



## BARRA ALTA PARA ACELERAR?

**Mauricio Orenq\***

mauricio.orenq@santander.com.br

+5511 3553 5404

**Henrique Danyi\***

henrique.danyi@santander.com.br

+5511 3553 7350

- Em nossa interpretação, a ata do Copom traz um tom relativamente neutro e sem maiores novidades em relação ao comunicado, no que concerne aos próximos passos esperados para a política monetária.
- Entendemos que a ausência de um viés acomodatório (*dovish*) ou contracionista (*hawkish*) no tom da comunicação não deveria ser surpresa, dada a necessidade de o BCB manter, por um lado, a consistência com uma decisão que surpreendeu (no lado mais expansionista) a maioria dos analistas e, por outro lado, a necessidade de o BCB ancorar as expectativas quanto à manutenção do mesmo passo de 0,50 p.p. de corte de juros por reunião, em meio às incertezas e riscos remanescentes quanto à velocidade do processo de desinflação e convergência à meta.
- Julgando pela ata, o dissenso na decisão da semana passada (com votação de 5 a 4 a favor de uma redução de 0,50 p.p. para 13,25% na taxa Selic) parece ter se dado mais no grau de convicção sobre a recorrência de alguns dos fatores que evoluíram favoravelmente desde a reunião passada, como a queda na inflação subjacente, e sobre o grau de (sobre-) aquecimento do mercado de trabalho, e com o grupo predominante focado em evitar uma contração monetária além do desejado, em função da queda recente nas expectativas de inflação.
- Discordâncias à parte, no geral, a ata reforça a sinalização do BCB de um plano de voo com cortes de 0,50 p.p. adiante, velocidade essa vista como oportuna em função da necessidade, entendida por todo o comitê, de manutenção de uma postura monetária contracionista ao longo do horizonte de projeção (o que interpretamos como uma sinalização de juro básico acima de 8,5% pelos próximos 18 meses).
- Nosso entendimento foi que, através da ata do Copom, o BCB procurou “manter a barra em um patamar elevado” para uma eventual aceleração no passo deste processo de flexibilização na taxa de juros. Contudo, a autoridade reserva alguma flexibilidade para alterar o plano de voo de acordo com a evolução do cenário.
- Caso o BCB queira reforçar a sinalização do plano de voo e evitar expectativas de uma normalização ainda mais célere da postura monetária (que poderia ser obstáculo para uma plena reanconragem nas expectativas inflacionárias), será fundamental que os próximos passos do Copom reforcem o papel condicionante das expectativas de inflação, das projeções do BCB e da avaliação do balanço de riscos.
- Quanto ao nosso cenário, seguimos antecipando cortes na magnitude de 0,50 p.p. ao longo dos próximos meses, estimando Selic de 11,75% ao fim de 2023 e 10,00% ao fim de 2024. Nossa projeção se encontra acima do consenso para 2024, em função de desafios que antevemos do lado fiscal e de elementos que acreditamos ainda alimentar certa persistência inflacionaria (e.g., forte demanda por serviços, sólidas condições de emprego), mas reconhecemos que os riscos são enviesados para baixo, inclusive dada uma maior incerteza sobre a função de reação do BCB adiante.



## PLANO DE VOO

**A ata indica que, de forma unânime, os membros do comitê concordaram que a evolução do cenário – que mostrou não apenas uma queda nas expectativas de inflação após a decisão de manutenção das metas pelo CMN, mas também uma melhora na inflação cheia e com desaceleração na inflação de serviços– “permitiu acumular a confiança necessária para iniciar um ciclo gradual de flexibilização monetária” [Parágrafo #15].**

**Houve também um consenso dentro do comitê sobre a necessidade de sinalizar (e manter, adiante) “uma postura mais conservadora ao longo do ciclo de flexibilização da política monetária”, em meio a um quadro de reancoragem parcial das expectativas, núcleos de inflação (e inflação de serviços) acima da meta e atividade econômica resiliente [Parágrafo #16].**

**Conforme já antecipado no comunicado do Copom da semana passada, a diretoria do BCB também concorda, sem dissenso, “com a expectativa de cortes de 0,50 ponto percentual nas próximas reuniões”, com o comitê avaliando que “esse é o ritmo apropriado para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário” [Parágrafo #18]. Uma postura monetária contracionista ao longo do horizonte relevante é vista como uma necessidade para que “se consolide a convergência da inflação para a meta e a ancoragem das expectativas” [Parágrafo #19].**

**O BCB reforça a indicação de que o tamanho do ajuste (ou seja, o patamar da taxa terminal nesse ciclo de flexibilização) dependerá “da evolução da dinâmica inflacionária, em especial dos componentes mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica, das expectativas de inflação, em particular as de maior prazo, de suas projeções de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos”. A autoridade sinaliza que “a extensão do ciclo refletirá o mandato legal do Banco Central”.**

## RACIONAL DA DECISÃO E PONTOS DE DIVERGÊNCIA

**De acordo com a ata, o debate na última reunião do Copom se deu na seleção das duas opções postas na mesa: um corte de 0,25 p.p. (provavelmente defendido por membros que “enfatazaram que os fundamentos subjacentes para a dinâmica da inflação de serviços ainda não permitem extrapolar com convicção o comportamento benigno recente”) ou um corte de 0,50 p.p. (provavelmente defendido por membros que “deram mais ênfase à dinâmica recente”). [Parágrafo #15].**

**Segundo o BCB, ambas as opções, “a depender do ciclo empreendido, seriam compatíveis com a convergência da inflação para a meta tanto nos cenários de referência do Comitê, como em outros cenários apresentados na reunião” [Parágrafo #16].**

**Para o grupo mais conservador (que contou com 4 dos 9 votos), “não se observaram alterações relevantes no cenário ou projeções do Comitê que justificassem uma reavaliação” da sinalização dada na reunião anterior que “enfaticava a cautela e a parcimônia”. O grupo predominante (que teve 5 dos 9 votos, inclusive da presidência), defende que “a postura de política monetária em patamar significativamente contracionista permite um início do ciclo já no ritmo moderado considerado para as próximas reuniões, sem detrimento do comprometimento com a meta e a credibilidade da política monetária” [Parágrafo #17]. Este último também identificou a “adequação de recalibrar a taxa de juros real em função dos movimentos nas expectativas de inflação”, talvez no sentido de evitar um aperto além do desejado na postura monetária, em um momento de provável inflexão do ciclo inflacionário. Nesse sentido, houve uma concordância de que “não há evidência de que esteja em curso um aperto além do que seria necessário para a convergência da inflação para a meta”. Além disso, o Copom acredita que o cenário “ainda inspira cautela, reforçando a visão de serenidade e moderação” [Parágrafo #18].**

**A ata indica que o Copom entende como “pouco provável uma intensificação adicional do ritmo de ajustes”, sendo que, para isso, o BCB julga que seriam necessárias “surpresas positivas substanciais que elevassem ainda mais a confiança na dinâmica desinflacionária prospectiva”. Dentre os principais fatores, o Copom destaca “uma reancoragem bem mais sólida das expectativas, uma abertura contundente**



do hiato do produto ou uma dinâmica substancialmente mais benigna do que a esperada da inflação de serviços”.

## REANCORAGEM PARCIAL DAS EXPECTATIVAS

O Copom acredita que houve um “ganho de credibilidade produzido pela reunião de junho do Conselho Monetário Nacional (CMN)”, na qual o Conselho decidiu, para 2026, pela manutenção da meta de inflação em 3% (com mesmo intervalo de tolerância de +/- 1,5 p.p.), e com a adoção de um regime de metas contínuas, “cujas regras serão ainda oportunamente estabelecidas”. O Comitê acredita que esta última “reduziu a incerteza sobre as metas dos anos subseqüentes, também contribuindo para maior reancoragem” [Parágrafo #10].

Mas o Copom reconhece que “a reancoragem se mostra ainda parcial”, dado que as expectativas (medidas pela mediana da pesquisa Focus para o IPCA) se encontram em torno de 3,9% para 2024 e no patamar de 3,5% para os anos de 2025 a 2027. No Parágrafo #11, o Copom vê como **possíveis fatores por trás da desancoragem residual das expectativas: (i) a questão fiscal:** apesar de ter sido retirada do balanço de riscos (no contexto da discussão sobre aprovação do arcabouço fiscal, que segue em trâmite final no Congresso Nacional), a dinâmica fiscal segue como relevante no cenário-base do BCB; **(ii) a maior inflação global:** com a autoridade identificando “a possibilidade de uma inflação externa em níveis mais elevados por período prolongado” ser elemento que dificulta a plena reancoragem da inflação esperada no Brasil; **(iii) dúvidas sobre padrão de atuação do BCB:** o Copom destaca “a hipótese de percepção dos agentes de que, ao longo do tempo, o Banco Central poderia tornar-se mais leniente no combate à inflação”. Neste último tema, o BCB reforça a sinalização de que “independentemente da composição da diretoria colegiada ao longo do tempo, deve-se garantir a credibilidade e a reputação da Instituição”.

No tema fiscal, alguns membros do Copom destacaram “que persiste alguma incerteza entre os agentes sobre a superação dos desafios fiscais, evidenciada nas expectativas de resultado primário que divergem das metas estabelecidas pelo governo, e que isso pode também estar se refletindo em expectativas de inflação desancoradas para prazos mais longos”. O Comitê entende que “a manutenção do compromisso fiscal externado, além de uma diminuição das incertezas acerca das medidas tributárias que fundamentam a execução de tal objetivo, contribuiria para um processo desinflacionário mais célere”. O BCB também destaca que um eventual “esmorecimento no esforço de reformas estruturais, o aumento de crédito direcionado e as incertezas sobre a estabilização da dívida pública têm o potencial de elevar a taxa de juros neutra da economia, com impactos deletérios sobre a potência da política monetária e, conseqüentemente, sobre seu custo para a economia” [Parágrafo #12].

## AValiação DE CENÁRIO – INFLAÇÃO

O Copom manteve seu tom mais brando quanto à avaliação das condições de inflação, apontando que “uma dinâmica corrente mais benigna, em particular nos componentes referentes a bens industriais e alimentos”. Adicionalmente, o comitê interpreta que “componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, que possuem maior inércia inflacionária, apresentaram queda”, embora mantenham-se “acima da meta para a inflação” [Parágrafo #3].

O Comitê manteve também sua distinção da dinâmica de desinflação em duas etapas, em linha com as comunicações anteriores. Na ata de junho, o BCB já destacava que o primeiro estágio previa “maior efeito sobre preços administrados e efeito indireto nos preços livres através de menor inércia”, com o segundo estágio onde “a velocidade de desinflação é menor”, o que se reflete na persistência dos “núcleos de inflação, que respondem mais à demanda agregada e à política de juros”.

Na ata de agosto, a instituição estende a discussão, indicando que o primeiro estágio foi “mais profundo do que o esperado, em função da dinâmica mais benigna dos preços de alimentos e industriais e do comportamento dos preços no atacado”. O Copom entende que “a dinâmica recente da taxa de câmbio e do preço das commodities internacionais, ainda que exibindo maior volatilidade, contribuiu para arrefecer as pressões internacionais sobre a inflação no Brasil”, fator que “melhora a dinâmica do



segundo estágio da desinflação, com uma inércia menor sobre os núcleos de inflação e sobre a inflação de serviços”. Mas o Copom ainda enxerga motivo de cautela, dado o caráter mais volátil inerente a bens industriais e alimentos, os quais são vistos como suscetíveis à “possibilidade de reversões abruptas”. Fatores vistos como potencialmente altistas, como El Niño e preços do petróleo foram discutidos e parcialmente incorporados ao cenário-base, como de praxe [Parágrafo #8].

**Ainda na leitura do Copom sobre o estágio atual do processo desinflacionário, a autoridade entende que os dados de inflação de serviços “apontam para uma continuidade na trajetória de desinflação do período recente, a despeito de alguma oscilação em níveis ainda acima do patamar compatível com a meta”.** A instituição ressalva que “é mais relevante focar nos seus fundamentos subjacentes, citando-se, particularmente, possíveis mudanças no mercado de trabalho e na dinâmica da atividade, do que de movimentos pontuais da inflação de serviços, relativos a algum componente ou algum período” [Parágrafo #9]. No Parágrafo #15, o BCB informa que a estabilidade na projeção de inflação (especialmente para 2024 – ainda o principal horizonte de política monetária – e para o qual a estimativa de IPCA se manteve em 3,4%) resulta, de um lado, de uma queda nas expectativas de inflação, compensadas por uma revisão na trajetória de hiato de produto e da atualização de algumas variáveis com peso no modelo.

## **AValiação de Cenário – Atividade**

**O Copom reafirma a indicação do comunicado de que “o conjunto de indicadores recentes sugere um cenário de desaceleração gradual da atividade”, em linha com as expectativas do BCB.** A diretoria nota “alguma retração no setor de comércio, estabilidade na indústria e certa acomodação no setor de serviços, após ritmo mais forte nos trimestres anteriores”. **No que concerne ao mercado de trabalho, este é visto como “resiliente, mas com alguma moderação na margem” [Parágrafo #2].**

**A ata enfatiza as incertezas associadas à avaliação do grau de ociosidade na economia brasileira na conjuntura atual, com o BCB buscando estimação robusta a partir de várias medidas (e metodologias de cálculo) de hiato de produto.** O Copom nota que “tão importante quanto o nível inicial pressuposto para o hiato, é a velocidade com que se supõe que o hiato fecharia no horizonte de projeção”. O BCB identifica “o risco de que o hiato do produto esteja mais apertado do que se supõe no cenário-base, em particular no mercado de trabalho”, o que poderia gerar possíveis impactos sobre as perspectivas inflacionárias, na avaliação do Comitê. A instituição indicou que as revisões de suas estimativas de hiato compensaram os efeitos baixistas da reancoragem parcial das expectativas sobre suas projeções de inflação [Parágrafo #7].

**Há divergências de opiniões no que se refere às tendências do mercado de trabalho,** com alguns membros observando uma “moderação recente no mercado de trabalho, apontando para a desaceleração no ritmo de contratação no mercado formal e para a queda na taxa de participação”. Enquanto isso, outros membros enfatizam a “queda na taxa de desemprego e o ritmo ainda elevado de contratações no emprego formal”. Há consenso, porém, quanto à conclusão de não haver, segundo o BCB, “evidências indicativas de pressões salariais elevadas nas negociações trabalhistas”. Alguns membros enxergam movimento de recomposição parcial de perdas salariais durante a pandemia, o que não parece preocupar o Comitê, diante de uma desaceleração vista nos ganhos nominais. O Copom também destaca uma “acomodação” no setor de serviços, mesmo em meio a uma continuidade naquilo que é visto como um “processo de reequilíbrio da cesta de consumo, e conseqüentemente dos preços relativos, entre bens e serviços” [Parágrafo #6].

## **AValiação de Cenário – Economia Global**

**No que concerne a economia global, Copom observa um ambiente “incerto”, em meio a “alguma desinflação sendo observada na margem, mas marcado por núcleos de inflação ainda elevados, desaceleração gradual da atividade e resiliência nos mercados de trabalho de diversos países”.** O BCB também destaca que “os bancos centrais das principais economias seguem determinados em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas”, seja através de mais aperto, seja a partir de sinalização de manutenção de postura restritiva por um período prolongado. **A autoridade segue indicando que este quadro requer “maior cautela na condução das políticas econômicas particularmente por parte de países emergentes” [Parágrafo #1].**



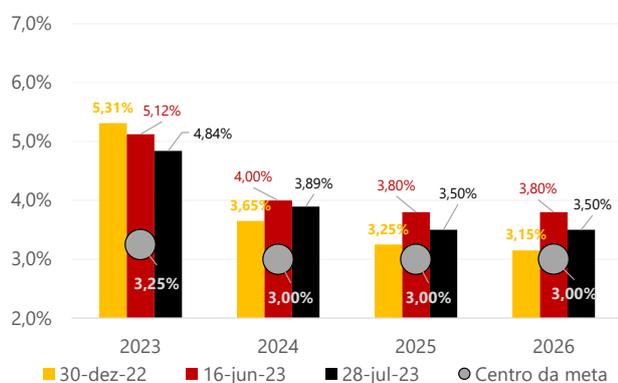
O Copom entende que o ambiente externo está marcado por “resiliência da atividade e do mercado de trabalho nas economias avançadas, ainda que se observe alguma acomodação na margem, assim como um menor crescimento projetado para a economia chinesa”. **Quanto ao cenário de crescimento mundial, “alguns membros atribuem maior probabilidade a uma moderação suave na atividade das principais economias, ainda que não se descarte uma desaceleração mais brusca”.** Em que pese o “processo de desinflação na margem, refletindo o arrefecimento das pressões sobre commodities após os impactos iniciais da guerra na Ucrânia e a normalização de setores produtivos”, o Copom ressalva que “restam incertezas sobre a dinâmica da inflação global”, dado um recuo lento nos núcleos de inflação, em meio a uma “resiliência do mercado de trabalho e um hiato do produto apertado nas economias avançadas” [Parágrafo #5].

**O BCB acredita que uma sincronização da política monetária contracionista “pode ter um impacto maior do que esperado sobre o hiato do produto global e sobre o processo de desinflação” global.** Assim, mesmo que essa possa exercer algum “possível impacto sobre preços de ativos domésticos no curto prazo, aliada a uma desaceleração do crédito nas principais economias”, a postura dos principais bancos centrais “contribui para um processo desinflacionário global mais crível e duradouro” [Parágrafo #5].

## BALANÇO DE RISCOS

**O balanço de riscos permaneceu inalterado em relação ao comunicado da semana passada,** destacando riscos altistas de inflação como “(i) uma maior persistência das pressões inflacionárias globais; e (ii) uma maior resiliência na inflação de serviços do que a projetada em função de um hiato do produto mais apertado” e riscos baixistas como “(i) uma desaceleração da atividade econômica global mais acentuada do que a projetada, em particular em função de condições adversas no sistema financeiro global; e (ii) os impactos do aperto monetário sincronizado sobre a desinflação global se mostrarem mais fortes do que o esperado” [Parágrafo #13].

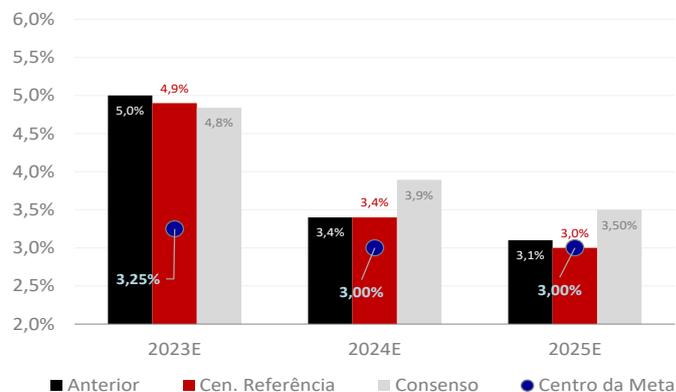
Figura 1 – Evolução das Expectativas de Inflação



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Baseado na última divulgação da pesquisa Focus antes da reunião do Copom (28 de julho de 2023).

Figura 2 – Projeção de Inflação do IPCA pelo BCB (% anual, Cenário de Referência, Copom de agosto)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Nota: Trajetória para a taxa de juros é extraída da pesquisa Focus e a taxa de câmbio parte de R\$ 4,75/US\$, evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC). O preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura pelos próximos seis meses e passa a aumentar 2% ao ano posteriormente”. O BCB também trabalha com a hipótese de bandeira tarifária “verde” para energia elétrica em dezembro de 2023, 2024 e 2025. As previsões de consenso para a trajetória futura da taxa de juro são: 12,00% ao final de 2023, 9,25% ao final de 2024 e 8,75% ao final de 2025.



## 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
Adriano Valladão*	Economist – Inflation	adriano.ribeiro@santander.com.br	5511-3553-7495
Henrique Danyi*	Economist – Credit / Monetary Policy	henrique.danyi@santander.com.br	5511-3553-7350
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
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	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Aline de Souza Cardoso *	Head, Brazil	aline.souza.cardoso@santander.com.br	5511-3553-1684

### Electronic

Bloomberg  
Reuters

SIEQ <GO>  
Pages SISEMA through SISEMZ

This research report (“report”) has been prepared by Santander US Capital Markets LLC (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 report 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. Santander US Capital Markets LLC, 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: Mauricio Oreng\*, Henrique Danyi\*. Employed by a non-US affiliate of Santander US Capital Markets LLC and is not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules and is not an associated person of the member firm and therefore is not subject to FINRA Rule 2241 or FINRA Rule 2242 and restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. The information contained within this report has been compiled from sources believed to be reliable. Although all reasonable care has been taken to ensure the information contained within these reports is not untrue or misleading, we make no representation that such information is accurate or complete and it should not be relied upon as such. All opinions and estimates included within this report constitute our judgment as of the date of the 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 Santander US Capital Markets LLC, 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. Hong Kong (HK): This report is distributed in Hong Kong by Banco Santander, S.A. (a public limited liability company incorporated in Spain) which has a branch in Hong Kong. Banco Santander, S.A., Hong Kong Branch is regulated as a Registered Institution by the Hong Kong Monetary Authority for the conduct of Advising and Dealing in Securities (Regulated Activity Type 4 and 1 respectively) under the Securities and Futures Ordinance. This report is not intended for distribution to any persons other than professional investors. Banco Santander, S.A. or its affiliates may have a holding in any of the securities discussed in this report; for securities where the holding is greater than 1%, the specific holding is disclosed in the Important Disclosures section above. The recipient of this report must not



distribute it to any person without the prior written consent of Banco Santander, S.A.. Singapore (SG): This report is distributed in Singapore by Banco Santander, S.A. which has a branch in Singapore. It is not intended for distribution to any persons other than institutional investors, accredited investors and expert investors (each as defined in the Securities and Futures Act 2001 of Singapore). Recipients of this report should contact Banco Santander, S.A., Singapore Branch at [researchsingapore@gruposantander.com](mailto:researchsingapore@gruposantander.com) for matters arising from, or in connection with, this report. Mainland China (CN): This report is being distributed in Mainland China by Banco Santander, S.A. which has two branches in Mainland China, being Shanghai Branch and Beijing Branch (“Santander China”). Santander China is regulated by China Banking and Insurance Regulatory Commission. Banco Santander, S.A., Shanghai Branch is licensed for foreign currency business, RMB business and derivative business. Banco Santander, S.A., Beijing Branch is licensed with foreign currency business. The recipient of this report must not distribute it to any person without the prior written consent of Banco Santander, S.A. © 2023 by Santander US Capital Markets LLC All Rights Reserved.



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..

©2023 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.