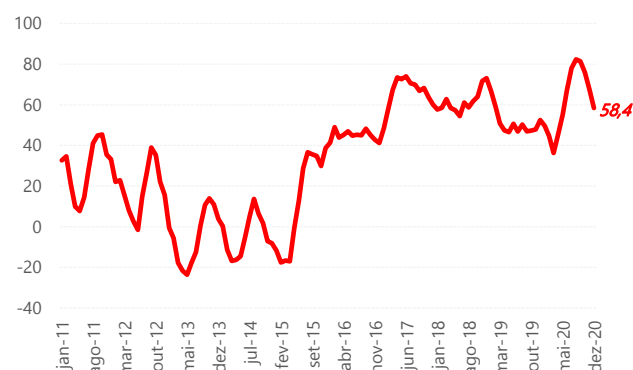
Em suma, os dados das contas externas brasileiras seguem contrastando com o desempenho da moeda nacional e, se nossa avaliação se provar correta (em cenário de respeito ao teto constitucional de gastos), deverão contribuir para o fortalecimento do real nos próximos meses. [Mais detalhes no link⁵](#).

Figura 5.A. – Balança Comercial Ex-Plataformas (US\$ milhões/dia útil, s.a.)



Fonte: SECEX, Santander.

Figura 5.B. – Balança Comercial Ex-Plataformas (US\$ bilhões, MM3M s.a. anualizada)



Fonte: SECEX, Santander.

⁵ Santander Brasil – Data Analysis - External Sector – “Trade Balance December 2020” – (4/jan/2020) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-tradebal-dec-20>



ATIVIDADE ECONÔMICA

Os dados das sondagens de confiança econômica de dezembro reforçam os sinais mistos observados nos últimos meses, possivelmente como reflexo de uma retomada desigual em termos setoriais.

A confiança da indústria aponta para uma melhora continuada (1,8%), com o indicador atingindo os maiores níveis desde 2010. A capacidade instalada está próxima da média histórica, sugerindo que eventuais restrições de ofertas tendem a ser temporárias. A sondagem indica uma percepção de que os estoques seguem abaixo dos níveis desejados, o que vemos como fator favorável para a produção adiante. Seguimos com a crença de que não haverá descasamentos entre oferta e demanda no médio prazo, na medida em que esperamos um deslocamento da demanda do mercado de bens em direção aos serviços, na sequência da reabertura da economia (a depender de uma consistente solução sanitária para a pandemia).

No agregado, a confiança do empresariado registrou novo declínio (-0,4%), revertendo a tendência de alta observada desde julho, com o indicador retornando para níveis abaixo do pré-crise. Tais números refletem a incerteza quanto à trajetória de recuperação da economia brasileira nos próximos meses, em cenário de ameaça de uma segunda onda de contágio da COVID-19. Os números de diversos setores refletem um arrefecimento na atividade e uma redução do otimismo, com a confiança do comércio (-1,9%) e do consumidor (-3,9%) encerrando o 4T20 de forma mais “anêmica”. Possivelmente, os números do setor terciário estão sendo influenciados pelo aumento do contágio do coronavírus, com episódios de retrocessos temporários no processo de reabertura em algumas regiões.

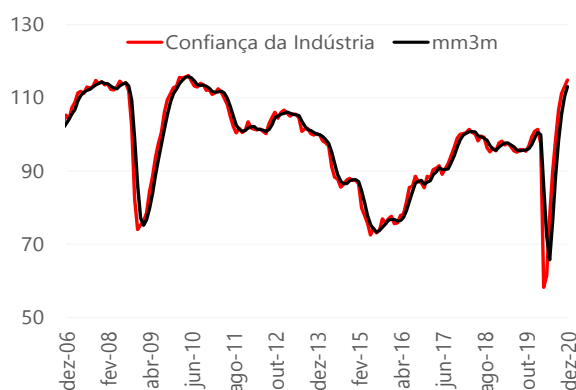
Na próxima semana, estão agendadas divulgações de importantes indicadores de atividade para novembro, que serão essenciais para o monitoramento do desempenho econômico (e o PIB) no 4T20. Na próxima quarta-feira (13-jan), os dados do setor de serviços estarão disponíveis, e esperamos um crescimento mensal de 1,0%. Na próxima sexta-feira (15-jan), as vendas no varejo serão publicadas e esperamos uma queda mensal de -0,7% e um ganho mensal de 0,7% para os indicadores restrito e ampliado, respectivamente.

Figura 6.A. – Confiança Empresarial por Setores

dez-20	Nível (sa)	m/m %	fev-20 Var %
Empresariado	95.2	-0.4	-0.8
Indústria	114.9	1.6	13.3
Consumidor	78.5	-3.9	-10.6
Comércio	91.7	-1.9	-8.1
Construção	93.9	0.1	1.2
Serviços	86.2	0.9	-8.7

Fonte: FGV e Santander.

Figura 6.B. – Confiança Industrial



Fonte: FGV e Santander.



INFLAÇÃO

O IPCA de dezembro deve marcar o pico da inflação em bases mensais. Na terça-feira (12-jan), o IBGE divulga a inflação do IPCA de dezembro e esperamos mais uma forte variação: +1,18% m/m (+4,34% 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 (3,33% em novembro). A maior pressão, porém, deve vir de energia elétrica, impactada pela decisão da Aneel de implementar a bandeira vermelha 2, patamar que gera o maior custo adicional para os consumidores. O item deve responder por 39 p.b. da variação de +1,18% m/m do IPCA.

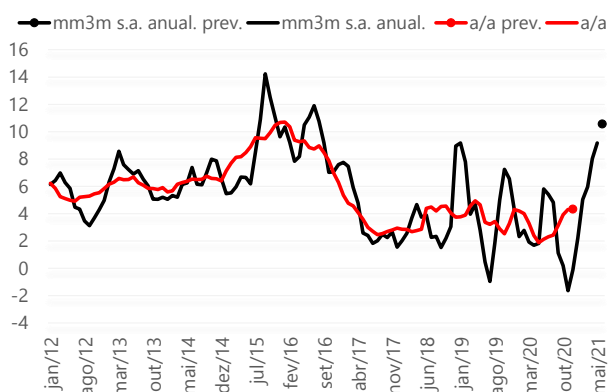
Serviços também devem contribuir para a pressão altista (+0,67% m/m), por conta de passagens aéreas, que subirão 28,3% m/m – forte variação que está em linha com a sazonalidade do período. Dada a elevada volatilidade deste item, essa pressão não constitui sinal de que a inflação de serviços esteja ganhando tração, em nossa visão. Finalmente, bens industriais devem desacelerar para +0,46% m/m.

Em termos de medidas subjacentes, a média dos núcleos deve acelerar para em torno de +0,43% m/m, levando a tendência (definida pela média móvel de 3 meses dessazonalizada e anualizada) a estabilizar ou até mesmo desacelerar levemente.

Olhando mais adiante, para o curto prazo, as coletas de preços de alimentos ao consumidor de alta frequência tem surpreendido para cima. Em conjunto com preços de gasolina mais altos no mercado internacional, este fator leva a uma alta em nosso *tracking* para o IPCA de janeiro para +0,18% m/m (anterior: -0,02%). Para os demais meses, mantivemos nossos números em +0,28% para fevereiro, +0,30% para março e +0,30% para abril. Para o ano de 2021, nossa projeção segue em +3,0%.

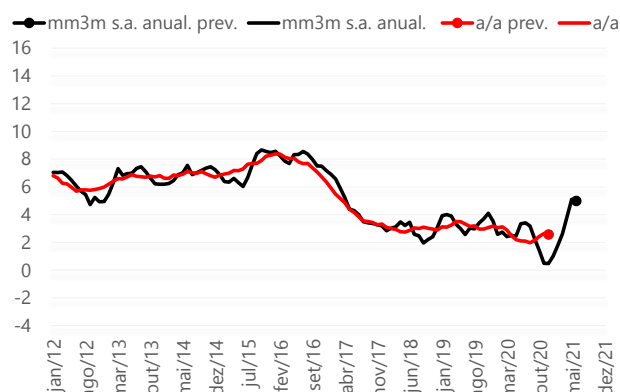
Para o médio prazo, continuamos a observar um cenário benigno para inflação, com o arrefecimento de choques recentes, elevada ociosidade na economia e expectativas de inflação bem ancoradas. Desta forma, acreditamos que a inflação estará abaixo da meta e com composição benigna (i.e., núcleos em níveis reduzidos) ao final deste ano e do próximo.

Figura 7.A. – Inflação do IPCA - Anual



Fonte: IBGE, Santander.

Figura 7.B. – Média dos Núcleos - Anual



Fonte: IBGE, BCB e Santander.



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.