

REVISÃO DE CENÁRIO**MAIORES RISCOS FISCAIS (E INFLACIONÁRIOS) PESAM
SOBRE O CRESCIMENTO FUTURO**

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

- O *Federal Reserve* prepara o terreno para uma retirada mais tempestiva de estímulo monetário, tendo sinalizado desde a última reunião do FOMC que o ritmo de redução das compras de ativos (*tapering*) será mais intenso que o inicialmente planejado. Uma vez que o programa se encerre, a porta estará aberta para altas de juros. Nesse sentido, nosso cenário básico agora antevê 3 elevações de juros nos EUA em 2022 (antes antevíamos alta dos Fed Funds apenas em 2023). A piora da pandemia no hemisfério norte poderá acrescentar maior pressão baixista sobre o crescimento, e altista para a inflação. Portanto, o ambiente internacional tem se tornado menos favorável para economias emergentes.
- Do lado fiscal, estimamos um menor déficit primário para 2021 (0,1% do PIB; antes 0,3%) com receitas mais elevadas e melhor resultado dos governos regionais. Não descartamos a possibilidade de um leve superávit primário no ano. Porém, esperamos uma elevação do déficit em 2022 (1,7%), uma vez que incorporamos os efeitos da PEC dos Precatórios sobre o gasto público. Após sinais de mudanças no arcabouço fiscal, vislumbramos um caminho mais lento e arriscado para o alcance do superávit primário de equilíbrio (~2,0%), necessário para estabilizar a dívida pública. Adicionalmente, com uma trajetória de juros mais altos, projetamos uma deterioração do resultado nominal, implicando uma alta mais íngreme da dívida pública no médio prazo. Vemos crescentes riscos para o processo de consolidação fiscal e de estabilização da dívida pública no longo prazo.
- As incertezas no âmbito fiscal seguirão limitando o espaço para apreciação cambial, ainda mais diante de um início mais precoce do processo de normalização de política monetária nos EUA, o que traz pressão adicional sobre a taxa de câmbio. Em meio a um debate político acalorado, mantivemos nossas projeções em R\$5,50/US\$ e \$5,70/US\$ para o final de 2021 e de 2022, respectivamente.
- Com uma combinação de moeda desvalorizada, demanda externa sólida, preços de *commodities* ainda favoráveis, assim como uma atividade doméstica menos aquecida, seguimos projetando déficits em transações correntes abaixo da norma. Os déficits de 2021 e 2022 (-US\$19,4 bilhões e -US\$11,7 bilhões, respectivamente) deverão ser confortavelmente financiados pelos investimentos diretos (US\$57,8 bilhões e US\$64,7 bilhões, respectivamente), de forma que o balanço de pagamentos segue fora da lista de preocupações macroeconômicas no Brasil.
- Estamos reduzindo nossas projeções de crescimento do PIB para o horizonte de 2021 a 2023. Dados abaixo do esperado no 3T21 motivaram a redução da estimativa de 2021 para 4,7% (antes: 4,9%). Uma política monetária mais contracionista e uma deterioração das condições financeiras levam a uma redução das estimativas de PIB de 2022, para 0,7% (antes: 1,0%), e de 2023, para -0,2% (antes: 0%). Para 2022, os fatores atenuantes serão a recuperação mecânica gerada pela reabertura do setor de serviços, a recuperação do mercado de trabalho e o fortalecimento de setores menos cíclicos ligados às *commodities*.
- Neste contexto, à medida que o efeito positivo do processo de reabertura se esgota, vemos espaço limitado para o crescimento do emprego. Assim, antevemos agora uma taxa de desemprego estável ao longo de 2022 e 2023, em níveis acima da taxa estrutural. Já contabilizando a revisão da série histórica na divulgação da PNAD de setembro, estimamos uma desocupação média de 13,8% em 2021 (inalterada em relação à última revisão), 14,0% em 2022 (anteriormente 13,7%) e 14,0% em 2023 (anteriormente 12,9%).
- Estamos novamente elevando nossas projeções de inflação, com o IPCA 2021 subindo para 10,5% (de 9,6%) e o IPCA 2022 subindo para 5,8% (de 5,2%). O nível e a composição da inflação parecem cada vez mais desfavoráveis para 2022 e 2023, e projetamos convergência para o centro da meta apenas em 2024 (para 3,00%).
- Antevemos uma contração monetária ainda mais intensa à frente, à medida em que as perspectivas para a inflação seguem piorando, com níveis elevados do IPCA e composição preocupante, e em meio a choques de oferta persistentes no exterior e um quadro fiscal ainda mais desafiador. Projetamos agora uma taxa Selic terminal de 12,25% no 1T22 (antes: 11,50%), o que implica uma política monetária bem mais apertada adiante.


Figura 1. Projeções macro do Santander para o Brasil - resumo

| Variáveis Macroeconômicas | | Anterior | | Atual |
|---|-------|----------|---|-------|
| PIB (%) | 2021E | 4,9 | ↓ | 4,7 |
| | 2022E | 1,0 | ↓ | 0,7 |
| | 2023E | 0,0 | ↓ | -0,2 |
| IPCA (%) | 2021E | 9,6 | ↑ | 10,5 |
| | 2022E | 5,2 | ↑ | 5,8 |
| | 2023E | 3,5 | → | 3,5 |
| Selic (% fim de período) | 2021E | 9,25 | → | 9,25 |
| | 2022E | 11,50 | ↑ | 12,25 |
| | 2023E | 9,00 | → | 9,00 |
| Taxa de câmbio - R\$/US\$ (fim de período) | 2021E | 5,50 | → | 5,50 |
| | 2022E | 5,70 | → | 5,70 |
| | 2023E | 5,20 | → | 5,20 |
| Saldo em Transações Correntes (% PIB) | 2021E | 0,0 | ↓ | -1,3 |
| | 2022E | 0,0 | ↓ | -0,7 |
| | 2023E | -1,6 | ↓ | -2,0 |
| Resultado Primário do Setor Público (% PIB) | 2021E | -0,3 | ↑ | -0,1 |
| | 2022E | -1,7 | → | -1,7 |
| | 2023E | -1,3 | → | -1,3 |
| Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB) | 2021E | 81,2 | ↑ | 81,8 |
| | 2022E | 87,5 | ↓ | 87,1 |
| | 2023E | 94,6 | ↓ | 94,1 |

Fonte: Santander.



SUMÁRIO EXECUTIVO: O legado de 2021

Chegamos à última revisão de cenários prevista no calendário anual do *Macro Research* Santander Brasil. Nesta revisão ficaram claros os elementos que nos surpreenderam ao longo do ano e nos trouxeram até o cenário apresentado neste relatório.

A principal surpresa positiva foi a velocidade e a elevada eficácia da vacinação global contra o coronavírus, com a consequente reabertura das economias. O Brasil conta com 78% da população vacinada com pelo menos uma dose, e 62% da população vacinada com duas doses e já se iniciou a vacinação com a dose de reforço. O problema de falta de vacinas parece superado. Assim, a mobilidade encontra-se em níveis praticamente normalizados, considerando-se os padrões anteriores à pandemia. Ainda que surjam dúvidas sobre impactos da recente variante do vírus (Ômicron) descoberta na África do Sul, foi substantivo o impacto sobre recuperação da confiança e da atividade econômica decorrente de uma resposta impressionante da ciência à crise gerada pela Pandemia.

Como afirmávamos, a vacinação foi o principal determinante da rápida recuperação global. Nos EUA, o PIB voltou ao nível pré-pandemia no segundo trimestre de 2021; no Reino Unido, no terceiro trimestre; na Europa e no Brasil, no quarto trimestre. Na China, a atividade já havia voltado ao pré-pandemia no terceiro trimestre de 2020, muito em função da política de tolerância-zero ao contágio e aos severos *lockdowns*. Percebe-se, contudo, a desvantagem nos países mais pobres (África e Ásia, em especial), com cobertura ainda muito baixa de vacinação.

A intensidade da recuperação global foi combustível para o preço internacional de *commodities*, que vieram 11% acima da nossa projeção inicial. Pesou na composição a alta continuada nos preços de petróleo o qual vislumbrávamos preço de US\$65/barril no final desse ano. Alteramos nossa projeção para US\$90/barril, convergindo para US\$85/barril no final de 2022. No setor de alimentos e minerais a dissipação dos choques recentes veio mais em linha com as nossas projeções. No caso específico do minério de ferro, os preços já voltaram ao patamar pré-pandemia.

A recuperação da economia brasileira também se encontra no rol das surpresas positivas do ano e teve como causas a melhora no balanço de transações correntes do País com o exterior, mediante forte recuperação global, alta expressiva de *commodities* e ganhos de termos de troca. Contou ainda como importante fator a reabertura da economia após avanço da vacinação. Se esperávamos um PIB pouco acima de 3% no início deste ano, agora estimamos 4,7% de PIB em 2021.

A massa salarial ampliada (soma salários no mercado de trabalho e transferências como aposentadorias e pensões e programas sociais) ficará cerca de 10% acima do inicialmente esperado. A recuperação rápida da atividade trouxe como bônus a recuperação também mais rápida dos empregos e da renda. Cerca de 9 milhões de empregos serão recuperados, comparativamente a 10 milhões perdidos durante a pandemia. Houve expansão do crédito e consumo da poupança que as famílias acumularam circunstancialmente, durante a quarentena.

A principal surpresa negativa do ano foi a inflação, impactada por choques de oferta mais persistentes (quebra nas cadeias produtivas e logísticas globais, questões climáticas, recomposição do rebanho de suínos na China) e choques de demanda com a extensão de estímulos monetários e fiscais. No Brasil, a inflação ainda foi alimentada pelo aumento dos riscos idiossincráticos - fiscais e político institucionais - tendo em vista as discussões em torno do teto de gastos e da antecipação da corrida eleitoral, com a paralisia da agenda de reformas. Tais riscos impediram a apreciação do real, compatível com o experimentado pelas moedas das economias emergentes, especialmente no primeiro semestre de 2021.

Estimávamos, no início do ano, que a inflação encontrasse seu pico em 6,5% em maio, declinando gradualmente para valores próximos ao centro da meta até o final do ano. No último trimestre, em particular, a dispersão dos choques inflacionários chegou em preços administrados (eletricidade e gasolina), embora as altas em bens industriais mantenham-se presentes em função de repasse de custos e da defesa de margens. Nessa revisão, estimamos que a inflação medida pelo IPCA experiente um platô ao redor de 11% entre



outubro/21 e abril/22, encerrando 2021 em 10,5% e convergindo rapidamente para 5,8% no final de 2022, para alcançar o centro da meta apenas em 2024.

A persistente surpresa inflacionária, demandou reação mais forte da política monetária. Se acreditávamos, no início do ano, que o Banco Central iria realizar uma normalização parcial da taxa Selic - alcançando cerca de 5% no final desse ano -, agora projetamos política monetária em instância fortemente contracionista, alcançando 9,25% na próxima reunião do COPOM (7-8 de dezembro) e 12,25% no primeiro trimestre de 2022. Ao final, vislumbramos um ciclo de aperto monetário de 1025 p.b., bem acima do ciclo de alta anterior, entre 2014 e 2015 (700 p.b.).

Nesse contexto de inflação significativamente mais alta, consideramos que o quadro fiscal foi parte da causa, mas sofreu importantes consequências. O quadro fiscal adicionou riscos substanciais nos preços de ativos domésticos e contribuiu para a piora de condições financeiras. A aprovação de mais uma alteração constitucional das regras fiscais (PEC emergencial) sem melhorias concretas para o cumprimento do teto de gastos, o avanço das emendas do relator sobre o orçamento público, as incertezas constantes quanto à possibilidade de cumprimento do teto de gastos, à medida que a persistência inflacionária erodia o espaço para despesas discricionárias até torna-lo “negativo” em 33 bilhões de reais; a proposição de uma reforma tributária extemporânea para o imposto de renda, com pior desenho e impacto fiscal negativo; e, finalmente, a proposição de parcelamento de precatórios e de mudança na regra de indexação do teto de gastos para abrir mais despesas quebraram a capacidade de ancoragem das expectativas quanto à condução da política fiscal pelo conjunto do governo.

Outra consequência foi governos se beneficiarem do financiamento inflacionário (receitas públicas com apropriação imediata; despesas públicas com indexação anual) e da diluição dos indicadores de resultado primário e dívida bruta, pelo efeito de majoração nominal do PIB. Se no início do ano estimávamos o deflator do PIB muito próximo à sua variação real (4,2%), nesta revisão estimamos que o deflator será quase o triplo (12,7%).

O impacto sobre a dívida bruta foi bastante diluído, em grande medida pelo efeito da inflação sobre as receitas primárias e sobre o denominador (PIB nominal). Tal efeito chegou a gerar uma onda de otimismo extemporâneo dos mercados, de curta duração. Logo ficou claro se tratar se efeito cíclico, com posteriores impactos negativos pelo necessário ajuste da política monetária; e, especialmente, pela percepção de aumento do juro neutro com a quebra da ancoragem do teto de gastos. Se inicialmente estimávamos dívida/PIB se aproximando de 90% no final de 2021, agora estimamos em 81,8%, seguindo para 86,6% no final de 2022. Vemos trajetória ascendente para a dívida¹ compatível com cenários anteriores à aprovação do teto de gastos, voltando a rondar os 100% do PIB por muito tempo.

Ao longo do ano, observamos, assim, piora da confiança e das condições financeiras. Se, no início do ano, estimávamos que a taxa de câmbio USDBRL para dezembro estaria em 5,00, agora estimamos 5,50. Junto com a alta de *commodities*, o câmbio foi veículo a majorar os efeitos da “importação” da redeflação global. A curva de juros, que no início de janeiro sustentava taxas de 3% no ramo curto e 7,3% em 10 anos, no início de dezembro observava 11,8% e 11,7%, respectivamente. O índice Ibovespa que chegamos a estimar em 135 mil pontos para dezembro, aproxima-se atualmente de valores pouco acima de 100 mil pontos.

Será por esse canal, de piora das condições financeiras, que o ajuste macroeconômico se dará nos próximos meses, buscando a normalização dos diversos choques remanescentes da pandemia do Covid-19. O rescaldo de todo esse processo afetará o crescimento de 2022 e 2023 e, caso não haja nova ancoragem das expectativas na política fiscal, haverá a possibilidade de a política monetária, sozinha, não conseguir sucesso no controle da inflação.

Com o aumento do risco e a piora das condições financeiras, rebaixamos pela quarta vez a nossa projeção de PIB para 2022, de 2% até julho para 0,7% agora, em dezembro. E, dadas as atuais condicionantes,

¹Consideramos na trajetória de longo prazo da dívida pública as estimativas de resultado primário ao longo do ano (mais detalhes na seção de Política Fiscal), com juro neutro em 4% ao ano e PIB potencial em 1,5% ao ano.



estimamos em -0,2% o PIB de 2023, abaixo do PIB potencial, estimado em 1,5% a.a. Podemos traduzir o impacto geral dessa deterioração para o conjunto da economia em cerca de R\$300 bilhões até 2023.

Observando de modo segmentado, poderá haver incremento de 9 p.p sobre a dívida bruta do País, com um maior custo de rolagem médio anual em pouco menos de 3 p.p., equivalente a R\$240 bilhões a.a. em conta maior de juros. Traduzindo para o mercado de trabalho, o Brasil deixará de gerar 1,5 milhão de empregos nos próximos dois anos, ou mais de R\$3 bilhões em massa de salários, por mês. Para as famílias e empresas, considerando-se o respectivo endividamento, o pagamento maior em juros seria de 40%, ou de R\$ 750 bilhões em dois anos, no total de ambas as carteiras.

Ou seja, os riscos adicionados à economia brasileira em 2021 deverão custar muito para as empresas, principalmente as médias e pequenas, para as famílias, especialmente as mais endividadas e que não tem folga para poupar, e para jovens e desempregados que deixarão de encontrar oportunidades no mercado de trabalho. É isso o que nos revela o balanço dos cenários de 2021 e a herança que será deixada para os próximos anos.



HIPÓTESES CHAVE DO NOSSO CENÁRIO BASE

Figura 2. Resumo das hipóteses fundamentais do nosso cenário macroeconômico para o Brasil

| TEMA | HIPÓTESES CHAVE |
|----------------------------|--|
| Internacional | <ul style="list-style-type: none"> A pandemia deve permanecer sob controle nas economias avançadas e novas variantes (por exemplo, a recém-descoberta Ômicron) não levarão a grandes contratemplos no processo de reabertura. A vacinação deve acelerar nos países emergentes. Os problemas das cadeias de suprimentos e escassez de energia estão desacelerando o crescimento global e elevando a inflação, mas a atividade deve permanecer robusta e as expectativas de inflação bem ancoradas. O Fed vai acelerar a redução das compras de ativos (<i>tapering</i>) em janeiro, encerrando o programa em março. Assumimos o início dos aumentos dos Fed Funds em maio, com mais dois aumentos em 2022 e quatro aumentos em 2023. |
| Commodities | <ul style="list-style-type: none"> Desaceleração econômica da China prejudica preços de <i>commodities</i> (em particular metais) em 2022. Programas de vacinação pelo mundo permitem maior mobilidade, estimulando a demanda. |
| Covid-19 | <ul style="list-style-type: none"> Vacinas se mostram eficazes contra novas variantes da COVID-19. Parcela da população vacinada segue crescendo no Brasil. Doses de reforço complementam a imunização da população adulta. |
| Política Fiscal | <ul style="list-style-type: none"> O efeito do choque de preços (via inflação e termos de troca) sobre a receita será temporário. As receitas extraordinárias de reestruturações corporativas reduzirão para a média dos últimos anos. As receitas de petróleo continuarão a aumentar com maior produção e preço mais alto. A situação de pandemia estará sob controle e nenhum novo estímulo fiscal “extra-teto” será necessário. A PEC dos Precatórios será aprovada e mudará o arcabouço fiscal para abrir uma margem para R\$120 bilhões em gastos em 2022. Esse novo quadro fiscal condicionará a discussão do orçamento 2022. Aumentos adicionais nos gastos obrigatórios serão limitados pela nova versão do teto de gastos - sem “mecanismos artificiais” para aumentar o espaço. Médio prazo: busca pela sustentabilidade da dívida, com a aprovação de reformas para controlar gastos e aumentar o PIB potencial, e mantendo o juro neutro abaixo de 4% a.a. em termos reais. |
| Setor Externo | <ul style="list-style-type: none"> Cotações de <i>commodities</i> favoráveis e fluxo de comércio internacional robusto favorecendo superávits comerciais, compensando maiores despesas com a conta de renda primária (dividendos). Riscos idiossincráticos (fiscais, políticos) deverão limitar o espaço para valorização significativa do real, enquanto a taxa de juros mais elevada deverá limitar o potencial de desvalorização. |
| Atividade Econômica | <ul style="list-style-type: none"> Recuperação perene da mobilidade urbana, sem contratemplos na reabertura econômica. A reabertura manterá em alta a demanda por trabalho, resultando em normalização da participação da força de trabalho e melhores condições de emprego. A quantidade de falências corporativas será limitada, de forma que não antevemos perda persistente e significativa da capacidade produtiva do país (PIB potencial). |
| Inflação | <ul style="list-style-type: none"> Os choques relacionados a pandemia serão temporários (quebra da cadeia de suprimentos, alta em preços de <i>commodities</i>, mudança da cesta de consumo e impulso da demanda via pacotes fiscais). O choque em preços de energia também será temporário: assumimos bandeira vermelha 2 (escassez hídrica) em dezembro de 2021 e amarela para dezembro de 2022. Aumentos limitados (sem choques) nos preços de serviços na fase inicial de reabertura. Inércia inflacionária temporariamente mais alta, mas não de forma permanente. |
| Política Monetária | <ul style="list-style-type: none"> O BCB seguirá buscando colocar a inflação no centro da meta para os horizontes relevantes. Para o ano-calendário de 2022, entretanto, a intensidade e natureza dos choques implicam que os esforços do Copom provavelmente serão insuficientes, apesar de uma postura bastante contracionista. Para o horizonte de 2023 (em diante), as mudanças recentes no quadro fiscal adicionaram outra camada de dificuldade para o controle das expectativas. Em meio a sinais de desancoragem das expectativas de médio e longo prazo, dado o risco fiscal, assumimos que o BCB se empenhará em manter sua capacidade de guiar as expectativas de inflação. |

Fonte: Santander.



AMBIENTE INTERNACIONAL: Menor ímpeto da atividade e da inflação

O ambiente internacional segue se deteriorando para as economias emergentes. Nosso cenário ainda antevê uma robusta recuperação econômica global, reflexo dos fortes estímulos monetários e fiscais. No entanto, a retirada dos estímulos monetários por parte do banco central norte-americano (Federal Reserve) deve se dar de forma mais acelerada do que antecipávamos, com três altas de juros ainda em 2022. Além disso, o aumento de casos de coronavírus nas economias desenvolvidas – em particular na Europa – e o surgimento de uma nova variante vem preocupando, principalmente por conta da possibilidade da volta de restrições rigorosas à mobilidade urbana e atividade econômica.

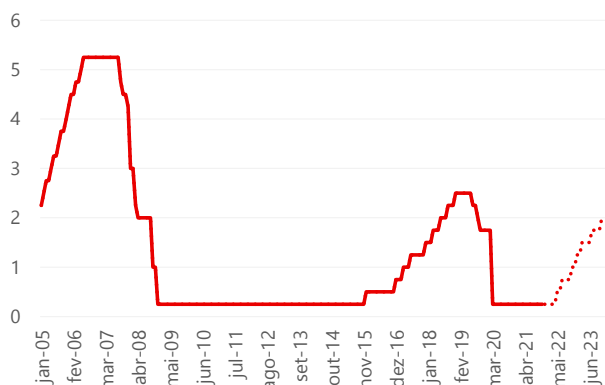
Diante do crescimento robusto, da rápida recuperação do mercado de trabalho e, principalmente, da forte pressão inflacionária, o ritmo de retirada de estímulos por parte do Fed de ser mais acelerado do que antecipávamos. A comunicação recente do Fed corrobora com a nossa visão, com membros importantes discursando em diversas ocasiões, e com a ata da última reunião do FOMC reforçando esta possibilidade. A partir de janeiro de 2022, o Fed deve acelerar o ritmo de redução de compras de ativos (*tapering*), encerrando o processo em março de 2022 e deixando a porta aberta para alta de juros em seguida. Portanto, acreditamos que o Fed deve iniciar o ciclo de alta de juros já em maio de 2022, com mais duas altas no mesmo ano, e quatro altas em 2023.

As pressões inflacionárias nas principais economias estão se mostrando mais intensas e mais persistentes do que se antecipava. Diante disso, muitos bancos centrais de países desenvolvidos e, particularmente, emergentes, já começaram a subir juros, ou indicaram que devem iniciar a normalização da política monetária nos próximos meses, o que deve provocar um aperto nas condições financeiras globais, que por ora seguem muito expansionistas.

Do lado da pandemia, as principais economias desenvolvidas estão observando um forte aumento nos números de contaminações. A piora ocorre principalmente na Europa, com algumas economias impondo restrições mais severas. Nos EUA também se nota uma piora, mas o presidente Joe Biden afastou a possibilidade de restrições adicionais. A preocupação aumenta diante do surgimento da nova variante ômicron, com receio de que ela possa escapar mais facilmente das vacinas disponíveis atualmente. Estudos científicos deverão trazer mais detalhes desta variante nas próximas semanas.

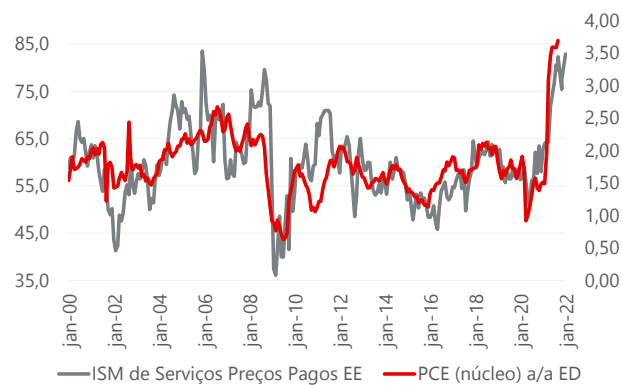
O nosso cenário base global segue contando com uma recuperação econômica global, mas com mais riscos atingindo tanto a atividade como a inflação. A piora da pandemia no hemisfério norte e o iminente início de normalização da política monetária por parte do Fed tornam o cenário global menos favorável para economias emergentes.

Figura 3. EUA: Fed Funds histórico e projetado (%)



Fontes: Federal Reserve, Santander.

Figura 4. EUA: PCE (núcleo) vs ISM de serviços



Fontes: Bloomberg, Santander



COMMODITIES: Produção de petróleo ainda deficitária

Os preços das *commodities* agrícolas tiveram algum alívio devido ao clima favorável, mas a escassez de gás na Europa se arrasta, aumentando o déficit no mercado de petróleo. Ainda assim, mantemos nossa visão de que a maioria dos preços das *commodities* continuará a cair após a alta gerada pela pandemia, uma vez que a escassez de gás fique para trás.

Na parte de *commodities* agrícolas, o USDA prevê uma safra recorde de soja e a segunda maior de todos os tempos para o milho nos EUA. Enquanto isso, as perspectivas da América Latina para a safra 2021-22 continuam promissoras devido às chuvas de novembro. Ainda assim, um *La Niña* fraco está acontecendo e tem causado chuvas na Austrália, atrasando e ameaçando a colheita e a qualidade do trigo. Quanto à demanda, o apetite da China por grãos dos EUA tem sido fraco recentemente, significativamente abaixo das expectativas do mercado.

Na parte de energia, os preços do carvão na Ásia recuaram depois que a China aumentou sua produção doméstica e suas importações de carvão (principalmente da Rússia). Por outro lado, a escassez de gás natural na Europa se arrasta. Com 72%, o armazenamento de gás europeu é significativamente menor que nos últimos anos (90% em média nos últimos cinco anos). Ainda que o problema deva ser temporário, o risco é que a crise energética continue a desencadear efeitos secundários na economia. Quanto ao petróleo, ainda vemos um mercado deficitário, já que os estoques globais estão baixos e os produtores (de membros da OPEP+ a empresas independentes de xisto dos EUA) sofrem para elevar a produção após anos com baixos investimentos. A disseminação da nova variante Covid-19 (Ômicron) é um risco baixista, podendo levar a novas restrições de mobilidade.

Na parte de metais, o aumento disseminado dos preços foi impulsionado pela escassez de energia que forçou cortes na produção de alumínio ao zinco, seja pelo aumento dos custos de energia (Europa) ou por conta de racionamento (China). Os metais industriais são intensivos em energia, de forma que seus preços geralmente acompanham os preços de energia ao longo do tempo. Quanto ao minério de ferro, o setor imobiliário na China continua desacelerando, com vendas fracas e crédito desacelerando. De modo geral, ainda vemos a desaceleração econômica na China pesando na demanda por metais.

Em nossa opinião, o mercado de *commodities* alimentícias continua apertado, mas produtividades acima do esperado nos principais países produtores geram expectativas de alívio na inflação de alimentos adiante. Em energia, esperamos que os preços do gás natural permaneçam altos nos próximos meses; para o petróleo ainda esperamos uma resposta lenta da produção dos principais países exportadores, apesar da crescente demanda. Esperamos que os preços de metais sigam pressionados no curto prazo pela crise de energia. No médio prazo, a perspectiva de demanda da China segue fraca, dada a desaceleração da atividade imobiliária, apesar dos novos estímulos, o que deve contribuir para uma queda futura.

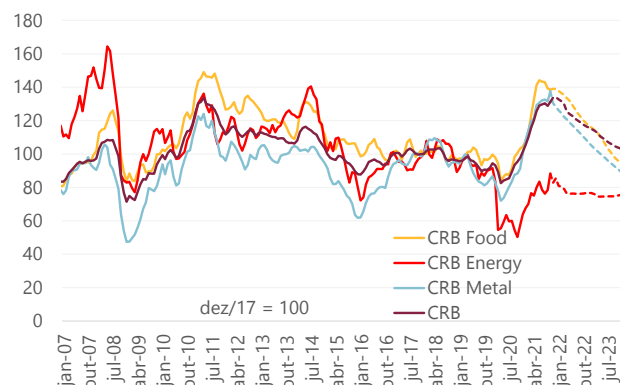
Figura 5. Nossas projeções para o índice CRB – fim de período

| Fim do período | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|----------------|------|------|--------|--------|-------|
| CRB Food | 331 | 355 | 472 | 397 | 319 |
| CRB Energy | 1647 | 1161 | 1554 ↑ | 1397 ↑ | 1375 |
| CRB Metal | 749 | 887 | 1135 | 943 | 787 |
| CRB | 401 | 444 | 577 ↑ | 498 ↑ | 444 |

| a/a | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| CRB Food | 1% | 7% | 33% | -16% | -20% |
| CRB Energy | 2% | -30% | 34% | -10% | -2% |
| CRB Metal | -11% | 18% | 28% | -17% | -17% |
| CRB | -3% | 11% | 30% | -14% | -11% |

Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 6. Nossas projeções para o índice CRB – média mensal



Fontes: Bloomberg, Santander.



COVID-19: Incertezas geradas pela variante Ômicron

O nível de infecções, hospitalizações e mortes segue recuando em todo o país. Esperamos um ritmo médio de vacinação de 1,5 milhão de doses por dia até o final do ano (doses de reforço já sendo administradas), o suficiente para imunizar toda a população adulta. Apesar do risco da variante Ômicron, acreditamos que uma nova rodada de medidas de isolamento social seja improvável.

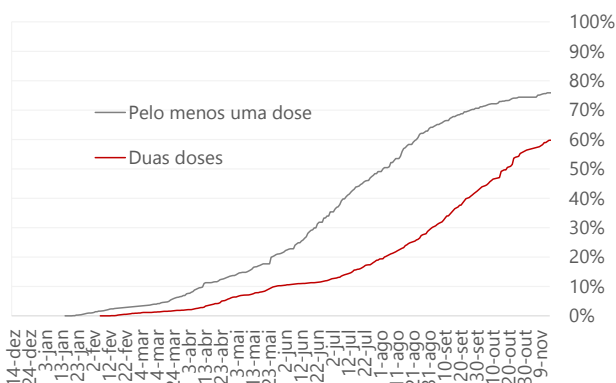
No final de novembro, a média móvel de 7 dias de novos casos estava perto de 9 mil por dia, o nível mais baixo desde maio de 2020. A média diária de mortes ficou em torno de 273 por dia, o nível mais baixo desde abril de 2020. Nosso *proxy* para a taxa média nacional de ocupação de UTIs continua a cair, ficando abaixo de 37%, o que se compara a um pico anterior de 92% no final de março.

Com quase 62% da população totalmente imunizada, a campanha de vacinação segue com doses de reforço sendo oferecidas a maiores de 18 anos, disponíveis cinco meses após a 2ª dose. Dessa forma, a taxa de vacinação deverá seguir em linha com nosso cenário base, no qual assumimos 1,5 milhão de doses aplicadas por dia no 2S21. Nesse ritmo, esperamos que toda a população adulta esteja imunizada (duas doses) até o final de 2021. Em 28 de novembro, cerca de 291 milhões de doses haviam sido administradas no país.

Até o momento, há pouca informação sobre a variante Ômicron, que possui um número preocupante de mutações. Ainda não está claro se é mais transmissível ou se causa doenças mais graves do que as variantes anteriores. Os resultados de algumas pesquisas em andamento são aguardados nas próximas semanas. Considerando o conjunto de informação (bastante limitado) que dispomos até agora, acreditamos que uma nova rodada de medidas de isolamento social seja improvável.

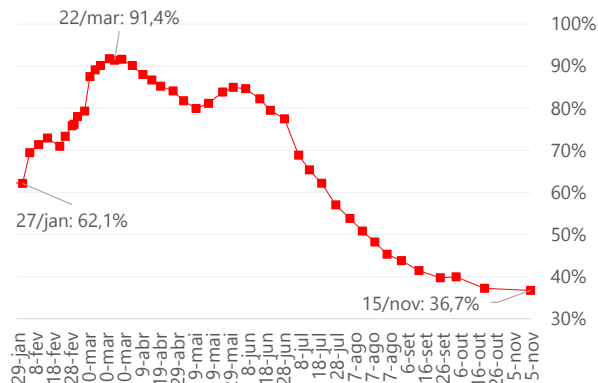
Para 2022, o Ministério da Saúde estima que serão necessárias 340 milhões de doses, fornecidas principalmente pela Fiocruz/AstraZeneca e pela BioNTech/Pfizer. O calendário de entrega ainda não foi divulgado. A nosso ver, a maior contenção da pandemia (obtida através do avanço da vacinação) manterá a consistência dos ganhos na mobilidade urbana vistos nos últimos meses. Os dados apoiam nossa premissa de uma reabertura plena dos serviços socialmente integrados e de uma “normalização total” da economia ampla até o final de 2021.

Figura 7. – Vacinação (% da população)



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.

Figura 8. – Proxy da taxa média nacional de ocupação de UTIs (%)



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.



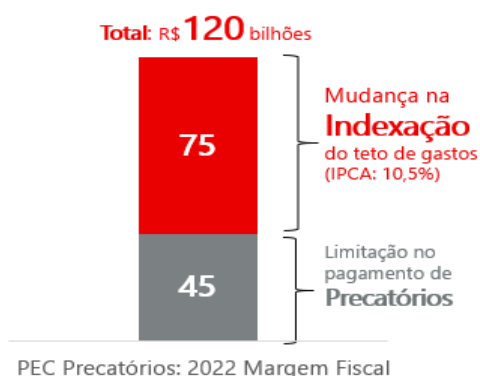
POLÍTICA FISCAL: “Desancorados” diante de uma trajetória altista da dívida pública

Nossa projeção de primário para 2021 segue melhorando com receitas acima do esperado. Vemos chances de um pequeno superávit primário no ano, o primeiro em quase uma década, ajudado por um forte resultado dos governos regionais. Para 2022 em diante, no entanto, projetamos um déficit ainda maior, após a (provável) mudança no arcabouço fiscal, que abrirá margem para maiores gastos. Observamos também uma deterioração do resultado nominal em função do aumento da inflação e da taxa Selic. Como resultado, projetamos uma trajetória ainda mais altista para a dívida bruta no médio prazo, com a estabilização se tornando cada vez mais arriscada.

Seguimos projetando números fiscais melhores para 2021, com base em receitas extraordinárias, o efeito da inflação na arrecadação e a alta nas receitas relacionadas ao setor de petróleo. Além disso, incorporamos maiores dividendos de empresas estatais (+R\$ 10 bilhões). O recente aumento nos preços de energia também está impulsionando o forte superávit primário dos governos regionais. Nesse contexto, reduzimos nossa projeção de déficit primário do setor público. E não podemos descartar a possibilidade de um leve superávit primário, dependendo da execução das despesas orçamentárias no final de ano. Ainda assim, acreditamos que a melhora do resultado em 2021 tende a ser temporária, haja vista que o processo de desinflação e a convergência para o centro da meta ao longo dos próximos anos tendem a desacelerar o crescimento da receita. Além disso, vemos a alta nos preços de *commodities* como temporária. Do lado da despesa, boa parte das despesas obrigatórias é indexada à inflação, com os impactos somente se materializando nos anos subsequentes. Na estimativa da dívida bruta, incorporamos uma alta de custo, impactado pela alta da Selic e do IPCA. Para 2022 em diante, desde nossa última revisão de cenário, incorporamos os efeitos da PEC dos Precatórios (conforme aprovado na Câmara). Estimamos que a nova legislação irá criar uma margem fiscal para novos gastos de cerca de R\$120 bilhões para 2022 e R\$17 bilhões para 2023, aumentando a capacidade de elevar gastos dentro do limite do teto constitucional. Assim, a PEC permitirá ao governo acomodar maiores gastos sem “descumprir” a regra fiscal. Nesse cenário, acreditamos que o orçamento para o (novo programa social) Auxílio Brasil para 2022 será da ordem de R\$ 85 bilhões, atingindo 17 milhões de famílias com benefício mensal de R\$ 400. Assim, vemos um déficit primário maior à frente, com uma trajetória de consolidação fiscal mais difícil para se alcançar um saldo primário que estabilize a dívida pública (> 2,0% para manter a dívida em 90% do PIB). Em nosso novo cenário, um superávit primário somente será verificado em 2027-28, quatro anos depois na comparação com um cenário contrafactual sem os efeitos da PEC dos Precatórios. Além disso, para o médio prazo, nossas projeções indicam que o teto de gastos perdeu sua capacidade de contribuir com o processo de consolidação fiscal. Em nossa opinião, a decisão de aumentar os gastos e mudar o arcabouço fiscal implica um caminho ainda mais arriscado para a estabilização da dívida no longo prazo. Estimamos um patamar de longo prazo acima de 100% do PIB, acima da média das economias emergentes (~60% do PIB). Esse quadro reforça a necessidade de novas reformas estruturais.

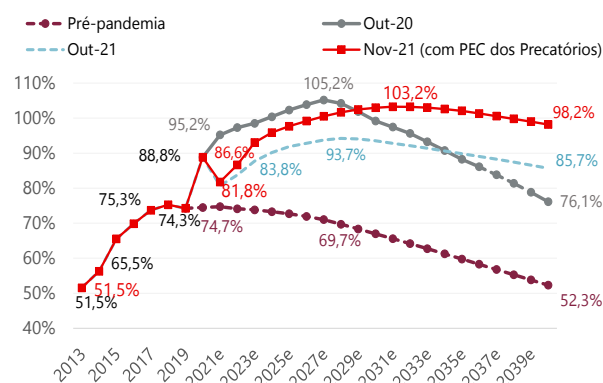
Com relação às novas projeções, estimamos um déficit primário do setor público em 2021 de R\$ 10 bilhões (0,1% do PIB), ante R\$ 25 bilhões projetados em novembro. Esta projeção conta com superávit primário dos governos regionais de R\$ 90 bilhões (1,0% do PIB). Para 2022, vemos alta do déficit para R\$ 155 bilhões (1,7% do PIB) e, uma leve queda para 1,3% do PIB em 2023. Também projetamos que a dívida bruta atinja 81,8% do PIB em 2021 (2020: 88,8% do PIB). Estimamos um pico em 2030 em cerca de 103% do PIB (+9,0 pp acima do cenário base antes do PEC dos Precatórios). Por conseguinte, esperamos uma queda para 98% do PIB em 2040, assumindo a implementação de reformas no âmbito macro e fiscais.

Figura 9. – Margem fiscal para novas despesas



Fonte: Congresso Nacional, Santander.

Figura 10. – Simulações para a dívida bruta



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.



SETOR EXTERNO: Pequenas mudanças, mesmo enredo

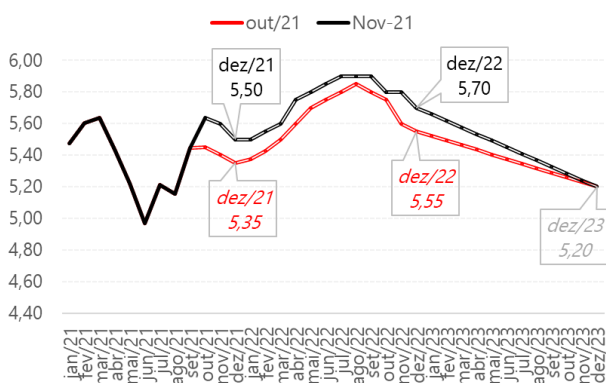
Indicações recentes de alterações no arcabouço fiscal têm pesado no desempenho da taxa cambial e as incertezas nesta seara deverão se elevar em 2022. Este quadro deverá contribuir para desvalorização adicional da moeda nacional no próximo ano. O enfraquecimento do real, entre outros fatores, deverá contribuir para a geração de déficits em transações correntes abaixo dos padrões históricos por um período ainda mais longo.

Em nosso relatório *Perdendo a Âncora* publicado em 5 de novembro, apresentamos projeções revisadas para a taxa de câmbio entre 2021 e 2023 diante dos sinais de alterações no arcabouço da política fiscal que se mostraram mais profundas do que imaginamos na revisão de cenário divulgada em outubro. Desde então, esta discussão tem avançado no Congresso Nacional, indicando assim uma flexibilização nas restrições orçamentárias para 2022 e reforçando assim nossa percepção de deterioração nas perspectivas para a dívida pública nos próximos anos. Em nossa visão, a reversão desta percepção depende da retomada de discussões acerca de reformas estruturais, que tragam medidas de controle de despesas públicas (especialmente no caso das obrigatórias) e que elevem o investimento e a produtividade da economia.

Porém, o próximo ano poderá trazer uma maior volatilidade cambial, refletindo incertezas quanto a este panorama de macro reformas, crescimento potencial e, particularmente, trajetória da dívida pública. É verdade que o nível mais elevado da taxa de juros doméstica poderá atenuar parcialmente as pressões altistas na taxa de câmbio, mas não será suficiente para conter uma eventual depreciação da moeda. Especialmente tendo em vista o início da normalização de política monetária nos EUA, que deverá favorecer um fortalecimento do dólar em escala global (mais detalhes na seção Ambiente Internacional).

Em resposta à moeda mais fraca, demanda externa favorável, preços ainda elevados de *commodities* e recuperação econômica doméstica menos pujante, as transações correntes deverão seguir registrando déficits abaixo dos padrões históricos em 2021 (-US\$19,4 bilhões) e 2022 (-US\$11,7 bilhões). Antes, projetávamos que as transações correntes registrariam déficits menores (-US\$0,5 bilhão em 2021 e -US\$0,4 bilhão no próximo ano), mas revisões recentes na série de dados e resultados comerciais abaixo do imaginado responderam pela maior parte das mudanças de projeções em 2021. Com relação aos dados comerciais, esperamos que as suspensões temporárias de exportações e o maior volume de importações derivado de problemas domésticos na cadeia de suprimentos sejam superados no futuro próximo. Para 2022, além da moeda mais enfraquecida, também tivemos revisões em nossas projeções de crescimento, que explicam o encolhimento no déficit. Avaliando seus componentes, suas dinâmicas se mantiveram inalteradas, com a balança comercial ainda indicando superávits vultosos, a conta de serviços ainda impactada por lenta expansão da renda e, por fim, a conta de renda primária permanecendo com déficits baixos para seus padrões históricos. Em suma, a solidez da posição externa brasileira deverá seguir contrastando com o fraco desempenho do real.

Figura 11. Taxa de câmbio nominal (R\$/US\$)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 12. Projeções do balanço de pagamentos

| US\$ bilhões | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Transações correntes | -65,0 | -25,9 | -19,4 | -11,7 | -34,8 |
| Balança comercial | 26,5 | 32,4 | 47,6 | 62,6 | 43,3 |
| Exportações | 225,8 | 210,7 | 272,6 | 300,5 | 297,0 |
| Importações | 199,3 | 178,3 | 225,0 | 237,8 | 253,7 |
| Serviços | -35,5 | -20,9 | -19,0 | -26,6 | -27,3 |
| Viagens Internacionais | -11,6 | -2,3 | -3,4 | -7,8 | -8,7 |
| Aluguel de Equipamentos | -14,6 | -11,9 | -8,9 | -14,8 | -14,7 |
| Outros | -9,3 | -6,7 | -6,7 | -3,9 | -3,9 |
| Renda Primária | -57,3 | -39,7 | -51,0 | -50,7 | -53,8 |
| Lucros & Dividendos | -31,9 | -18,3 | -25,4 | -33,4 | -36,7 |
| Juros | -25,5 | -21,5 | -25,6 | -17,3 | -17,1 |
| Renda Secundária | 1,2 | 2,3 | 3,0 | 3,0 | 3,0 |
| Investimento direto no País | 69,2 | 44,7 | 57,8 | 64,7 | 65,8 |
| Financ. Externo (-=necessidade / +=excesso) | 4,1 | 18,7 | 38,4 | 53,0 | 31,0 |

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.



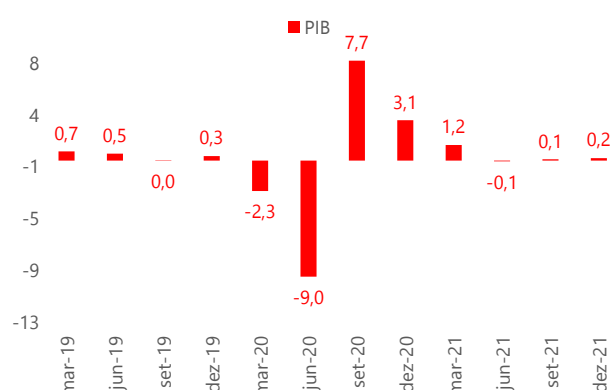
ATIVIDADE ECONÔMICA – PIB: Reduzindo as estimativas para 2021, 2022 e 2023

Reduzimos nossas projeções de PIB para o horizonte de 2021 a 2023. Para este ano, nossa estimativa é de 4,7% (antes: 4,9%), com a atividade no 3T21 mostrando-se aquém do esperado, principalmente devido ao fraco desempenho dos setores de bens. O maior grau de reabertura da economia e os preços favoráveis das *commodities* ainda sustentam as perspectivas de um crescimento positivo no próximo ano. No entanto, uma trajetória de política monetária mais contracionista e uma piora nas condições financeiras motivou a redução da nossa estimativa de crescimento do PIB de 2022 para 0,7% (antes: 1,0%) e de 2023 para -0,2% (antes: 0,0%).

O índice de atividade ampla do Banco Central (IBC-Br) – uma espécie de *proxy* para o PIB mensal – retraiu 0,14% t/t-a.s. no 3T21², encerrando um trimestre com desempenho aquém do esperado e refletindo uma atividade econômica modesta e heterogênea. De fato, os setores relacionados ao mercado de bens (indústria e varejo) retraíram 1,7%, enquanto os serviços mais cíclicos cresceram 3,0%. A ambiguidade entre a solidez dos gastos com serviços e a fraca demanda por bens observada no 3T21 reflete a gradual normalização das condições de saúde e mobilidade, favorecendo a reabertura dos serviços e implicando uma composição mais “normal” no consumo das famílias. Estes números motivaram a redução de nossa projeção de crescimento do PIB do 3T21 para 0,1% t/t-a.s. (de +0,3% na última revisão), bem como nossa projeção para 2021 para +4,7% (antes: +4,9%). Nossa expectativa de um 3T21 com crescimento advém de expectativas de boas contribuições para o crescimento dos segmentos de serviços que ainda apresentam grande ociosidade em relação ao período pré-pandemia (e.g., Outros Serviços e Serviços Públicos³, que correspondem por mais de 30% do PIB). Vale ressaltar que o IBGE costuma publicar revisões importantes da série histórica do PIB na divulgação do terceiro trimestre. Não é tarefa simples antecipar tais movimentos, de forma que nossos números não trazem nenhuma hipótese específica sobre essas revisões⁴.

Uma trajetória de política monetária mais apertada nos levou a reduzir nossa estimativa do PIB de 2022 para 0,7% (antes: 1,0%) e de 2023 para -0,2% (antes: 0,0%). Para 2022, esperamos boas contribuições para o crescimento advindas da recuperação mecânica do setor de serviços, principalmente daqueles segmentos que ainda apresentam ociosidade em relação ao patamar pré-pandemia. Também esperamos uma contribuição positiva da recuperação do mercado de trabalho (tendo como subproduto uma expansão da massa salarial real⁵) e do desempenho de setores menos cíclicos ligados às *commodities*. Espera-se que esses fatores sejam ofuscados pelos efeitos defasados de uma política monetária mais restritiva e condições financeiras contracionistas. Para 2023, os efeitos defasados destes fatores deverão prevalecer, levando a uma retração da atividade econômica.

Figura 13. Crescimento do PIB (t/t-a.s., %)



Fontes: IBGE, Santander. Estimativas para 3T21 e 4T21.

Figura 14. Decomposição da projeção de PIB (%)

| | Projeções PIB | | | | |
|----------------------|---------------|------------|-------------|------------|------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e |
| PIB Total | 1,8 | 1,4 | -4,1 | 4,7 | 0,7 |
| Agricultura | 1,3 | 0,6 | 2,0 | 2,3 | 5,0 |
| Indústria | 0,7 | 0,4 | -3,5 | 4,7 | -1,4 |
| Serviços | 2,1 | 1,7 | -4,5 | 4,9 | 1,3 |
| Consumo das Famílias | 2,4 | 2,2 | -5,5 | 3,4 | 1,0 |
| Consumo do Governo | 0,8 | -0,4 | -4,7 | 1,4 | 2,1 |
| FBCF | 5,2 | 3,4 | -0,8 | 14,4 | -0,6 |
| Exportações | 4,1 | -2,4 | -1,8 | 6,8 | 2,0 |
| Importações | 7,7 | 1,1 | -10,0 | 12,0 | 4,7 |

Fontes: IBGE, Santander.

² Santander Brazil - “3Q21 Not as Strong as Previously Thought” – (16/nov/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-Econact-111621>

³ Outros Serviços incluem serviços de lazer, restaurantes, saúde e educação (mercantis); Serviços Públicos incluem serviços da administração pública, saúde e educação (não-mercantis).

⁴ No momento da escrita desta seção, os dados do PIB do 3T21 não haviam sido divulgados, sendo a data de divulgação prevista para o mesmo dia da publicação deste relatório.

⁵ Santander Brazil - “Observando as Discussões Fiscais e os Sinais do Federal Reserve” – (29/out/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-perspmacro-291021>. Consulte a seção de Mercado de Trabalho.



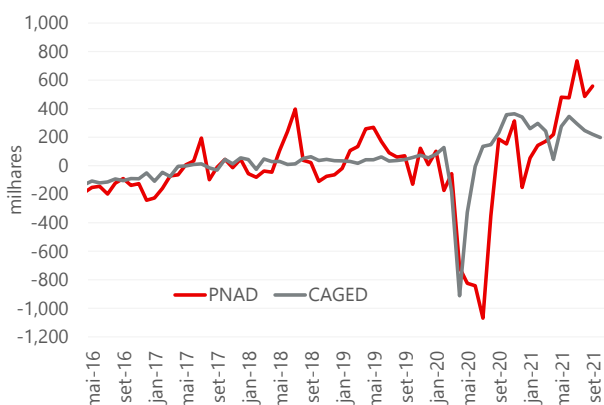
ATIVIDADE ECONÔMICA - EMPREGO: Desocupação persistentemente alta

Diante de uma trajetória de política monetária mais restritiva e de um maior nível de incerteza econômica, estamos revisando (para cima) nossa trajetória para a taxa de desemprego. À medida que o efeito positivo da reabertura se esgota, uma frágil atividade econômica deve limitar o espaço para o crescimento do emprego. Com isso, antevemos agora uma taxa de desocupação estável, e em patamares elevados, ao longo de 2022 e 2023. Já contabilizando a revisão da série na divulgação da PNAD de setembro, estimamos uma taxa média de desemprego de 13,8% em 2021 (inalterada em relação à última revisão), 14,0% em 2022 (anteriormente 13,7%) e 14,0% em 2023 (anteriormente 12,9%).

Com base na Pesquisa Nacional de Amostra de Domicílios (PNAD) do IBGE, calculamos que a taxa de desemprego com ajuste sazonal ficou em 12,8% em setembro, uma queda em relação ao patamar de agosto (13,1%). A PNAD de setembro teve uma revisão metodológica que impactou toda a série histórica⁶. Com base no CAGED de outubro, estimamos que a criação líquida de empregos com ajuste sazonal desacelerou para +197 mil, de +220 mil em setembro. Desde abril, uma nova rodada do programa governamental de apoio ao emprego (BEm) limitou as demissões, em nossa opinião, e também ajudou a impulsionar a criação líquida de empregos. Acreditamos que o fim do programa em 26 de agosto coincidiu com mais demissões.

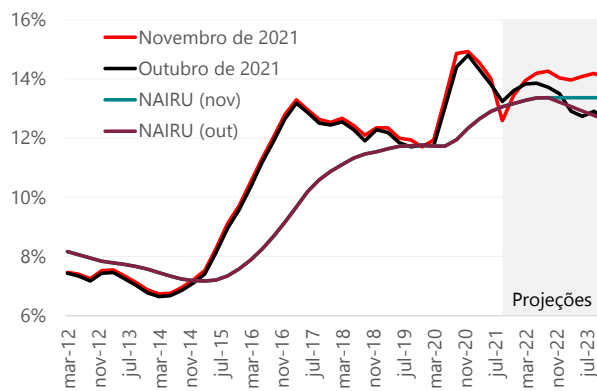
Revisamos nossa trajetória esperada para a taxa de desemprego em 2021, 2022 e 2023. As revisões recentes da série da PNAD alteraram ligeiramente para cima a trajetória observada do desemprego, com impactos reduzidos sobre nossas projeções. No entanto, as mudanças recentes no quadro fiscal impactaram negativamente nossa trajetória projetada para o emprego, uma vez que a desancoragem das expectativas de inflação levou a uma trajetória mais restritiva de política monetária (+300 p.b. em nossa estimativa para a taxa Selic para o fim de 2022, desde a última revisão regular do cenário, veja detalhes na seção de Política Monetária), e esperamos níveis de incerteza ainda maiores ao longo de 2022 e 2023. Como resultado, a atividade econômica debilitada deve limitar o espaço para crescimento do emprego, e projetamos que a taxa de desemprego permanecerá relativamente estável, em níveis elevados, em 2022 e 2023. Mantivemos a taxa média de desemprego projetada para 2021 em 13,8% após a revisão metodológica observada nos dados de setembro. Esperamos taxa média de desemprego em 14,0% tanto em 2022 como em 2023 (antes: 13,7% e 12,6%, respectivamente). Avaliamos que a tendência do mercado de trabalho piorou consideravelmente, uma vez que não esperamos mais redução da taxa de desemprego ao longo dos próximos dois anos. Continuamos acreditando que o mercado de trabalho seguirá com considerável ociosidade, com a taxa de desemprego se mantendo abaixo do nível da NAIRU (desemprego estrutural) ao longo do período.

Figura 15. Criação líquida de empregos formais (sa)



Fontes: IBGE, Ministério do Trabalho, Santander.

Figura 16. Revisões na taxa de desemprego (sa)



Fontes: IBGE, Santander.

⁶ Santander Brazil Labor Market - "Labor Market Decelerates as Reopening Effects Weaken" - (30/nov/2021) - Disponível no "link" (em inglês): <https://bit.ly/Std-labor-113021>



ATIVIDADE ECONÔMICA – CRÉDITO: Sinais de alerta para inadimplência PF

Devido ao forte crescimento no endividamento das famílias, maior inflação e taxas de juros, esperamos um ritmo mais lento de novas concessões e inadimplência ligeiramente mais elevada.

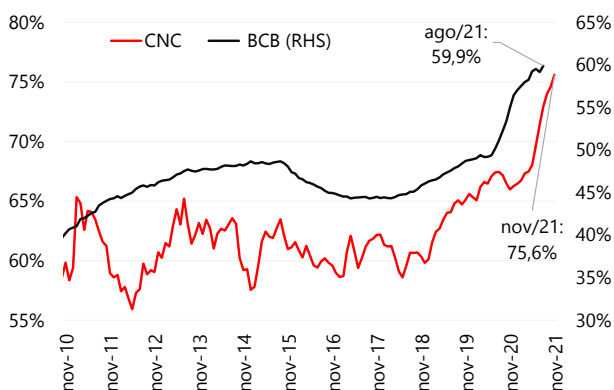
Em outubro, o saldo do crédito total do Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresentou crescimento real de 4,8% a/a para R\$ 4,5 trilhões (alta de 8,1% a/a para PF e de 0,6% a/a para PJ). As novas concessões reais dessazonalizadas (de acordo com a metodologia do BC) tiveram um crescimento de 2,3% m/m (-0,8% para PF e -4,8% para PJ). Refletindo a alta da Selic, a taxa média de juros chegou a 23,2% a.a. (22,2% a.a. para PF e 16,7% a.a. para PJ). Dificilmente os empréstimos bancários manterão um ritmo acelerado adiante, e o principal motivo é o elevado endividamento das famílias e as perspectivas para as condições econômicas e financeiras menos propícias ao crescimento do crédito, em comparação com os últimos dois anos.

No conceito do Banco Central (saldo de dívidas de pessoas físicas em relação à massa salarial ampliada disponível dos últimos 12 meses), o endividamento familiar total chegou a 59,9% em agosto. Esta estatística é de 37,0%, se excluirmos o financiamento imobiliário. Ambos os números são recordes históricos altistas das séries (iniciadas em 2005), e também fruto de uma certa estagnação da massa salarial, concomitante com um sólido crescimento dos saldos nos últimos 2 anos.

Considerando-se o indicador de endividamento das famílias calculado pela Confederação Nacional do Comércio (CNC) – por meio de pesquisa realizadas em todas as capitais brasileiras, com aproximadamente 18 mil consumidores – os resultados vão na mesma direção. Os números de novembro mostram que 75,6% das famílias relataram ter dívidas. O indicador sobe para 77% para famílias com renda de até dez salários mínimos. Esses números geralmente antecipam tendências mostradas pelas séries do BCB (dados oficiais).

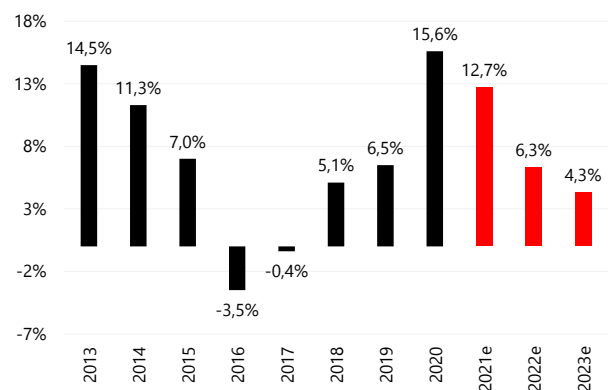
Após um ano de crescimento das concessões e de salários estagnados, a inadimplência se torna um ponto de atenção. Assim, para o próximo ano, espera-se desaceleração no crescimento das concessões, tendo em vista o cenário macroeconômico (juros mais elevados, em particular). Então, a inadimplência deve voltar a patamares superiores aos da pré-pandemia, mas não deverá voltar a níveis próximos dos picos da série. Acreditamos que reformas recentes que permitiram aumento das informações que as instituições financeiras acessam sobre o comportamento dos tomadores resultarão em menor patamar estrutural de perdas com crédito e aumento da produtividade no mercado creditício.

Figura 17. Dívida total das famílias



Fontes: Banco Central, CNC, Santander.

Figura 18. Crescimento anual do saldo creditício



Fontes: Banco Central, Santander.



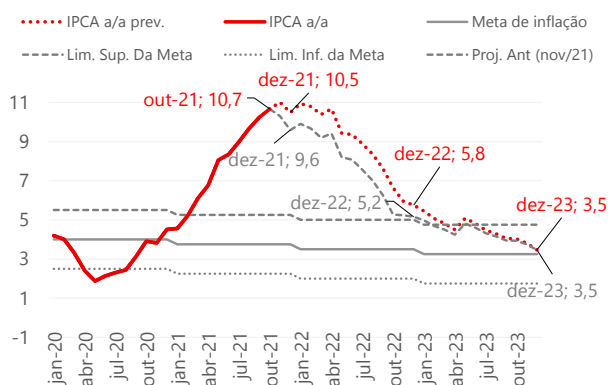
INFLAÇÃO: Um platô, com composição desfavorável

Mais uma vez, elevamos nossas projeções de inflação. O IPCA 2021 foi alterado para 10,5% (antes 9,6%) e o IPCA 2022 para 5,8% (antes 5,2%). O nível e a composição da inflação parecem cada vez mais desfavoráveis para 2022 e 2023, e projetamos convergência ao centro da meta apenas em 2024(3,00%).

Desde nossa última revisão de cenário, o choque global de energia foi parcialmente dissipado: os preços do carvão recuaram, mas os preços do gás natural seguem altos. Além disso, os choques anteriores persistem - como os problemas na cadeia global de suprimentos - e continuam se espalhando para os preços gerais. Assim, estamos revisando o IPCA 2021 de 9,6% para 10,5% (núcleos: de 6,7% para 7,0%) e o IPCA 2022 de 5,2% para 5,8% (núcleos: de 5,8% para 6,2%). Para o curto prazo (i.e., até o final de 2021), todos os grupos foram revisados para cima. Nos preços administrados, o destaque foi combustíveis, com a redução da oferta global de energia impactando este item. Outros preços voláteis, como alimentos, tiveram uma leve revisão para cima, ainda refletindo choques persistentes. Mais importante, grupos ligados às medidas de núcleos de inflação também foram revisados para cima. Bens industriais subiram de 10,5% para 11,6%, por conta das surpresas de curto prazo e da persistência de problemas na cadeia de suprimentos global. Serviços foram de 4,8% para 5,0%, por conta de um espalhamento mais intenso dos choques primários. Olhando mais adiante (2022), continuamos acreditando que os diversos choques que atingiram a economia são temporários. Porém, o tamanho e a persistência destes choques seguem surpreendendo. Como resultado, o transbordamento para os preços gerais está se intensificando e a inércia parece ganhar força neste momento, particularmente com o setor de serviços começando refletir o efeito do processo de reabertura da economia. Além disso, incertezas relacionadas a pandemia continuam a sinalizar riscos altistas para nossa projeção, de forma que a inflação pode se mostrar ainda mais persistente do que estimamos. Agora não mais estimamos um pico para a inflação (i.e., por um mês), mas sim um platô (i.e., por vários meses) em torno de 10,5% até o final do 1T22.

Nossa projeção para o IPCA 2021 se encontra não somente acima do centro da meta (3,75%), mas também do limite superior da banda (5,25%). O mesmo vale para 2022: nossa projeção está acima do centro da meta (3,50%) e do teto (5,00%). O balanço de riscos ainda pende para cima, em nossa visão, pois ainda há altas acumuladas no atacado que podem chegar ao consumidor. Além disso, há um risco de um maior transbordamento dos choques primários para os preços gerais em 2022, especialmente com a reabertura da economia facilitando esse repasse. Por outro lado, um dos poucos riscos baixistas que começamos a monitorar, e que pode reduzir a assimetria altista para o IPCA 2022, é a inflação de alimentos: as melhores previsões climáticas para o setor agrícola têm se confirmado, o que pode ajudar a safra de grãos e reduzir a pressão sobre preços de alimentação no domicílio. Apesar do alto patamar e composição desfavorável da inflação, não antevemos um cenário de ruptura, acreditando que o ciclo de alta da Selic deverá trazer a inflação para 3,50% em 2023, um pouco acima do centro da meta (mais detalhes na seção de Política Monetária). Porém, reconhecemos riscos altistas para 2023, em meio a um processo de alterações no arcabouço fiscal que podem seguir impactando de forma adversa as expectativas de inflação de médio e longo prazo.

Figura 19. Projeção do IPCA (%)



Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.

Figura 20. Detalhes da projeção (%)

| | 2021 | | | 2022 | | |
|-------------------------|--------|------|-------|--------|------|-------|
| | antigo | novo | Δ bps | antigo | novo | Δ bps |
| IPCA | 9,6 | 10,5 | 94 | 5,2 | 5,8 | 62 |
| Livres | 7,4 | 7,9 | 38 | 5,5 | 6,3 | 62 |
| Alimentação Dom. | 8,7 | 9,1 | 6 | 4,0 | 4,5 | 8 |
| Bens industriais | 10,5 | 11,6 | 25 | 5,4 | 6,3 | 21 |
| Comercializáveis | 10,5 | 11,6 | 22 | 5,4 | 6,3 | 18 |
| Não-Comercializáveis | 10,5 | 11,6 | 3 | 5,4 | 6,3 | 3 |
| Serviços | 4,8 | 5,0 | 6 | 6,2 | 7,2 | 34 |
| Alimentação Fora Dom. | 8,4 | 8,1 | -2 | 8,7 | 9,1 | 2 |
| Passagens aéreas | 36,8 | 36,3 | 0 | 24,6 | 24,6 | 0 |
| Atividade econômica | 3,4 | 4,0 | 6 | 3,6 | 7,0 | 35 |
| Educação | 3,0 | 3,0 | 0 | 5,5 | 8,0 | 13 |
| Inerciais | 4,5 | 5,2 | 5 | 4,4 | 6,4 | 15 |
| Salários | 3,0 | 2,8 | -1 | 3,7 | 4,5 | 5 |
| Administrados | 15,9 | 17,6 | 46 | 4,3 | 4,4 | 3 |
| Gasolina | 45,8 | 52,3 | 40 | 6,7 | 6,7 | 0 |
| Energia | 19,7 | 20,6 | 5 | -7,9 | -7,9 | 0 |
| Plano de saúde | 2,6 | 2,6 | 0 | 9,0 | 9,0 | 0 |
| Ônibus | 1,5 | 1,5 | 0 | 6,4 | 6,4 | 0 |
| Núcleos | 6,7 | 7,0 | 30 | 5,8 | 6,2 | 40 |

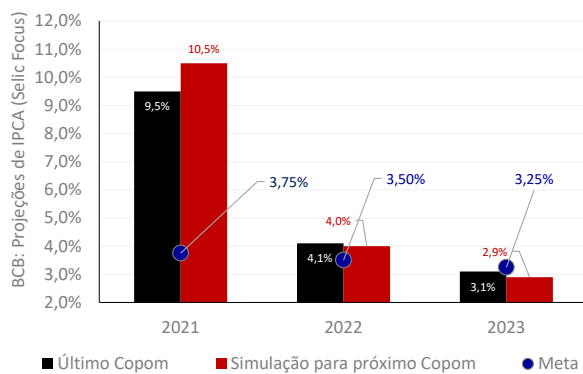
Fontes: IBGE, Banco Central, Santander.



POLÍTICA MONETÁRIA: Aumentando ainda mais a dosagem do remédio

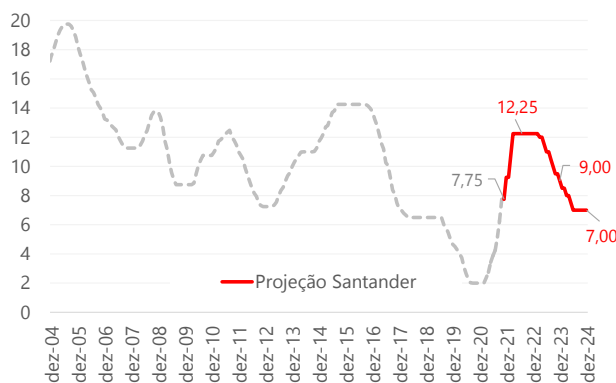
Antevemos uma contração monetária ainda mais intensa à frente, à medida em que as perspectivas para a inflação seguem piorando, com níveis elevados do IPCA e composição preocupante, e em meio a choques de oferta persistentes no exterior e um quadro fiscal ainda mais desafiador. Projetamos uma Selic terminal de 12,25% no 1T22 (antes: 11,50%) e uma postura monetária bem mais apertada. Riscos fiscais ajudaram a reduzir o magnetismo entre as expectativas de inflação e o centro da meta. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções de IPCA subiu 60 p.b. para 2022 (5,00%; meta: 3,50%), 15 p.b. para 2023 (3,42%; meta: 3,25%) e 8 p.b. para 2024 (3,10%; meta: 3,00%)⁷. Na reunião de 26 e 27 de outubro⁸, o Banco Central do Brasil (BCB) apontou uma política monetária que “avance ainda mais no território contracionista”, acelerando o ritmo de alta para 150 p.b. (levando a Selic a 7,75%, maior nível desde 3T17). Na ata⁹, o BCB expressou preocupação com uma possível desancoragem das expectativas de inflação na esteira de recentes mudanças na política fiscal (em particular, no arcabouço do teto de gastos, que constituía a principal âncora fiscal). O BCB também apontou maiores riscos altistas para a inflação, taxa de juros neutra e, conseqüentemente, o orçamento total de elevações. A autoridade monetária reconheceu que “o grau apropriado de aperto monetário é significativamente mais contracionista do que o utilizado no cenário básico”. Como se pode notar tanto nas sondagens de economistas quanto nos preços dos ativos, o mercado entendeu os sinais do BCB. Não apenas o relatório Focus mostrou aumentos nas expectativas para a taxa Selic (+225p.b. para 11,75% em 2022 e +125p.b. para 8,25% em 2023), mas também o trecho curto da curva de juros nominais se elevou, achatando a estrutura a termo (de 1 ano em diante). Os analistas também revisaram para cima as estimativas para a Selic no longo prazo: +75-100 p.b. para 7,25-7,50% em 2024-2025, o que coaduna com nossa visão de uma taxa neutra mais alta por conta de riscos fiscais. A elevação das expectativas para as taxas de juros - subproduto da sinalização dos próximos passos do BCB - tem conseqüências. Em primeiro lugar, o juro real ex-ante de curto prazo¹⁰ continua atingiu ~6,2% em novembro, não somente acima de nossa *proxy* baseada em ativos para a taxa estrutural¹¹ (~4%), mas também sugerindo um dos graus mais elevados de aperto monetário em quase 5 anos. Em segundo lugar, ao tentar replicar os modelos de inflação do BCB, calculamos que a contribuição das projeções mais altas de Selic neutraliza um aumento nas projeções do IPCA que teria ocorrido na esteira de maiores expectativas e inércia. Com dados até 26 de novembro, estimamos que o Banco Central poderá projetar o IPCA em 4,0% para 2022 (-0,1 p.p. desde o último Copom) e 2,9% para 2023 (-0,3 p.p.). Mas calculamos que o cenário básico do BCB pode apontar uma taxa Selic terminal de 13,0%¹² como necessário para trazer a projeção para 3,5% em 2022. Acreditamos que o BCB se esforçará para melhorar as chances de se atingir a meta central em 2022, mas vemos a mudança natural do horizonte a partir do 1T22 (quando o ano de 2023 começa a dominar 2022) como um argumento para que a autoridade aperte um pouco menos que os modelos sugerem. Dito isso, projetamos juros finalizando 2021 em 9,25%, 2022 em 12,25% e 2023 em 9,00%, e com riscos altistas.

Figura 21. Simulando o modelo de IPCA do BCB



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 22. Selic: trajetória e projeção (% a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

⁷ Com base na pesquisa Focus do Banco Central de 26 de novembro de 2021.

⁸ Santander Monetary Policy - “The Greatest Hike Since (...)” – (27/out/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-oct21>.

⁹ Santander Monetary Policy - “Anchor and Hikes” – (03/nov/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-COPOM-min-nov21>.

¹⁰ Esta série é a taxa de juros dos swaps Pré-DI de 1 ano deflacionada pela mediana das projeções de IPCA 12 meses à frente.

¹¹ Proxy baseada nas taxas a termo de 5 anos com início em 5 anos (5y5y) das NTN-Bs, deduzida de prêmio de risco constante de 100 p.b..

¹² O número efetivo poderia ser ainda mais alto, pelo menos em teoria, dado o balanço de riscos enviesado para cima.



PROJEÇÕES: Santander & Consenso

Figura 23. Evolução das projeções para 2021 desde nossa última revisão de cenário

| | 2021E | | | | |
|-------------------------------------|----------|-----------|-----------|----------|--|
| | Consenso | | Santander | | |
| | 5-nov-21 | 26-nov-21 | 4-nov-21 | 2-dez-21 | |
| Inflação - IPCA (%) | 9,3 | ↑ 10,1 | 9,6 | ↑ 10,5 | |
| Crescimento do PIB (%) | 4,9 | ↓ 4,8 | 4,9 | ↓ 4,7 | |
| Taxa Selic (% fim do ano) | 9,25 | → 9,25 | 9,25 | → 9,25 | |
| Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano) | 5,50 | → 5,50 | 5,50 | → 5,50 | |
| Conta corrente (US\$ bilhões) | -10,0 | ↓ -11,4 | -0,5 | ↓ -19,3 | |
| Resultado primário (% PIB) | -1,0 | ↑ -0,7 | -0,3 | ↑ -0,1 | |
| Dívida Líquida (% PIB) | 60,2 | ↓ 59,6 | 58,7 | ↓ 58,3 | |

Nota: Com base nos relatórios Focus do Banco Central.
Fontes: Banco Central, Santander.

Figura 24. Evolução das projeções para 2022 desde nossa última revisão de cenário

| | 2022E | | | | |
|-------------------------------------|----------|-----------|-----------|----------|--|
| | Consenso | | Santander | | |
| | 5-nov-21 | 26-nov-21 | 4-nov-21 | 2-dez-21 | |
| Inflação - IPCA (%) | 4,6 | ↑ 5,0 | 5,2 | ↑ 5,8 | |
| Crescimento do PIB (%) | 1,0 | ↓ 0,6 | 1,0 | ↓ 0,7 | |
| Taxa Selic (% fim do ano) | 11,00 | ↑ 11,25 | 11,50 | ↑ 12,25 | |
| Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano) | 5,50 | → 5,50 | 5,70 | → 5,70 | |
| Conta corrente (US\$ bilhões) | -19,0 | → -19,0 | -0,4 | ↓ -11,6 | |
| Resultado primário (% PIB) | -1,2 | ↓ -1,2 | -1,7 | → -1,7 | |
| Dívida Líquida (% PIB) | 62,9 | ↑ 63,0 | 62,6 | ↑ 63,7 | |

Nota: Com base nos relatórios Focus do Banco Central.
Fontes: Banco Central, Santander.

**Figura 25. Evolução das projeções para 2023 desde nossa última revisão de cenário**

| | 2023E | | | |
|-------------------------------------|----------|-----------|-----------|----------|
| | Consenso | | Santander | |
| | 5-nov-21 | 26-nov-21 | 4-nov-21 | 2-dez-21 |
| Inflação - IPCA (%) | 3,3 | ↑ 3,4 | 3,5 | → 3,5 |
| Crescimento do PIB (%) | 2,0 | → 2,0 | 0,0 | ↓ -0,2 |
| Taxa Selic (% fim do ano) | 7,50 | ↑ 7,75 | 9,00 | → 9,00 |
| Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano) | 5,30 | ↑ 5,35 | 5,20 | → 5,20 |
| Conta corrente (US\$ bilhões) | -27,9 | ↑ -19,8 | -28,5 | ↓ -34,8 |
| Resultado primário (% PIB) | -0,7 | ↓ -0,8 | -1,3 | → -1,3 |
| Dívida Líquida (% PIB) | 65,0 | ↑ 65,2 | 67,8 | ↑ 69,7 |

Nota: Com base nos relatórios Focus do Banco Central.

Fontes: Banco Central, Santander.



PRINCIPAIS RISCOS

Figura 26. Resumo dos principais riscos em torno de nosso cenário macroeconômico para o Brasil

| TEMA | PRINCIPAIS RISCOS |
|----------------------------|--|
| Internacional | <ul style="list-style-type: none"> Riscos de alta (atividade): efeitos mais prolongados do estímulo fiscal sobre a atividade global. Riscos de baixa (atividade): pressões inflacionárias mais intensas e duradouras levando o Fed a acelerar a retirada dos estímulos monetários, impactando a economia. Possível surto de cepas de coronavírus mais resistentes às vacinas disponíveis, causando novos retrocessos no processo de reabertura em regiões-chave. Risco inflacionário. |
| Commodities | <ul style="list-style-type: none"> Riscos positivos (preços): estímulos econômicos adicionais (especialmente na China e EUA) podem influenciar a demanda e elevar pressões no curto prazo. Crise energética global persistente. Riscos negativos (preços): novas variantes do coronavírus podem levar a restrições de mobilidade, reduzindo a demanda por energia. Retirada de estímulo do Fed mais cedo do que o esperado. Condições climáticas favoráveis permitem produção recorde nos países produtores. |
| Covid-19 | <ul style="list-style-type: none"> Riscos favoráveis: avanço da vacinação nas economias emergentes. Riscos adversos: vacinas atuais podem se mostrar menos eficientes contra novas variantes do coronavírus (i.e. variante Ômicron). |
| Política Fiscal | <ul style="list-style-type: none"> Riscos positivos: efeito mais intenso e persistente da alta das <i>commodities</i> nas receitas. Aprovação de reformas com efeito fiscal significativo de redução de custos, reduzindo a rigidez orçamentária e o risco idiossincrático do país. Maiores restrições aos gastos com folha de pagamento do serviço público. Menor tensão no ambiente institucional. Manutenção do arcabouço fiscal vigente com aumento apenas temporário nos gastos com programas sociais. Uma redução significativa no tamanho orçamentário e maior transparência nas emendas do relator (RP09). Riscos negativos: maiores estímulos fiscais aproveitando uma melhora da receita no curto prazo. Perda de credibilidade no processo de consolidação fiscal. A aprovação de reformas sem impacto fiscal, criando distorções na gestão orçamentária. Mudanças de política econômica que prejudiquem a credibilidade da âncora fiscal e do processo de consolidação fiscal. |
| Setor Externo | <ul style="list-style-type: none"> Risco altista: manutenção de preços das <i>commodities</i> em 2022, possibilitando superávits comerciais mais altos e, conseqüentemente, melhores resultados em transações correntes. Risco desfavorável: i) frustração com o ambiente institucional gerando saída de investimentos em portfólio e redução do volume de investimentos direto no país; ii) eventual antecipação da normalização de política monetária do Fed em 2022, reduzindo o apetite global por ativos de risco. |
| Atividade Econômica | <ul style="list-style-type: none"> Riscos positivos: maior efeito da reabertura econômica sobre serviços dependentes de interação social. Solução mais rápida do que o esperado para os problemas na cadeia de suprimento da indústria de transformação. Uma contribuição maior do que a esperada do setor agropecuário. Riscos negativos: prolongada escassez de insumos em algumas cadeias produtivas. Um choque inflacionário mais forte tornando a postura de política monetária do BCB ainda mais contracionista. |
| Inflação | <ul style="list-style-type: none"> Riscos altistas: 1) maior transmissão dos choques de custo para preços gerais (serviços), 2) recuperação mais lenta da indústria em meio a quebras de cadeias produtivas, aumentando a pressão de custos, 3) desancoragem das expectativas de inflação (via riscos fiscais), 4) nova rodada de depreciação cambial (via riscos fiscais), e 6) redução da oferta global de energia pode puxar preços do petróleo para cima. Riscos baixistas: 1) o câmbio pode apreciar mais que esperamos, inclusive em função de uma postura mais contracionista do BCB, 2) preços de <i>commodities</i> podem observar acomodação mais rápida que o esperado, 3) choque de custo/oferta pode se normalizar de forma mais rápida, 4) o repasse cambial pode ser mais limitado, 5) inflação de alimentos pode ser mais baixa, caso o clima seja favorável. |
| Política Monetária | <ul style="list-style-type: none"> Risco de alta (juros): novos choques de custos ou restrições de oferta mais prolongadas podem elevar o temor de efeitos secundários (expectativas, inércia). Estímulos fiscais com hiato de produto menos aberto podem pressionar ainda mais a inflação e o poder de ancoragem da política monetária, além de elevar ainda mais a taxa de juro neutra. Risco de baixa (juros): sinais críveis de reformas fiscais futuras focadas no controle de gastos obrigatórios no médio prazo poderiam melhorar as expectativas econômicas e condições de mercado (taxa cambial). Uma retração de custos em reais poderia reduzir pressões no atacado, gerando alívio para bens industriais e expectativas. Melhores margens de lucros das firmas também poderiam ajudar a reduzir repasses. |

Fonte: 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 – <i>Commodities</i> | felipe.kotinda@santander.com.br | 5511-3553-8071 |
| Gabriel Couto* | Economist – Special Projects | gabriel.couto@santander.com.br | 5511-3553-8487 |
| Fabiana Moreira* | Economist – Credit | fabiana.de.oliveira@santander.com.br | 5511-3553-4164 |
| Gilmar Lima* | Economist – Modeling | gilmar.lima@santander.com.br | 5511-3553-6327 |

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 |
| Mariana Cahen Margulies* | Head, Brazil | mmargulies@santander.com.br | 5511-3553-1684 |

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.