

AJUSTANDO A PROJEÇÃO DE PIB 2023

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

- **VISÃO GERAL:** Uma vez mais, nosso relatório de atualização de cenário traz poucas mudanças no conjunto de projeções macroeconômicas para o Brasil. O principal evento desde nossa última revisão – a proposta do governo para o novo arcabouço fiscal – implica pouca alteração em nossa expectativa para os resultados orçamentários e para a trajetória da dívida pública. Nesta edição, a mudança mais importante em nosso cenário é a revisão para cima na estimativa de crescimento do PIB em 2023. Estamos levando a mesma para 1,0% (antes: 0,8%), refletindo principalmente uma atividade mais forte do que o esperado no 1T23, em função de um aumento em nossa estimativa para o PIB agrícola, bem como uma ligeira surpresa altista em setores cíclicos, em meio à resiliência dos serviços e do emprego. Esses elementos trazem implicações mistas para o cenário de inflação: enquanto uma produção agrícola robusta favorece o arrefecimento no grupo “alimentação no domicílio” em 2023 (projetamos 3,0%, ante 13,2% em 2022), a resiliência do setor terciário implica pressões persistentes no núcleo de inflação (projetamos a média dos núcleos do IPCA em alta de 5,3% este ano, acima da meta de 3,25%). Assim, seguimos estimando inflação do IPCA acima do intervalo da meta, em 6% este ano (-0,1 pp em relação ao cenário anterior) e 3,9% para 2024 (inalterado). Seguimos acreditando que o Banco Central do Brasil (BCB) vai postergar os cortes de juros: projetamos Selic em queda a partir do 4T23. No geral, a incerteza macroeconômica continua elevada (aqui e no exterior), mantendo um intervalo de confiança mais amplo do que o habitual em torno de nossas estimativas.
- **GLOBAL:** Nos EUA, com a moderação dos riscos para a estabilidade financeira, o banco central norte-americano (Federal Reserve) não viu obstáculos para aumentar as taxas de juro em 25 p.b. para 5,25%, o que acreditamos ser o último movimento do ciclo. O mercado de trabalho segue bastante resiliente, embora com certo arrefecimento na margem, e a inflação permanece pressionada, o que indica que o Federal Reserve manterá os juros em patamares elevados por um longo período de tempo. Não antecipamos cortes de juros em 2023. Na China, o governo central continuou sinalizando que a recuperação econômica ainda não acabou, após anos sendo impactado pela pandemia. Assim, as autoridades chinesas sinalizam que os estímulos devem durar, e continuamos acreditando em um crescimento robusto em 2023 (5,9%). A combinação de crescimento robusto na China no curto prazo e altas taxas de juros por um longo período de tempo nos EUA cria um ambiente misto para as economias emergentes, e especialmente para o Brasil.
- **COMMODITIES:** O receio de uma possível recessão mundial continua prevalecendo sobre os fundamentos das *commodities*, em particular no mercado de energia, com os preços do petróleo devolvendo os ganhos recentes, atingindo patamares inclusive abaixo do nível anterior ao corte surpresa de produção da OPEP+, no início de abril. Nas *commodities* agrícolas, os principais países produtores esperam uma boa safra – dadas as condições climáticas favoráveis – o que pode ser um fator chave para moderar a inflação de alimentos à frente. De forma geral, contudo, os problemas do lado da oferta permanecem e continuam a sustentar os preços de matérias primas em níveis elevados, com o índice CRB ainda se situando 30% acima dos níveis pré-pandemia. Daqui para frente, esperamos que o aperto monetário promovido pelos principais bancos centrais provoque uma desaceleração da atividade global, reduzindo a demanda. Mantivemos inalterada nossa projeção para o índice agregado de preços de *commodities*: ainda antevemos uma redução gradual nos custos globais de matéria-prima nos próximos anos, à medida que a demanda mundial arrefeça e que a oferta agregada se recupere.
- **TAXA DE CÂMBIO:** Seguimos vendo espaço limitado para valorização cambial perene e significativa, por conta de fatores globais e domésticos. Lá fora, as condições financeiras apertadas nas economias avançadas, o menor crescimento econômico, e a acomodação nos preços de *commodities* deverão trazer ventos desfavoráveis ao real. No âmbito doméstico, ainda vemos importantes riscos para execução orçamentária, mesmo no âmbito do novo arcabouço fiscal. Em nossa opinião, os mercados deverão se mostrar cautelosos



quanto à trajetória da dívida pública nos próximos anos e isto deverá ser um fator para manutenção de algum prêmio de risco nos ativos nacionais, em particular na moeda brasileira. Continuamos projetando taxa de câmbio de R\$5,40/US\$ para o fim de 2023, R\$5,50/US\$ para o fim de 2024 e R\$5,55/US\$ para o fim de 2025.

- **BALANÇO DE PAGAMENTOS:** Os dados de balanço de pagamentos divulgados recentemente têm respaldado nossa avaliação de que o tema permanecerá fora do rol de preocupações dos mercados, com superávits comerciais vultosos combinados a alguma acomodação nos déficits das contas de renda primária e de serviços. Projetamos a manutenção do déficit em transações correntes em patamares administráveis, ao redor de 3% do PIB. Além disto, o volume de investimento direto no país continua excedendo o hiato externo por uma ampla margem, reforçando assim a nossa visão construtiva acerca da posição externa da economia brasileira.
- **POLÍTICA FISCAL:** Nesta atualização de cenário fizemos apenas mudanças marginais em nossas projeções na área fiscal. Reduzimos nossa estimativa de déficit primário consolidado para 1,1% do PIB (antes: 1,2%) em 2023, com leve alta na projeção de crescimento do PIB (veja abaixo) e uma elevação no superávit dos governos regionais para R\$ 10 bilhões (antes: R\$ 5 bilhões). Para este último, seguimos esperando queda no resultado ao longo do ano, porém reconhecemos riscos altistas, dada uma maior taxa de ICMS sobre combustíveis a partir de junho. Sobre o novo arcabouço fiscal, acreditamos que a proposta será aprovada sem grandes alterações. Por ora, a nova regra não altera nosso cenário, pois vemos desafios na sua implementação. Incluímos em nossas contas parte das medidas propostas pelo governo para aumentar a arrecadação, inclusive para compensar o aumento real do salário-mínimo (+1,4%) e o aumento da isenção do Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF). Seguimos enxergando elevação no déficit nominal adiante, dado o aumento no custo da dívida, o que implica trajetória ascendente mais acentuada da dívida pública no médio prazo. Elevamos nossa projeção dívida bruta/PIB em 2023 para 77,8% (antes: 77,4%), devido a um menor deflator do PIB seguindo a queda nos preços das *commodities*. No longo prazo, vemos um caminho arriscado para a estabilização da dívida, em um contexto de elevada pressão sobre os gastos sociais e de dificuldades em aumentar impostos e/ou reduzir isenções fiscais, dada a elevada carga tributária do Brasil em comparação com outros emergentes.
- **ATIVIDADE ECONÔMICA – PIB:** Estamos aumentando nossa projeção de crescimento real do PIB para 2023, mas mantendo nossas estimativas para 2024. Para 2023, agora projetamos +1,0% (antes: +0,8%), um ajuste que considera o resultado ainda mais forte do que o esperado para a produção agrícola. A confirmação do volume recorde das safras de verão nos levou a revisar nossa projeção para o 1T23 para +1,0% t/t (antes: 0,5% t/t). Contribuiu também para a revisão altista a expectativa de impactos secundários da renda agrícola sobre indústria e serviços, além das condições de emprego resilientes e a resultante sustentação gerada para a demanda doméstica. Para os demais trimestres de 2023, continuamos projetando desaceleração da demanda doméstica e dos componentes cíclicos, decorrente principalmente da desaceleração esperada para o crescimento global e dos efeitos da política restritiva do BCB. Diante do elevado endividamento e inadimplência das famílias, esperamos uma desaceleração nos setores impulsionados pelo crédito em 2023, como reflexo de condições financeiras e monetárias mais restritivas. No entanto, nosso cenário não pressupõe uma disfuncionalidade no mercado de crédito. Para a trajetória trimestral do PIB, esperamos uma sequência de resultados negativos a partir do 2T23. Nossas projeções são de -0,1%, -0,2% e -0,1% t/t para o 2T23, 3T23 e 4T23, respectivamente (antes: -0,2% t/t por trimestre do 2T23 ao 4T23). Para 2024, ainda vemos a economia lutando para ganhar impulso, dada a persistência de ventos contrários globais e o ritmo lento de cortes de juros (i.e., com uma postura ainda apertada do BCB) e um carregamento estatístico negativo deixado por nossas projeções para 2023. Mantivemos nossa projeção de PIB 2024 em +0,5%.
- **ATIVIDADE ECONÔMICA – MERCADO DE TRABALHO:** Seguimos vendo um mercado de trabalho superaquecido, com desemprego em 8,2% (contra nossa estimativa de NAIRU de ~10%). Avaliamos que a taxa de desemprego se manteve perto de mínimas plurianuais também devido a uma menor taxa de participação (oferta de trabalho). Após uma desaceleração contínua da criação de empregos desde o 3T22, vimos alguns resultados positivos recentemente, mas acreditamos que esse padrão provavelmente seja temporário. Em linha com nosso cenário para o PIB, esperamos que a tendência de desaceleração do mercado de trabalho fique mais clara à frente. No entanto, a possibilidade de uma taxa de participação em patamares baixos por mais tempo implica risco baixista para nossas projeções de desocupação. Diante disso, reduzimos



nossas projeções de curto prazo: estimamos uma taxa média de desemprego de 9,2% em 2023 (antes: 9,5%), principalmente devido aos menores níveis de taxa de participação no 1S23. Continuamos projetando 10,1% para 2024 e 2025. Em nossa visão, a taxa de desemprego permanecerá abaixo do nível estrutural pelo menos até o 3T23. Após um 1T23 ligeiramente mais forte para salários reais médios e emprego, revisamos nossa projeção de crescimento da massa salarial real “ampliada” em 2023 para 3,1% (antes: 2,9%). Projetamos 1,0% e 1,6% para 2024 e 2025, respectivamente (antes: 1,2% e 1,6%, respectivamente).

- **ATIVIDADE ECONÔMICA – CRÉDITO:** O crédito apresentou forte crescimento nos últimos três anos, com crescimento nominal médio anual de dois dígitos desde 2019, em que pese o aumento da taxa de juros e da inflação. Liderado pelo segmento das famílias, no contexto de medidas de apoio à renda e subsequente evolução positiva do mercado de trabalho, o crédito bancário teve papel relevante na sustentação ao consumo das famílias. No entanto, com uma esperada desaceleração da atividade econômica este ano, acreditamos que o ritmo de empréstimos também continue a perder força em 2023. Nossa estimativa de crescimento do saldo total é de 4,7% este ano. Como é esperada uma desaceleração nas novas concessões, dadas as perspectivas macroeconômicas, acreditamos que a inadimplência voltará a níveis mais elevados do que antes da pandemia, podendo atingir o pico histórico para algumas modalidades de crédito livre. Nosso cenário contempla taxas de inadimplência total no segmento livre de 4,8% para 2023 e 4,6% para 2024, (2021: 3,1%; 2022: 4,2%). O aumento da inadimplência deverá ser particularmente acentuado no segmento livre PF (6,2% para 2023 e 5,8% para 2024).
- **INFLAÇÃO:** Surpresas baixistas em leituras recentes do IPCA (principalmente em alimentação no domicílio) nos levaram a revisar o IPCA 2023 para 6,0% (antes: 6,1%). No entanto, as melhoras que vimos durante o 2S22 não são mais tão claras no 1S23, evidenciando que estamos em uma parte mais difícil do processo de desinflação. Mantivemos nossa projeção para o IPCA 2024 em 3,9%. Nossa principal preocupação continua sendo a desancoragem das expectativas de inflação para o médio prazo (por discussões sobre a possibilidade de mudança da meta de inflação e, também, pela nova rodada de expansão fiscal). Também mantivemos nossas projeções para o IPCA 2025 e IPCA 2026 em 4,5%. Nosso cenário não contempla uma mudança explícita na meta de inflação. Caso ocorra, este fator geraria riscos altistas para a nossa projeção e as expectativas em geral.
- **POLÍTICA MONETÁRIA:** O Banco Central do Brasil (BCB) endureceu o tom das comunicações, reafirmando uma estratégia sem cortes de juros no curto prazo. O BCB continua sinalizando que se mantém vigilante, “avaliando se a estratégia de manutenção da taxa básica de juros por período prolongado será capaz de assegurar a convergência da inflação”. A autoridade vem reafirmando seu compromisso com o cumprimento da meta de inflação no horizonte relevante, demonstrando preocupação com os sinais de desancoragem das expectativas. O BCB enfatiza a necessidade de perseverar no combate à inflação para se obter resultados econômicos socialmente favoráveis. As simulações de inflação do Copom apontam para inflação do IPCA em 3,6% para 2024 (horizonte relevante), assumindo a trajetória dos analistas para a taxa Selic (com cortes para 12,50% até o final de 2023 e 10,00% até o final de 2024). Estima-se que a convergência para o centro da meta (3,0%) ocorreria em um cenário com trajetória estável de juros (em 13,75%). Os modelos transmitem a mensagem de que, na ausência de grandes mudanças nas principais variáveis que influenciam a política monetária, não há espaço para cortes de juros no curto prazo, em um contexto de uma persistente inflação subjacente (naquilo que o BCB qualifica como um estágio mais difícil no processo de desinflação) e dúvidas sobre o grau de ociosidade econômica. Continuamos a ver uma mudança no plano de voo do BCB como prematura neste momento, acreditando que a autoridade poderá rever seu curso de ação em caso de desvios importantes em suas hipóteses, cenários e parâmetros. Continuamos projetando o início de um gradual afrouxamento monetário em novembro, levando a Selic a 13% ao final de 2023 e 11% ao final de 2024.

Se necessário, veja uma visão mais detalhada sobre a economia em nosso relatório de revisão de cenário¹.

¹ Santander Brasil – Revisão de Cenário – “Elevando as projeções de inflação, novamente” – (06/abr/23) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-abr23>



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

Cenário Macro Internacional											
	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E			
PIB - Mundo (%)	3,5	2,8	-3,5	5,9	3,4	2,4	→	2,3	→	2,6	→
PIB - China (%)	6,7	6,0	2,3	8,1	3,0	5,9	→	5,3	→	5,0	→
PIB - EUA (%)	3,0	2,2	-3,5	5,7	2,1	0,5	→	0,6	→	1,5	→
Inflação - EUA (Núcleo do PCE, %)	2,1	1,6	1,5	4,9	5,0	3,7	→	2,5	→	2,0	→
Juros - EUA (FFR, %)	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,25	→	3,75	→	2,50	→
Juros - EUA (UST10y, %)	2,7	1,9	0,8	1,8	3,9	3,8	→	3,2	→	3,0	→
Dólar Global - DXY Index	96	96	90	96	104	102	→	100	→	100	→
Commodities - CRB Index	409	401	444	571	558	514	→	474	→	445	→

Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: As setas denotam a direção das mudanças de projeções em relação ao cenário publicado em 6 de abril de 2023.

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

Variáveis macroeconômicas		Anterior		Atual
PIB (%)	2023E	0,8	↑	1,0
	2024E	0,5	→	0,5
	2025E	1,5	→	1,5
IPCA (%)	2023E	6,1	↓	6,0
	2024E	3,9	→	3,9
	2025E	4,5	→	4,5
Selic (% fim de período)	2023E	13,00	→	13,00
	2024E	11,00	→	11,00
	2025E	8,00	→	8,00
Taxa de câmbio - R\$/US\$ (fim de período)	2023E	5,40	→	5,40
	2024E	5,50	→	5,50
	2025E	5,55	→	5,55
Saldo em Transações Correntes (% PIB)	2023E	-3,10	→	-3,10
	2024E	-3,40	→	-3,40
	2025E	-3,10	→	-3,10
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	2023E	-1,2	↑	-1,1
	2024E	-1,1	→	-1,1
	2025E	-0,9	→	-0,9
Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)	2023E	77,4	↑	77,7
	2024E	81,7	↑	81,9
	2025E	84,8	↑	85,0

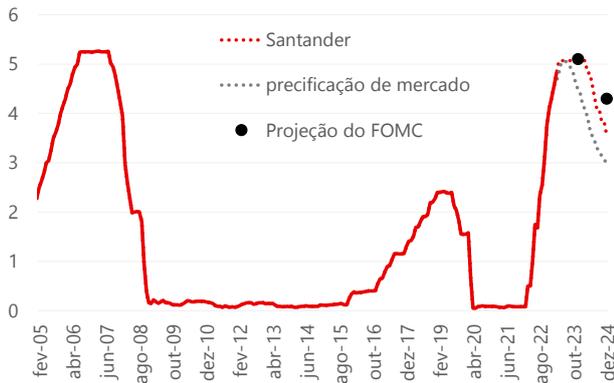
Fontes: Santander.

Nota: As setas denotam a direção das mudanças de projeções em relação ao cenário publicado em 6 de abril de 2023.



ECONOMIA INTERNACIONAL

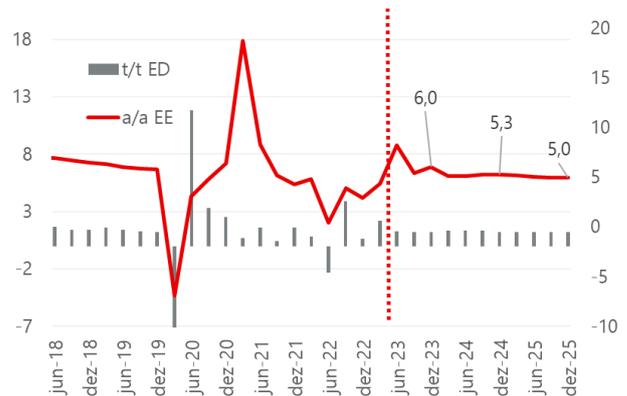
Figura 3. EUA: Trajetória de juros (e projeção)



Fontes: Bloomberg, Santander.

ECONOMIA INTERNACIONAL

Figura 4. China: Crescimento do PIB (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.

COMMODITIES

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

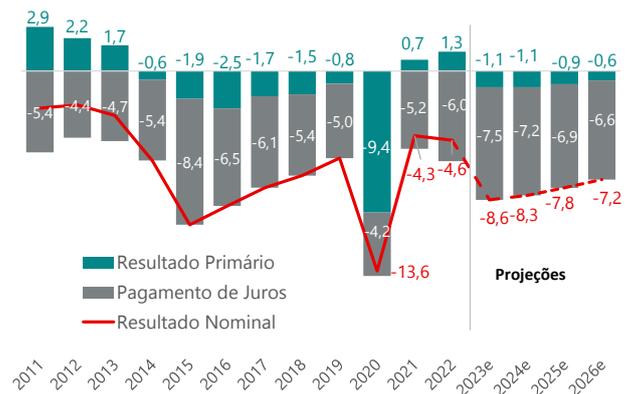
Fim de período	2021	2022	2023e	2024e	2025e
CRB Alimentos	483	539	431 →	395 →	371 →
CRB Energia	1521	2078	1863 →	1724 →	1619 →
CRB Metálicas	1259	1010	1060 →	977 →	918 →
CRB	571	558	514 →	474 →	445 →

a/a	2021	2022	2023e	2024e	2025e
CRB Alimentos	36%	12%	-20%	-8%	-6%
CRB Energia	31%	37%	-10%	-7%	-6%
CRB Metálicas	42%	-20%	5%	-8%	-6%
CRB	29%	-2%	-8%	-8%	-6%

Fontes: Bloomberg, Santander.

POLÍTICA FISCAL

Figura 6. Resultado fiscal do setor público (% PIB)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

SETOR EXTERNO

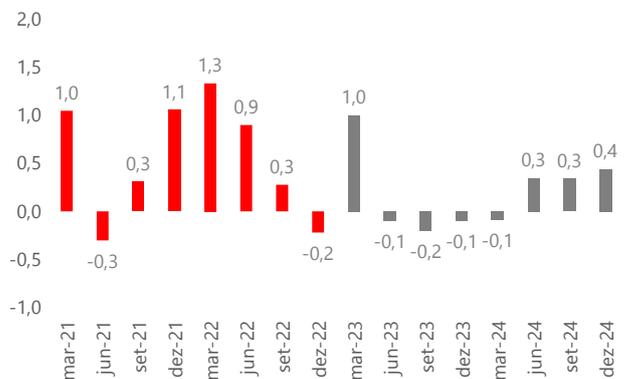
Figura 7. Saldo em transações correntes (US\$ bilhões)

US\$ bilhões	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Transações correntes	-28,2	-46,4	-55,7	-52,9	-56,9
Balança comercial	32,4	36,4	44,4	43,0	45,0
Exportações	210,7	284,0	340,7	335,0	340,0
Importações	178,3	247,6	296,3	292,0	295,0
Serviços	-24,7	-27,0	-40,0	-44,2	-47,2
Viagens internacionais	-2,3	-2,3	-7,2	-10,5	-12,0
Aluguel de equipamentos	-11,9	-7,1	-7,9	-7,7	-8,2
Outros	-10,4	-17,5	-24,9	-26,0	-27,0
Renda primária	-38,3	-59,0	-63,9	-55,0	-58,0
Lucros & Dividendos	-16,8	-38,4	-44,7	-45,0	-43,0
Juros	-17,1	-16,8	-15,1	-17,1	-16,7
Renda secundária	2,3	3,2	3,8	3,3	3,3
Investimento direto no país	37,8	46,4	90,6	76,0	77,0
Financ. Externo (- = necessidade / + = excesso)	9,6	0,1	34,9	23,1	20,1

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

ATIVIDADE ECONÔMICA – PIB

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

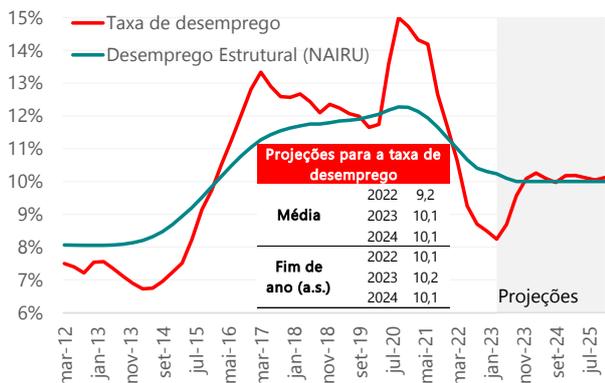


Fontes: IBGE, Santander. Estimativas para o 1T23 em diante.



ATIVIDADE ECONÔMICA – EMPREGO

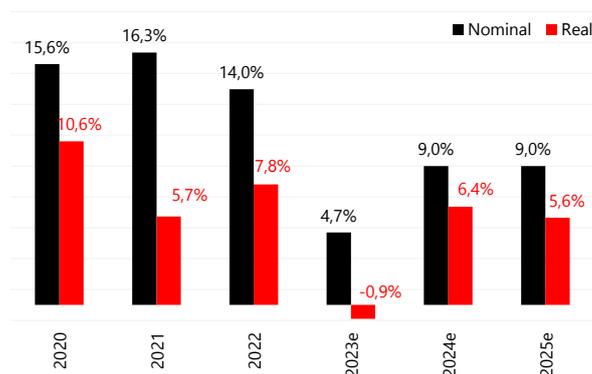
Figura 9. Desemprego observado e estrutural (a.s.)



Fontes: IBGE, Santander.

ATIVIDADE ECONÔMICA – CRÉDITO

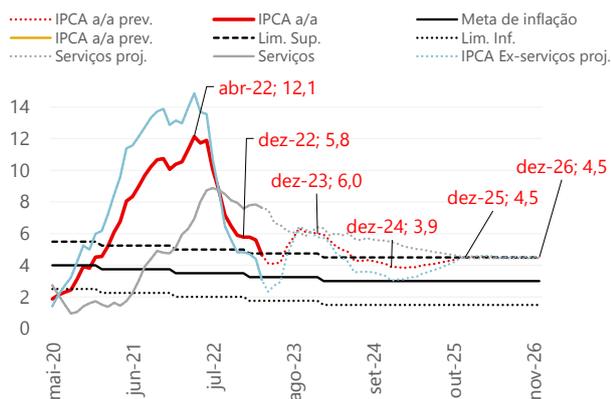
Figura 10. Crescimento anual do saldo creditício



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

INFLAÇÃO

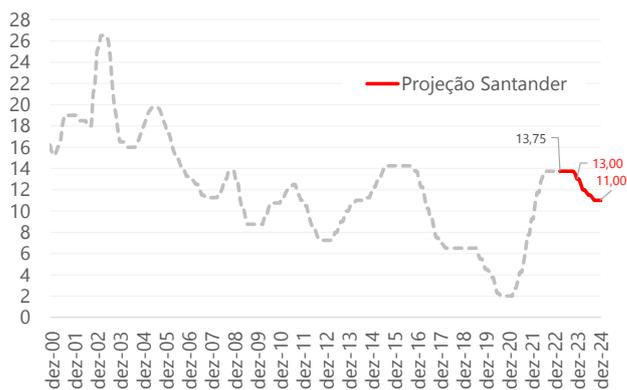
Figura 11. IPCA e principais componentes (% a/a)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

POLÍTICA MONETÁRIA

Figura 12. Trajetória da Taxa Selic (% a.a.)



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.
Nota: Dados históricos - médias mensais; projeções - fim de ano.



PROJEÇÕES: Santander & Consenso

Figura 13. Evolução das projeções para 2023 desde nossa última revisão de cenário

	2023E					
	Consenso			Santander		
	31-mar-23	28-abr-23	6-abr-23	6-abr-23	5-mai-23	
Inflação - IPCA (%)	5,96	↑	6,05	6,10	↓	6,00
Crescimento do PIB (%)	0,9	↑	1,00	0,8	↑	1,0
Taxa Selic (% , fim do ano)	12,75	↓	12,50	13,00	→	13,00
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,25	↓	5,20	5,40	→	5,40
Conta corrente (US\$ bilhões)	-51	↑	-48	-53	→	-53
Resultado primário (% PIB)	-1,0	→	-1,0	-1,2	↑	-1,1
Dívida Bruta (% PIB)	77,5	↓	77,1	77,4	↑	77,7

Fontes: Banco Central, Santander.

Nota: Com base no relatório Focus do Banco Central.

Figura 14. Evolução das projeções para 2024 desde nossa última revisão de cenário

	2024E					
	Consenso			Santander		
	31-mar-23	28-abr-23	6-abr-23	6-abr-23	5-mai-23	
Inflação - IPCA (%)	4,13	↑	4,18	3,90	→	3,90
Crescimento do PIB (%)	1,5	↓	1,40	0,5	→	0,5
Taxa Selic (% , fim do ano)	10,00	→	10,00	11,00	→	11,00
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,30	↓	5,25	5,50	→	5,50
Conta corrente (US\$ bilhões)	-53	→	-53	-57	→	-57
Resultado primário (% PIB)	-0,8	→	-0,8	-1,1	→	-1,1
Dívida Bruta (% PIB)	80,8	↓	80,3	81,7	↑	81,9

Fontes: Banco Central, Santander.

Nota: Com base no relatório Focus do Banco Central.


Figura 15. Evolução das projeções para 2025 desde nossa última revisão de cenário

	2025E				
	Consenso		Santander		
	31-mar-23	28-abr-23	6-abr-23	5-mai-23	
Inflação - IPCA (%)	4,00	→ 4,00	4,50	→ 4,50	
Crescimento do PIB (%)	1,8	→ 1,80	1,5	→ 1,5	
Taxa Selic (% fim do ano)	9,00	→ 9,00	8,00	→ 8,00	
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,30	→ 5,30	5,55	→ 5,55	
Conta corrente (US\$ bilhões)	-50	↓ -51	-59	→ -59	
Resultado primário (% PIB)	-0,5	↑ -0,4	-0,9	→ -0,9	
Dívida Bruta (% PIB)	82,1	→ 82,1	84,8	↑ 85,0	

Fontes: Banco Central, Santander.

Nota: Com base no relatório Focus do Banco Central.



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
Felipe Kotinda*	Economist – Commodities	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Fabiana Moreira*	Economist – Credit	fabiana.de.oliveira@santander.com.br	5511-3553-6120
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327

Global Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro, Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@santander.pl	48-22-534-1888
Rodrigo Park *	Economist – Argentina	rpark@santander.com.ar	54-11-4341-1272
Ana Paula Vescovi*	Economist – Brazil	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Juan Pablo Cabrera*	Economist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778
Guillermo Aboumrad*	Economist – Mexico	gjaboumrad@santander.com.mx	5255-5257-8170
Piotr Bielski*	Economist – Poland	piotr.bielski@santander.pl	48-22-534-1888
Mike Moran	Head of Macro Research, US	mike.moran@santander.us	212-350-3500

Fixed Income Research

Juan Arranz*	Chief Rates & FX Strategist – Argentina	jarranz@santanderrio.com.ar	5411-4341-1065
Mauricio Oreng*	Senior Economist/Strategist – Brazil	mauricio.oreng@santander.com.br	5511-3553-5404
Juan Pablo Cabrera*	Chief Rates & FX Strategist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778

Equity Research

Miguel Machado*	Head Equity Research Americas	mmachado@santander.com.mx	5255 5269 2228
Alan Alanis*	Head, Mexico	aalanis@santander.com.mx	5552-5269-2103
Andres Soto	Head, Andean	asoto@santander.us	212-407-0976
Walter Chiarvesio*	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: Ana Paula Vescovi

* 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 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.