



SURFANDO A ONDA (ESTENDIDA) DAS COMMODITIES

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

- **GLOBAL:** Diante de um ambiente altamente inflacionário – agravado pelo conflito entre Rússia e Ucrânia – os bancos centrais das economias avançadas começam a reagir para evitar pressões ainda mais duradouras. Nos EUA, o *Federal Reserve* já iniciou um ciclo de aperto monetário e deve acelerar o ritmo de alta de juros já na próxima reunião (maio). Esperamos que o Fed eleve o juro básico (Fed Funds) acima do nível neutro (estimado em 2,5%), chegando a 3,0% em 2022 e 3,5% em 2023. Além disso, espera-se que o Fed reduza seu balanço de ativos em ritmo de US\$ 95 bilhões por mês. Na área do euro, o Banco Central Europeu (BCE) enfrenta um desafio ainda mais complexo, tendo em vista a forte dependência de energia importada da Rússia. O conflito no velho continente impõe um choque inflacionário ainda maior que em outras regiões, com repercussões adversas também sobre a atividade econômica. Confrontando essas incertezas, o BCE sinalizou uma retirada de estímulo, encerrando as compras de ativos em junho e deixando a porta aberta para alta de juros no 2S22. Esperamos um primeiro aumento na taxa de depósito no 4T22. Em contrapartida, o banco central da China (PBoC, em inglês) vem adotando uma postura mais acomodatória, implementando estímulos diante dos impactos de restrições à mobilidade urbana como estratégia para conter uma nova onda de contaminações por COVID-19. De forma geral, uma combinação de condições monetárias globais mais apertadas e o impacto econômico da guerra no Leste Europeu geram ventos contrários para as economias emergentes.
- **COMMODITIES:** Estoques baixos para grande parte das matérias-primas juntamente com fatores idiossincráticos (clima adverso, baixo investimento passado e alto custo de produção) têm alimentado o rali das *commodities* em 2022. O choque geopolítico ainda em curso no Leste Europeu agrava um cenário já marcado por desequilíbrio entre oferta e demanda, trazendo problemas adicionais na cadeia de suprimentos e resultando em sanções econômicas à Rússia, o que impacta as exportações/oferta de *commodities* em importantes países produtores (caso de grãos, combustíveis, fertilizantes). Como resultado, nossas projeções de preços de *commodities* para 2022 e 2023 foram todas revisadas para cima. Em média, projetamos um aumento de dois dígitos na trajetória do índice CRB e de seus principais componentes, em comparação com nosso cenário anterior, sugerindo um ciclo ainda mais longo nos preços de matérias primas. Ainda que o aumento das taxas de juros globais e a política de “COVID-zero” na China possam afetar negativamente os preços do ponto de vista da demanda, ainda antevemos custos de matérias-primas persistentemente altos em virtude de restrições de oferta, retardando ainda mais o processo de desinflação global. Contudo, para países produtores de *commodities* (caso do Brasil), os altos preços atenuam em grande parte o impacto de um cenário global contracionista.
- **TAXA DE CÂMBIO:** O real se fortaleceu cerca de 18% frente ao dólar no 1T22, registrando o melhor desempenho em uma cesta com 31 moedas das mais líquidas do mundo. Avaliamos que o real foi favorecido por uma combinação da taxa de juros elevada (inclusive com aumento do diferencial em relação aos juros externos), dos preços crescentes das *commodities* (sendo o Brasil um importante país produtor em todos os segmentos), e de um certo distanciamento (econômico, político e geográfico) do epicentro das atuais tensões geopolíticas. Seguimos antevendo enfraquecimento do real frente ao patamar atual (R\$4,65/US\$ no momento da edição) no 2S22, na esteira da normalização mais célere da política monetária nas economias avançadas e de alguma volatilidade gerada pelo debate sobre os rumos da política econômica a partir de 2023. Porém, entendemos que a alta nos preços de *commodities* e uma provável mudança estrutural na alocação de recursos dedicados a mercados emergentes, ambos derivados do conflito Rússia-Ucrânia, juntamente a um diferencial de juros ainda significativo deverão resultar em uma taxa de câmbio mais apreciada do que imaginávamos. Assim, alteramos nossas projeções cambiais para R\$5,00/US\$, R\$4,80/US\$ e R\$4,70/US\$ ao final de 2022, 2023 e 2024, respectivamente (antes: R\$5,40/US\$, R\$5,25/US\$ e R\$4,90/US\$).



- **BALANÇO DE PAGAMENTOS:** Avaliamos que a trajetória mais apreciada da taxa de câmbio levará as contas de serviços e renda primária a déficits superiores aos calculados anteriormente. Contudo, os preços mais elevados das *commodities* e a provável melhora nos termos de troca (vis-à-vis nosso cenário anterior) deverão levar a balança comercial a superávits mais robustos do que havíamos projetado. Esperamos que este último efeito (i.e., preços mais altos das *commodities*) prevaleça sobre o primeiro (i.e., taxa de câmbio mais forte) e, assim, reduzimos nossas projeções de déficits em transações correntes para US\$ 21,6 bilhões, US\$ 19,5 bilhões e US\$ 42,3 bilhões em 2022, 2023 e 2024, respectivamente (antes: US\$ 22,7 bilhões, US\$ 31,5 bilhões e US\$ 62,6 bilhões). Com déficits em transações correntes em patamares administráveis (entre 1% e 2% do PIB entre 2022-2024) e com vultosos investimentos diretos (e portfólio) no país, o balanço de pagamentos deverá seguir fora da lista de problemas da economia brasileira no horizonte visível.
- **POLÍTICA FISCAL:** Nossa projeção de resultado primário do setor público passou para próximo de zero em 2022 (anteriormente: -0,8% do PIB), refletindo um aumento da receita (principalmente relacionada a *commodities*). A nosso ver, o governo central deve registrar déficit primário de 0,5% do PIB neste ano, compensado por um superávit primário de 0,5% do PIB dos governos regionais. Nossa estimativa de receita de petróleo do setor público subiu para 3,0% do PIB, ante 2,6% em fevereiro, refletindo nossa hipótese atual para os preços do barril de petróleo *Brent* (+27%, para US\$ 115 na média anual). Vemos uma maior probabilidade de estímulo fiscal por meio de desonerações à frente (com R\$ 50 bilhões anuais já concedidos para 2022, em nossas estimativas), com a revisão da tabela de alíquotas do imposto de renda de pessoa física podendo adicionar R\$ 15 bilhões ao total de renúncias fiscais. Adicionalmente, continuamos vendo uma deterioração no resultado nominal devido ao aumento do custo da dívida (via Selic), implicando em uma trajetória altista da dívida pública no médio prazo. Ainda assim, no curto prazo, o resultado nominal será favorecido pelo lucro do BCB com as operações de *swaps* cambiais em 2022 (atualmente totalizando mais de R\$ 80 bilhões), na esteira da taxa de câmbio mais apreciada. Também atualizamos nossa estimativa de deflator do PIB para 9,5% (antes: 8,7%) este ano, refletindo os preços mais altos das *commodities* (e seu efeito nos índices de inflação). Diante disso, nossa projeção para a razão dívida bruta/PIB para 2022 foi reduzida para 80,6% (de 84,8%), praticamente estável em relação a 2021. Para o longo prazo, uma vez que assumimos que o atual patamar das *commodities* não será permanente, seguimos identificando riscos importantes para o processo de estabilização da dívida pública no longo prazo, em um contexto de menor eficácia das regras fiscais, e de pressões sociais para aumentar despesas diante de uma inflação mais elevada. Sendo assim, apesar da melhora fiscal proporcionada por esse ciclo de *commodities* mais prolongado, a redução do elevado comprometimento orçamentário com despesas obrigatórias é um desafio que precisa ser endereçado (via reformas econômicas) para concretamente mitigar os riscos fiscais no médio e longo prazo.
- **ATIVIDADE ECONÔMICA – PIB:** Ficaram inalteradas as nossas projeções de crescimento do PIB para o horizonte 2022-2024. Para 2022, nossa estimativa é de 0,7%, sustentada pela consolidação da reabertura do setor de serviços (graças a avanços no campo sanitário, via vacinação), pela expansão da massa salarial real (subproduto da recuperação do emprego), e pelo fortalecimento de setores menos cíclicos relacionados a *commodities* (que poderão receber impulso adicional após a recente evolução dos preços de matérias primas). Esperamos que esses fatores prevaleçam no 1S22, mas entendemos que os mesmos serão compensados pelos impactos defasados de uma política monetária (ainda mais) apertada no 2S22 em diante. Para 2023, projetamos um recuo do PIB real e, devido a um nível de Selic terminal ainda mais alto: estamos reduzindo nossa estimativa de crescimento do PIB em 2023 para -0,3% (antes: -0,2%). Quanto aos impactos do conflito entre Rússia e Ucrânia, a baixa participação relativa destes países no total do comércio exterior brasileiro sugere um impacto direto leve na economia brasileira (via demanda externa), mas a desaceleração global e a alta de preços decorrente do conflito podem pesar na economia e na demanda doméstica este ano. Acreditamos que este último fator tende a ser de alguma forma mitigado por um impulso (via preços) nos setores relacionados às *commodities*.



- **ATIVIDADE ECONÔMICA – MERCADO DE TRABALHO:** Os últimos dados do mercado de trabalho nos levaram a reduzir nossa projeção para a taxa média de desemprego em 2022, principalmente devido ao impacto do surto da variante Ômicron. De acordo com nossas estimativas mensais para os dados de emprego, a (última) onda de infecções por COVID-19 provocou um rápido encolhimento na força de trabalho e na população ocupada em janeiro, embora ambos tenham se recuperado levemente em fevereiro. Como resultado, a taxa de participação, que já estava em níveis historicamente baixos, voltou a recuar na margem, levando a taxa de desemprego para perto de 11% – abaixo das nossas expectativas. Ainda acreditamos que a taxa de desemprego deverá subir para 14% no 2S22, refletindo um aumento da força de trabalho, uma recuperação da taxa de participação (rumo à média histórica, dado o melhor prognóstico para o quadro sanitário), e uma perda de fôlego na criação de empregos. No curto prazo, contudo, a menor taxa de desemprego do 1T22 e a recuperação mais lenta da taxa de participação nos levaram a reduzir nossa estimativa para a taxa média de desemprego em 2022 para 12,7% (antes: 13,3%). Estamos mantendo nossa projeção de desemprego médio em 14,0% para 2023. Reconhecemos a possibilidade de uma taxa de desemprego mais baixa em 2022 e 2023, caso a taxa de participação não retorne aos níveis pré-COVID.
- **INFLAÇÃO:** O impacto do conflito entre Rússia e Ucrânia nos preços de *commodities* gerou pressão adicional (e surpresas altistas) na inflação do IPCA, apesar de uma compensação parcial vinda da apreciação da taxa cambial. A guerra também agravou problemas logísticos na cadeia de suprimentos e, como resultado, revisamos a projeção do IPCA 2022 de 6,0% para 7,9%, com os principais determinantes da revisão sendo alimentação no domicílio, bens industriais e combustíveis. O IPCA 2023 também foi revisado para cima—de 3,7% para 4,0%, por conta da inércia gerada pelo IPCA 2022 mais alto. Em geral, continuamos acreditando que os preços mais voláteis (em particular, aqueles itens relacionados a “inflação importada”) deverão produzir um pico inflacionário (no critério de inflação acumulada em 12 meses) em maio deste ano. Contudo, o maior risco para o cenário de desinflação adiante vem dos serviços, que tendem a ser mais inerciais. Esta nova rodada de choques altistas nos preços pode fazer a inflação ainda mais persistente no setor terciário, o que pode deixar o processo de desinflação ainda mais lento, especialmente para 2023. Para o IPCA 2024 antevemos uma convergência do IPCA para a meta central de 3,0%, tendo em vista uma taxa de juros consideravelmente restritiva, especialmente no 4T22 e 1T23.
- **POLÍTICA MONETÁRIA:** Na última reunião do Copom (15 e 16 de março), o Banco Central do Brasil (BCB) comunicou que o plano de voo é implementar um último aumento na taxa Selic de 100 p.b. na próxima reunião de política monetária (3 a 4 de maio), encerrando o ciclo com juro básico a 12,75%. O plano segue a visão do BCB, baseada nas simulações dos modelos de inflação, de que o IPCA convergiria para a meta central em 2023 (3,25%) com tal dosagem de política monetária, mesmo considerando o balanço de riscos assimetricamente altista (mas cujo viés parece ter diminuído na avaliação do BCB). Tais resultados parecem influenciados por expectativas de uma trajetória de Selic ainda mais alta ao longo de 2023, refletindo a deterioração nas perspectivas inflacionárias após a invasão russa na Ucrânia e suas consequências macroeconômicas. O Copom reconhece o alto grau de incerteza e não fecha as portas para a possibilidade de novos ajustes no plano de voo, eventualmente com uma postura monetária ainda mais apertada caso as condições observem deterioração adicional. A nosso ver, apesar da clareza do plano de voo do BCB (de encerrar o ciclo em 12,75%), as expectativas de inflação para 2023 podem continuar subindo nas próximas semanas, antes de eventualmente se estabilizarem. Assim, continuamos acreditando que o BCB pode ser levado a revisar o plano de voo atual, especialmente após a divulgação do IPCA de março, que mostrou uma composição inflacionária bastante adversa. Nossa projeção para a taxa Selic inclui uma alta de 100 p.b. em maio e um movimento final de 50 p.b. (para 13,25%) em junho. Olhando adiante, esperamos uma postura monetária mais apertada e por mais tempo: projetamos cortes de juros apenas em março de 2023, com a Selic fechando o próximo ano em 10,00% e atingindo a marca de 7,00% (nível neutro) apenas em 2024. Nosso cenário implica uma das posturas mais contracionistas desde 2009 (quando nossa série se inicia).



Figura 1. Projeções macro do Santander para o cenário internacional – resumo

Cenário Macro Internacional									
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
PIB - Mundo (%)	3,5	2,8	-3,5	5,9	3,7	↓	3,0	↓	3,0
PIB - China (%)	6,7	6,0	2,3	8,1	5,2	↓	5,0	↓	5,0
PIB - EUA (%)	3,0	2,2	-3,5	5,7	3,5	↓	2,0	→	1,5
Inflação - EUA (CPI, %)	1,9	2,3	1,4	4,7	6,5	↑	2,8	↑	2,3
Juros - EUA (FFR, %)	2,50	1,75	0,25	0,25	3,00	↑	3,50	↑	3,50
Juros - EUA (UST10y, %)	2,7	1,9	0,8	1,8	3,1	↑	3,8	↑	3,0
Dólar Global - DXY Index	96	96	90	96	101	↑	100	↑	100
Commodities - CRB Index	409	401	444	571	606	↑	569	↑	502

Fonte: Bloomberg, Santander.

Figura 2. Projeções macro do Santander para o Brasil - resumo

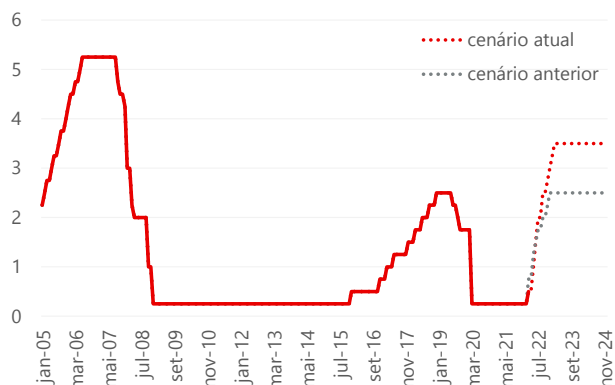
Variáveis macroeconômicas		Anterior		Atual
PIB (%)	2022E	0,7	→	0,7
	2023E	-0,2	↓	-0,3
	2024E	1,5	→	1,5
IPCA (%)	2022E	6,0	↑	7,9
	2023E	3,7	↑	4,0
	2024E	3,0	→	3,0
Selic (% fim de período)	2022E	12,50	↑	13,25
	2023E	9,00	↑	10,00
	2024E	7,00	→	7,00
Taxa de câmbio - R\$/US\$ (fim de período)	2022E	5,40	↓	5,00
	2023E	5,25	↓	4,80
	2024E	4,90	↓	4,70
Saldo em Transações Correntes (% PIB)	2022E	-1,4	↑	-1,2
	2023E	-1,8	↑	-1,0
	2024E	-3,2	↑	-2,0
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	2022E	-0,8	↑	0,0
	2023E	-1,1	↑	-0,8
	2024E	-0,9	↑	-0,6
Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)	2022E	84,8	↓	80,6
	2023E	89,0	↓	84,1
	2024E	92,2	↓	87,5

Fonte: Santander.



AMBIENTE INTERNACIONAL

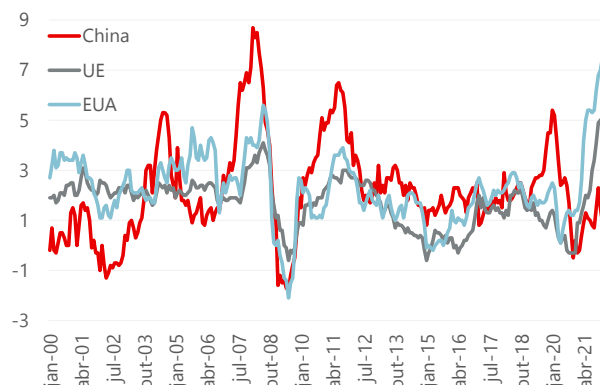
Figura 3. EUA: Trajetória de juros (e projeção)



Fonte: Bloomberg, Santander.

AMBIENTE INTERNACIONAL

Figura 4. Inflação nas principais economias (CPI, %)



Fonte: Bloomberg, Santander.

COMMODITIES

Figura 5. CRB: histórico e projeções (fim de ano)

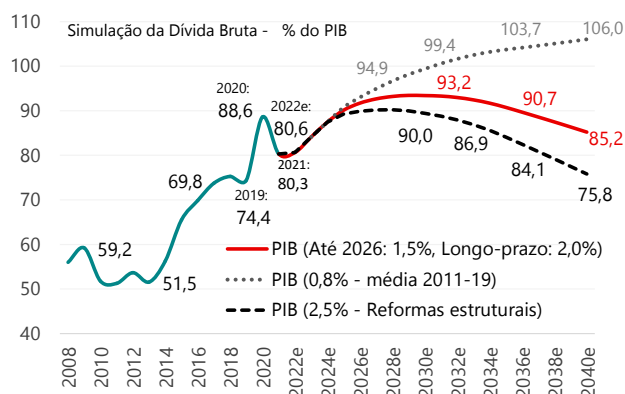
Fim de período	2019	2020	2021	2022e	2023e
CRB Food	331	355	483	542 ↑	488 ↑
CRB Energy	1647	1161	1521	1850 ↑	1809 ↑
CRB Metal	749	887	1259	1306 ↑	1171 ↑
CRB	401	444	571	606 ↑	570 ↑

a/a	2019	2020	2021	2022e	2023e
CRB Food	1%	7%	36%	12%	-10%
CRB Energy	2%	-30%	31%	22%	-2%
CRB Metal	-11%	18%	42%	4%	-10%
CRB	-3%	11%	29%	6%	-6%

Fonte: Bloomberg, Santander.

POLÍTICA FISCAL

Figura 6. Curto prazo melhor, perspectiva desafiadora



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

SETOR EXTERNO

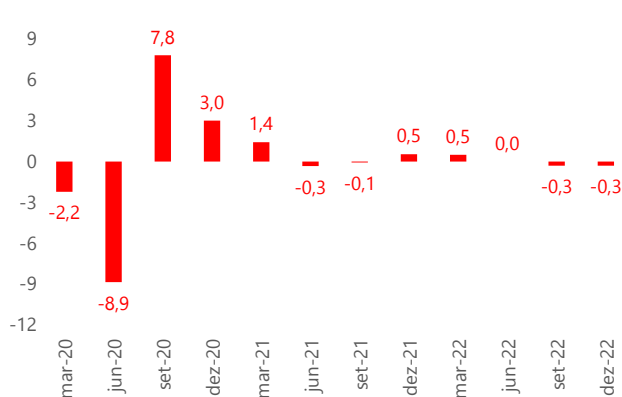
Figura 7. Saldo em transações correntes (% do PIB)

% do PIB	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Transações correntes	-1,7	-1,9	-1,2	-1,0	-2,0
Balança comercial	2,2	2,4	3,5	3,4	2,4
Exportações	14,6	18,8	17,9	17,4	16,4
Importações	12,3	16,4	14,4	14,0	14,1
Serviços	-1,4	-1,1	-1,6	-1,5	-1,5
Viagens internacionais	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5	-0,6
Aluguel de equipamentos	-0,8	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Outros	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
Renda primária	-2,6	-3,4	-3,3	-3,1	-3,1
Lucros & Dividendos	-1,2	-2,0	-2,3	-2,2	-2,3
Juros	-1,5	-1,4	-1,0	-0,9	-0,8
Renda secundária	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Investimento direto no país	2,6	3,1	3,8	3,6	3,5
Financ. Externo (-vo=escassez / +vo=excesso)	0,9	1,2	2,6	2,6	1,5

Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

ATIVIDADE ECONÔMICA – PIB

Figura 8. Crescimento do PIB (% t/t-a.s.)

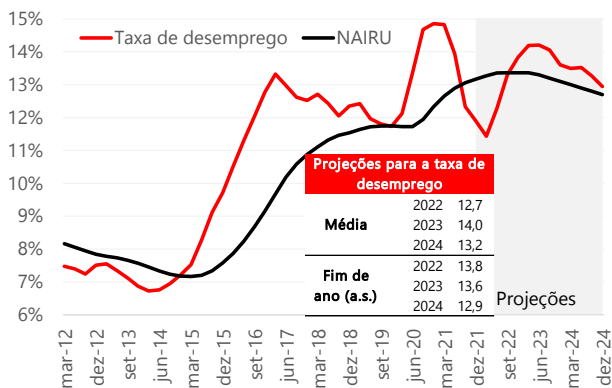


Fonte: IBGE, Santander. Estimativas para 1T22 em diante.



ATIVIDADE ECONÔMICA – EMPREGO

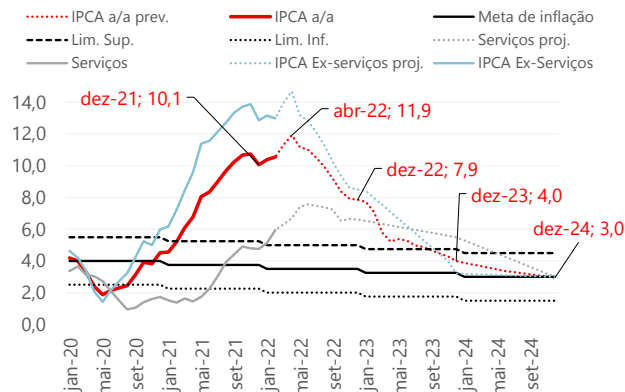
Figura 9. Taxa de desemprego e NAIRU (a.s.)



Fonte: IBGE, Santander.

INFLAÇÃO

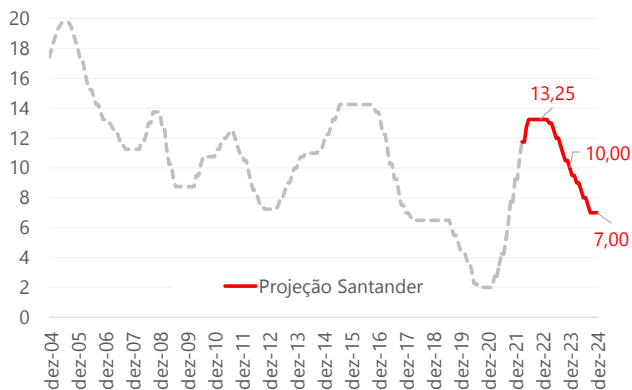
Figura 10. IPCA e principais componentes (% a/a)



Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

POLÍTICA MONETÁRIA

Figura 11. Histórico e projeção para taxa Selic (% a.a.)

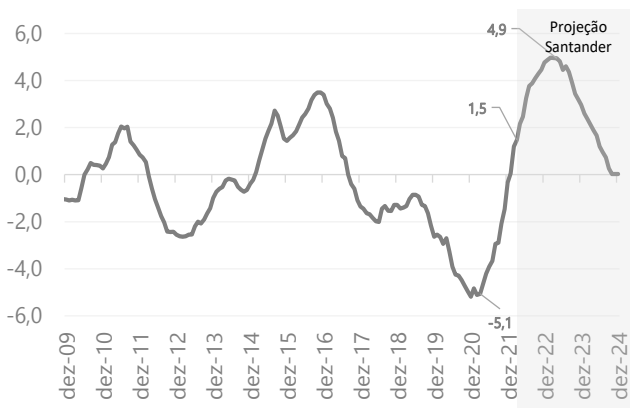


Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Dados históricos em médias mensais; projeções para Selic fim de ano.

POLÍTICA MONETÁRIA

Figura 12. Estimativa para a postura do BCB (% a.a.)



Fonte: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Taxa de juros real "ex-ante" (Selic deflacionada pela mediana das projeções do IPCA 12 meses à frente) subtraída de nossa proxy de taxa neutra baseada em preços de ativos (taxa a termo "5a5a" deduzida de um prêmio de risco histórico).



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 – Commodities	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	5511-3553-6120
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
Rodrigo Park *	Economist – Argentina	rpark@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
Walter Chiavesio*	Head, Argentina	wchiavesio@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.



O presente material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não se configura um relatório de análise para os fins da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Ele tem como objetivo único de fornecer informações macroeconômicas e não constitui e não deve ser interpretado como 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. As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes públicas consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não é garantida a sua integridade, confiabilidade, completude ou exatidão dessas informações.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório material refletem única e exclusivamente nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente documento. O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste documento e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

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, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento e expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2022 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.