



---

ECONOMIA | PROPOSIÇÕES MACRO PARA 2020

# Colheita inicial de frutos das reformas

## Proposições Macro do Santander Brasil para 2020

*Este ano, acreditamos que o país observará de forma ainda mais clara os benefícios das reformas econômicas. Mas para sustentar um crescimento mais robusto, sem retrocessos, será crucial seguir avançando na trilha dos ajustes.*

### **Conflitos geopolíticos e polarização eleitoral diluem efeitos da trégua comercial e do estímulo monetário**

Brasil enfrentará condições globais neutras na economia e nos mercados. Riscos latentes ainda alimentam potencial para volatilidade.

### **Balanço de pagamentos mostrará composição mais arriscada, mas sustentável**

Menor saldo comercial e leve deterioração do déficit em transações correntes. Este último seguirá coberto pelo investimento direto.

### **Taxa de câmbio continuará volátil, mas tendência é de pequena apreciação**

Fatores domésticos irão prevalecer e gerar suave apreciação; reservas internacionais irão atenuar eventual volatilidade.

### **Ressaca da atividade no primeiro trimestre; firme retomada subsequente**

Refletindo efeitos de ajustes realizados nos últimos anos, recuperação econômica seguirá gradual, mas com maior intensidade em 2020.

### **Recuperação com geração de emprego formal**

Continuidade do processo de melhora no mercado de trabalho, tanto nos números gerais como em sua composição.

### **Banco Central concentrará esforços na agenda regulatória**

Com fim do ciclo de juros, Banco Central se voltará para a Agenda BC#, buscando maior eficiência (e menores custos) no crédito bancário.

# Colheita inicial de frutos das reformas

## Proposições Macro do Santander Brasil para 2020

### **Mercado de capitais brasileiro seguirá se aprofundando**

À espera da reforma tributária e da abertura comercial, o acesso ao mercado de capitais será central para o ambiente de negócios em 2020.

### **A realocação de ativos domésticos para o mercado de ações será intensificada em 2020**

A exposição dos investidores locais em ações aumentará com a queda do juro e a aceleração do crescimento econômico.

### **Inflação ainda não será preocupação neste ano**

Expectativas ancoradas, ociosidade elevada, câmbio inalterado, e preços voláteis resultarão em IPCA abaixo da meta central (4,0%).

### **Estímulo monetário atingirá ápice em 2020**

Postura monetária apresenta bom nível de acomodação. Retomada da atividade implica normalização a partir de 2021.

### **A agenda de reformas não será abandonada**

As discussões em torno da agenda reformista continuarão, mas poucas matérias serão concluídas este ano.

### **Preocupações com a consolidação fiscal irão se dissipar prematuramente**

O ajuste estrutural (necessário) do gasto público não terminará em 2020. Trajetória benigna da dívida reduzirá senso de urgência.

### **Agenda de desestatização avançará, lentamente**

Embora vendas de ativos estatais devam acontecer, maiores avanços nas concessões e privatizações ficarão para 2021 em diante.

# Proposições para 2020, em síntese

- ***Benefícios das reformas econômicas ficarão ainda mais claros em 2020. Novos avanços são cruciais para sustentar crescimento e para evitar retrocessos.***

Um ponto focal em 2020 será a composição, intensidade e velocidade das reformas estruturais, capazes de alçar o Brasil para um cenário macroeconômico mais estável, com maior crescimento sustentado, inflação sob controle, juros baixos, além de mais equidade e coesão social.

Se a complacência com os bons números do crescimento se sobrepuser às duras reformas necessárias no *front* fiscal, em ano de eleições municipais, levaremos para 2020 uma herança de mais incertezas e de recuperação cíclica extenuada. Se formos capazes de avançar com ousadia, não apenas nas reformas fiscais, como também na reforma tributária, nas privatizações, na regulação e no ambiente de negócios, e até na abertura comercial, o legado será uma economia mais resiliente a choques externos, capaz de alçar a recuperação cíclica para crescimento estrutural mais robusto, entre 2,5% a 3,0%.

O fato de termos um quadro de gastos públicos elevados e pouco efetivos assegura condição ímpar para equacionar a despesa simultaneamente ao esforço de torná-la mais bem distribuída, tanto por meio da eliminação de privilégios quanto por meio do aperfeiçoamento do desenho de programas sociais. O fato de termos um ambiente de negócios qualificado como o 124º (entre 190 países), em uma avaliação do Banco Mundial sobre facilidade de fazer negócios, concede forte narrativa para enfrentarmos os elevados custos de transação, a falta de infraestrutura, a insegurança jurídica, as restrições no acesso ao crédito e os baixos resultados educacionais.

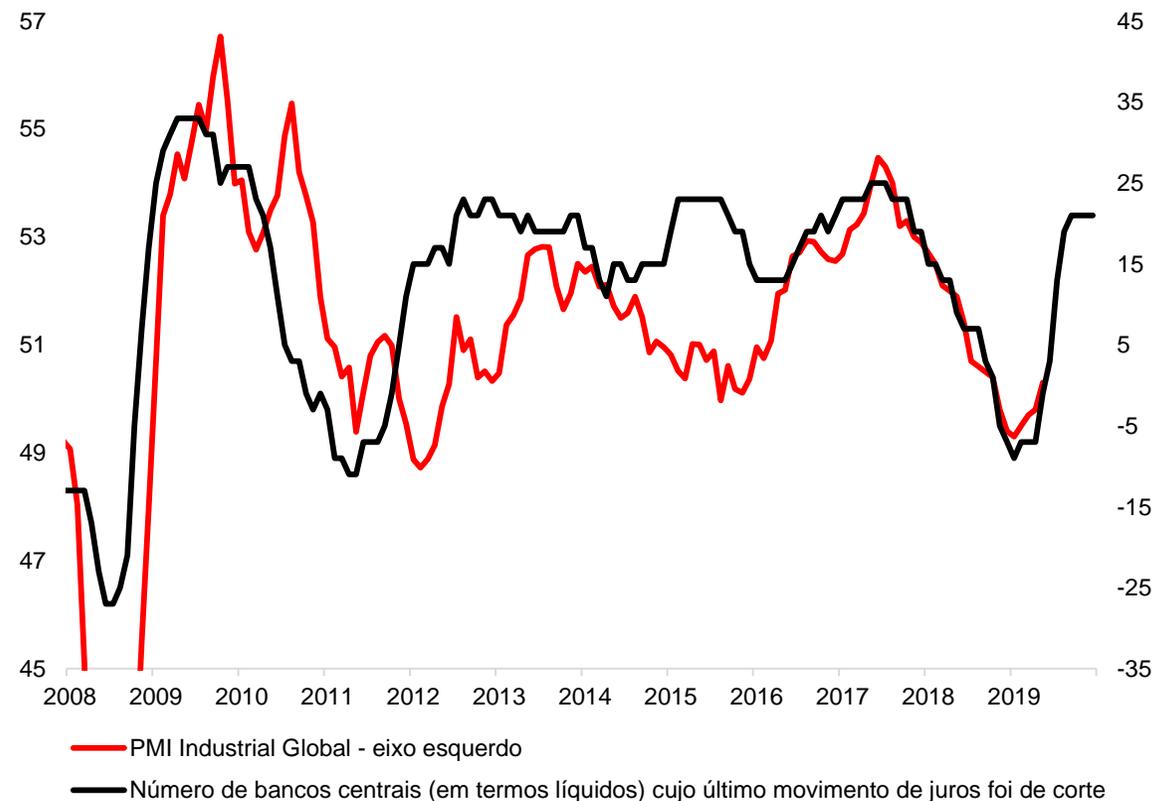
**A resiliência será um atributo de alto valor para um País sujeito, ainda que parcialmente, à volatilidade da economia internacional.** O cenário global, a nosso ver, estará cada vez mais associado a conflitos geopolíticos de naturezas distintas: conflitos militares regionais, disputas por hegemonia tecnológica e comercial, e polarização política (este ano, caso do processo eleitoral nos EUA).

# Fatores geopolíticos diluem efeitos da trégua comercial e do estímulo monetário

- **Brasil enfrentará condições globais neutras na economia e nos mercados. Riscos latentes alimentam potencial para volatilidade.**

Após enfrentar dois anos de significativa desaceleração, a economia global está posicionada para uma leve recuperação. A guerra comercial entre EUA e China, o mais importante catalizador da desaceleração, chegou a uma trégua com a Fase 1 do acordo. Ainda, a fraqueza da economia global levou muitos bancos centrais a afrouxar a política monetária, especialmente nas três principais economias (EUA, Zona do Euro e China) e, portanto, a atividade global deve colher frutos deste estímulo monetário. O Brexit, embora menos relevante, adquiriu mais tempo para chegar a uma conclusão não-disruptiva. Esses fatores positivos serão importantes para atenuar a volatilidade trazida pelas eleições americanas, as quais devem ocorrer novamente sob forte polarização, disputas judiciais, e ainda tensionadas por conflitos geopolíticos de naturezas diversas (e.g. o conflito militar com o Oriente Médio; a “guerra fria” entre EUA e China). Alguns destes conflitos provavelmente diminuirão o crescimento mundial de longo prazo, podendo gerar volatilidade no curto. Ainda assim, **2020 verá a política monetária dos principais países inalterada, sendo que as condições financeiras favoráveis ajudarão a deixar a economia mundial um pouco mais firme.**

## PMI Global e nº de bancos centrais cortando juros



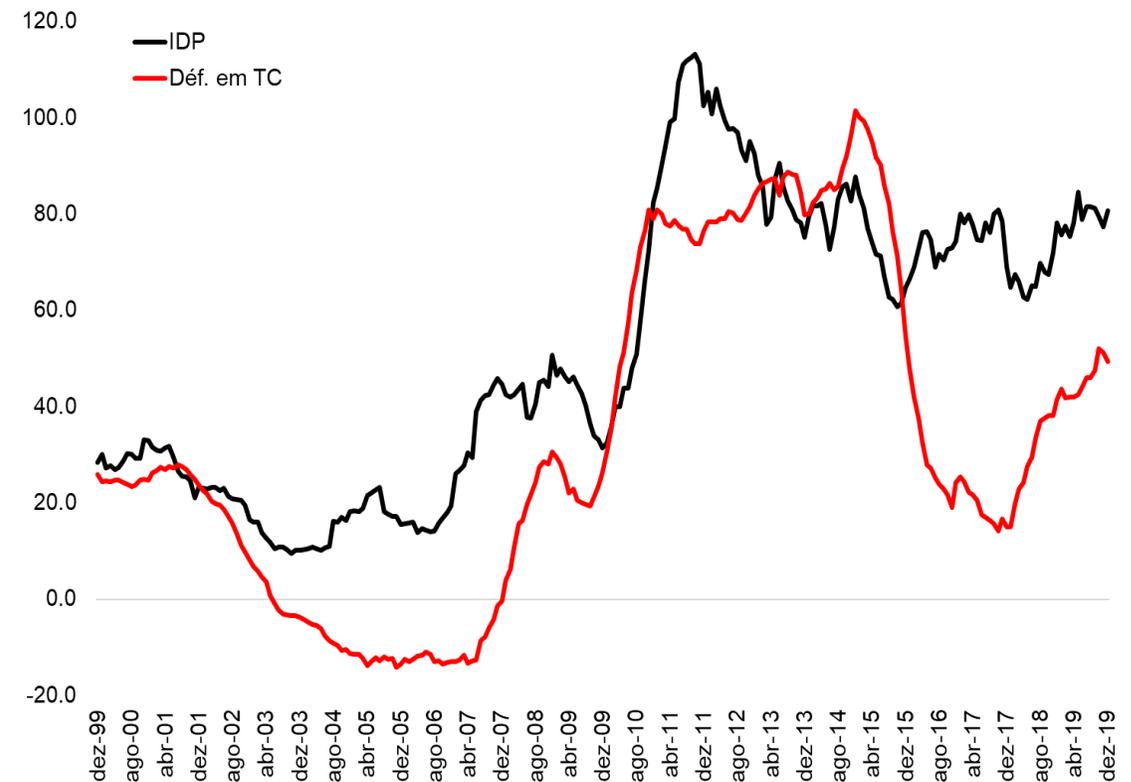
Fonte: Bloomberg

# Balanço de pagamentos mostrará composição mais arriscada, mas sustentável

- **Menor saldo comercial com leve deterioração do déficit em conta corrente. Este último seguirá coberto pelo investimento direto.**

As recentes revisões dos dados externos trouxeram preocupação aos investidores com a deterioração do déficit em transações correntes pois, dada a perspectiva de maior crescimento, há o receio de que ele possa ficar difícil de ser financiado – embora o fluxo de IDP tenha sido capaz de fazê-lo. Importante destacar que grande parte da piora esteve relacionada à redução do superávit comercial na esteira da crise econômica argentina e do fraco crescimento do comércio mundial, que afetaram as exportações. Embora seja difícil pensar em recuperação das exportações, a expansão gradual que imaginamos para o País deverá fazer com que as importações não cresçam aceleradamente. Assim, o saldo comercial se encolherá de maneira mais lenta, o que desacelerará a deterioração do déficit em transações correntes. Reconhecemos que o balanço de riscos pende para o lado negativo, já que as exportações podem continuar sofrendo e as importações crescerem mais rapidamente. **Logo, a importância de monitorar o saldo comercial ficará maior daqui por diante**, pois não acreditamos em reversão da saída líquida de recursos na conta financeira em 2020.

## Déficit em Trans. Correntes vs. IDP (US\$ bilhões, últ. 12M)



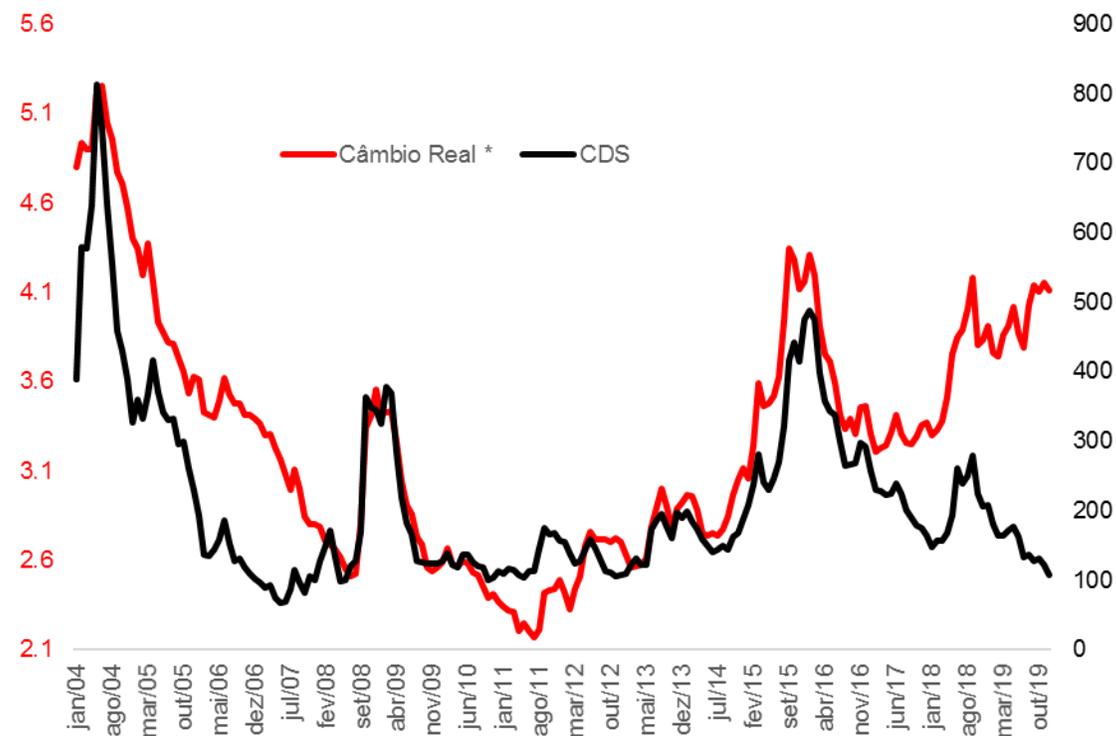
Fonte: Banco Central do Brasil.

# Taxa de câmbio continuará volátil, mas tendência é de pequena apreciação

- **Fatores domésticos irão prevalecer e gerar suave apreciação; reservas internacionais irão atenuar eventual volatilidade.**

Em 2019, um fator externo, observável na evolução da maior parte das moedas emergentes, combinado com uma redução substancial do diferencial de juros doméstico em relação ao internacional, neutralizaram a melhora da percepção de risco interna, levando a uma depreciação do Real. Para 2020, não esperamos deterioração adicional do ambiente externo (ainda que a volatilidade permaneça elevada), nem redução do diferencial de juros, de forma que **o impacto da consolidação do cenário de recuperação da atividade econômica doméstica prevalecerá, gerando:** i) queda adicional da percepção de risco, com *upgrade* pelas Agências de *Rating*; ii) redução da saída líquida de capital; iii) aumento no preço de commodities; e, conseqüentemente iv) **leve apreciação da taxa de câmbio**. Contudo, as incertezas permanecem elevadas, dado que uma intensificação das tensões geopolíticas associada às eleições nos EUA poderia levar a maior aversão ao risco e a uma depreciação adicional. Uma surpresa positiva em relação ao ritmo de andamento das reformas, contudo, poderia aumentar a resiliência da economia doméstica aos choques externos e levar a uma apreciação cambial mais intensa.

## Taxa de Câmbio X CDS



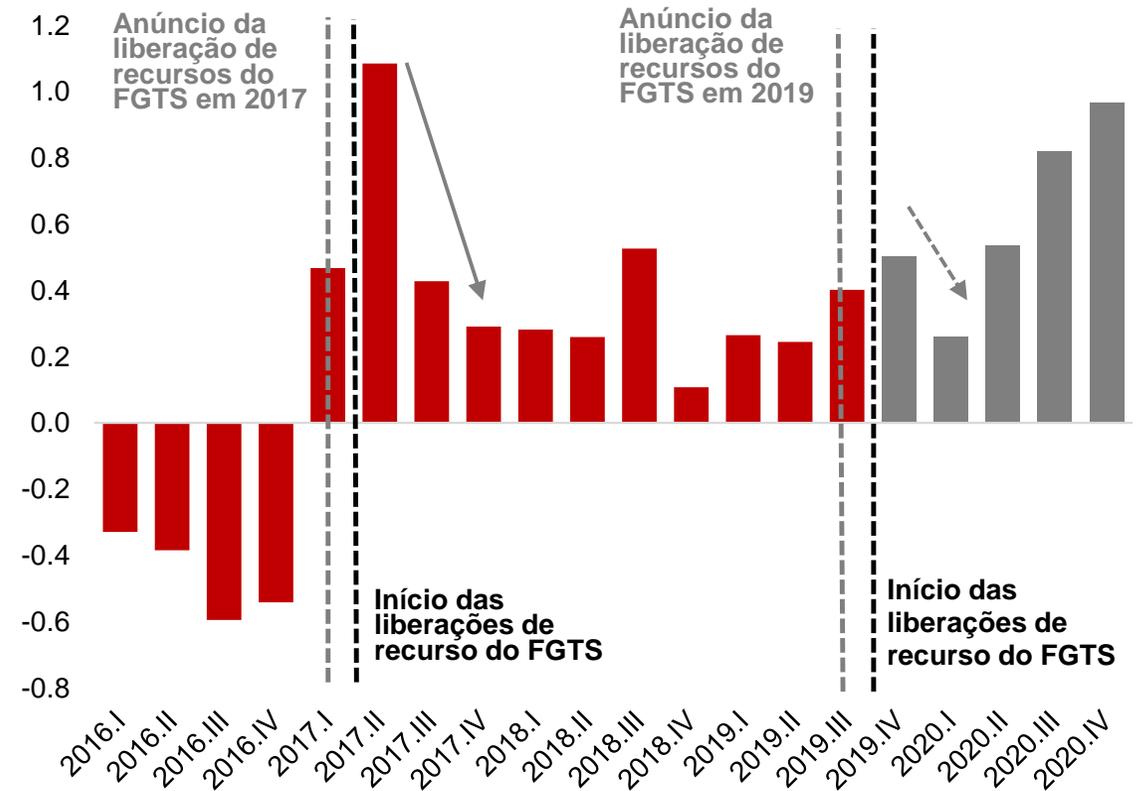
Fonte: Bloomberg. \* Câmbio a preços de Dez/19

# Ressaca da atividade no primeiro trimestre; firme retomada subsequente

- *Refletindo efeitos de ajustes nos últimos anos, recuperação econômica seguirá gradual, mas com maior intensidade em 2020*

Os últimos dados da atividade econômica foram animadores. No entanto, estamos enfrentando um estímulo temporário de renda devido às liberações do FGTS. Em 2017, quando houve a primeira liberação de recursos do FGTS com números semelhantes aos de 2019, o valor adicionado de serviços (responsável por mais de 60% do PIB) aumentou substancialmente, desacelerando nos trimestres subsequentes. Esperamos vivenciar tendência semelhante em 2020, o que **significa frustração do mercado em relação ao crescimento na primeira metade do ano**. Tal ressaca significa que não alcançaremos 3%, embora ocorra melhora significativa no crescimento econômico. **Parece pouco provável que o Brasil cresça menos de 2% em 2020, em função da recuperação cíclica em curso**. Entre os motivos que nos deixam confiantes com a melhora substancial, destacamos **o setor privado como condutor do crescimento, a melhora das condições financeiras e o avanço na recuperação da construção civil e dos investimentos**.

## PIB – Serviços (% t/t)



Fonte: IBGE e estimativas Santander

# Recuperação com geração de emprego formal

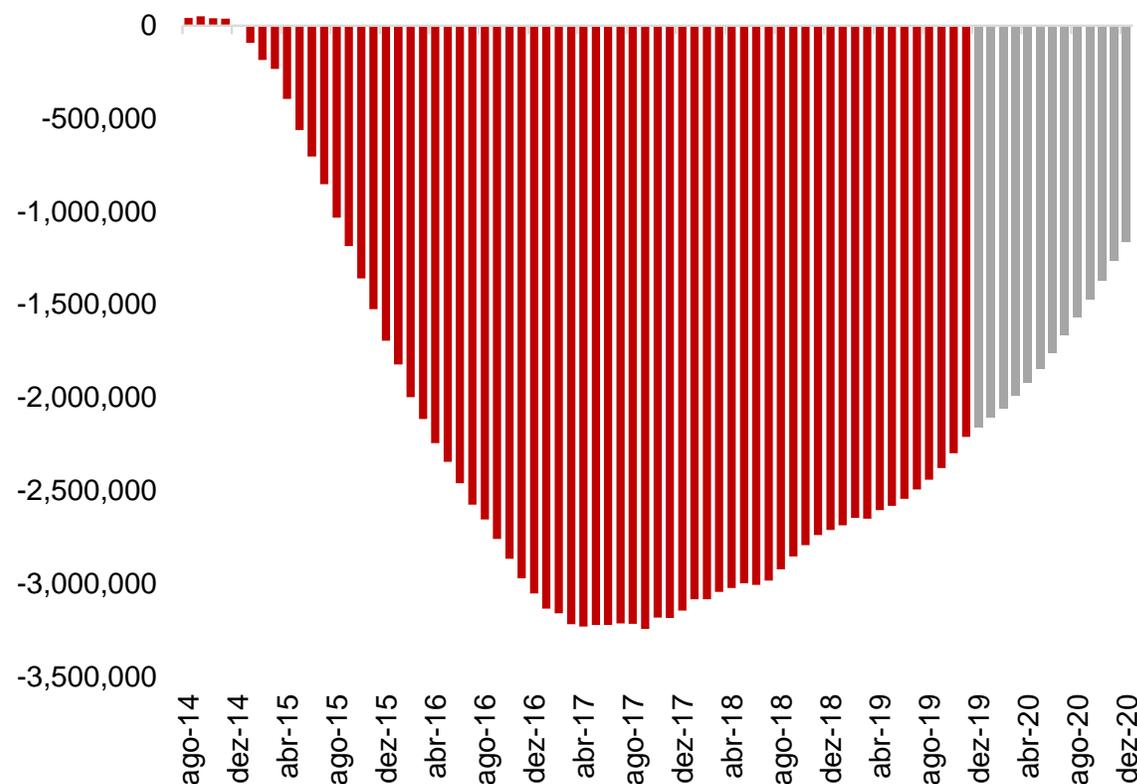
- **Continuidade do processo de melhora no mercado de trabalho, tanto nos números gerais como em sua composição**

O Brasil destruiu mais de 3,2 milhões de empregos formais durante a recente crise e, desde então, temos visto fraco desenvolvimento do mercado de trabalho (assim como o crescimento econômico).

**Acreditamos que em 2020 veremos mudança nessa dinâmica e o ritmo de geração de empregos quase dobrará, criando aproximadamente 1 milhão de empregos formais líquidos** – sobretudo no segundo semestre. É claro que ainda estaremos mais de um milhão de empregos aquém do nível pré-crise, mas essa melhoria não deve ser negligenciada. A reforma trabalhista aprovada em 2017 (esperamos flexibilização adicional em 2020) formalizou novas categorias ocupacionais, tal como os empregos intermitente e parcial, responsáveis por aproximadamente 20% da criação líquida de empregos formais nos últimos 12 meses. Tais categorias irão acelerar a geração de empregos com a melhoria da atividade econômica. O setor da construção civil contribuirá com a recuperação do mercado de trabalho. Após fechar mais de um milhão de postos de trabalho de 2014 a 2018, ganhou impulso em 2019 e irá acelerar em 2020.



## Soma da criação líquida de empregos formais desde junho de 2014 (ajustados sazonalmente)



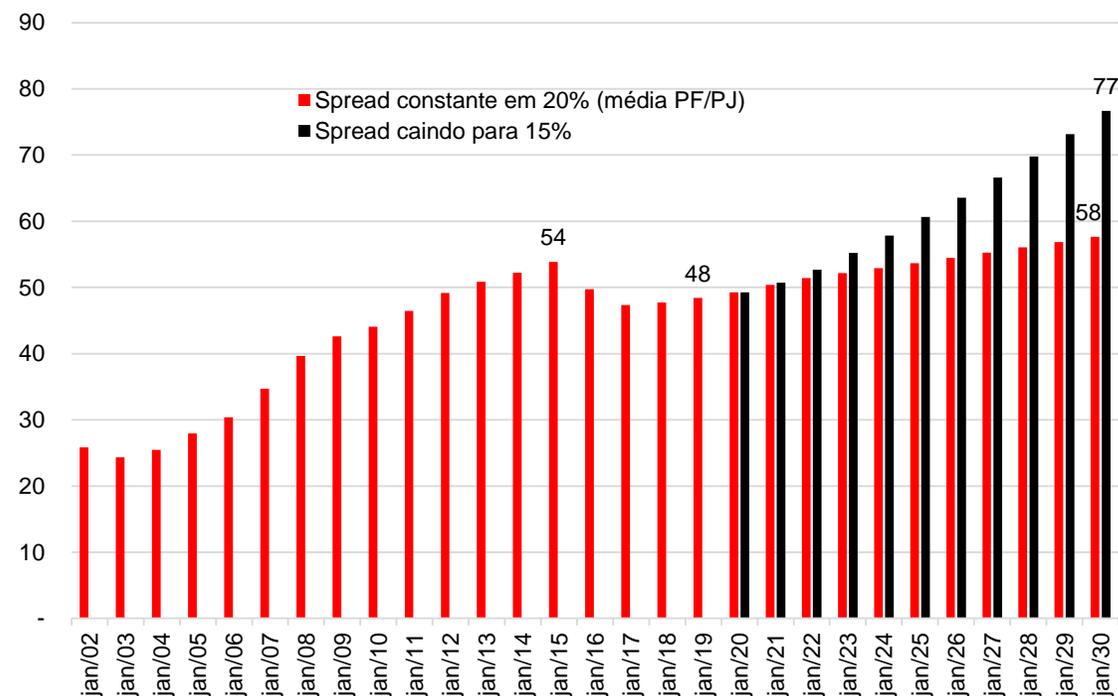
Fonte: MTE e Santander.

# Banco Central concentrará esforços na agenda regulatória

- **Com fim do ciclo de juros, BC se voltará para a Agenda BC#, buscando maior eficiência (e menores custos) no crédito bancário**

Segundo nossa projeção e dos analistas de mercado, o ciclo de cortes da taxa básica da economia está chegando ao fim. Em um ambiente de inflação ancorada – com expectativa de permanecer abaixo da meta – o Banco Central priorizará a agenda regulatória e de produtividade, conhecida como BC#. Mesmo longe de seu maior nível, a inadimplência demonstrou ligeiro crescimento nos últimos meses, reflexo, principalmente, da lenta recuperação do mercado de trabalho. Em ambiente de maior incerteza, os spreads bancários tendem a subir, dados os custos de recuperação de dívida e de análise de crédito. No entanto, com uma perspectiva mais favorável de crescimento econômico em 2020 e a agenda regulatória BC# visando o desenvolvimento do mercado de capitais, **existe espaço para aprofundamento do mercado de crédito brasileiro**, impulsionado pela diminuição dos spreads bancários e acesso a diferentes formas de financiamento, para empresas e indivíduos.

## Crédito ao setor privado (% do PIB)



Fonte: Banco Central e Santander.

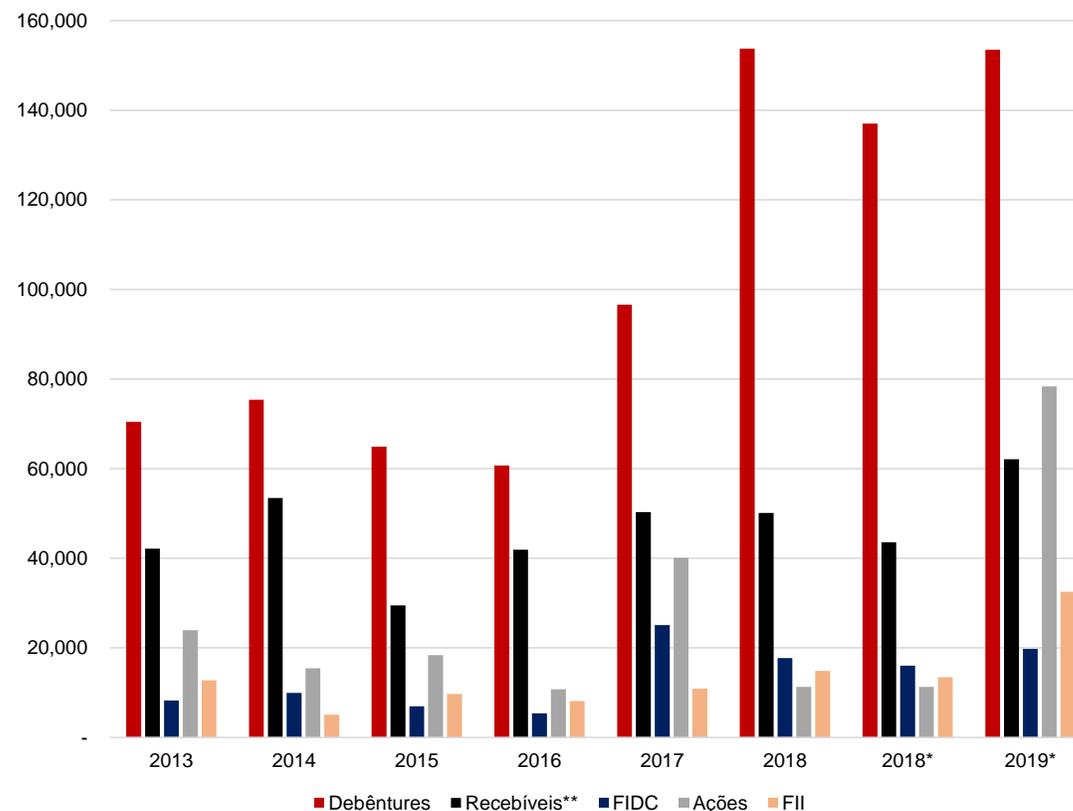
# Mercado de capitais brasileiro seguirá se aprofundando

- *À espera da reforma tributária e da abertura comercial, o acesso ao mercado de capitais será central para o ambiente de negócios.*

O mercado de capitais tem como principal objetivo a alocação da poupança financeira dos agentes em ativos que contribuam para o desenvolvimento da atividade econômica do país. Com a redução do investimento público nos últimos anos, principalmente no setor de infraestrutura, fontes alternativas de financiamento de médio e longo prazos tornaram-se necessárias e o mercado de capitais vem superando, desde 2016, os desembolsos anuais do BNDES. **Em ambiente de Selic baixa por período prolongado, há maior espaço para expansão deste mercado.** Além do desenvolvimento da classe de debêntures, as emissões de ativos atrelados ao risco imobiliário continuarão com avanços adicionais em 2020, após dois anos em destaque. A recuperação gradual da atividade econômica, a agenda de concessões do Ministério da Infraestrutura e a continuidade da agenda de reformas regulatórias impulsionará o mercado de capitais e, conseqüentemente, o alargamento da base de ativos. **O avanço do mercado de capitais será o principal fator de avanço na melhoria do ambiente de negócios**, haja vista que não aprovaremos uma reforma tributária, nem observaremos avanços na abertura comercial em 2020.



## Emissão de dívida privada – R\$ milhões



\*Emissões de Janeiro a Novembro

\*\* Recebíveis: NC, LF, CRA e CRI

Fonte: ANBIMA e Santander.

# Realocação de ativos locais para o mercado de ações será intensificada

- **A exposição dos investidores locais em ações tende a aumentar com a queda do juro e a aceleração do crescimento econômico.**

Ativos mais arriscados, como ações, representarão parcela maior da posição dos investidores nos próximos anos. Em nossa opinião, o quadro de baixas taxas de juros continuará a impulsionar novas entradas em fundos de ações nos próximos trimestres. Estimamos que os fundos de ações retornarão ao nível de 12% do total da indústria de fundos brasileira (atualmente em 8,2%), gerando a entrada de R\$ 202 bilhões e, com isso, o montante de R\$ 643 bilhões de ativos sob gestão (AUM) em ações. Em cenário otimista, onde as ações atingem 20% do AUM total da indústria de fundos brasileira (a participação de ações no portfólio atingiu o pico de 14,6% em 2007), haveria a entrada de R\$ 631 bilhões em ações. Para efeito de comparação, houve ingresso de R\$ 30 bilhões e R\$ 66 bilhões em 2018 e 2019, respectivamente. Nesse contexto, **reiteramos o cenário positivo para a bolsa brasileira em 2020, estimando o preço-alvo do Ibovespa em 135.000 pontos para o final do ano** (potencial total de retorno de 18%).

## Sensibilidade dos fundos de ações brasileiros em relação ao total da indústria de fundos

	Ações como % dos AUM	Total de ações em AUM (Milhões R\$)	Entrada/saída implícita para ações	Varição implícita do total de ações em AUM (%)
Cenário otimista	20.0%	1,072,154	631,281	143.2%
	18.0%	964,939	524,065	118.9%
	16.0%	857,723	416,850	94.6%
	14.0%	750,508	309,635	70.2%
Cenário base	12.0%	643,292	202,419	45.9%
	10.0%	536,077	95,204	21.6%
	9.0%	482,469	41,596	9.4%
	8.0%	428,862	-12,012	-2.7%
atual	8.2%	440,873	0	0.0%
	8.0%	428,862	-12,012	-2.7%
	7.0%	375,254	-65,619	-14.9%
Cenário pessimista	6.0%	321,646	-119,227	-27.0%

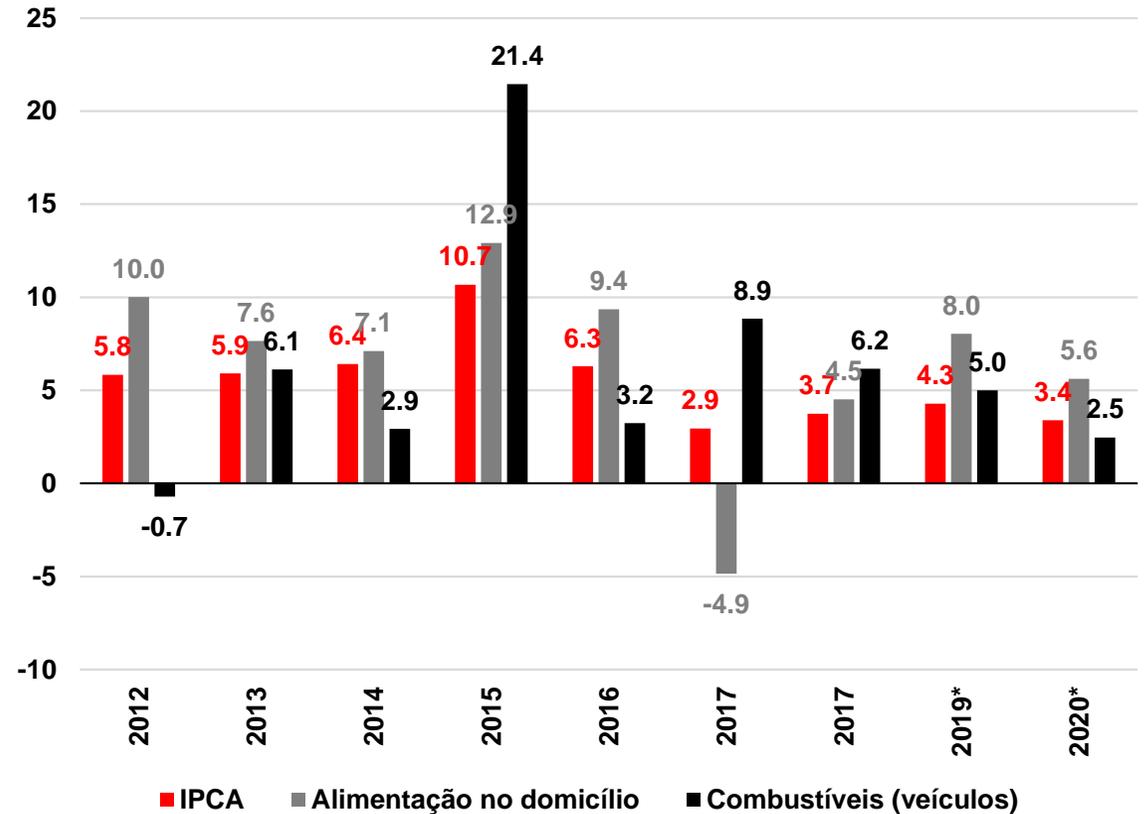
Fonte: Estimativas Santander Equities Research, Anbima e Bloomberg.

# Inflação ainda não será preocupação neste ano

- **Expectativas ancoradas, ociosidade elevada, câmbio inalterado, e preços voláteis resultarão em IPCA abaixo da meta central.**

Apesar do aumento expressivo da inflação no final de 2019 - próxima da meta anual estabelecida pelo CMN (4,25%), o IPCA ficará consideravelmente abaixo da meta de 4,0% em 2020 (nossa projeção é de 3,4%). **Dentre os principais fatores explicativos para o cenário tranquilo, destacamos: i) expectativas ancoradas e ii) (ainda) ampla ociosidade na economia.** Contudo, alguns elementos de riscos altistas e baixistas para este cenário devem ser levados em consideração. Pelo lado baixista, ressaltamos: i) a não ocorrência de eventos climáticos importantes, gerando maior alívio no preço da energia elétrica e alimentos, e ii) desaceleração adicional da alta dos preços das proteínas observada no final do ano passado, devido à normalização parcial do mercado. Quanto aos riscos altistas, destacamos (i) eventual choque permanente do preço de combustíveis por conta de tensões geopolíticas, (ii) frustração com a safra de grãos e (iii) possível repasse adicional de preços com a aceleração do crescimento econômico.

## IPCA, preços de alimentação no domicílio e combustíveis veiculares (a/a)



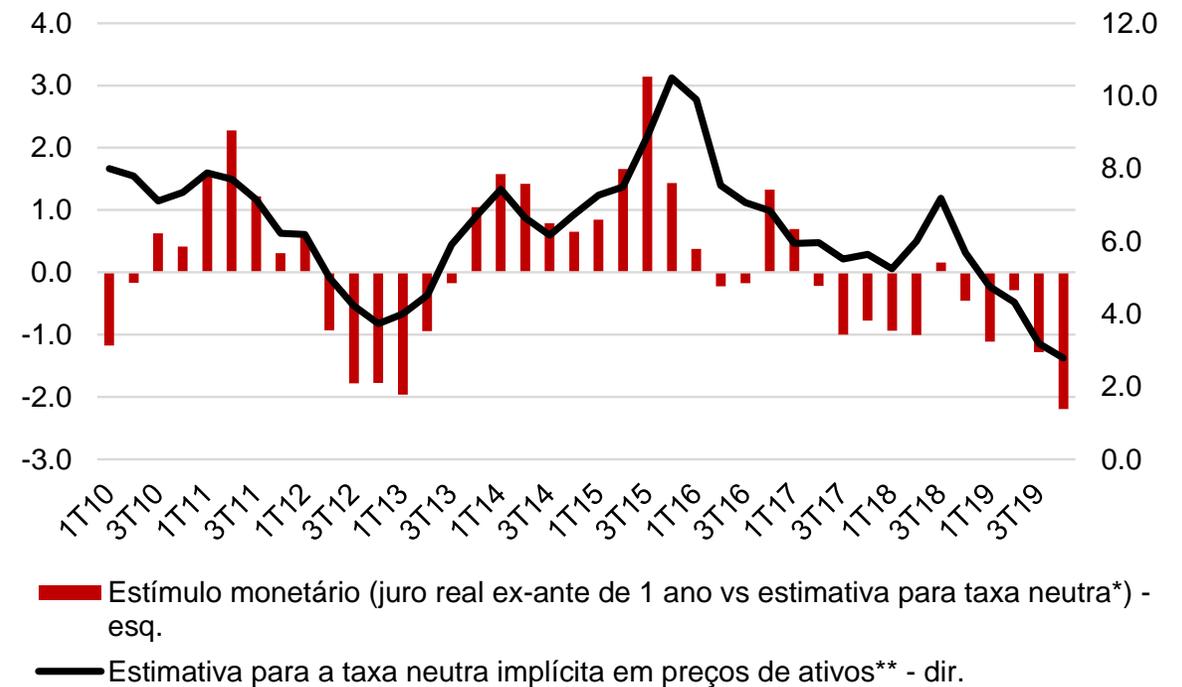
Fonte: IBGE e Santander

# Estímulo monetário atingirá ápice em 2020

- **Postura monetária apresenta bom nível de acomodação. Retomada da atividade implica normalização a partir de 2021.**

Após redução de 200 pbs pelo Copom em 2019, a taxa Selic encerrou o ano em baixa histórica (4,50% a.a.). Nosso cenário projeta dois cortes adicionais de 0,25 p.p., levando a uma taxa terminal de 4,00% para o ciclo. Dados recentes (especialmente atividade, cuja recuperação ganha ímpeto) aumentam a probabilidade de a taxa Selic permanecer estável ao longo do ano. Ainda assim, a transmissão de uma postura monetária expansionista pode gradualmente gerar maior tração para a economia ainda em 2020. É o caso do juro de mercado que, sob a influência da taxa básica, ajuda a determinar custos de financiamento para empresas e consumidores. A taxa de juros real ex-ante (taxas de swap de 1 ano, deflacionadas pelas projeções de inflação um ano à frente) encontra-se abaixo de 1%. Os juros mais longos (taxas reais a termo de 5 anos - proxy de mercado para a taxa estrutural) testam níveis abaixo de 3%. Em suma, as principais taxas de juros seguem abaixo das estimativas para a taxa real neutra (estimamos c. 3%), o que sugere boa dose de estímulos. **A normalização da taxa de juros ocorrerá a partir de 2021, à medida que a recuperação se consolidar, a ociosidade diminuir, e os estímulos se tornarem desnecessários.**

## Proxies para estímulo monetário e taxa de juro estrutural



Fonte: Bloomberg, Banco Central do Brasil, Santander

\* Estimativa do Santander

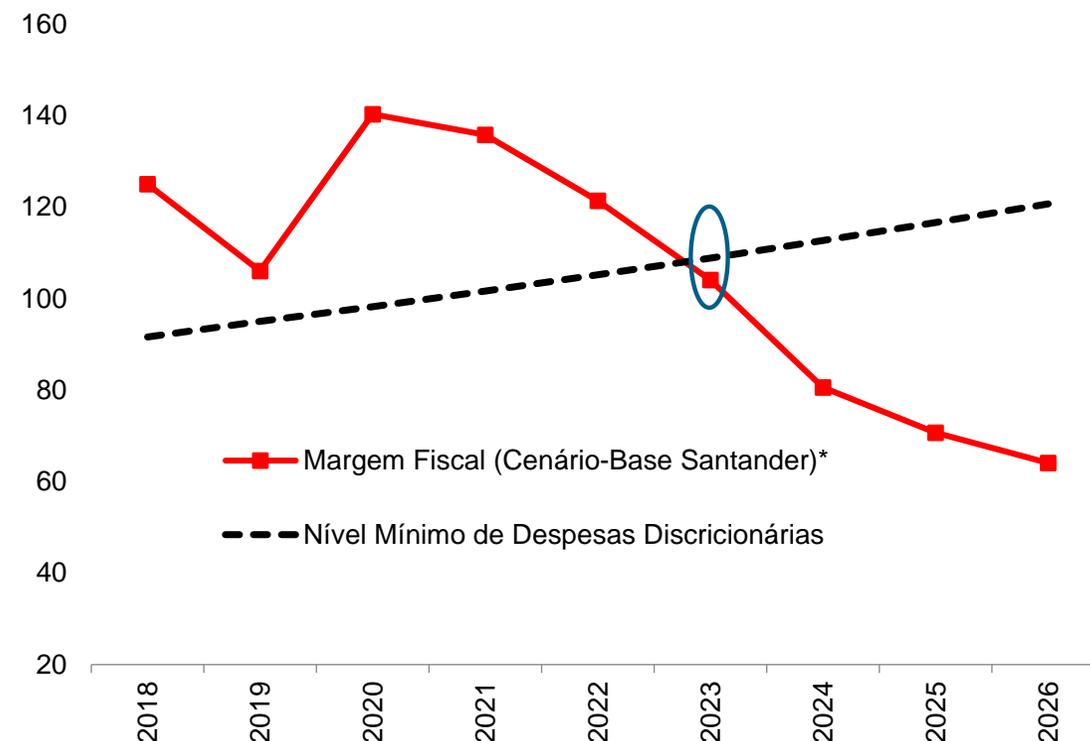
\*\* Taxa nominal de 5 anos a termo (de 5 anos) deflacionada pelo consenso para a inflação de longo prazo

# A agenda de reformas não será abandonada em 2020

- **As discussões em torno da agenda reformista continuarão, mas poucas matérias serão concluídas este ano.**

A adoção de medidas de ajuste fiscal e parafiscal (desde 2016) vem contribuindo para a melhoria da percepção de risco dos agentes a respeito da capacidade de equilíbrio e recuperação sustentada da economia brasileira. Após aprovação de uma reforma da previdência com boa potência fiscal em 2019, a agenda reformista não será abandonada em 2020. As discussões e negociações sobre reformas fiscais, regulatórias e de produtividade continuarão a tramitar no Congresso ao longo deste ano, não se limitando ao primeiro semestre. Os principais debates durante as eleições municipais não mostrarão oposição (ao menos não substancial) a tal agenda, ou seja, o cronograma eleitoral não criará um ambiente desfavorável à atual pauta econômica. Apesar disso, **poucas propostas terão sua tramitação no Congresso concluída (com aprovação) até o final deste ano**, dada a complexidade e abrangência dos temas. Dentre elas, destacamos a aprovação de uma versão diluída do pacote fiscal emergencial de contenção de despesas obrigatórias (“PEC Emergencial”), a qual garantirá o cumprimento da regra do teto de gastos até o fim do atual mandato presidencial.

## Cumprimento da Regra do Teto de Gastos (Valores em R\$ bilhões)



\* Margem Fiscal = Teto de Gastos - Despesas Obrigatórias Sujeitas ao Teto

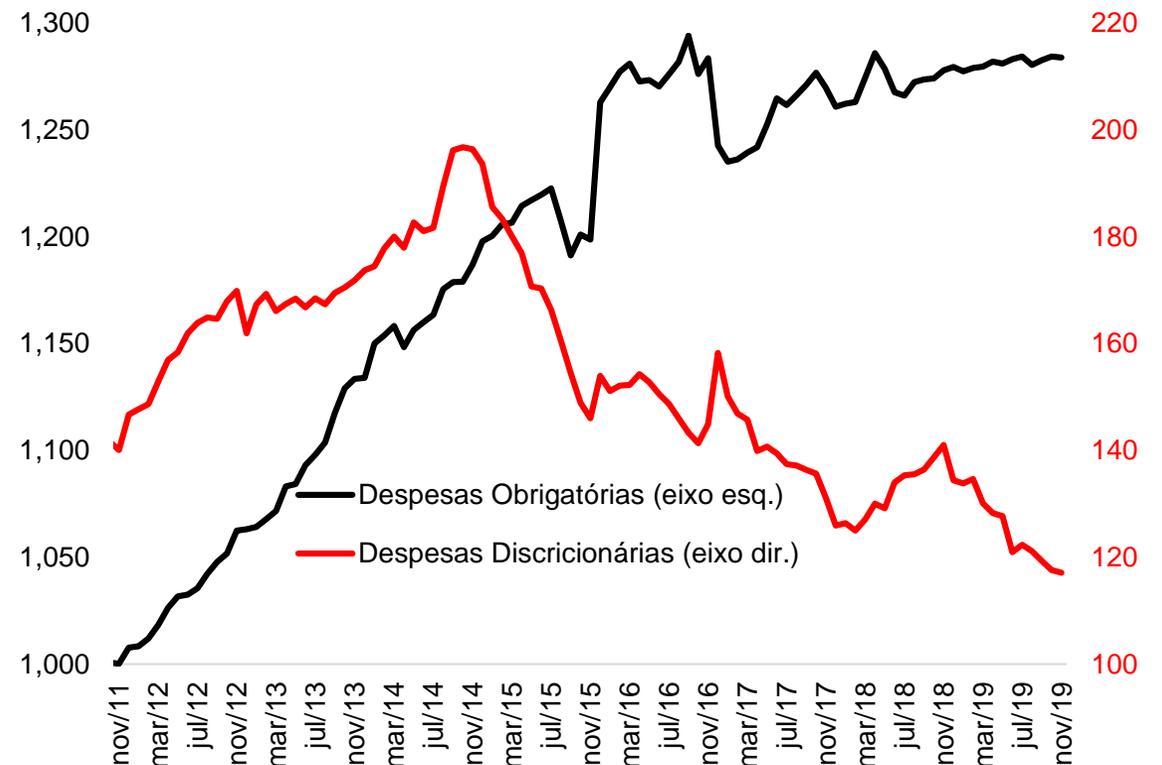
Fonte: Tesouro Nacional e Santander.

# Preocupações com a consolidação fiscal irão se dissipar prematuramente

- **O ajuste estrutural do gasto público não terminará em 2020. Trajetória benigna da dívida reduzirá senso de urgência.**

As projeções para os principais indicadores fiscais melhoraram no período recente, com destaque à trajetória esperada para o endividamento público. A acentuada queda do custo de rolagem - na esteira das menores taxas de juros - e a recuperação mais consistente da atividade doméstica levarão a razão entre dívida pública bruta e PIB a atingir o pico em 2021 (abaixo de 80%), um cenário muito mais benigno do que o projetado há alguns anos. Além disso, a aprovação de medida emergencial para contenção das despesas obrigatórias potencializará a percepção de um quadro fiscal mais favorável. No entanto, **as contas públicas brasileiras continuarão apresentando problemas de fluxo (sobretudo em relação à dinâmica das despesas com pessoal), o que demanda uma reforma estrutural do gasto obrigatório.** Portanto, sob condições conjunturais relativamente favoráveis, o risco de complacência (término prematuro das preocupações) com a política fiscal aumentará à frente, abrindo espaço para a materialização de pressões relevantes por mais gastos. **Passos importantes foram dados, mas seria muito perigoso retirar o ajuste fiscal do radar.**

## Despesas obrigatórias x Despesas discricionárias (R\$ bilhões, em termos reais)



Fonte: Tesouro Nacional e Santander.

# Agenda de desestatização avançará, lentamente

- **Embora vendas de ativos estatais devam acontecer, maiores avanços nas concessões e privatizações ficarão para 2021 em diante.**

Acreditamos que governo federal seguirá progredindo em suas linhas gerais de redução do tamanho do Estado, numa agenda que inclui vendas de ativos, privatizações e concessões/PPPs. Entretanto, a maior parte dessa agenda irá requerer mais tempo de preparação, negociação política e debates com o Congresso. **Nosso cenário-base fiscal não contempla arrecadação derivada de privatizações (ex: descotização na venda da Eletrobras) e outros leilões (e.g. novo leilão de campos do pré-sal) em 2020. Consideramos esses dois eventos, em particular, surpresas positivas, que poderiam levar a déficits primários menores e trajetória da dívida/PIB levemente mais favorável.** Acreditamos que em 2020 serão entregues parte das ações previstas no Programa de Parcerias e Investimentos (PPI, R\$ 21 bilhões); parte dos programas de desinvestimentos da Petrobrás (refinarias), do BNDESPar (especialmente venda de ações da Petrobrás e JBS); e da Caixa (Caixa Seguridade). E acreditamos que parte do produto da venda de participações do BNDESPar (cerca de R\$ 20 bi) e da Caixa (cerca de R\$ 8 bi) redundará em devolução de recursos para o Tesouro Nacional para abatimento da dívida bruta.

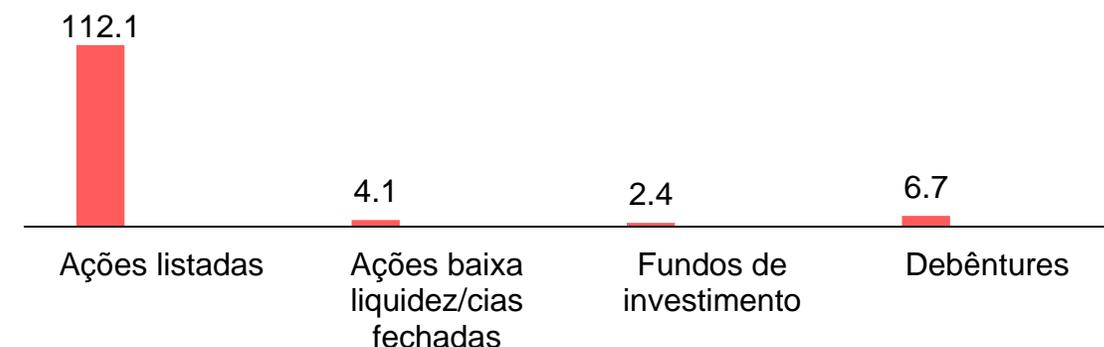


## Carteira de Concessões - PPI

Modalidade	Investimento total (R\$ bi)	Carteira PPI 2020
Aeroportos (22)	5,0	5,0
Ferrovias (8)	62,1	33,2
Rodovias (25)	137,9	34,8
Portos	4,1	2,2
<b>Total</b>	<b>209,1</b>	<b>75,2</b>

Fontes: PPI, Eurasia, Santander.

## Carteira de Ativos BNDESPar (BRL bi)



Fontes: BNDES, Santander.

# Macroeconomia Santander

**Ana Paula Vescovi**

**Economista-Chefe**

anavescovi@santander.com.br  
+5511 3553-8567

**Mauricio Orenge**

**Head de Research e Estratégia**

mauricio.oreng@santander.com.br  
+5511 3553-5404

**Daniel Gewehr**

**Head de Equity Strategy**

dhwgewehr@santander.com.br  
+5511 3012-5787

**Everton Gomes**

**Modelagem**

everton.gomes@santander.com.br  
+5511 3012-7677

**Jankiel Santos**

**Balanco de Pagamentos**

jankiel.santos@santander.com.br  
+5511 3012-5726

**Luciano Sobral**

**Política e Estratégia Brasil**

lusobral@santander.com.br  
+5511 3012-6209

**Mateus Rabello**

**Economia Internacional**

mrabello@santander.com.br  
+5511 3012-6212

**Rodolfo Margato**

**Política Fiscal**

rodolfo.silva@santander.com.br  
+5511 3553-1859

**Laiz Carvalho**

**Mercado de Capitais e Crédito**

laiz.carvalho@santander.com.br  
+5511 3553-0933

**Lucas Nobrega**

**Atividade**

luaugusto@santander.com.br  
+5511 3553-5263

**Mirella Hirakawa**

**Inflação**

mirella.hirakawa@santander.com.br  
+5511 3553-5102

# Important Disclosures

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.

© 2019 by Santander Investment Securities Inc. All Rights Reserved.

