

## Agenda macro robusta para a semana

- Além do noticiário global reforçando o sentimento positivo dos agentes econômicos para com as chances de uma solução sanitária para a pandemia em 2021, o BRL reagiu positivamente ao anúncio do Banco Central (BC) de que poderá prover instrumentos cambiais – caso necessário – para fazer frente a possíveis pressões relacionadas ao ajuste na posição cambial dos bancos no final deste ano (“*over hedge*”).
- A curva de juros local observou maior inclinação nesta semana, possivelmente na esteira de um leilão de títulos do Tesouro Nacional com colocações acima do esperado na quinta-feira. Novos sinais de que as principais decisões fiscais permanecerão indefinidas (pelo menos) até o final do mês também contribuíram para elevar as taxas na ponta longa, em nossa opinião. A incerteza, inclinação e volatilidade da curva de juros devem permanecer elevadas nas próximas semanas.
- Dados preliminares da FGV para novembro reforçam os sinais mistos de confiança emitidos pelos setores. Por um lado, a indústria acelerou no mês e atingiu o maior nível desde 2011. Por outro lado, a confiança do comércio andou de lado, enquanto o sentimento do consumidor caiu pelo segundo mês consecutivo. Em nossa visão, as menores expectativas (varejo e PFs) refletem a redução recente do auxílio emergencial, além da alta nos preços de bens essenciais (alimentos), que pesa sobre o poder de compra.
- Na próxima semana, a FGV divulgará os dados consolidados para novembro, disponibilizando a confiança para o consumidor (25/nov), varejo (26/nov) e indústria (27/nov). Ademais, dados para o mercado de trabalho também serão divulgados: a criação de empregos formais (26/nov) e a taxa de desemprego (27/nov) estarão disponíveis para os meses de outubro e setembro, respectivamente.
- Na terça-feira (24/nov), o IBGE divulga a inflação do IPCA-15 de novembro. Esperamos variação de +0,75% m/m (+4,16% a/a). A maior fonte de pressão altista será, novamente, alimentação no domicílio e bens industriais. Serviços também devem subir, mas em ritmo menor. O arrefecimento dos choques recentes tem demorado mais que o esperado, mantendo o risco para cima no curto prazo (até 1T21). Mas continuamos acreditando que os choques são temporários (e/ou predominantemente de oferta).
- Na quarta-feira, o BC publicará os dados do balanço de pagamentos referentes a outubro de 2020. Esperamos que o saldo em transações correntes tenha registrado superávit de US\$1,3 bilhão, que – caso confirmado – terá sido o sétimo resultado positivo consecutivo, reforçando nossa avaliação de que teremos um número anual praticamente equilibrado neste ano (estimamos déficit de US\$2,5 bilhões para 2020 comparado a desequilíbrio de US\$50,9 bilhões em 2019).
- Do lado fiscal, calculamos que a margem para cumprimento do teto constitucional de gastos em 2021 segue diminuindo, devido à elevação da inflação esperada para o ano-calendário de 2020. Há um descompasso entre o índice de inflação que reajusta o teto de gastos (IPCA nos doze meses encerrados em junho) e o indexador de transferências do governo (INPC do ano-calendário). Quanto à agenda, a arrecadação federal e o resultado primário do governo central de outubro são esperados para a semana.



## 1) Economia Internacional

Uma vez mais, o tema que sustentou o tom positivo dos mercados globais nesta semana foi o do avanço no desenvolvimento de vacinas contra a COVID-19. Várias instituições vêm anunciando resultados satisfatórios quanto à eficácia de vacinas, o que eleva ainda mais a probabilidade de uma solução sanitária mais segura para a pandemia no ano que vem.

O noticiário construtivo do lado das pesquisas científicas no combate à pandemia seguiu ofuscando os efeitos de mercado do avanço contínuo nos novos casos de COVID-19 nos EUA, mesmo diante da adoção de medidas restritivas à mobilidade social e atividade econômica em vários estados norte-americanos. Estas novas medidas de isolamento podem frear a velocidade de recuperação da atividade no setor de serviços, o mais representativo na maior economia do mundo. Na Europa, por outro lado, o cenário da pandemia parece marginalmente melhor, com a quantidade de novos casos estabilizando em diversos países, apesar do patamar ainda elevado.

Com este pano de fundo favorável (ainda que arriscado) para os mercados, os índices acionários se valorizaram mundo afora, com exceção do S&P 500 nos EUA. A taxa de juros de 10 anos na maior economia do mundo recuou, reduzindo a inclinação da curva de juros, enquanto que o dólar depreciou frente a maior parte das moedas mais líquidas do mundo.

No calendário econômico, poucas divulgações de dados relevantes nesta semana. Os dados de atividade econômica na China para outubro ficaram em linha com a expectativa do mercado, confirmando a continuidade de um processo de recuperação gradual, especialmente na indústria. Outro destaque foram as vendas no varejo nos EUA em outubro, que mostraram um crescimento tendencial ainda favorável do consumo, ainda que em ritmo abaixo do que o mercado esperava para o mês. Ainda nos EUA, a produção industrial de outubro cresceu em linha com as expectativas, indicando continuidade da recuperação no mercado de bens.

Seguimos monitorando com atenção os avanços dos casos de COVID-19 nas economias desenvolvidas e o gerenciamento de medidas de restrição à mobilidade, os quais ainda constituem um risco importante para a sustentação da demanda externa e das condições financeiras para países emergentes.

## 2) Comentários de Mercado Local

**Taxa de Câmbio:** O BRL deverá encerrar a semana com um dos melhores desempenhos entre as moedas emergentes (no momento da edição, a taxa de câmbio era cotada a R\$5,38/US\$, apreciação de 1,5% frente à sexta-feira passada). Este desempenho vem na esteira de um noticiário internacional favorável, que reforçou um sentimento do mercado quanto a um provável controle da pandemia em 2021 (mais detalhes na seção anterior). Este pano de fundo ajudou a maioria das moedas emergentes a se valorizar frente ao USD, reflexo de uma tendência “*risk-on*” entre os participantes do mercado (busca por ativos de maior risco e retorno). Além do padrão de “*beta*” elevado (ou seja, tendência de amplificação dos movimentos da taxa de câmbio entre os emergentes), o que mais impulsionou o BRL para se valorizar mais que os pares?

Em nossa opinião, o movimento desta semana segue o sinal dado pelo BC de que, caso necessário, poderá fazer uso de instrumentos cambiais nas próximas semanas para fazer frente a um esperado ajuste na posição vendida em USD futuro de instituições financeiras, em decorrência da alteração na taxação de ativos de bancos no exterior (a questão do “*over hedge*”). Este ajuste nas posições cambiais no mercado local e uma eventual intervenção da autoridade monetária têm sido tema de debate entre os agentes de mercado nos últimos meses, especialmente tendo em vista a sazonalidade desfavorável que os fluxos cambiais comumente apresentam no último trimestre (ainda que dados recentes venham indicando padrão possivelmente diferente em 2020 – ver maiores detalhes em nosso relatório<sup>1</sup>). É provável que o sinal dado pelo BC, de que o mercado cambial não deverá estar disfuncional no final deste ano, tenha gerado certo alívio adicional para a cotação da taxa cambial nesta semana.

**Taxas de Juros:** No momento da edição (sexta-feira por volta do meio-dia), a curva de juros parecia indicar um padrão de inclinação na estrutura a termo. Na ponta curta, o futuro de DI jan-22 estava sendo negociado a 3,35% (apenas +1 p.b. da última sexta-feira), com possíveis reflexos de comunicações do BC sinalizando uma provável manutenção do “*forward guidance*” (plano de voo de taxa básica de juros estável adiante), à medida em que pressões inflacionárias presentes são vistas como temporárias. Na ponta longa, o futuro de DI jan-27 estava sendo negociado a 7,67% (+21 p.b. em relação à sexta-feira passada). O movimento desta semana levou a inclinação neste segmento para ~ 433 p.b., em comparação com ~ 412 p.b. na semana anterior e ~ 150 p.b. antes da chegada da pandemia no Brasil (final de fevereiro).

<sup>1</sup> Santander Macro External Sector – *Brazilian Weekly Spot FX Flows* – (18/11/2020) - Disponível no “link” (em inglês): [https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-fx-nov-9-13/20-11-20\\_135118\\_201118+--+spot+fx+flow.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-fast-fx-nov-9-13/20-11-20_135118_201118+--+spot+fx+flow.pdf)



Quanto ao movimento de inclinação da curva visto nesta semana, fatores locais parecem ter sido preponderantes. Do ponto de vista técnico, os investidores viram um leilão de títulos do Tesouro Nacional maior do que o esperado na quinta-feira, o que acreditamos ter contribuído para pressionar a ponta longa. Do ponto de vista macroeconômico, as notícias locais também não proporcionaram trégua na curva de juros, já que as principais decisões fiscais permanecem suspensas até (pelo menos) o fim do mês. Os mercados aparentemente ainda observam elevados riscos de execução para o processo de ajuste fiscal após a pandemia.

Seguimos acreditando que o Brasil tem, diante de si, conjuntos binários de cenários macro adiante. Ou a credibilidade do teto de gastos constitucional será mantida, levando a um rali de alívio nos ativos locais, ou haverá uma mudança do regime fiscal, potencialmente alimentando novas rodadas de “sell-off” (i.e. forte aumento de taxas) na curva de juros.

### 3) Política Fiscal

O Ministério da Economia atualizou nesta semana (17/nov) suas projeções macroeconômicas. A estimativa para o índice de inflação utilizado para reajuste do salário mínimo (INPC) no ano que vem passou de 2,4% para 4,1%. Se o número for confirmado, o salário mínimo passaria para R\$ 1.088 em 2021 (de R\$ 1.045 em 2020). Esse número comprime ainda mais a margem para cumprimento do teto constitucional de gastos em 2021, em função do descompasso entre o índice de inflação que serve para reajustar o teto de gastos no próximo ano, IPCA acumulado em 12 meses até jun/20 (2,1%), e o INPC do ano fechado de 2020, que será usado para reajustar as transferências do governo em 2021. [Veja maiores detalhes no link <sup>2</sup>.](#)

Recentemente, revisamos nossa projeção de INPC para 3,3% em 2020, o que implica uma insuficiência orçamentária de R\$ 1,5 bi (vis-à-vis o teto de gastos) em 2021. Considerando nosso *tracking* do IPCA para 2020, agora em 3,6%, o INPC poderá fechar o próximo ano em torno de 4,0%. Com isso, a insuficiência orçamentária para 2021 seria de R\$ 6,5 bi.

O cumprimento do teto de gastos continua factível - embora demande disciplina fiscal ainda maior, em nossa opinião. Será necessária uma redução adicional de despesas discricionárias, gerando possíveis riscos de paralisação parcial em alguns serviços públicos. Estes números ilustram os riscos presentes para a manutenção do regime fiscal atual.

### 4) Atividade Econômica

A exemplo do que vem ocorrendo desde abril, a FGV antecipou resultados preliminares de seus índices de confiança para novembro. O relatório mostra que o nível de confiança continuou diminuindo no mês, com o nível agregado de confiança do empresário registrando a segunda queda consecutiva (-0,9 p.p.), mas ainda acima da leitura de fevereiro (+0,2%). Entre os setores, os sinais foram mistos este mês. A indústria acelerou (+1,5 p.p.), atingindo o maior nível desde 2011, enquanto o varejo andou de lado. Por outro lado, serviços (-1,2 p.p.), construção (-3,3 p.p.) e consumidor (-2,2 p.p.) apresentaram quedas pelo segundo mês consecutivo. Na comparação com o período anterior às medidas de distanciamento social, o setor industrial está operando em patamares 11,0% acima de fevereiro, enquanto os demais setores que compõem o índice empresarial estão todos abaixo dessa marca. Destacamos a confiança do consumidor, que apresenta a maior diferença em relação ao patamar anterior (8,7% abaixo) e próxima ao setor de serviços (8,6%), reconhecido como o setor mais atrasado nesta recuperação econômica.

Em nossa visão, um dos motivos dessa tendência de desaceleração da confiança do consumidor e do varejo nos últimos dois meses é a redução gradativa do valor dos auxílios emergenciais, uma vez que a redução do valor pago ocorreu no final de setembro, com reflexos significativos de outubro em diante. Outra razão para esta perda de ritmo são os aumentos de preços de bens essenciais, especialmente dos alimentos, que podem estar corroendo o poder de compra de famílias de baixa renda.

### 5) Inflação

Na terça-feira (24/nov), o IBGE divulga a inflação do IPCA-15 de novembro. Esperamos uma forte variação de +0,75% m/m (+4,16% a/a). A maior fonte de pressão altista será, novamente, alimentação no domicílio. O choque está demorando mais do que o esperado para se dissipar e, com isso, o grupo deve registrar mais uma inflação mensal alta, 2,49% m/m,

<sup>2</sup> Santander Macro Brasil Política Fiscal - *Spending Cap Rule: Narrowing the Margin for 2021* – (20/11/2020) - Disponível no “link” (em inglês): [https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-special-spending-cap-rule/20-10-21\\_204025\\_bzmacrospcap102120.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-special-spending-cap-rule/20-10-21_204025_bzmacrospcap102120.pdf)



apesar de desacelerar suavemente se comparado com o IPCA de outubro (2,57% m/m). Bens industriais também continuam pressionados e devem ter inflação de 0,87% m/m. Na parte de serviços, porém, depois de uma leitura alta, puxada pelo volátil item de passagens aéreas, o grupo deve desacelerar para 0,29% m/m (ante 0,55% no IPCA de outubro). Finalmente, os preços administrados devem subir 0,36% m/m.

O arrefecimento dos choques recentes tem demorado mais do que esperávamos, fazendo-nos estimar um *tracking* para o IPCA 2020 mais elevado, e com percepção de riscos ainda enviesados para cima no curto prazo (até o 1T21). Contudo, continuamos acreditando que os choques são temporários e gerados por problemas (temporários) de oferta. Sendo assim, com choques se dissipando, grande ociosidade econômica e expectativas de inflação ancoradas, ainda projetamos inflação abaixo da meta e com composição benigna (i.e. medidas de núcleo em nível reduzido) em 2021 e 2022. Para 2020 nosso *tracking* de alta frequência foi recentemente revisado para 3,6% a/a (de 3,3%, nossa projeção oficial). Para 2021 o *tracking* também subiu de 2,9% (projeção oficial) para 3,1%, por conta de um anúncio inesperado de reajustes retroativos em planos de saúde. Além disso, os riscos seguem enviesados para cima quanto à nossa estimativa de 2021, dado que fatores climáticos podem continuar afetando preços de alimentos e energia no próximo ano.

## 6) Balanço de pagamentos

Na quarta-feira, dia 25 de novembro, o BC publicará os dados do balanço de pagamentos referentes a outubro de 2020. Em virtude de outro resultado robusto da balança comercial naquele mês, juntamente com a manutenção de despesas relativamente contidas com viagens internacionais e remessas de lucros e dividendos, projetamos que o saldo em transações correntes tenha sido superavitário pelo sétimo mês consecutivo (US\$1,3 bilhão), que – se confirmado – terá reduzido o déficit acumulado em 12 meses de US\$50,9 bilhões em dezembro passado para US\$20,7 bilhões no mês passado.

O número deverá respaldar nossa avaliação de que o ajuste no saldo em transações correntes estender-se-á nos próximos meses e levará a um relativo equilíbrio ao final do ano (estimamos déficit de US\$2,5 bilhões em 2020). Contudo, ao avaliarmos os dados ajustados sazonalmente, calculamos que o resultado anualizado da média móvel dos últimos três meses indicará que outubro encerrará a tendência de melhora que temos observado desde março de 2020. Consideramos este resultado como uma evidência de que a recuperação da economia brasileira está ganhando tração. Porém, diante de nossa expectativa de um processo gradual de retomada das atividades econômicas, não antevemos uma piora rápida do saldo em transações correntes a médio prazo (projetamos déficit anual de US\$3,5 bilhões em 2021).

Concomitantemente aos baixos déficits em transações correntes, projetamos que o país continue testemunhando entrada líquida de investimentos diretos – em outubro de 2020, o montante mensal deverá ter atingido US\$1,5 bilhão (ou US\$44,6 bilhões nos últimos 12 meses). Por ser mais do que suficiente para financiar o déficit em transações correntes projetado, avaliamos que o balanço de pagamentos brasileiro deverá ficar fora do radar dos agentes econômicos como uma “fonte de preocupação”.

## AGENDA ECONÔMICA DA PRÓXIMA SEMANA

Agenda internacional: A semana de divulgação de dados internacionais começa com os PMIs da Zona do Euro em novembro na segunda-feira (23/nov). Na terça-feira (24/nov), o IFO divulga a confiança dos empresários na Alemanha em novembro, e o Conference Board divulga a confiança do consumidor nos EUA para o mesmo mês. Na quarta-feira (25/nov), agenda cheia nos EUA, com os pedidos de auxílio desemprego da terceira semana de novembro, e a divulgação de dados de outubro para balança comercial, pedidos de bens duráveis, vendas de novas casas, renda e gastos pessoais. Neste mesmo dia, também saem a segunda leitura do PIB americano do 3T20 e a ata da última reunião do FOMC. Na quinta-feira (26/nov) será feriado nos EUA. O último dado a ser divulgado na próxima semana será a confiança econômica da Zona do Euro em novembro – sexta-feira (27/nov).

Agenda doméstica: Na agenda de atividade econômica, diversas divulgações estão programadas para a próxima semana. A FGV divulgará os dados consolidados de confiança para novembro, disponibilizando os números para consumidor (25/nov), varejo (26/nov) e indústria (27/nov). Se confirmados os resultados da prévia, a confiança da indústria estará no nível mais alto desde 2011. Em relação ao mercado de trabalho, a criação de empregos formais (26/nov) e a taxa de desemprego (27/nov) estarão disponíveis para outubro e setembro, respectivamente. Esses números serão essenciais para acompanhar a velocidade de aumento da taxa de desemprego em meio à gradual reabertura da economia.

Na parte de inflação, também haverá a divulgação do IGP-M de novembro na sexta-feira (27/nov). Esperamos, mais uma vez, uma leitura mensal pressionada, mas com uma pequena desaceleração se comparada ao IGP-10 de novembro, de



3,51% m/m para 3,26% m/m. Preços ao atacado (agropecuários e industriais) continuam como as maiores fontes de pressão.

Na parte do crédito, haverá a divulgação dos dados do Banco Central referentes a outubro na sexta-feira (27/nov). Em relação a setembro, esperamos uma leve desaceleração nas novas concessões creditícias tanto para as famílias quanto para as empresas. Ainda assim, continuamos a enxergar o crédito como motor da atividade econômica. Importante ressaltar o anúncio do BC, indicando que dados dos últimos meses ligados aos programas emergenciais – Programa Emergencial de Suporte a Empregos (PESE), Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) e Programa Emergencial de Acesso a Crédito (Peac) - foram revisados. Algumas dessas operações vinham sendo classificadas como “capital de giro com recursos livres”. Agora elas passam a integrar a rubrica “outros créditos direcionados”.

No âmbito fiscal, a Receita Federal do Brasil deverá publicar (ainda sem data definida) os dados da arrecadação de impostos federais para outubro de 2020. Nossa estimativa é de R\$ 150,5 bi, o que significaria um aumento de cerca de 7,5% em relação a outubro de 2019, em termos reais. O resultado será impactado pelo recebimento do imposto diferido referente ao mês de maio (R\$ 15 bi, em nossa estimativa). O desempenho da arrecadação tributária vem se recuperando gradativamente, impulsionado pelo melhor desempenho da atividade econômica. Considerando esses dados de receita e as despesas orçamentárias extraordinárias de R\$ 29 bi, estimamos que o déficit primário do governo central será de R\$ 31,5 bi em outubro de 2020. Esse indicador deverá ser publicado em 27/nov.

## DESTAQUES NO CALENDÁRIO MACRO

Indicadores	Referência	Data	Estimativa	Anterior
IPCA-15 (% m/m)	Nov/20	Ter,24-Nov	0,75	0,94
IPCA-15 (% a/a)	Nov/20	Ter,24-Nov	4,16	3,52
FGV- Sondagem do Consumidor (pontos)	Nov/20	Qua,25-Nov	--	82,4
Transações Correntes (US\$ bilhões)	Out/20	Qua,25-Nov	1,3	2,3
Invest. Direto no País (US\$ bilhões)	Out/20	Qua,25-Nov	1,5	1,6
Dívida Pública Federal (R\$ trilhões)	Out/20	Qui,26-Nov	--	4,5
Caged - Empregos Formais	Out/20	Qui,26-Nov	--	313.564
IGP-M (% m/m)	Nov/20	Sex,27-Nov	3,26	3,23
IGP-M (% a/a)	Nov/20	Sex,27-Nov	24,50	20,93
PNAD Contínua (Taxa de Desemprego) %	Set/20	Sex,27-Nov	--	14,4
Saldo da carteira de crédito - Total (R\$ bilhão)	Out/20	Sex,27-Nov	3,9	3,8
Resultado Primário do Governo Central (R\$ bilhão)	Out/20	Sex,27-Nov	-31,5	-76,2

Fontes: Bloomberg e Santander.

**Para detalhes sobre nosso cenário macroeconômico, leia nosso último relatório de revisão de cenário<sup>3</sup>**

<sup>3</sup> Santander Macro Brasil Revisão de Cenário – À espera de uma definição fiscal (28/10/2020) – Disponível no “link”:  
[https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-cenario-macroeconomico-out/20-10-30\\_181533\\_201028+santander++cen%C3%A1rio+macro.pdf](https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-cenario-macroeconomico-out/20-10-30_181533_201028+santander++cen%C3%A1rio+macro.pdf)



## CONTACTS / IMPORTANT DISCLOSURES

### Brazil Macro Research

Ana Paula Vescovi*	Chief Economist	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Mauricio Orenge*	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
Lucas Maynard*	Economist – Economic Activity	lucas.maynard.da.silva@santander.com.br	5511-3553-7495
Felipe Kotinda*	Economist – Credit	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071

### Global Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro, Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@santander.pl	48-22-534-1888
Juan Cerruti *	Senior Economist – Argentina	jcerruti@santander.com.ar	54 11 4341 1272
Ana Paula Vescovi*	Economist – Brazil	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Juan Pablo Cabrera*	Economist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778
Guillermo Aboumrad*	Economist – Mexico	gjaboumrad@santander.com.mx	5255-5257-8170
Piotr Bielski*	Economist – Poland	piotr.bielski@santander.pl	48-22-534-1888

### Fixed Income Research

Juan Arranz*	Chief Rates & FX Strategist – Argentina	jarranz@santanderrio.com.ar	5411-4341-1065
Mauricio Orenge*	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
Christian Audi	Head LatAm Equity Research	caudi@santander.us	212-350-3991
Andres Soto	Head, Andean	asoto@santander.us	212-407-0976
Claudia Benavente*	Head, Chile	claudia.benavente@santander.cl	562-2336-3361
Walter Chiarvesio*	Head, Argentina	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Daniel Gewehr*	Head, Brazil	dhgewehr@santander.com.br	5511-3012-5787

### Electronic

Bloomberg  
Reuters

SIEQ <GO>  
Pages SISEMA through SISEMZ

This report has been prepared by Santander Investment Securities Inc. ("SIS"; SIS is a subsidiary of Santander Holdings USA, Inc. which is wholly owned by Banco Santander, S.A. "Santander"), on behalf of itself and its affiliates (collectively, Grupo Santander) and is provided for information purposes only. This document must not be considered as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any relevant securities (i.e., securities mentioned herein or of the same issuer and/or options, warrants, or rights with respect to or interests in any such securities). Any decision by the recipient to buy or to sell should be based on publicly available information on the related security and, where appropriate, should take into account the content of the related prospectus filed with and available from the entity governing the related market and the company issuing the security. This report is issued in Spain by Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment Bolsa"), and in the United Kingdom by Banco Santander, S.A., London Branch. Santander London is authorized by the Bank of Spain. This report is not being issued to private customers. SIS, Santander London and Santander Investment Bolsa are members of Grupo Santander.

**ANALYST CERTIFICATION:** The following analysts hereby certify that their views about the companies and their securities discussed in this report are accurately expressed, that their recommendations reflect solely and exclusively their personal opinions, and that such opinions were prepared in an independent and autonomous manner, including as regards the institution to which they are linked, and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report, since their compensation and the compensation system applying to Grupo Santander and any of its affiliates is not pegged to the pricing of any of the securities issued by the companies evaluated in the report, or to the income arising from the businesses and financial transactions carried out by Grupo Santander and any of its affiliates: Ana Paula Vescovi\*.

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

The information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable, but, although all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading, we make no representation that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. All opinions and estimates included herein constitute our judgment as at the date of this report and are subject to change without notice.

Any U.S. recipient of this report (other than a registered broker-dealer or a bank acting in a broker-dealer capacity) that would like to effect any transaction in any security discussed herein should contact and place orders in the United States with SIS, which, without in any way limiting the foregoing, accepts responsibility (solely for purposes of and within the meaning of Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934) for this report and its dissemination in the United States.

© 2020 by Santander Investment Securities Inc. All Rights Reserved.



---

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A.. ©2020 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.