

Brasil—Inflação

Inflação mais baixa em 2019

Vagner Alves*

vagner.alves@santander.com.br

+55-11-3553-5102

- Revisamos a nossa expectativa e esperamos que o IPCA termine o ano em 3,5% (contra 3,7% anteriormente).
- Na análise nós consideramos crescimento de 2,3% e taxa de câmbio de 4,0 BRL/USD no final de 2019 (média anual de 3,8 BRL/USD). No entanto, é importante ressaltar que a economia brasileira seguirá com uma elevada capacidade ociosa, de tal forma que o hiato do produto seguirá negativo até o final de 2020, segundo nossas estimativas. Para 2020 não alteramos a nossa expectativa de 4,0% para o IPCA.
- O núcleo de inflação calculado pelo Santander situa-se abaixo da meta de 4,5% desde o final de 2016 e os nossos modelos apontam que o mesmo deverá permanecer no confortável intervalo de 3,0%- 3,5% em 2019.
- Esse cenário de inflação comportada e abaixo do centro da meta aliada à elevada ociosidade da economia reforça nossa perspectiva de manutenção da taxa Selic em 6,5% a.a. até o primeiro trimestre de 2020.
- O subgrupo dos preços administrados, que engloba principalmente transporte público, serviços regulados e combustíveis, tem rodado acima de 4,5% desde o início de 2014 em função de choques de oferta (falta de chuvas), depreciação cambial e medidas setoriais que não funcionaram. Em 2019 esperamos uma desaceleração para o grupo, que deve passar de 6,2% para 4,9%, enquanto o Banco Central espera alta de 5,2% para o grupo.
- Projetamos alta de 1,0% para os bens duráveis, desacelerando de 1,7% em 2018. Mesmo com a melhora da atividade econômica, o hiato do produto negativo limita o impacto do aumento do consumo sobre a inflação e reduz o repasse dos movimentos do câmbio para o IPCA.
- Projetamos que a inflação do grupo de serviços irá acelerar de 3,3% para 3,7% em 2019, com a retomada do crescimento e leve aumento real do salário mínimo. Dividimos a análise do grupo em dois subgrupos, dos serviços ligados à renda e dos serviços relacionados à atividade.
- O subgrupo alimentação no domicílio deverá desacelerar de 4,5% para 3,9% em 2019. Um fator positivo para a inflação de alimentos no domicílio será a redução dos custos dos insumos (rações para animais), uma vez que é esperado uma forte alta na produção de milho para este ano, enquanto a soja deve apresentar pequena redução (vindo de uma safra recorde em 2018).

		2015	2016	2017	2018	2019
IPCA	Pesos	10.7	6.3	2.9	3.75	3.5
Administrados	25.9	18.1	5.5	8.0	6.2	4.9
Gasolina	4.3	20.1	2.5	10.3	7.2	1.1
Energia Elétrica	3.8	51.0	-10.7	10.4	8.7	8.7
Livres	74.1	8.5	6.5	1.3	2.9	3.0
Duráveis	7.7	3.3	1.4	-1.7	1.7	1.0
Semi-duráveis	7.5	5.3	4.1	2.3	0.8	2.2
Serviços	35.7	8.1	6.5	4.5	3.3	3.7
Serviços Subjacente	22.3	9.5	6.3	3.7	3.1	3.6
Não Duráveis	23.3	12.3	8.7	-2.7	3.3	3.0
Alimentos no domicílio	15.9	12.9	9.4	-4.9	4.5	3.9

Fonte: IBGE e Santander

IMPORTANT DISCLOSURES/CERTIFICATIONS ARE IN THE "IMPORTANT DISCLOSURES" SECTION OF THIS REPORT.

U.S. investors' inquiries should be directed to Santander Investment at (212) 350-0707.

*Employed by a non-US affiliate of Santander Investment Securities Inc. and is not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules.

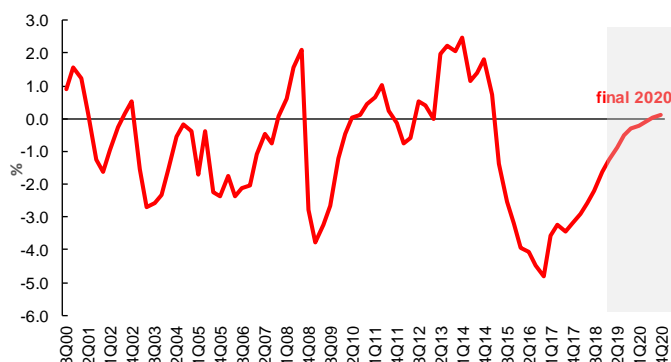


Introdução

Neste artigo apresentamos nossa perspectiva para o IPCA de 2019 com a abertura dos seus principais subgrupos. **Revisamos a nossa expectativa e esperamos que o principal índice de inflação ao consumidor termine o ano em 3,5% (contra 3,7% anteriormente)**, novamente abaixo da meta definida para o Banco Central (4,25%). **Não alteramos a expectativa de 4,0% para o IPCA de 2020.** Nossa abordagem será “bottom-up”, passando pelos tradicionais grupos de classificação definidos pelo Banco Central – administrados, serviços, bens não-duráveis, semiduráveis e duráveis.

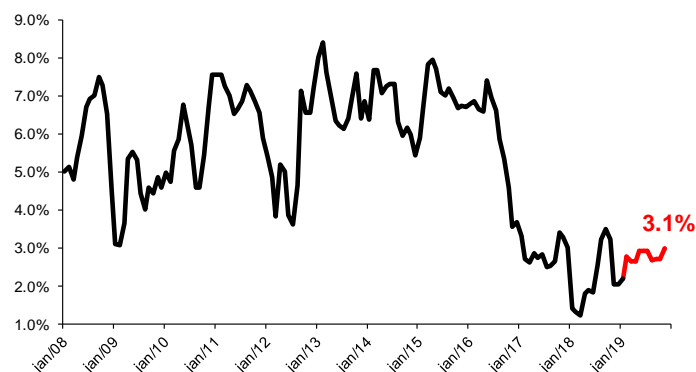
Na análise, **nós consideramos crescimento de 2,3% e taxa de câmbio de 4,0 BRL/USD no final de 2019 (média anual de 3,8 BRL/USD)**. No entanto, é importante ressaltar que mesmo com esse crescimento, a economia brasileira seguirá com uma elevada capacidade ociosa, de tal forma que o hiato do produto seguirá negativo até o final de 2020 (figura 1), segundo nossas estimativas. O hiato é uma variável explicativa relevante para os núcleos de inflação, que reagem principalmente aos efeitos secundários dos diversos choques que afetam a economia (depreciação cambial, oferta de alimentos, paralizações, etc.). Como é possível observar na figura 2, o **núcleo de inflação calculado pelo Santander (similar ao núcleo EX2 do Banco Central) situa-se abaixo da meta de 4,5% desde o final de 2016 e os nossos modelos apontam que o mesmo deverá permanecer no confortável intervalo de 3,0%- 3,5% em 2019.**

Figura 1: Hiato do Produto (Estimativa a partir de 3Q18)



Fonte: IBGE, Banco Central e Santander

Figura 2: Núcleo da inflação Santander – Variação da média móvel de 3 meses anualizada (S.A.)



Esse cenário de inflação comportada e abaixo do centro da meta aliada à elevada ociosidade da economia reforça nossa perspectiva de manutenção da taxa Selic em 6,5% a.a. até o primeiro trimestre de 2020.

Nas próximas seções iremos apresentar as projeções e premissas dos principais subgrupos do IPCA para 2019.

Preços Administrados (Peso¹ 25,9%)

O subgrupo dos preços administrados, que engloba principalmente transporte público, serviços regulados e combustíveis, tem rodado acima de 4,5% desde o início de 2014 em função de choques de oferta (falta de chuvas), depreciação cambial e medidas setoriais que não funcionaram. Em 2019 esperamos uma desaceleração para o grupo, que deve passar de 6,2% para 4,9%. Destacamos os mais importantes subitens na tabela abaixo:

Figura 3: IPCA - Preços Administrados

	2015	2016	2017	2018	2019 (P)
Utilidades					
Taxa de Água e Esgoto	14.8	20.1	10.5	4.5	6.0
Telefonia Fixa	-1.6	-1.2	-5.4	-1.3	-1.2
Energia Elétrica	51.0	-10.7	10.4	8.7	8.7
Transportes e Combustíveis					
Ônibus Urbano	15.1	9.3	4.0	6.3	6.8
Gasolina	20.1	2.5	10.3	7.2	1.1
Saúde					
Produtos Farmacêuticos	6.9	12.5	4.5	1.6	3.2
Planos de Saúde	12.2	13.6	13.5	11.2	8.1
Total Administrados	18.1	5.5	8.0	6.2	4.9

¹ Para todos os grupos consideramos os pesos de fevereiro de 2019



Fonte: IBGE e Santander

Energia Elétrica (Peso 3,8%)

Os reajustes tarifários de energia elétrica têm ficado consistentemente acima da inflação nos últimos anos (2016 foi uma exceção) em função de diversos problemas regulatórios no setor e pelo déficit hídrico no período. **Para este ano esperamos uma desaceleração dos reajustes médios das distribuidoras de 14,8% para 5,6%** em função do menor rombo na conta das bandeiras tarifárias em 2018 e pelo fim do pagamento de alguns empréstimos contraídos por algumas distribuidoras de luz entre 2013 e 2014. Além disso, alguns dos subsídios pagos pela maioria dos consumidores estão sendo revistos e devem ter menor impacto nas contas ao longo dos próximos anos. No entanto, o acionamento de usinas térmicas logo no início de 2019 (ainda no período chuvoso) contribuirá para que os reajustes do setor continuem acima da inflação média e reconhecemos que **existe um risco de alta na nossa projeção para esse subitem**. Nosso cenário para as bandeiras tarifárias pressupõe bandeira verde até abril, vermelha 1 em maio, vermelha 2 de junho até outubro, amarela em novembro e dezembro, já considerando que a Aneel deverá rever a metodologia de acionamento e valores das bandeiras tarifárias para o período de maio 2019 e abril 2020. **Caso o regime de chuvas decepcione mais uma vez ao longo do ano, podemos encerrar 2019 com bandeira vermelha patamar 1, o que adicionaria 0,15bps ao IPCA anual. A soma dos 5,6% dos reajustes das distribuidoras com os 3,1% da mudança de bandeira (2018 terminou no patamar verde) resulta nos 8,7% esperado para o subitem energia elétrica em 2019.**

Gasolina (Peso 4,3%)

Os preços internos da gasolina acompanham os preços das cotações internacionais em reais do produto, com reajustes praticamente semanais ou de menor frequência em casos de movimentos mais fortes. **Projetamos elevação de 1,1% para os preços da gasolina no IPCA de 2019**, considerando nossa curva de câmbio (média de 3,8 BRL/USD), preço médio do petróleo Brent (USD 65/ barril) e redução de 4,0% dos preços do etanol (será discutido em outra seção).

Ônibus Urbano (Peso 2,8%)

A elevação dos preços do diesel em 2018 (+6,6% no IPCA) e a dificuldade de os Municípios aumentarem os subsídios ao setor contribuiu para os reajustes acima da inflação nos últimos anos. **Para 2019 esperamos que esse padrão se mantenha, com aumento de 6,8% nas tarifas de ônibus urbano**, lembrando que as três cidades com maior peso no IPCA (São Paulo, Rio de Janeiro e Belo Horizonte) já anunciaram os reajustes no início do ano.

Planos de Saúde (Peso 4,2%)

Pela metodologia do IBGE os reajustes dos planos de saúde têm impacto inicial no mês de julho até junho do ano seguinte, sempre considerando 1/12 avos por mês. **Para 2019 projetamos elevação de 8,1% para o subitem no IPCA**, resultado de uma variação mensal de 0,50% ao mês a partir de julho/19 (reajuste médio de 2019/20 equivalente a 6,2%). Importante ressaltar que a ANS alterou a metodologia de cálculo dos reajustes no final de 2018, que agora irá considerar a variação do IPCA excluindo o subitem “Plano de Saúde” e a variação das despesas com atendimento aos beneficiários dos planos de saúde².

Produtos Farmacêuticos (Peso 3,4%)

Esperamos variação de 3,2% para o subgrupo no IPCA de 2019. A fórmula para os reajustes considera o IPCA acumulado em 12 meses até fevereiro subtraindo a produtividade (fator X), adicionando as variações de câmbio e energia elétrica (Fator Y) e ajustes de preços intrasetor (Fator Z).

Bens Duráveis (Peso 7,7%) e Semiduráveis (Peso 7,5%)

A inflação dos bens duráveis e semiduráveis é bem correlacionada com a atividade econômica e com a variação cambial. Dentro do grupo dos bens duráveis, os eletrodomésticos (linha branca e linha marrom) apresentam maior sensibilidade aos movimentos do câmbio, enquanto os automóveis novos têm boa aderência com a tendência de vendas do setor. Os bens da linha marrom e os automóveis usados apresentam uma tendência deflacionária estrutural, reflexo do impacto da rápida mudança tecnológica no caso da linha marrom (televisores e computadores) e pela rápida depreciação dos carros usados.

² Detalhes da nova metodologia: <http://www.ans.gov.br/aans/noticias-ans/consumidor/4782-reajuste-de-planos-individuais-tera-nova-metodologia-de-calculo-a-partir-de-2019>



Projetamos alta de 1,0% para os bens duráveis, desacelerando de 1,7% em 2018. Mesmo com a melhora da atividade econômica, o hiato do produto seguirá negativo pelos nossos modelos, limitando o impacto do aumento do consumo sobre a inflação e reduzindo o repasse dos movimentos do câmbio para o IPCA. Em 2018 a inflação dos bens duráveis acelerou apenas 3,4% (de -1,7% para +1,7%) apesar da forte depreciação cambial registrada no período (14,5% na média), evidenciando a redução do chamado “pass-through” cambial. Ademais, existe uma discussão sobre a possibilidade de redução das tarifas de importação para alguns produtos, dentre os quais computadores, o que certamente teria impacto negativo sobre a nossa projeção.

Figura 4: IPCA – Bens Duráveis (Acum. 12 meses)

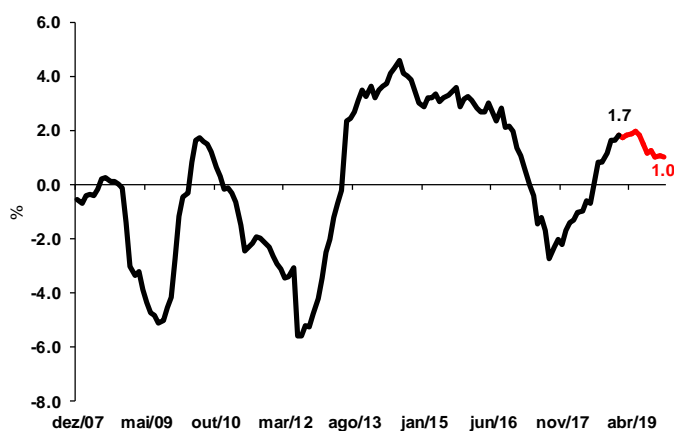
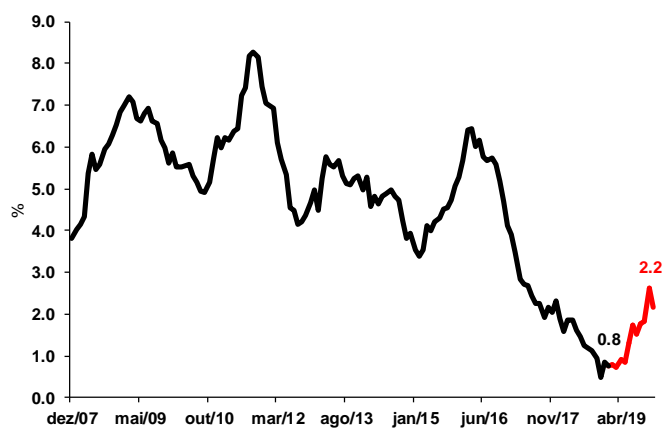


Figura 5: IPCA – Bens Semiduráveis (Acum. 12 meses)



Fonte: IBGE e Santander

Para o grupo dos bens semiduráveis esperamos aceleração de 0,8% para 2,2% em 2019. Além da melhora esperada para as vendas no comércio varejista, houve um importante descolamento do comportamento dos preços de vestuário no IPCA contra o observado no IGP-DI (preços no atacado). Os preços das roupas no atacado apresentaram forte aceleração em 2018, provavelmente reflexo da depreciação do real, mas desaceleraram no varejo. Acreditamos que parte dessa “margem” dos varejistas será recomposta ao longo de 2019 e 2020. **No entanto, não podemos descartar a hipótese de uma mudança estrutural no setor, que passou a ser fortemente influenciado pelas vendas online e o consequente aumento na concorrência, similar ao que ocorreu em outros países³.** Importante ressaltar que esse descolamento não ocorreu para a maioria dos bens industrializados.

Figura 6: IPCA vs IGP-DI (Acum. 12 meses)

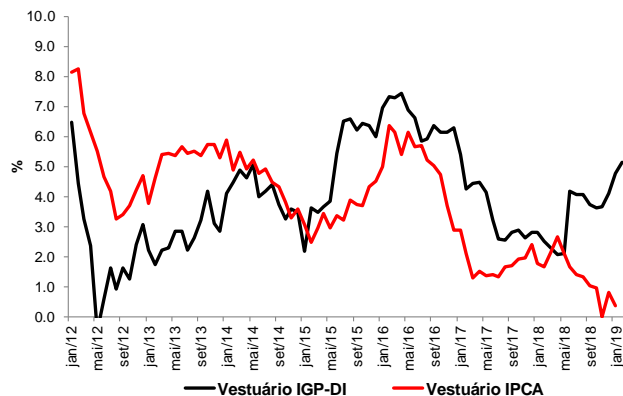
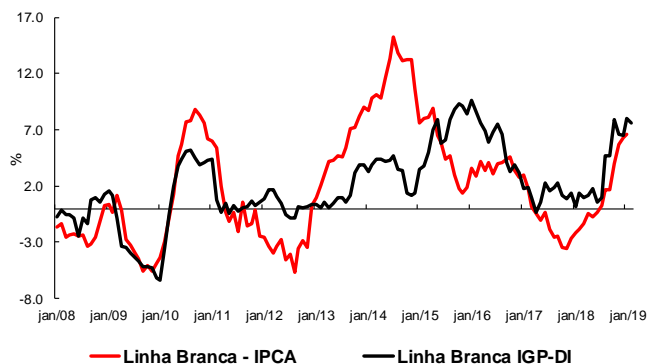


Figura 7: IPCA vs IGP-DI (Acum. 12 meses)



Fonte: IBGE, FGV e Santander

³ Fenômeno conhecido como “Amazon effect” - https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Amazon%20Effect_Cavallo_Final_c7010621-5a57-4ee7-8877-37912dcb187a.pdf



Serviços (Peso 35,7%)

Projetamos que a inflação do grupo de serviços irá acelerar de 3,3% para 3,7% em 2019, com a retomada do crescimento e leve aumento real do salário mínimo. Dividimos a análise do grupo em dois subgrupos, dos serviços ligados à renda e dos serviços relacionados à atividade.

Serviços ligados à renda (Peso 18,1%)

O subitem aluguel residencial historicamente apresentava uma boa correlação com o IGP-M (acumulado em 12 meses – média móvel de 24 meses). No entanto, a partir de 2016 essa relação perdeu aderência, provavelmente em função da forte desaceleração do mercado imobiliário. Encontramos uma boa correlação do subitem com o índice de valor médio de locação residencial, divulgado pela Secovi-SP, com 22 meses de defasagem. Essa defasagem ocorre porque o estoque de imóveis que IBGE acompanha deve ser renovado de maneira mais lenta, enquanto o indicador da Secovi registra os reajustes atuais. Além disso, o indicador de locação da FIPEZAP reponderado pelas regiões metropolitanas do IPCA apresenta aderência similar ao indicador da Secovi. Assim, projetamos que o subitem aluguel residencial terá alta de 3,0% em 2019.

Figura 8: Aluguel Residencial

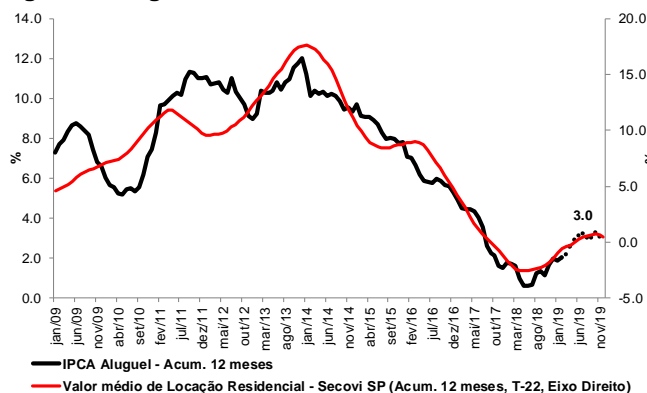
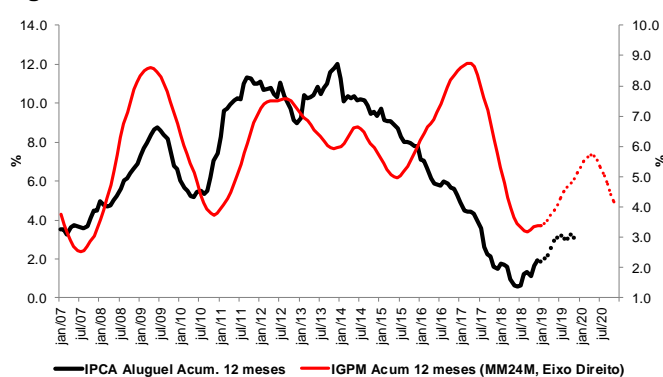


Figura 9: IPCA x IGP M



Fonte: IBGE, Secovi-SP e Santander

Os serviços de Saúde, que englobam consultas médicas e exames laboratoriais, deverão passar de 4,0% para 4,3% em 2019. Aceleração similar deve ser observada nos serviços pessoais, que incluem o subitem empregado doméstico (peso 4,3%), devido à lenta redução esperada da taxa de desemprego e aumento da renda, ressaltando que esses itens têm boa correlação com a variação do salário mínimo (alta real de cerca de 1,0%).

O subgrupo educação (cursos regulares e diversos) tem o reajuste concentrado no mês de fevereiro pela metodologia do IBGE e já foi divulgado no IPCA-15 do mês. Assim, a variação anual deverá ficar em 5,1%, abaixo dos 5,5% de 2018.

Figura 10: IPCA Educação – Variação anual

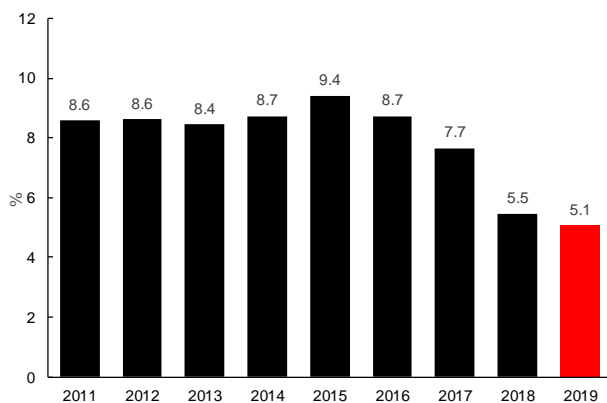
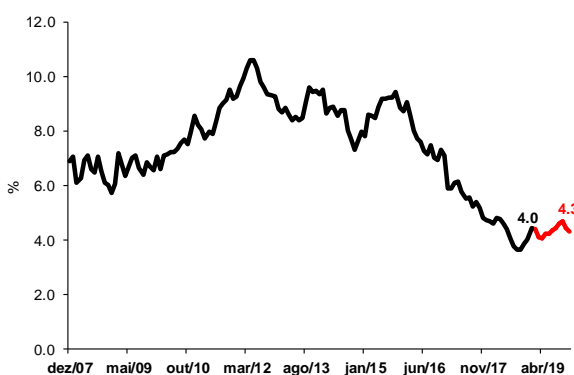


Figura 11: IPCA Serviços de Saúde



Fonte: IBGE e Santander



Serviços ligados à atividade (Peso 17,6%)

Os dois itens que merecem maior atenção dentro dos serviços ligados à atividade são **passagens aéreas e alimentação fora do domicílio**. O primeiro, apresentou forte elevação em 2018 (+16,9%) em função da depreciação do real e pela forte alta nos preços internacionais da querosene de aviação até outubro (pela metodologia do IBGE a coleta é realizada com dois meses de antecedência). **Para 2019 esperamos que o subitem apresente deflação de 0,3%, com viés de baixa** por três motivos: (i) redução do ICMS para a querosene de aviação de 25% para 12% na cidade de São Paulo; (ii) expectativa de relativa estabilidade dos preços do combustível em relação à média de 2018, ressaltando que desde novembro os preços recuaram cerca de 11%; (iii) esperamos menor depreciação cambial em 2019.

Por outro lado, **alimentação fora do domicílio deve acelerar em 2019, passando de 3,2% para 3,9%**. A melhora da atividade econômica será parcialmente compensada pela menor inflação de alimentos no domicílio neste ano, conforme será discutido na próxima seção.

Figura 12: IPCA Passagens aéreas – Variação anual

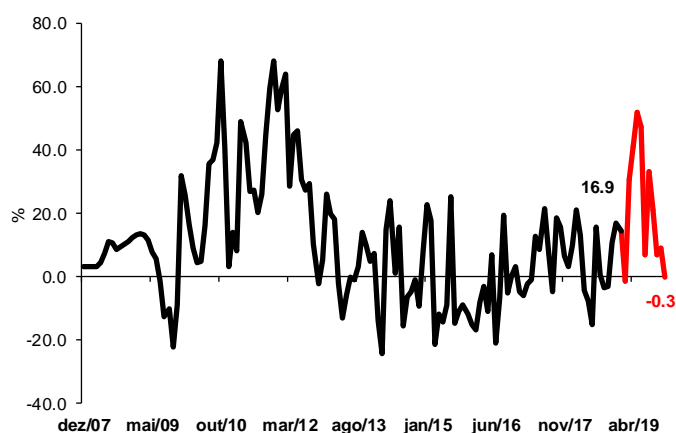
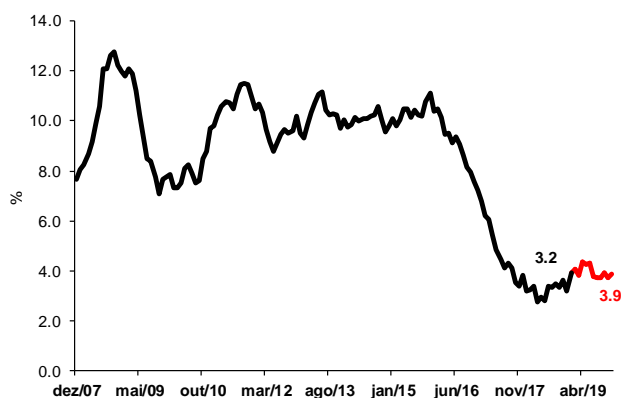


Figura 13: IPCA Alimentação fora do domicílio – Variação anual



Fonte: IBGE e Santander

Assim, esperamos que a inflação de serviços continue bem-comportada, acelerando lentamente e em linha com a atividade econômica e ociosidade da economia.

Figura 14: IPCA Serviços – Variação anual

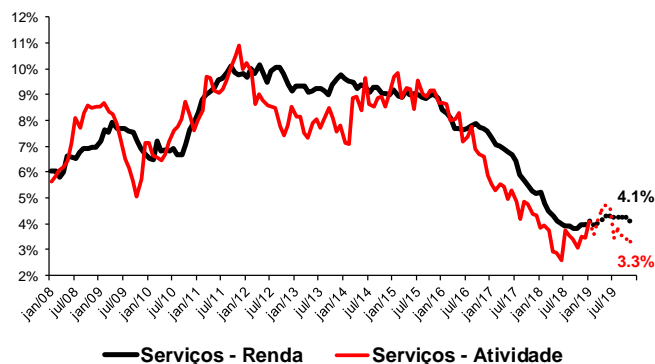


Figura 15: IPCA Serviços Subjacentes – MM3M S.A. anualizada



Fonte: IBGE e Santander



Não duráveis (Peso 23,3%)

O grupo dos bens não duráveis tem como principal subgrupo alimentação no domicílio (peso 15,9%) e alguns subitens como o etanol. Começando pelo combustível, é esperado uma produção elevada de etanol na safra 2019/2020, com algumas fontes sinalizando que 60% da moagem de cana deve ser direcionada à produção do biocombustível⁴. No entanto, a relação de preços com a gasolina segue confortavelmente abaixo dos 75%, o que deve manter a demanda pelo etanol hidratado elevada. **Projetamos deflação de 4,0% para o combustível em 2019, após estabilidade de preços em 2018.**

Figura 16: IPCA Não duráveis – Variação anual

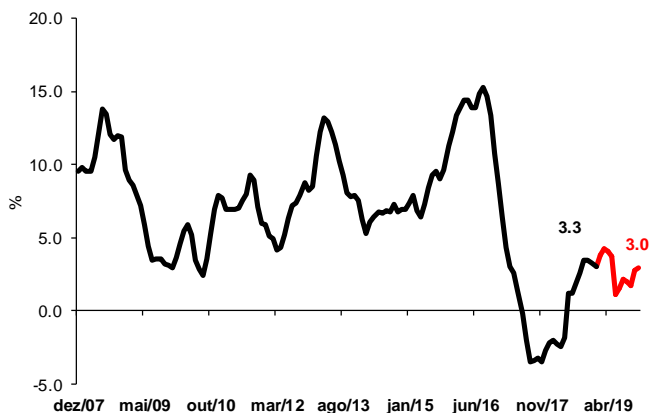
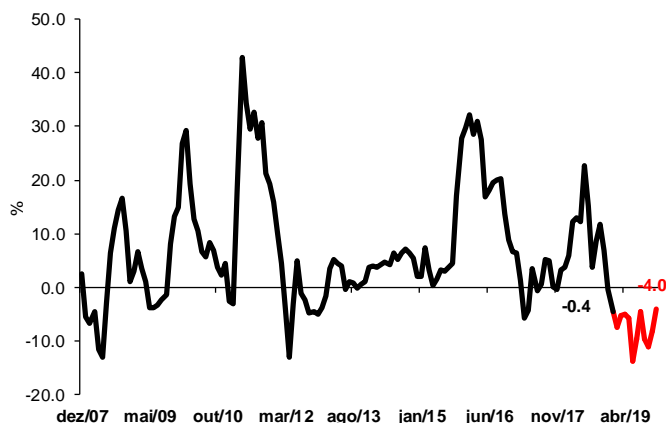


Figura 17: IPCA Etanol – Variação anual



Fonte: IBGE e Santander

O subgrupo alimentação no domicílio deverá desacelerar de 4,5% para 3,9% em 2019. Começando pelo clima, os meses de janeiro e fevereiro se caracterizaram por um regime de chuvas abaixo da média histórica e por temperaturas relativamente elevadas, reflexo do fenômeno El Niño (de intensidade fraca), confirmado pelo serviço de Administração Oceânica e Atmosférica Nacional dos Estados Unidos (NOAA). No entanto, é provável que o pico do fenômeno já tenha sido atingido, com o regime de chuvas e temperatura retornando para a normalidade a partir de março. **O tempo mais seco contribuiu para a inflação dos alimentos *in natura* ficar abaixo da sazonalidade para o período.** Como em 2018 esse grupo apresentou forte elevação de preços (cerca de 25,0%), acreditamos que esse início benigno não será compensado nos próximos meses, de maneira que a inflação anual do subgrupo deve apresentar forte desaceleração para perto de 0,0%.

O segundo fator positivo para a inflação de alimentos no domicílio será a redução dos custos dos insumos (rações para animais), uma vez que é esperado uma forte alta na produção de milho para este ano, enquanto a soja deve apresentar pequena redução (vindo de uma safra recorde em 2018).

Figura 18: Milho - Produção Total (Mil toneladas)

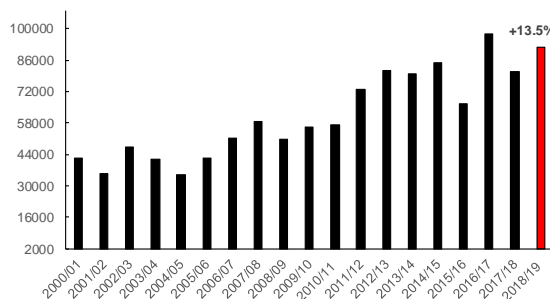
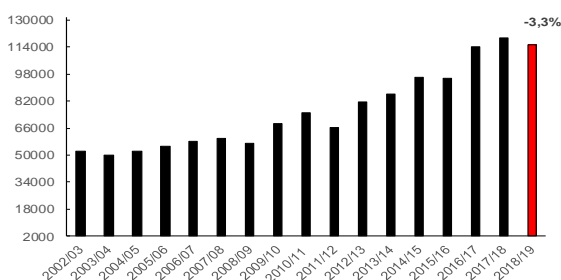


Figura 19: Soja - Produção Total (Mil toneladas)



Fonte: CONAB e Santander

⁴ <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/releases/etanol-perspec-2019-retomada-de-crescimento-em-2019-pode-elevar-demanda-por-combustivel.aspx>



A alta na safra de grãos contribuirá para que o setor de proteínas (carne bovina, frango e leite), apresente inflação relativamente estável à 2018, mesmo com o aumento do consumo, lembrando que esses setores também são altamente sensíveis à melhora da renda no curto prazo.

Figura 20: IPCA Alimentação no domicílio – Variação anual

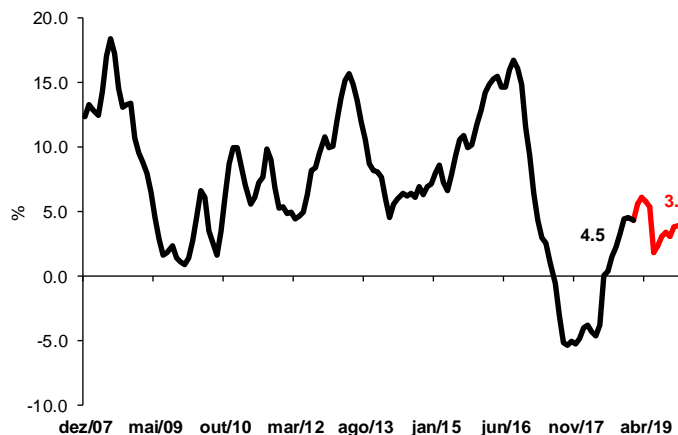
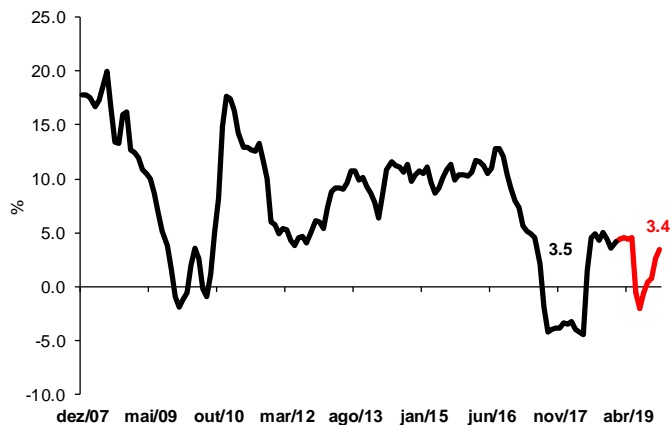


Figura 21: IPCA Alimentos de origem animal – Variação anual



Fonte: IBGE e Santander

Conclusão

Esperamos que o IPCA desacelere e tenha alta de 3,5% em 2019. A inflação dos bens administrados é o principal grupo responsável pela desaceleração ao passar de 6,2% para 4,9%, enquanto os preços livres devem acelerar de 2,9% para 3,1%, puxados pela inflação de serviços e de bens semiduráveis.

Esse cenário de inflação comportada e abaixo do centro da meta aliada à elevada ociosidade da economia reforça nossa perspectiva de manutenção da taxa Selic em 6,5% a.a. até o primeiro trimestre de 2020.

Figura 22: IPCA – Variação anual

		2015	2016	2017	2018	2019
IPCA	Pesos	10.7	6.3	2.9	3.75	3.5
Administrados	25.9	18.1	5.5	8.0	6.2	4.9
Gasolina	4.3	20.1	2.5	10.3	7.2	1.1
Energia Elétrica	3.8	51.0	-10.7	10.4	8.7	8.7
Líves	74.1	8.5	6.5	1.3	2.9	3.0
Duráveis	7.7	3.3	1.4	-1.7	1.7	1.0
Semi-duráveis	7.5	5.3	4.1	2.3	0.8	2.2
Serviços	35.7	8.1	6.5	4.5	3.3	3.7
Serviços Subjacente	22.3	9.5	6.3	3.7	3.1	3.6
Não Duráveis	23.3	12.3	8.7	-2.7	3.3	3.0
Alimentos no domicílio	15.9	12.9	9.4	-4.9	4.5	3.9

Fonte: IBGE e Santander



CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro, Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@bzwbk.pl	48-22-534-1888
Sergio Galván*	Economist – Argentina	sgalvan@santanderrio.com.ar	54-11-4341-1728
Maurício Molan*	Economist – Brazil	mmolan@santander.com.br	5511-3012-5724
Juan Pablo Cabrera*	Economist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778
Brendan Hurley	Economist - Colombia	bhurley@santander.us	212-350-0733
David Franco*	Economist – Mexico	dafranco@santander.com.mx	5255 5269-1932
Tatiana Pinheiro*	Economist – Peru	tatiana.pinheiro@santander.com.br	5511-3012-5179
Piotr Bielski*	Economist – Poland	piotr.bielski@bzwbk.pl	48-22-534-1888
Marcela Bensión*	Economist – Uruguay	mbension@santander.com.uy	5982-1747-5537

Fixed Income Research

Brendan Hurley	Macro, Rates & FX Strategy – Latin America	bhurley@santander.us	212-350-0733
Juan Pablo Cabrera*	Chief Rates & FX Strategist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778
Aaron Holsberg	Head of Credit Research	aholsberg@santander.us	212-407-0978

Equity Research

Christian Audi	Head LatAm Equity Research	caudi@santander.us	212-350-3991
Andres Soto	Head, Andean	asoto@santander.us	212-407-0976
Walter Chiarvesio*	Head, Argentina	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Valder Nogueira*	Head, Brazil	jvalder@santander.com.br	5511-3012-5747
Pedro Balcao Reis*	Head, Mexico	pbalcao@santander.com.mx	5255-5269-2264

Electronic Media

Bloomberg SIEQ <GO>
Reuters 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 e its affiliates (collectively, Grupo Santander) e 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 e available from the entity governing the related market e the company issuing the security. This report is issued in Spain by Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment Bolsa"), e 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 e Santander Investment Bolsa are members of Grupo Santander.

ANALYST CERTIFICATION: The following analysts hereby certify that their views about the companies e their securities discussed in this report are accurately expressed, that their recommendations reflect solely e exclusively their personal opinions, e that such opinions were prepared in an independent e autonomous manner, including as regards the institution to which they are linked, e that they have not received e will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report, since their compensation e the compensation system applying to Grupo Santander e 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 e financial transactions carried out by Grupo Santander e any of its affiliates: Tatiana Pinheiro*, Rodolfo Margato*.

*Employed by a non-US affiliate of Santander Investment Securities Inc. e not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules, e is not an associated person of the member firm, and, therefore, may not be subject to the FINRA Rule 2242 e Incorporated NYSE Rule 472 restrictions on communications with a subject company, public appearances, e trading securities held by a research analyst account.

The information contained herein has been compiled from Fonte 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 e it should not be relied upon as such. All opinions e estimates included herein constitute our judgment as at the date of this report e 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 e place orders in the United States with SIS, which, without in any way limiting the foregoing, accepts responsibility (solely for purposes of e within the meaning of Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934) for this report e its dissemination in the United States.

© 2017 by Santander Investment Securities Inc. All Rights Reserved.

