

## Observando os últimos eventos econômicos do ano

- Apesar das condições financeiras globais ainda construtivas para mercados emergentes, o real oscilou ao redor do fechamento da sexta-feira passada, em mais uma semana de dólar fraco globalmente. Este comportamento colocou o real entre os piores desempenhos dentre moedas emergentes, possivelmente refletindo receios do mercado quanto ao tema do *over hedge*.
- O superávit de US\$0,2 bi em transações correntes em novembro veio próximo à nossa projeção (US\$0,1 bi) e, juntamente com entradas de US\$7,0 bi em investimentos em carteira, reforçou a percepção de que o balanço de pagamentos deverá permanecer fora da lista de preocupações dos agentes econômicos.
- Na renda fixa, a curva de juros nominal se inclinou nessa semana, com pressões baixistas na ponta curta, possivelmente refletindo uma recalibração do tom do BC na ata do Copom. A alta na ponta longa pode ter refletido certa elevação do ruído político antes do recesso parlamentar. Ainda enxergamos prêmio na ponta curta da curva, uma vez que vemos chances virtualmente nulas de uma alta de juros pelo BC no 1T21, bem como probabilidade limitada de uma mudança ainda no 1S21.
- Em uma semana importante no lado da política monetária, o Banco Central (BC) publicou a ata do Copom na terça-feira (15/out) e o relatório de inflação do 4T20 na quinta-feira (17/out). A partir da comunicação do BC, temos impressão de que março é o *timing* com maior chance para o BC anunciar o fim do *forward guidance* (de juro estável). Dada nossa visão sobre os fundamentos de inflação (que não parecem destoar muito da visão do BC, de forma geral), vemos os sinais da autoridade consistentes com um início do processo de normalização do juro a partir de outubro, em ritmo de 25 p.b. por reunião. Projetamos taxa Selic em 2,50% ao final de 2021 e 4,50% ao final de 2022.
- O Banco Central publicou na segunda-feira (14/dez) seu indicador mensal de atividade ampla, encerrando o ciclo de divulgação de indicadores de crescimento para outubro. A despeito do número abaixo das expectativas, o resultado de outubro destaca a continuidade de uma recuperação sequencial no começo do 4T20, o que reforça nossa perspectiva de um sólido crescimento sequencial no período. Com base no conjunto de informação disponível, nosso *tracking* para o PIB do 4T20 indica uma expansão de 1,9% t/t-s.a (-2,8% a/a).
- No âmbito fiscal, em 16/dez o Congresso aprovou a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), fundamental para manter a execução de gastos públicos nos primeiros meses de 2021, antes da aprovação final do orçamento, o que deve ocorrer no final do 1T21.
- Em uma semana de poucos indicadores econômicos, na terça-feira (22/dez) o IBGE divulga o IPCA-15 de dezembro. Projetamos mais uma forte alta, de 1,20% m/m (4,38% a/a). Além da pressão altista nos preços de alimentos, energia elétrica também será um determinante importante para o resultado, em função da bandeira tarifária (vermelha 2) anunciada pela Aneel para o último mês de 2020. Estes dois grupos (caracterizados por uma elevada volatilidade) responderão por mais da metade da variação do IPCA em dezembro, de forma que mantemos uma visão benigna para inflação no médio prazo.



## 1) Economia Internacional

As negociações em torno de um novo pacote fiscal nos EUA seguem evoluindo, mas ainda sem uma solução definitiva. A proposta bipartidária foi modificada, retirando pontos de divergências entre democratas e republicanos, como as questões dos auxílios aos governos regionais e os limites para os prejuízos causados por ações judiciais relacionadas ao Covid-19 contra empresas. A proposta atualmente em discussão totaliza um estímulo de US\$ 900 bi, e deve ser aprovada nos próximos dias, auxiliando na recuperação da economia a partir do 1T21.

Na Europa, segue o impasse nas negociações do acordo comercial pós-Brexit entre Reino Unido e União Europeia, após uma nova extensão do prazo. As discussões evoluem de forma positiva, mas ainda há divergências na questão da pesca de navios europeus em mar territorial britânico.

Do lado da pandemia, o número de novos casos de Covid-19 nos EUA começa a dar sinais de estabilização, enquanto que os falecimentos seguem acelerando. Na Europa, a contaminação voltou a piorar e alguns países voltaram a anunciar medidas restritivas neste final de ano. Por outro lado, a perspectiva sobre a evolução das vacinas segue animadora. A União Europeia deve aprovar o uso da vacina da Pfizer nos próximos dias e a vacinação deve iniciar ainda em 2020. Nos EUA, que já iniciou a vacinação com a Pfizer, a agência de vigilância sanitária (FDA) emitiu um parecer positivo sobre a vacina da Moderna, que deve ser aprovada em breve.

No calendário econômico, o principal destaque da semana foi a reunião do FOMC, que não surpreendeu o mercado, mantendo os estímulos vigentes e sinalizando que estes devem continuar enquanto perdurarem os impactos econômicos da pandemia. O mercado de trabalho segue sofrendo com os impactos da nova onda de contaminação por Covid-19, após a segunda alta seguida nos pedidos de seguros de desemprego (885 mil), justamente na semana de coleta de dados de emprego para a sondagem empresarial (*nonfarm payrolls*). Ainda nos EUA, também foram divulgadas as sondagens empresariais PMI's de dezembro, que seguem fortes principalmente do lado da atividade manufatureira, com o índice se situando em 56,5 pontos. Já os números de vendas no varejo de novembro vieram fracos, com o chamado "grupo de controle" (núcleo das vendas) registrando queda de 0,5% m/m. Na Europa, os PMI's de dezembro também surpreenderam positivamente, tanto no lado da atividade manufatureira (55,5) como na atividade de serviços (47,3). Assim como ocorre ao redor do mundo, a atividade terciária no velho continente é a que mais sofre os impactos das medidas de distanciamento social. Por fim, na China, os números de atividade de novembro se mostraram bastante sólidos, com destaque para a produção industrial, que subiu 7,0% a/a e as vendas no varejo, que observou alta de 5,0% a/a.

Nos mercados financeiros internacionais, a semana foi positiva para as principais bolsas de valores. O dólar fechou a semana em queda frente as moedas de países desenvolvidos e, no mercado de juros, a parte curta da curva (1 ano) ficou estável, com ligeira elevação verificada na parte mais longa (10 anos).

Seguimos monitorando com atenção as discussões sobre o pacote fiscal americano, os casos de COVID-19 nas economias desenvolvidas, o gerenciamento de medidas de restrição à mobilidade nestes países, além dos avanços nos desenvolvimentos de vacinas e tratamentos. Estes seguirão como fatores determinantes para a continuidade do processo de recuperação econômica e para a manutenção de condições financeiras favoráveis para as economias emergentes.

## 2) Comentários de Mercado Local

**Taxa de Câmbio:** Os últimos dias trouxeram poucas novidades no campo internacional, com a aparente manutenção do modo *risk-on* entre os agentes econômicos, na esteira do início de campanhas de imunização em alguns países e a iminente aprovação de mais vacinas no horizonte. No ambiente doméstico, embora a passagem da lei de diretrizes orçamentárias pelo Congresso não tenha gerado surpresas, evitando o risco de paralisação do governo antes da aprovação do orçamento de 2021 (que não deverá acontecer antes de fevereiro), ficou reforçada a percepção de que a condução da política fiscal será desafiadora no próximo ano (mais detalhes na seção "Política Fiscal").

Nessa semana, a taxa de câmbio oscilou ao redor do patamar de R\$5,06/US\$ observado na última sexta-feira e, no momento da edição, caminhava para fechar no intervalo de R\$5,05 a R\$5,10 por dólar, levando o real a figurar entre os piores desempenhos dentre as moedas emergentes, em uma outra semana de fraqueza global da moeda americana. Avaliamos que parte da pressão sobre o câmbio está ligada ao tema do *over hedge*, que basicamente se refere à necessidade de bancos reduzirem suas posições vendidas em derivativos cambiais por conta de alterações tributárias anunciadas no início do ano.

O Banco Central (BC) tem ofertado *swaps* cambiais que deverão atender parcialmente esta repentina mudança na exposição cambial de instituições financeiras, com o volume vendido pelo BC devendo atingir US\$10 bi até o final do mês,



enquanto que a demanda pontual estimada é de US\$15 bilhões. Acreditamos que esse descasamento tem evitado que a taxa de câmbio rompa o patamar de R\$5,00/US\$. Como este tema perderá relevância na virada do ano, as perspectivas para o real deverão voltar a depender mais das condições financeiras globais e dos desdobramentos relacionados à dinâmica fiscal. Sob nossas hipóteses de que o apetite global por risco permanecerá elevado e que governo brasileiro cumprirá a regra do teto de gastos em 2021, continuamos enxergando espaço para apreciação do real a médio prazo.

**Taxas de Juros:** Com base nos preços de sexta-feira (hora da edição), a curva de juros parecia caminhar para um padrão de inclinação nessa semana. Na ponta curta, o futuro de DI jan-22 estava sendo negociado a 3,00% (-2 p.b. da última sexta-feira). No ponta longa, o DI jan-27 estava sendo negociado a 6,81% (+9 p.b. em relação à sexta-feira passada). A inclinação neste segmento deve terminar a semana em ~ 381 p.b., em comparação com 370 p.b. na semana anterior e ~ 150 p.b. no início deste ano antes da chegada da pandemia no Brasil (final de fevereiro).

Este movimento ocorre apesar de um ambiente global favorável aos mercados emergentes, na esteira de notícias positivas sobre vacinas para a Covid-19. No nível local, a ponta curta parecia ligeiramente influenciada para baixo pela ata do COPOM de terça-feira, uma vez que a autoridade recalibrou um pouco o tom, que havia sido visto como *hawkish* no comunicado (veja a seção “Política Monetária” abaixo). Na ponta longa, ruído político entre os poderes Executivo e Legislativo ao final da semana provavelmente contribuiu para uma pressão altista.

Continuamos a ver potencial de volatilidade à frente, em meio às incertezas remanescentes sobre os próximos passos da política fiscal. 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 ainda no 1S21.

### 3) Política Fiscal

Em 15/dez, o Congresso aprovou uma legislação para a recuperação fiscal de estados e municípios com dificuldades financeiras, permitindo uma renegociação da dívida com o Governo Federal. A nova legislação busca um maior nível de responsabilidade fiscal por parte de governos subnacionais, ao regulamentar instrumentos de ajuste das contas públicas em nível local. No projeto, os entes devem ter direito a um período de carência da dívida e acesso a crédito, em troca de contrapartidas de ajuste fiscal, como a de venda empresas estatais, redução de subsídios e reformas no sistema previdenciário.

Em 16/dez, o Congresso aprovou a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2021. O governo se compromete com uma meta de déficit primário de R\$ 247 bi em 2021, seguindo recomendação do TCU de fixar uma meta primária específica. Na versão anterior da LDO, se considerava uma meta primária “flexível”, dadas as incertezas relacionadas à recuperação da atividade econômica e da arrecadação tributária. A meta de déficit é próxima à nossa projeção (R\$ 237 bi).

Na proposta, as despesas discricionárias do próximo ano deverão atingir em torno de R\$ 100 bi, valor R\$ 12 bi abaixo do nível considerado na proposta orçamentária anual (PLOA) para 2021, divulgada em 31/ago. Na nossa avaliação, esse patamar está próximo do valor mínimo que consideramos para despesas discricionárias sem riscos de paralisação de serviços governamentais. Dessa forma, é possível haver fricções durante a execução do orçamento, com possibilidade de paralisação parcial de alguns serviços da administração pública. A LDO também incluiu R\$ 20 bi que serão utilizados para imunizar a população contra o COVID-19, que consideramos como fundamental para garantir uma reabertura mais consistente e segura da economia no próximo ano.

A aprovação da LDO irá permitir ao governo autorizar temporariamente pelo menos um duodécimo do valor previsto no orçamento nos primeiros meses de 2021, até que o Congresso aprove o orçamento final (LOA). Após a votação da LDO, acreditamos que o Congresso entrará em recesso na próxima semana. Conseqüentemente, esperamos novos avanços na agenda de reformas fiscais e no debate sobre o orçamento de 2021 somente após as eleições para presidentes da Câmara e do Senado, marcadas para o início de fevereiro.

### 4) Balança de Pagamentos

A divulgação dos dados do balanço de pagamentos para novembro revelou que o saldo em transações correntes foi superavitário em US\$0,2 bi no período, valor ligeiramente acima da nossa estimativa (US\$0,1 bi). Uma vez mais, a baixa remessa de lucros e dividendos, combinada a despesas contidas com serviços e ao resultado positivo da balança comercial reforçaram nossa percepção de que o país conta com uma situação sólida em relação ao seu balanço de pagamentos. Ainda mais quando temos em vista que os investimentos diretos no país continuam chegando (US\$1,5 bi versus estimativa de US\$1,0 bi) e que os fluxos relativos a investimentos em carteira permaneceram no campo positivo pelo sexto mês



consecutivo (US\$7,0 bi), que indica que há recursos para financiar o déficit em transações correntes em níveis adequados (assumindo que não haja ruptura na seara fiscal). Com base nos dados preliminares apresentados pelo BC para dezembro, avaliamos que há boa chance de que o déficit em transações correntes para o ano de 2020 seja até menor do que nossa projeção de US\$10,2 bi (o déficit acumulado nos últimos 12 meses encerrados em novembro atingiu US\$12,0 bi).

Os dados externos também indicaram que os bancos locais repatriaram uma pequena porção do capital investido em subsidiárias no exterior (US\$1,7 bi), o que significa chance de que a maior parte do desmonte de operações relacionadas ao *over hedge* aconteça em dezembro. Contudo, como mencionado na seção sobre o mercado cambial, um bom pedaço do aumento da posição comprada em moeda estrangeira em derivativos ocorrerá na esteira da maior oferta de derivativos cambiais que o BC tem disponibilizado nos últimos dias.

Em resumo, os dados do balanço de pagamentos seguem indicando haver um espaço razoável para apreciação do real no médio prazo. [Veja maiores detalhes no link<sup>1</sup>](#)

## 5) Atividade Econômica

Na segunda-feira (14/dez), o BC publicou seu índice mensal de atividade ampla (IBC-Br), encerrando o ciclo de divulgações dos indicadores de crescimento da economia para outubro. O IBC-Br registrou alta de 0,9% m/m-a.s (-2,6% a/a), abaixo das expectativas de mercado (1,0%) e com uma revisão baixista na série. A despeito do sexto ganho consecutivo, esse crescimento não foi suficiente para compensar a queda registrada durante a crise do COVID-19, com o indicador se situando ainda 2,4% abaixo de fevereiro (marco pré-crise).

Esse ganho mensal é consistente com a retomada da atividade em outubro observada em diferentes setores (por exemplo, produção industrial, varejo e serviços), destacando uma recuperação sequencial da atividade econômica no começo do 4T20. Em nossa visão, esses números reforçam as perspectivas de um sólido crescimento trimestral: em um exercício preliminar baseado na correlação histórica do IBC-Br com o PIB oficial, estimamos um crescimento de 1,9% t/t-a.s (-2,8% a/a) até aqui no 4T20. [Veja maiores detalhes no link<sup>2</sup>](#)

De acordo com a prévia extraordinária divulgada pela FGV (14/dez), o índice de confiança empresarial deve registrar em dezembro a sua terceira queda consecutiva (-0,9 p.p). Conforme observado nos meses anteriores, sinais mistos foram emitidos pelos diferentes setores: a indústria apresentou novo crescimento (1,9 p.p), enquanto que os demais setores apresentaram quedas sequenciais, com destaque para consumidor (-4,1 p.p) e comércio (2,9 p.p). Se confirmados os resultados da prévia, a confiança da indústria deve atingir seus maiores níveis desde 2010, enquanto que a confiança do comércio e do consumidor devem encerrar o trimestre com queda sequencial. É possível que os números recentes do setor terciário estejam sendo influenciados pela segunda onda de contágio do Covid-19 em curso no Brasil. Esta segunda onda já resultou em algumas reversões pontuais no processo de reabertura em algumas regiões.

## 6) Inflação

Na terça-feira (22/dez), o IBGE divulga a inflação do IPCA-15 de dezembro. Esperamos mais uma forte variação, de 1,20% m/m (4,38% a/a). Mais uma vez, alimentação domicílio será uma das principais fontes de pressão altista. O choque vem durando mais do que o esperado e a inflação do grupo em dezembro deve se situar em 3,07% m/m. Outra pressão relevante será em energia elétrica (+5,19% m/m), impactada pela decisão da Aneel de implementar a bandeira vermelha 2, patamar que gera o maior custo adicional para os consumidores. Apenas estes dois grupos vão responder por mais da metade da variação do IPCA no mês. Os bens industriais devem continuar desacelerando (0,49% m/m), enquanto que os serviços devem ter uma alta de 0,85% m/m, por conta de dois fatores específicos: passagens aéreas (29,00% m/m) – em linha com a sazonalidade – e educação, com a reversão parcial de alguns descontos dados durante a pior fase da primeira onda da pandemia.

Olhando mais adiante, enxergamos menores pressões de preços no curto prazo, com nossas projeções para o 1T21 sendo revistas para baixo. Revisamos nossas projeções para 0,07% m/m em janeiro (antes 0,15%), 0,33% em fevereiro (antes 0,39%), 0,30% em março (antes 0,34%), 0,30% para abril (antes 0,31%). Esse movimento se deve a uma desaceleração de preços de alimentos ao atacado, em conjunto com a apreciação recente da moeda, que já se valorizou em torno de

<sup>1</sup>Santander Macro Brazil External Sector– *Balance of Payments: November 2020*– (18/12/2020) - Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Sant-bop-20>

<sup>2</sup>Santander Macro Brazil Economic Activity– *IBC-Br October: Solid Sequential Growth Outlook for 4Q20*– (14/12/2020) - Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Sant-IBCr-dez-20>



15% desde o fim de outubro. Os nossos trackings para o IPCA seguem em 4,5% para 2020 e 3,0% para 2021. Em termos qualitativos, continuamos a observar um cenário benigno para inflação no médio prazo, com o arrefecimento de choques recentes, elevada ociosidade na economia e expectativas de inflação bem ancorados. Desta forma, acreditamos que a inflação estará abaixo da meta e com composição benigna (i.e. núcleos girando em nível baixo) ao final deste ano e do próximo.

## 7) Política Monetária

Esta foi uma semana importante no lado da política monetária, com a publicação – por parte do Banco Central (BC) – da ata da última reunião do Copom na terça-feira (15/out) e do relatório trimestral de inflação (RTI) na quinta-feira (17/out).

Na ata do Copom, a autoridade trouxe informações sobre os condicionantes para a retirada da prescrição futura (ou *forward guidance*, que indica taxa de juro estável sob determinadas condições), como sinalizado no último comunicado do Copom. Segundo o BC, o fim da prescrição futura poderia resultar de: (i) um eventual aumento das expectativas de inflação de 2021 para a meta central; ou (ii) uma mudança do horizonte relevante, de 2021 (para quando a inflação é vista abaixo da meta com Selic estável) para 2022 (para quando a inflação é vista na meta apenas com aperto de juros).

Uma vez que o deslocamento natural (i.e., orientado pelo calendário) do horizonte relevante de política monetária de 2021 para 2022 é o candidato mais provável, em nosso entender, para desencadear a mudança no plano de voo do BC, e dado que a primeira reunião do ano é, em termos históricos, ainda muito cedo para se alterar o horizonte relevante, acreditamos que o Copom de março é o candidato mais provável para o BC anunciar o fim da prescrição futura.

Nossa impressão parece ter sido confirmada por comentários da diretoria do BC na ocasião da coletiva de imprensa sobre o relatório de inflação do 4T20. Segundo o diretor de política econômica, Fabio Kanczuk, o peso do ano-calendário de 2022 para o horizonte de política relevante começa a superar o de 2021 no 1T21. A autoridade acrescentou que, no 2T21, o foco das decisões do Copom será inteiramente na inflação de 2022.

Como normalmente ocorre, o relatório de inflação trouxe mais informações acerca das simulações de inflação do BC, além de discussões relevantes para a política monetária. Com as simulações de inflação já conhecidas, soube-se que a autoridade projeta PIB 2020 em -4,4% (anteriormente -5,0%) e PIB 2021 em +3,8% (anteriormente +3,9%). Segundo o BC, esses números deixariam a economia cerca de 3,9% abaixo de seu potencial no 4T20. A estimativa oficial é que a ociosidade econômica ficará nula em 2022. Em nossa opinião, este último fator revela uma projeção aparentemente otimista para a economia em 2022. Vemos nisso um espaço para certa decepção com a atividade econômica e, concomitantemente, um viés baixista para as simulações de inflação do BC para o horizonte de 2022.

O RTI do 4T20 trouxe estudos interessantes (boxes) para a discussão conjuntural na economia brasileira. Um destes boxes traz projeções de inflação do BC para cenários alternativos, com a autoridade testando o impacto de um agravamento nos riscos fiscais (risco inflacionário) e uma extensão dos efeitos da pandemia (risco deflacionário). Focando no horizonte de 2021, e em comparação com a projeção do cenário base, o BC estima um impacto inflacionário de 3,0 p.p. para o primeiro fator de risco e um efeito deflacionário de 1,0 p.p. para o último fator de risco. Desta forma, o estudo fornece indicação sobre uma possível reação de política monetária no caso de uma materialização hipotética de algum desses riscos. Em outro estudo, o BC estima os efeitos da prescrição futura sobre a curva de juros local: segundo as estimativas, o efeito teria sido equivalente a um corte de 25 p.b. na taxa Selic – o que implica em percepção de leve aperto com a iminente retirada do *forward guidance*.

Outros boxes tratam de temas relacionados ao impacto econômico da pandemia. Em um destes, o BC aprofunda a análise sobre preços de produtos com maior peso no orçamento das famílias de baixa renda, e conclui que esses itens observaram pressões de inflação maiores do que preços que mostram co-movimentos (historicamente) semelhantes. A conclusão é que as transferências governamentais emergenciais poderiam ter temporariamente adicionado pressão altista ao IPCA deste ano. Outro estudo se concentra no aumento da taxa de poupança dos consumidores durante a pandemia, concluindo que a poupança precaucional parece ganhar relevância nos últimos meses enquanto mecanismo redutor da velocidade dos gastos com consumo. Esse impacto pode não desaparecer prontamente, em meio a riscos percebidos no mercado de trabalho, o que poderia potencialmente atrasar a recuperação mesmo após avanços médicos no controle da Covid-19, segundo o BC. Por fim, em outro box, o BC estima que não houve grandes episódios de falências corporativas durante a pandemia, o que significa que o lado da oferta da economia não deve ter sido consideravelmente prejudicado. Em outras palavras, o Copom enxerga evidências de danos limitados ao PIB potencial gerados pela pandemia.

No geral, a mensagem dos estudos do BC parece alinhada com um cenário de riscos baixistas para a atividade, ociosidade econômica ainda elevada, e menores pressões inflacionárias para os próximos trimestres. Em termos qualitativos, esta



noção vai relativamente ao encontro de nossas próprias opiniões sobre os fundamentos econômicos relevantes para a política monetária.

Vemos o BC preparando o terreno para abandonar a prescrição futura nos próximos meses, mas isso não significa que a autoridade esteja se preparando para iniciar, de imediato, o processo de normalização (i.e., aperto) dos juros. Dado esse sinal, bem como nossa visão sobre a evolução da inflação e atividade ao longo de 2021, vemos o processo de normalização da Selic se iniciando a partir de outubro, com altas de 25p.b. por reunião. Projetamos Selic em 2,50% ao final de 2021 e 4,50% ao final de 2022. Para mais detalhes, consulte nosso relatório (na ata do Copom). [Veja maiores detalhes no link<sup>3</sup>](#)

## AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

**Agenda internacional:** Calendário macro intenso nos EUA na semana de 21 a 24/dez. Dentre os principais anúncios, na quarta-feira serão divulgados os números de pedidos de bens duráveis em novembro, além do relatório de renda e gastos pessoais para o mesmo mês. Junto com este último, será divulgado o resultado do deflator implícito dos gastos com consumo (PCE), o mais importante índice de preços nos EUA na avaliação do Federal Reserve. O índice cheio e o núcleo do PCE devem seguir condizentes com um quadro de inflação baixa nos EUA.

**Agenda doméstica:** Na parte da atividade econômica, a FGV divulgará os dados setoriais finais de confiança para dezembro, disponibilizando os números para os consumidores (22/dez), comércio e construção (23/dez). Se confirmados os resultados da prévia extraordinária, a confiança do consumo e do comércio encerrarão o 4T20 em queda após uma forte alta observada no trimestre anterior, na sequência da redução do valor pago pelo auxílio emergencial, da alta no preço de bens essenciais e perspectivas negativas para as condições de emprego.

Do lado fiscal, a Receita Federal deverá publicar na próxima semana os dados de arrecadação de impostos federais para nov/20. Nossa estimativa é de R\$139,4 bi, o que significaria uma elevação de em torno de 6,5% em relação a nov/19, em termos reais. O resultado será impactado pelo recebimento do imposto diferido referente ao mês de junho (~ R\$15 bi em nossa estimativa); o diferimento de tributos foi uma medida para mitigar os efeitos da COVID-19 no 2T20. Além disso, a arrecadação de impostos vem se recuperando gradativamente, impulsionada pelo melhor desempenho da atividade.

Na parte do crédito, haverá a divulgação dos dados do Banco Central referentes a novembro na quarta-feira (23/dez). Esperamos que as novas concessões creditícias para as famílias mantenham o ritmo de recuperação, puxados por cartão de crédito e financiamento imobiliário. Em relação as empresas não financeiras, as novas concessões relacionadas à pandemia devem mostrar decréscimo.

## DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

| Indicadores                                      | Referência | Data         | Estimativa | Anterior |
|--|------------|--------------|------------|----------|
| Arrecadação Federal (R\$ bi)                     | Nov        | Nov, 21-25   | 139,4      | 153,9    |
| Confiança do Consumidor – FGV (pontos)           | Dez        | Ter, 22- Dez | --         | 81,7     |
| IPCA-15 (% m/m)                                  | Dez        | Ter, 22- Dez | 1,20       | 0,81     |
| IPCA-15 (% a/a)                                  | Dez        | Ter, 22- Dez | 4,18       | 4,22     |
| Confiança da Construção – FGV (pontos)           | Dez        | Qua, 23- Dez | --         | 93,8     |
| Confiança do Comércio – FGV (pontos)             | Dez        | Qua, 23-Dez  | --         | 93,5     |
| Crescimento do saldo de crédito total (% a/a)    | Nov        | Qua, 23-Dez  | 15,0       | 14,5     |
| Saldo de crédito total (R\$ bi)                  | Nov        | Qua, 23-Dez  | 3.935      | 3.872    |
| TN - Relatório Mensal da Dívida Pública (R\$ bi) | Nov        | Qua, 23-Dez  | --         | 4.639    |

Fontes: Bloomberg, Santander.

## Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão de cenário<sup>4</sup>

<sup>3</sup>Santander Macro Brazil Monetary Policy– COPOM Minutes: Clues on When to Drop the Forward Guidance – (15/12/2020) - Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Sant-copom-minutes-dec-20>

<sup>4</sup> Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – (Mais) Um Ano Desafiador Adiante (17/12/2020) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Sant-revisao-cen-dez-20>



## CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

### Brazil Macro Research

|                      |                               |   |                |
|----------------------|-------------------------------|---|----------------|
| Ana Paula Vescovi*   | Chief Economist               | anavescovi@santander.com.br             | 5511-3553-8567 |
| Mauricio Orenge*     | Head of Macro Research        | mauricio.oreng@santander.com.br         | 5511-3553-5404 |
| Jankiel Santos*      | Economist – External Sector   | jankiel.santos@santander.com.br         | 5511-3012-5726 |
| Ítalo Franca*        | Economist – Fiscal Policy     | italo.franca@santander.com.br           | 5511-3553-5235 |
| Daniel Karp Vasquez* | Economist – Inflation         | daniel.karp@santander.com.br            | 5511-3553-9828 |
| Lucas Maynard*       | Economist – Economic Activity | lucas.maynard.da.silva@santander.com.br | 5511-3553-7495 |
| Felipe Kotinda*      | Economist – Credit            | felipe.kotinda@santander.com.br         | 5511-3553-8071 |

### Global Macro Research

|                     |                                       |                             |                 |
|---------------------|---------------------------------------|-----------------------------|-----------------|
| Maciej Reluga*      | Head Macro, Rates & FX Strategy – CEE | maciej.reluga@santander.pl  | 48-22-534-1888  |
| Juan Cerruti *      | Senior Economist – Argentina          | jcerruti@santander.com.ar   | 54 11 4341 1272 |
| Ana Paula Vescovi*  | Economist – Brazil                    | anavescovi@santander.com.br | 5511-3553-8567  |
| Juan Pablo Cabrera* | Economist – Chile                     | jcabrera@santander.cl       | 562-2320-3778   |
| Guillermo Aboumrad* | Economist – Mexico                    | gjaboumrad@santander.com.mx | 5255-5257-8170  |
| Piotr Bielski*      | Economist – Poland                    | piotr.bielski@santander.pl  | 48-22-534-1888  |

### Fixed Income Research

|                     |   |                                 |                |
|---------------------|---|---------------------------------|----------------|
| Juan Arranz*        | Chief Rates & FX Strategist – Argentina | jarranz@santanderrio.com.ar     | 5411-4341-1065 |
| Mauricio Orenge*    | Senior Economist/Strategist – Brazil    | mauricio.oreng@santander.com.br | 5511-3553-5404 |
| Juan Pablo Cabrera* | Chief Rates & FX Strategist – Chile     | jcabrera@santander.cl           | 562-2320-3778  |

### Equity Research

|                    |                    |                    |                 |
|--------------------|--------------------|--------------------|-----------------|
| Miguel Machado*    | Miguel Machado*    | Miguel Machado*    | Miguel Machado* |
| Alan Alanis*       | Alan Alanis*       | Alan Alanis*       | Alan Alanis*    |
| Andres Soto        | Andres Soto        | Andres Soto        | Andres Soto     |
| Claudia Benavente* | Claudia Benavente* | Claudia Benavente* | Claudia         |
| Walter Chiarvesio* | Walter Chiarvesio* | Walter Chiarvesio* | Walter          |
| Daniel Gewehr*     | Daniel Gewehr*     | Daniel Gewehr*     | Daniel Gewehr*  |

### 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.