Estratégia Brasil

Perspectivas para o 2º semestre de 2023:

Novo *Bull Market* Cíclico à frente?
Introduzindo Preço-Alvo de 140 mil pontos para o Ibovespa (junho de 2024)

Aline Cardoso

Santander
Corporate & Investment Banking

26 de junho de 2023

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander US Capital Markets LLC. Em 22/06/2023.
Responsável pela tradução: Alice Corrêa.

Perspectivas para o 2S23: Novo *Bull Market* Cíclico à frente?

- ***Jigsaw Falling Into Place* (O quebra-cabeça se encaixa):** a recente melhora nos dados macroeconômicos e de sentimento sinaliza que as partes complexas do cenário de investimentos estão começando a se alinhar, criando um quadro mais coerente e promissor para as ações brasileiras.
- **Acreditamos que podemos estar nos estágios iniciais de um *Bull Market* cíclico no Brasil que pode durar até 18 meses.**

- Nossa tese é baseada nas seguintes percepções:

I. **Os *valuations* da bolsa brasileira ainda estão 1 desvio padrão abaixo da média histórica** de 15 anos e acreditamos que o ciclo de corte de juros deve alimentar uma reclassificação das ações brasileiras;

II. De acordo com nosso estudo, no qual analisamos os 9 ciclos anteriores de flexibilização monetária, **o Ibovespa subiu, em média, 21% e 43%,12 meses e 24 meses após o 1º corte de juros, respectivamente;**

III. Uma vez aprovado o novo marco fiscal, **a prioridade do Congresso passa a ser a aprovação da reforma tributária**, que deve ser votada na Câmara dos Deputados em julho e pode aumentar o PIB em 20% no longo prazo, segundo alguns economistas;

IV. **O posicionamento dos investidores locais ainda é leve** – durante o recente rali, os fundos locais reduziram suas posições de caixa. Contudo, 62% deles ainda têm posição de caixa em linha ou acima da média histórica;

V. **Os *hedge funds* encerraram recentemente suas posições vendidas, mas ainda não construíram exposição significativa em ações.** Historicamente, sua exposição em ações é de ~15%;

Perspectivas para o 2S23: Novo *Bull Market* Cíclico à frente?

- Nossa tese é baseada nas seguintes percepções:

vi. **Os resgates de fundos de ações começaram a diminuir**. Acreditamos que, assim que a taxa Selic cair abaixo de 10%, devemos começar a ver entradas significativas de investidores pessoa física em fundos de ações; e

vii. **As previsões de crescimento do LPA para 2024 começaram a ser revisadas para cima** e as revisões devem acelerar assim que o BCB iniciar o ciclo de flexibilização monetária.

Em termos de fatores, gostamos de Crescimento (*Growth*) e Momento (*Momentum*) para este novo ciclo do mercado.

- Os principais riscos da nossa tese incluem:

i. *Sell off* dos preços de *commodities* – se houver um *hard landing* global e os preços das *commodities* caírem severamente, isso impactaria negativamente as contas fiscais do Brasil e o real (R$);

ii. Proposta de implantação de impostos sobre dividendos e eliminação do benefício de JCP; e

iii. Se o crescimento do PIB desacelerar significativamente, poderemos ver o Governo Federal usando bancos estaduais, como BNDES e a Caixa Econômica Federal (CEF), para reativar o crescimento por meio de empréstimos subsidiados, o que poderia prejudicar bancos privados e empresas.

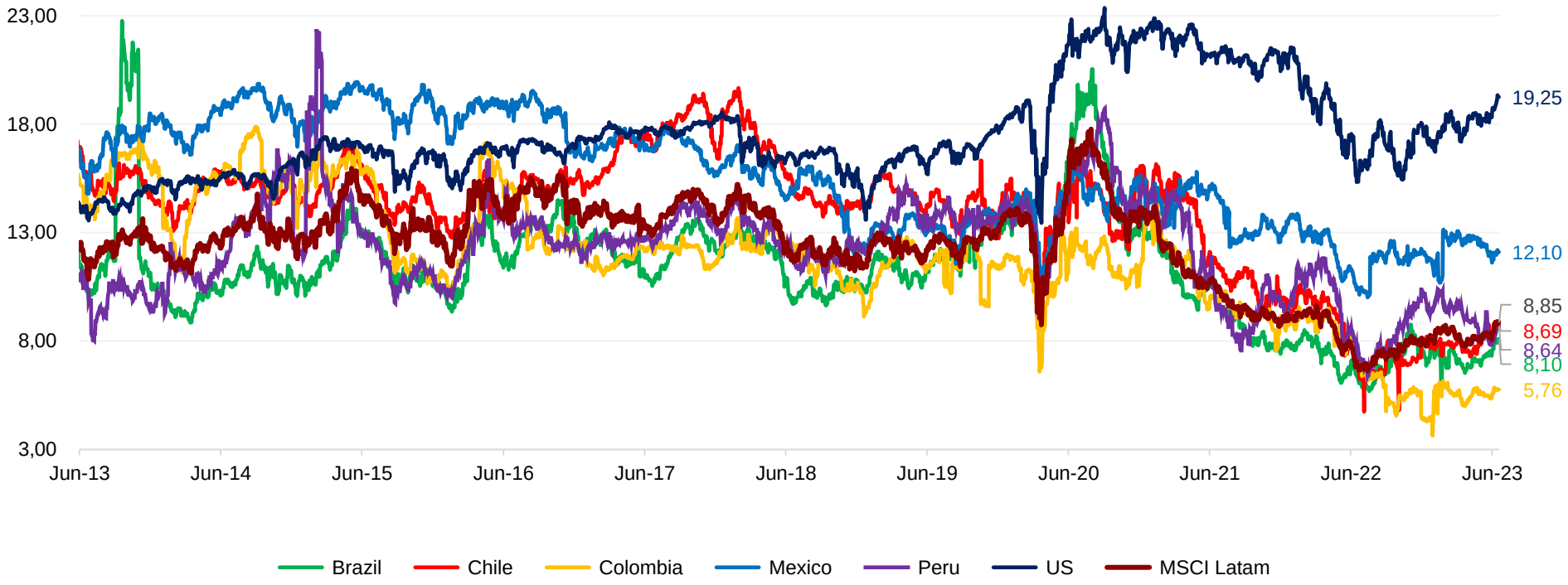
Valuation e Posicionamento

01

Valuation

Brasil segue como um dos mercados de ações mais baratos.

P/L

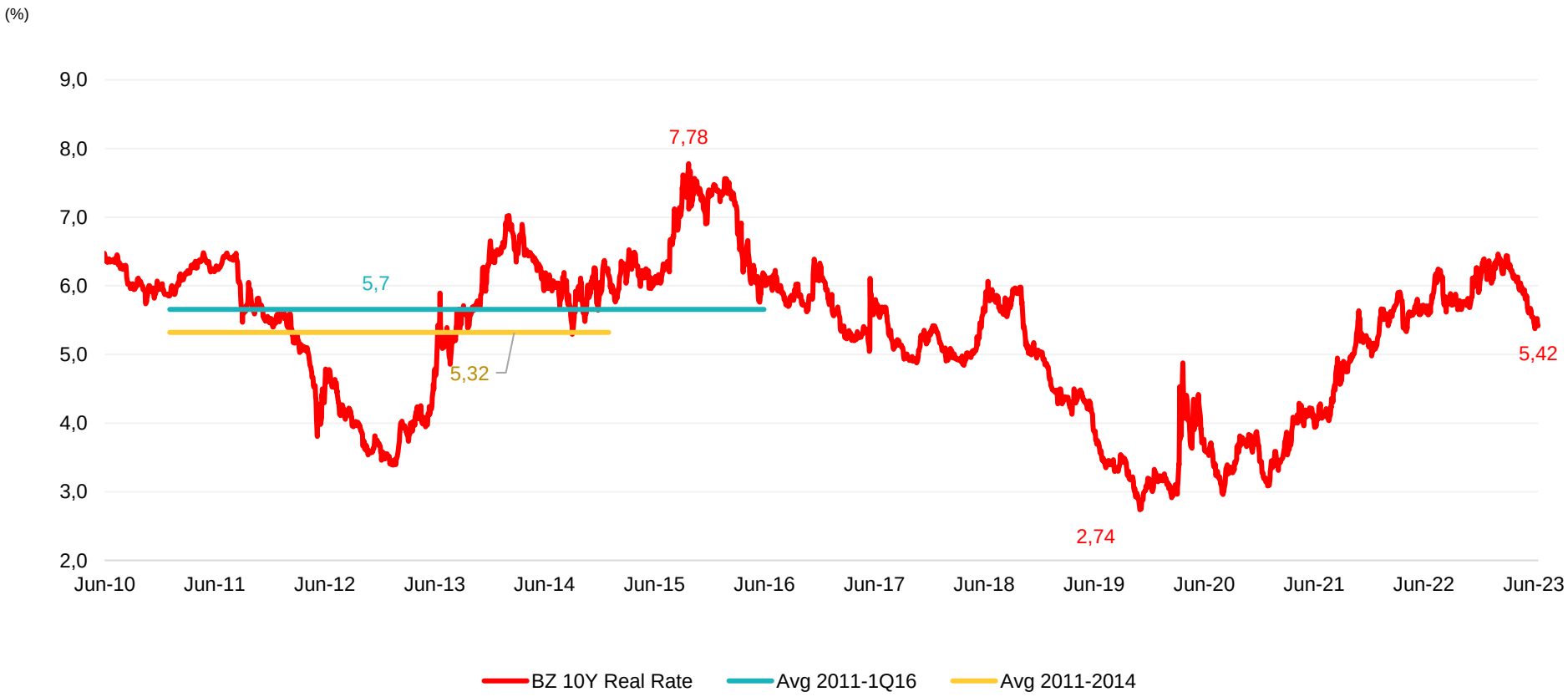


Fonte: Bloomberg, 19/06/2023.

Rendimento da taxa de juros real de 10 anos no Brasil

Rendimento da taxa de juros real brasileira de longo prazo ainda está acima da média de 10 anos

Rendimento da taxa de juros real de 10 anos do Brasil

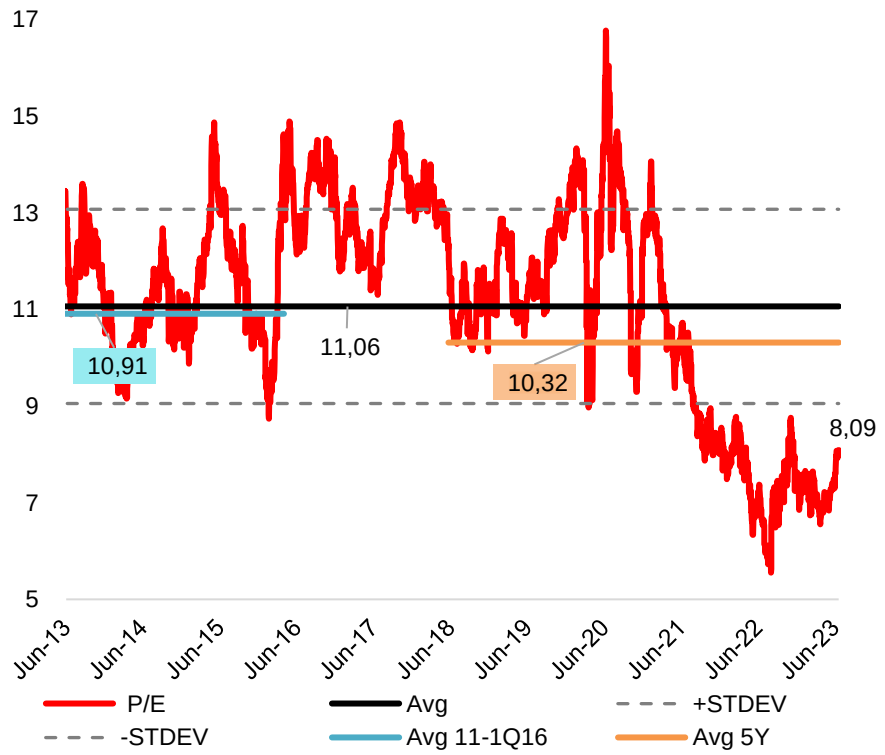


Fonte: Bloomberg, 19/06/2023.

Valuation do Ibovespa

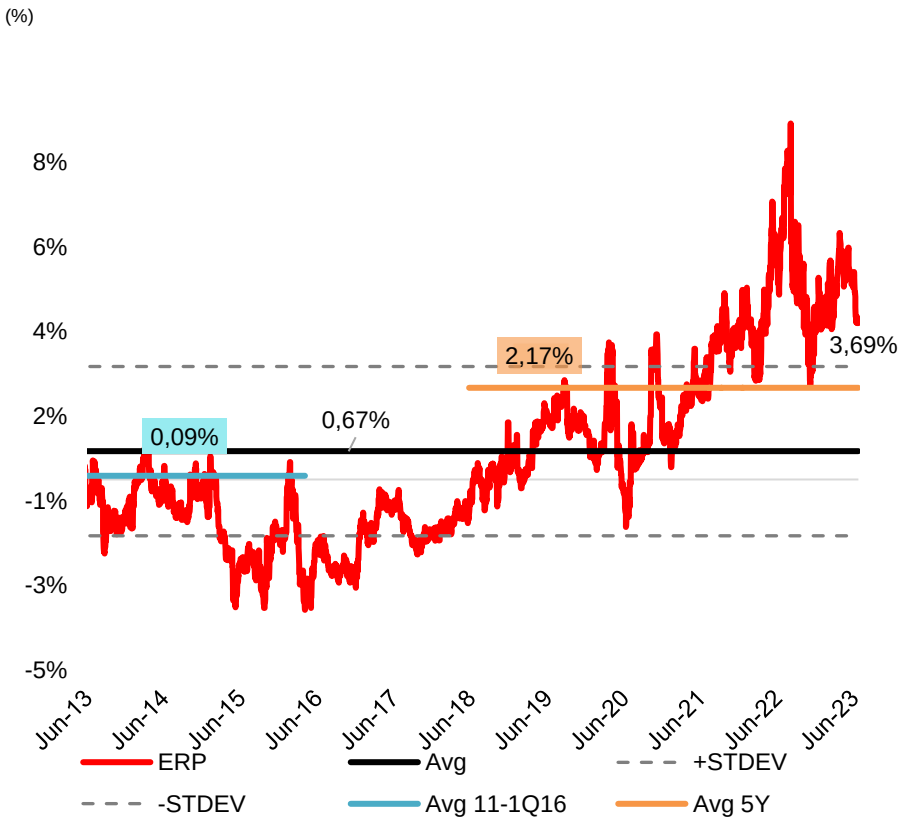
Apesar do recente rali, o IBOV ainda negocia mais de 1 desvio-padrão abaixo da média histórica.

P/L IBOV (12 meses à frente)



Fonte: Bloomberg, 19/06/2023.

ERP IBOV (10 anos)

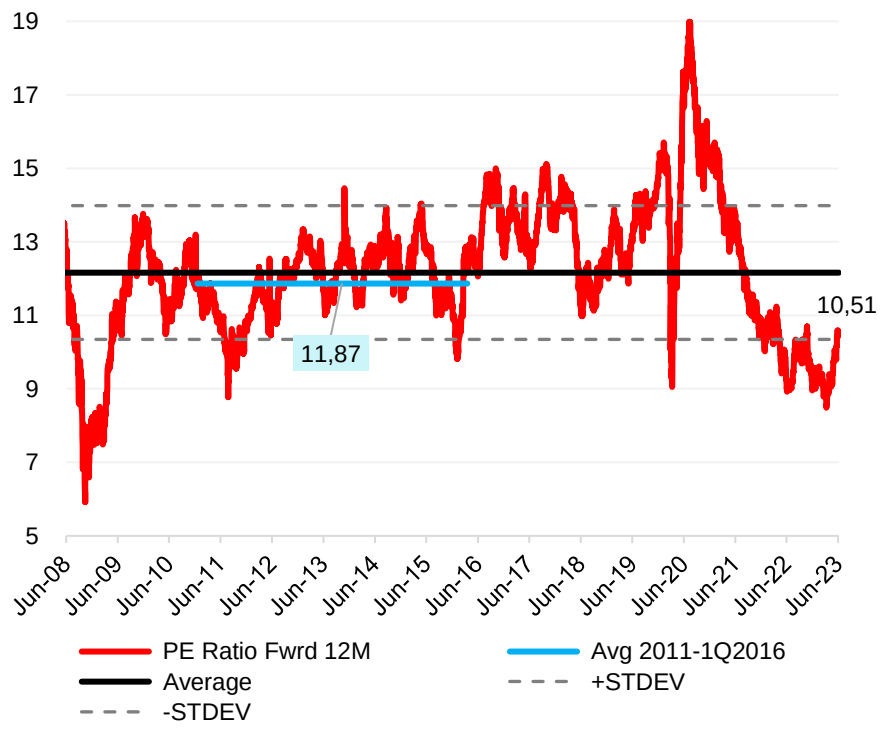


Fonte: Bloomberg, 19/06/2023.

Valuation do Ibovespa

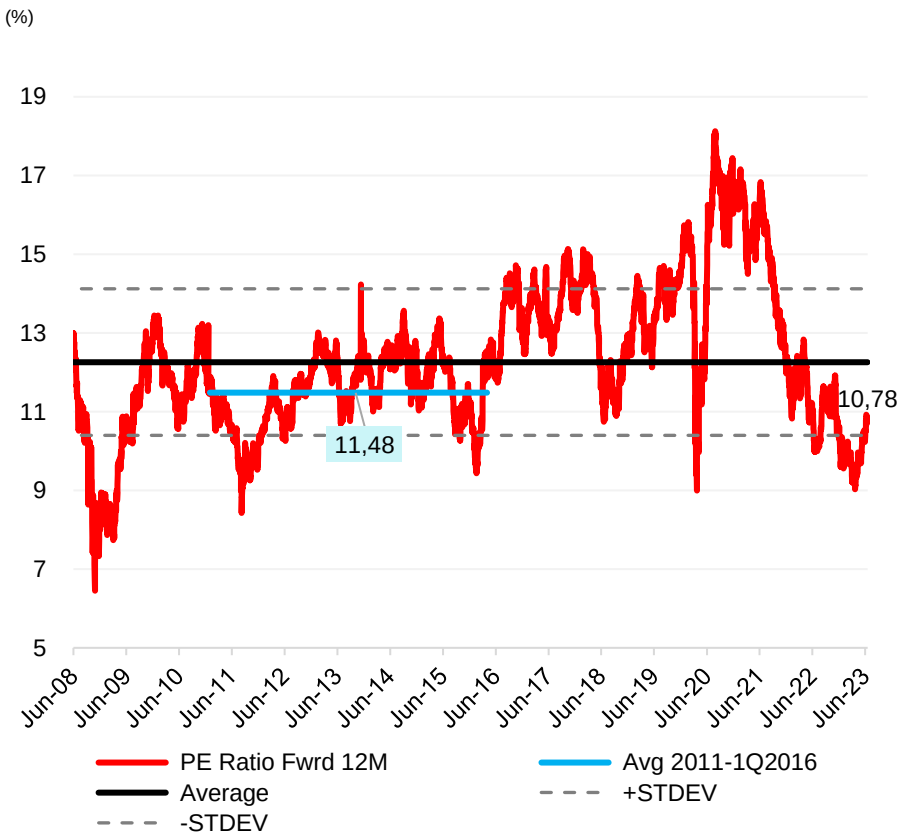
Mesmo excluindo Petrobras, Vale e outros exportadores, acreditamos que as ações brasileiras parecem atraentes do ponto de vista de *valuation*.

P/L do IBOV excluindo Petrobras e Vale (12 meses à frente)



Fonte: Bloomberg, 19/06/2023.

P/L do IBOV, Ações Domésticas (12 meses à frente)

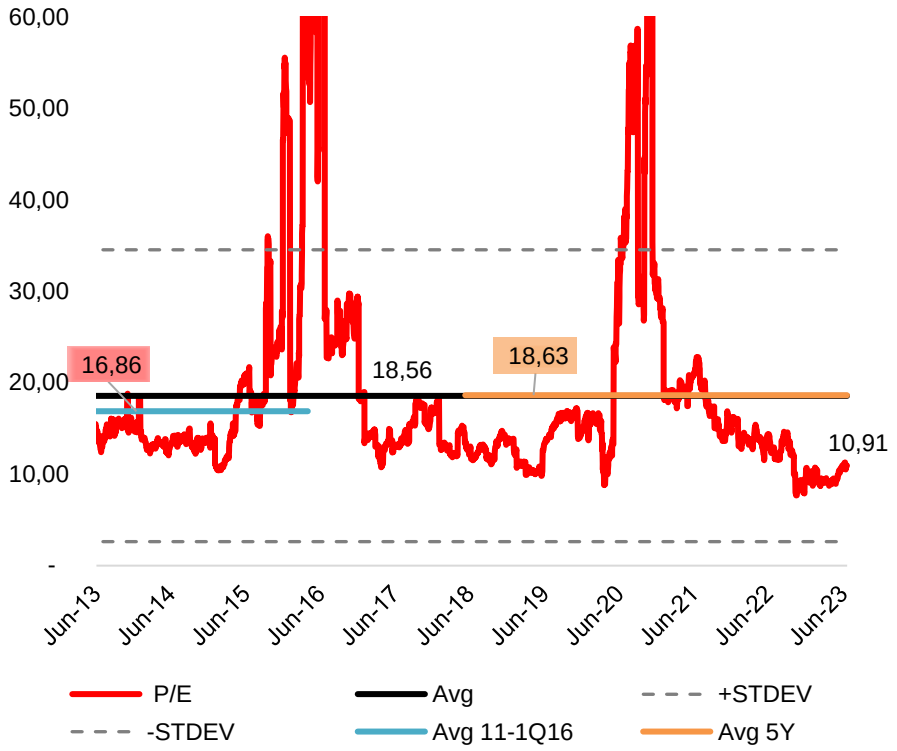


Fonte: Bloomberg, 19/06/2023.

Valuation de Small Caps

Small Caps negociam com um desconto ainda maior em relação à média histórica.

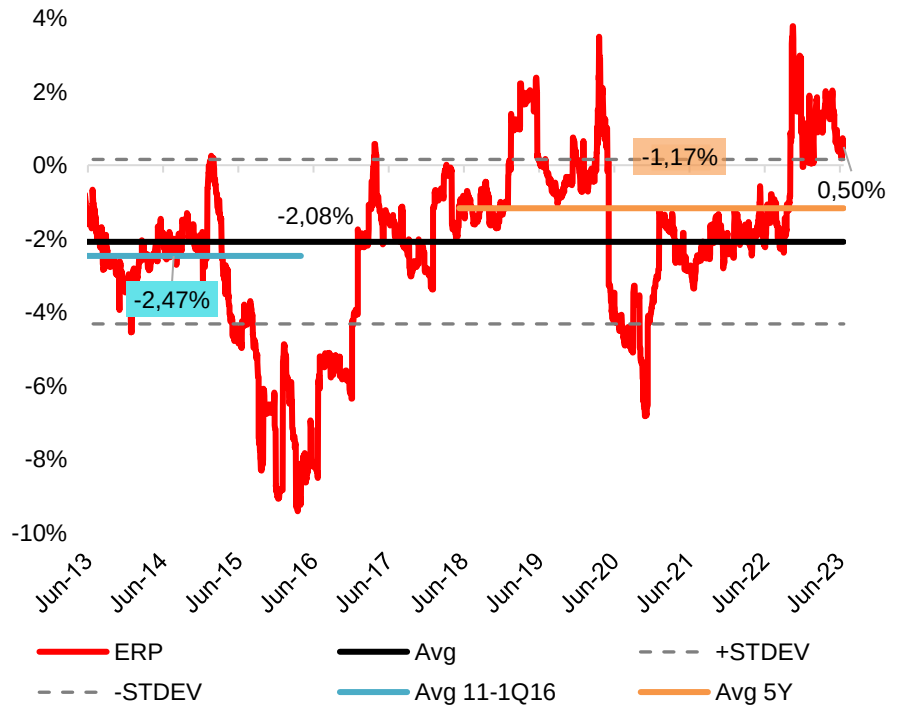
P/L Small Cap (12 meses à frente)



Fonte: Bloomberg, 19/06/2023.

ERP Small Cap (10 anos)

(%)



Fonte: Bloomberg, 19/06/2023.

Performance do Ibovespa e Ciclos Monetários

De acordo com nosso estudo, no qual analisamos 9 ciclos de flexibilização monetária, o Ibovespa subiu, em média, 21% e 43%, 12 meses e 24 meses, respectivamente, após o primeiro corte de juros.

Desempenho do Ibovespa antes e depois do início do ciclo de afrouxamento monetário

Ibovespa Performance Before / After the Beginning of the Monetary Easing Cycle										
Date	Total Easing Cycle	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	t + 1	t + 3	t + 6	t + 12	t + 24
25-Mar-99	-2300 bps	-6.92%	62.96%	52.41%	22.30%	0.87%	7.82%	4.68%	60.11%	39.39%
29-Mar-00	-325 bps	68.78%	64.72%	5.63%	2.91%	-13.94%	-8.53%	-9.61%	-20.04%	-21.80%
20-Feb-02	-75 bps	-17.67%	2.32%	2.18%	1.13%	0.07%	-4.52%	-29.21%	-24.22%	66.67%
18-Jun-03	-1000 bps	29.94%	17.58%	21.07%	6.00%	2.10%	20.42%	53.29%	46.81%	85.23%
15-Sep-05	-825 bps	27.25%	6.43%	12.55%	8.44%	1.38%	14.52%	27.84%	24.49%	85.27%
21-Jan-09	-400 bps	-32.93%	-32.62%	13.97%	2.46%	0.45%	15.28%	37.91%	78.96%	82.71%
31-Aug-11	-475 bps	-15.27%	-16.93%	-12.03%	-3.49%	-7.38%	-2.12%	15.48%	3.42%	-10.60%
19-Oct-16	-750 bps	33.42%	20.03%	12.12%	10.73%	-5.58%	1.34%	1.31%	21.23%	35.56%
31-Jul-19	-175 bps	25.02%	4.04%	6.58%	0.47%	-0.67%	5.64%	12.44%	0.56%	23.17%
18-Mar-20	-175 bps	-28.63%	-36.18%	-41.90%	-41.99%	18.08%	39.82%	49.90%	70.66%	66.24%
Average*		**12.40%**	**14.28%**	**12.72%**	**5.66%**	**-2.52%**	**5.54%**	**12.68%**	**21.26%**	**42.85%**
Median		**25.02%**	**-6.45%**	**9.35%**	**1.46%**	**-3.12%**	**3.49%**	**13.96%**	**12.33%**	**29.36%**

Fonte: Bloomberg.

Performance do Ibovespa e Ciclos Monetários

Curiosamente, uma expansão no P/L foi observada mesmo quando as ações já estavam sendo negociadas acima da média dos 5 anos anteriores. E, durante o primeiro corte de juros, quanto maior o desconto, mais forte a recuperação.

Projeção do Ibovespa para o próximo ciclo de afrouxamento monetário

Ibovespa P/E - Monetary Easing Cycle					
Date - First Cut	P/E Fwd Ibov on the Day First Cut	P/E 5Y Average	P/E 5 Y St. Deviation	St. Deviations for the Mean	IBOV perf in t+12
21-Jan-09	7.73	10.37	1.62	-1.63	83%
31-Aug-11	8.68	10.80	1.76	-1.20	-11%
19-Oct-16	14.47	11.37	2.23	1.39	36%
31-Jul-19	12.07	11.90	1.17	0.14	23%
18-Mar-20	8.75	12.12	1.19	-2.84	66%
16-May-23	7.25	10.56	2.81	-1.18	

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.
* A análise de sensibilidade construída leva em conta a probabilidade de que o primeiro corte da Selic pelo Copom ocorra durante a reunião de agosto, setembro ou novembro.

Performance do Ibovespa e Ciclos Monetários

Executando 3 cenários diferentes para o início do ciclo de flexibilização: o Ibovespa pode chegar entre 144 mil a 153 mil pontos 12 meses após o primeiro corte de juros.

Projeção do Ibovespa para o próximo ciclo de afrouxamento monetário

Ibovespa Forecast Before / After the Beginning of the Monetary Easing Cycle - Assuming the first Selic cut in 2-Aug-23									
	7-Aug-22	3-Feb-23	4-May-23	3-Jul-23	Copom	1-Sep-23	31-Oct-23	29-Jan-24	27-Jul-24
	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	2-Aug-23	t + 1	t + 3	t + 6	t + 12
Forecasted Ibovespa	106,471.9	108,523.5	108,100.1	115,321.2	121,849.8	118,776.0	128,598.6	137,301.8	147,752.3

Ibovespa Forecast Before / After the Beginning of the Monetary Easing Cycle - Assuming the first Selic cut in 20-Sep-23									
	25-Sep-22	24-Mar-23	22-Jun-23	21-Aug-23	Copom	20-Oct-23	19-Dec-23	18-Mar-24	14-Sep-24
	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	20-Sep-23	t + 1	t + 3	t + 6	t + 12
Forecasted Ibovespa	111,716.0	98,829.3	105,800.5	112,868.0	119,257.7	116,249.3	125,862.9	134,381.0	144,609.2

Ibovespa Forecast Before / After the Beginning of the Monetary Easing Cycle - Assuming the first Selic cut in 1-Nov-23									
	6-Nov-22	5-May-23	3-Aug-23	2-Oct-23	Copom	1-Dec-23	30-Jan-24	29-Apr-24	26-Oct-24
	t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	1-Nov-23	t + 1	t + 3	t + 6	t + 12
Forecasted Ibovespa	118,155.5	105,148.5	112,214.6	119,710.5	126,487.6	123,296.9	133,493.3	142,527.8	153,376.0

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.
* A análise de sensibilidade construída leva em conta a probabilidade de que o primeiro corte da Selic pelo Copom ocorra durante a reunião de agosto, setembro ou novembro.

Performance do Ibovespa e Ciclos Monetários

Setorialmente, Small Caps, Consumo Discricionário e Imobiliário são os que apresentam melhor desempenho após o primeiro corte de juros

Projeção do Ibovespa para o próximo ciclo de afrouxamento monetário

Average		t - 12	t - 6	t - 3	t - 1	t + 1	t + 3	t + 6	t + 12	t + 24
SMLL	Ibovespa Small Cap	4.68%	-2.72%	4.90%	2.51%	-4.30%	2.94%	26.73%	49.57%	66.50%
IMOB	Ibovespa Real Estate	7.37%	-6.87%	4.89%	5.40%	-7.83%	7.30%	39.16%	51.30%	50.37%
ICON	Ibovespa Consumption	7.84%	3.16%	7.17%	4.14%	-3.50%	2.67%	20.73%	38.98%	52.37%
IBOV	**Ibovespa**	**2.56%**	**-6.37%**	**5.16%**	**2.54%**	**-3.30%**	**5.04%**	**16.79%**	**26.04%**	**32.71%**
IFNC	Ibovespa Financials	10.88%	-4.15%	6.33%	-0.54%	-2.06%	8.20%	21.76%	31.78%	41.78%
INDX	Ibovespa Industrials	-7.17%	-8.15%	5.14%	4.71%	-4.12%	1.11%	16.35%	30.39%	46.87%
BZUTIL	Ibovespa Public Utilities	34.98%	6.73%	6.56%	1.28%	-1.37%	4.83%	18.07%	26.53%	27.18%
IMAT	Ibovespa Basic Materials	-16.79%	-19.39%	3.17%	3.57%	-1.42%	6.51%	19.68%	41.30%	84.20%

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.
* A análise de sensibilidade construída leva em conta a probabilidade de que o primeiro corte da Selic pelo Copom ocorra durante a reunião de agosto, setembro ou novembro.

Performance do Ibovespa e Ciclos Monetários

Após o forte rali, a maioria dos setores já está precificando o início do ciclo de flexibilização. No entanto, acreditamos que ainda há espaço para as ações continuarem com um forte desempenho após o primeiro corte de juros.

Projeção do Ibovespa para o próximo ciclo de afrouxamento monetário

Assuming the first Selic cut in 2-Aug-23								
Index	Description	Last Price 20-Jun-23	Target 2-Aug-23	Upside / Downside	Target 12M 27-Jul-24	Upside / Downside	Target 24M 22-Jul-25	Upside / Downside
IBOV	Ibovespa Index	119,622.4	121,849.8	1.9%	147,752.3	23.5%	174,056.5	45.5%
SMLL	Small Cap Index	2,304.1	2,099.7	-8.9%	3,140.5	36.3%	3,495.9	51.7%
ICON	Ibovespa Comsumption Index	3,176.3	3,314.2	4.3%	4,606.0	45.0%	5,049.9	59.0%
IFNC	Ibovespa Financials Index	12,333.2	10,497.6	-14.9%	13,833.2	12.2%	14,883.4	20.7%
IMAT	Ibovespa Materials Index	5,596.5	4,484.9	-19.9%	6,337.3	13.2%	8,260.9	47.6%
INDX	Ibovespa Industrials Index	21,145.3	17,808.3	-15.8%	23,998.9	13.5%	27,031.8	27.8%
IMOB	Ibovespa Real Estate Index	892.2	710.5	-20.4%	1,074.9	20.5%	1,068.4	19.7%
BZUTIL	Ibovespa Utilities Index	9,978.9	11,227.7	12.5%	14,206.4	42.4%	14,278.9	43.1%

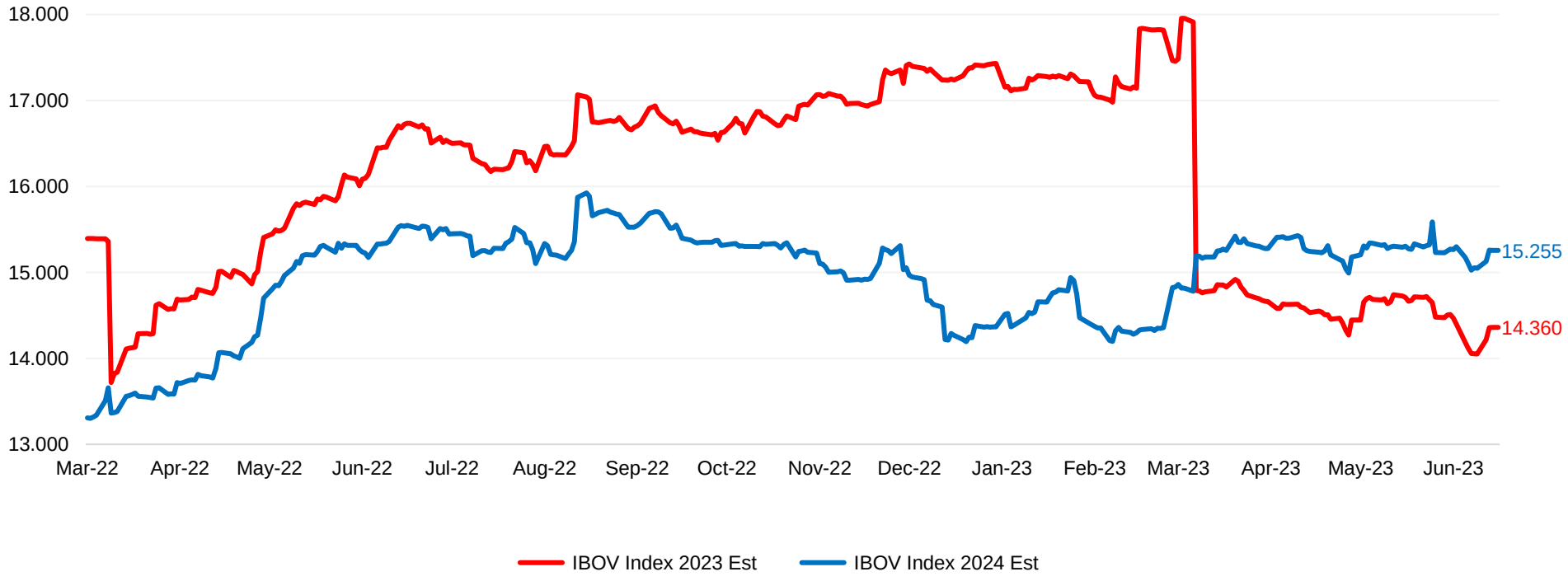
Assuming the first Selic cut in 20-Sep-23								
Index	Description	Last Price 20-Jun-23	Target 20-Sep-23	Upside / Downside	Target 12M 14-Sep-24	Upside / Downside	Target 24M 9-Sep-25	Upside / Downside
IBOV	Ibovespa Index	119,622.4	119,257.7	-0.3%	144,609.2	20.9%	170,353.8	42.4%
SMLL	Small Cap Index	2,304.1	2,046.9	-11.2%	3,061.6	32.9%	3,408.1	47.9%
ICON	Ibovespa Comsumption Index	3,176.3	3,205.6	0.9%	4,455.2	40.3%	4,884.5	53.8%
IFNC	Ibovespa Financials Index	12,333.2	10,732.6	-13.0%	14,143.0	14.7%	15,216.6	23.4%
IMAT	Ibovespa Materials Index	5,596.5	4,112.7	-26.5%	5,811.5	3.8%	7,575.5	35.4%
INDX	Ibovespa Industrials Index	21,145.3	17,808.3	-15.8%	23,220.7	9.8%	26,155.2	23.7%
IMOB	Ibovespa Real Estate Index	892.2	734.7	-17.7%	1,111.5	24.6%	1,104.8	23.8%
BZUTIL	Ibovespa Utilities Index	9,978.9	10,811.7	8.3%	13,680.1	37.1%	13,749.9	37.8%

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.
* A análise de sensibilidade construída leva em conta a probabilidade de que o primeiro corte da Selic pelo Copom ocorra durante a reunião de agosto, setembro ou novembro.

LPA do Ibovespa

As estimativas de crescimento do LPA do Ibovespa para 2024 começaram a ter revisões altistas.

LPA IBOV 2023-24



Fonte: Bloomberg.

Consenso do Crescimento de LPA por Setor

Depois de um 2023 muito difícil para a maioria das empresas, 2024 deve trazer uma perspectiva mais positiva.

Estimativas de Consenso da Bloomberg

	Net Income (R$ mn)			% YoY	
Sector	2022	2023	2024	23 x 22	24 x 23
Agribusiness	7,099	4,284	9,706	-39.6%	126.5%
Capital Goods	4,160	5,988	6,876	43.9%	14.8%
Education	-273	262	801	NA	205.6%
Financial Institutions - Banks	108,560	111,152	127,604	2.4%	14.8%
Financial Institutions - Others	29,054	19,517	16,024	-32.8%	-17.9%
Food & Beverage	29,892	19,372	24,335	-35.2%	25.6%
Healthcare	3,416	4,154	6,875	21.6%	65.5%
Homebuilding	1,318	1,509	2,280	14.5%	51.0%
Income Properties	1,459	2,220	2,243	52.2%	1.0%
Mining	85,867	55,896	46,415	-34.9%	-17.0%
Oil, Gas & Petrochemicals	180,360	118,211	115,230	-34.5%	-2.5%
Pulp & Forest Products	27,602	11,172	6,646	-59.5%	-40.5%
Retail	3,553	5,061	10,314	42.4%	103.8%
Steel	21,875	14,128	12,357	-35.4%	-12.5%
Telecom, Media & Technology	6,288	6,978	9,484	11.0%	35.9%
Transportation	3,621	5,568	10,540	53.8%	89.3%
Utilities	26,841	31,388	40,681	16.9%	29.6%

Fonte: Bloomberg.

Move Over, Value – O fator Crescimento está de volta

O fator Crescimento ultrapassou o fator Valor em termos de melhor desempenho no ano

Dashboard de Fatores

(%)

	2 Years	1 Year	YTD	6m	3m	1m	5d
MSCI World Index	**0.3%**	**19.2%**	**13.8%**	**14.6%**	**11.5%**	**4.2%**	**2.7%**
MSCI World Small cap	-12.3%	12.9%	7.2%	8.7%	7.9%	3.9%	1.5%
MSCI World Value	0.1%	10.3%	2.6%	4.1%	7.3%	2.8%	2.1%
MSCI World Momentum	-6.6%	12.9%	2.7%	4.2%	9.5%	2.6%	3.7%
MSCI World Growth	-1.2%	28.2%	26.0%	25.7%	15.5%	5.5%	3.2%
MSCI World Quality	6.5%	27.6%	20.8%	20.9%	14.7%	5.3%	3.2%
MSCI World Low Vol	1.4%	11.3%	3.8%	4.7%	5.8%	-0.1%	1.6%
S&P 500	**5.8%**	**20.0%**	**14.8%**	**15.5%**	**12.6%**	**5.2%**	**2.6%**
NASDAQ 100	**7.4%**	**33.9%**	**37.9%**	**36.1%**	**20.5%**	**9.3%**	**3.8%**
RUSSELL 2000	**-16.2%**	**12.6%**	**6.5%**	**7.9%**	**8.7%**	**5.7%**	**0.5%**
MSCI USA	3.4%	20.0%	15.1%	15.8%	12.6%	5.4%	2.6%
MSCI USA Small Cap	-7.6%	16.2%	7.9%	9.5%	9.5%	5.8%	1.2%
MSCI USA Value	5.3%	11.4%	1.2%	2.6%	7.3%	3.4%	1.9%
MSCI USA Momentum	-10.6%	11.6%	-1.6%	-0.2%	8.0%	2.3%	3.3%
MSCI USA Growth	3.5%	31.1%	31.8%	31.5%	18.3%	7.3%	3.3%
MSCI USA Quality	7.6%	27.5%	21.9%	22.3%	15.4%	6.6%	3.2%
MSCI USA Low Vol	5.4%	12.0%	3.1%	3.8%	6.5%	1.4%	2.2%

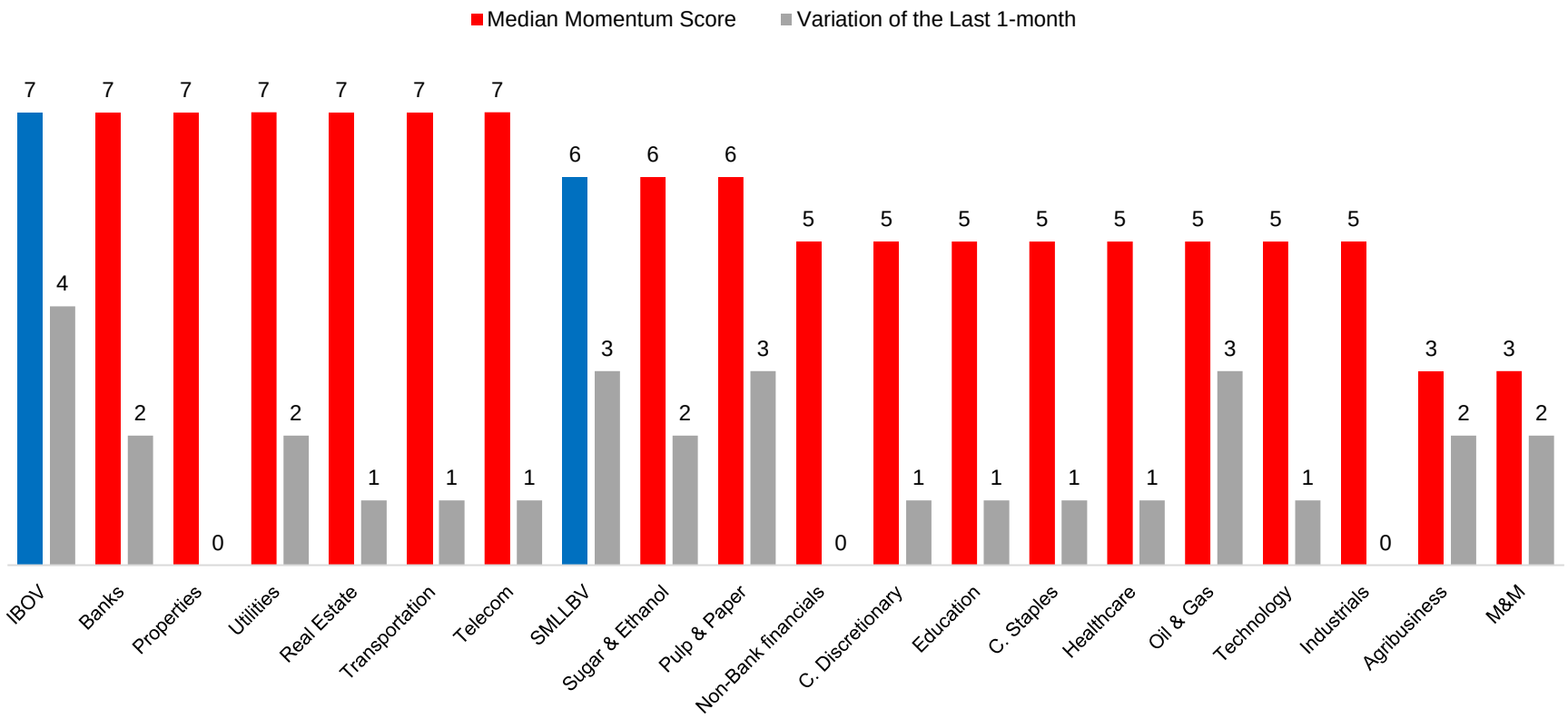
Fontes: Bloomberg e Santander.

	2 Years	1 Year	YTD	6m	3m	1m	5d
MSCI EM (USD)	**-24.3%**	**2.5%**	**7.7%**	**7.6%**	**8.2%**	**5.4%**	**2.8%**
MSCI EM Small Cap (USD)	-11.8%	10.5%	11.6%	11.3%	10.8%	6.9%	2.5%
MSCI EM Value(USD)	-18.7%	3.0%	7.9%	8.0%	8.0%	4.1%	1.8%
MSCI EM Momentum (USD)	-28.5%	2.9%	4.7%	4.4%	12.4%	7.9%	2.0%
MSCI EM Growth (USD)	-29.4%	2.0%	7.5%	7.1%	8.5%	6.7%	3.7%
MSCI EM Quality (USD)	-21.9%	1.1%	3.9%	3.8%	4.4%	4.4%	3.0%
MSCI EM Low Vol (USD)	-13.1%	2.2%	5.4%	6.1%	5.4%	1.1%	1.0%
MSCI LATAM (USD)	**-5.1%**	**18.1%**	**16.2%**	**19.4%**	**19.4%**	**7.5%**	**1.7%**
MSCI LATAM Small Cap (USD)	-9.2%	26.9%	25.0%	31.5%	24.6%	9.0%	1.9%
MSCI LATAM Value (USD)	5.0%	20.4%	20.7%	24.7%	23.5%	8.7%	1.5%
MSCI LATAM Momentum (USD	-10.8%	15.9%	14.9%	17.4%	19.0%	5.8%	1.6%
MSCI LATAM Growth (USD)	-14.5%	16.1%	12.0%	14.5%	15.7%	6.4%	1.8%
MSCI LATAM Quality (USD)	-3.2%	20.2%	13.4%	14.8%	13.9%	5.0%	1.4%
MSCI LATAM Low Vol (USD)	4.4%	21.1%	17.5%	20.1%	18.3%	6.1%	2.2%
MSCI BRAZIL (USD)	**-19.2%**	**14.2%**	**13.0%**	**18.4%**	**22.7%**	**9.8%**	**1.7%**
MSCI BRAZIL Small Cap (USD)	-23.5%	19.3%	25.4%	33.0%	30.0%	12.1%	2.1%
MSCI BRAZIL Value (USD)	-12.1%	7.2%	13.2%	19.9%	21.8%	10.7%	1.6%
MSCI BRAZIL Momentum (USD)	-22.1%	18.0%	19.1%	24.1%	28.8%	9.1%	1.7%
MSCI BRAZIL Growth (USD)	-32.8%	15.3%	8.8%	13.3%	18.1%	8.0%	1.8%
MSCI BRAZIL Quality (USD)	-14.8%	19.8%	8.7%	12.3%	15.9%	6.4%	1.2%
MSCI BRAZIL Low Vol (USD)	-10.6%	13.1%	14.4%	18.1%	21.9%	8.7%	2.4%

Fator Momento

Durante maio e junho, as ações brasileiras ganharam força e agora estão em tendência de alta do ponto de vista do fator Momento.

Fator Momento



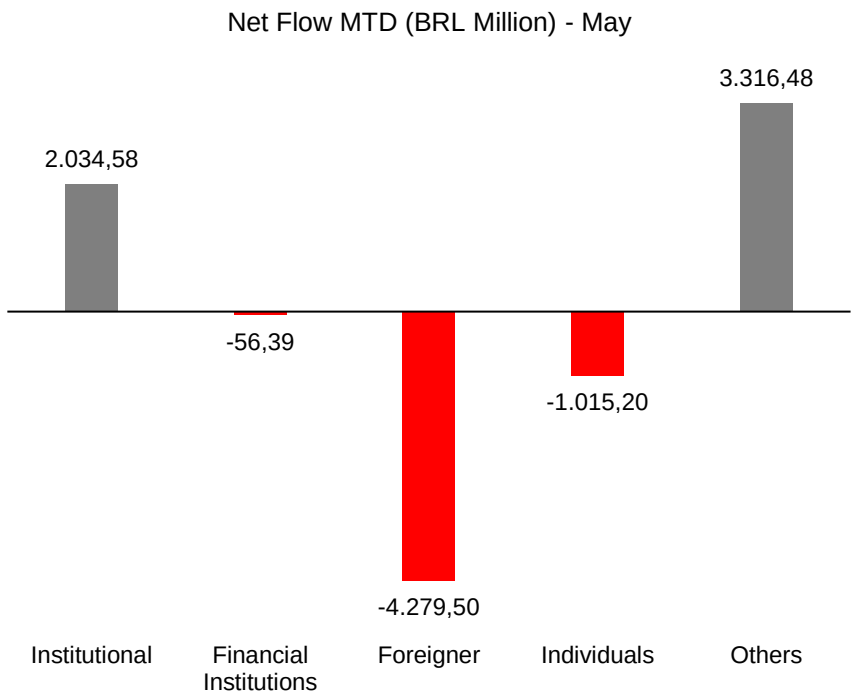
Fonte: Bloomberg.

Fluxo B3

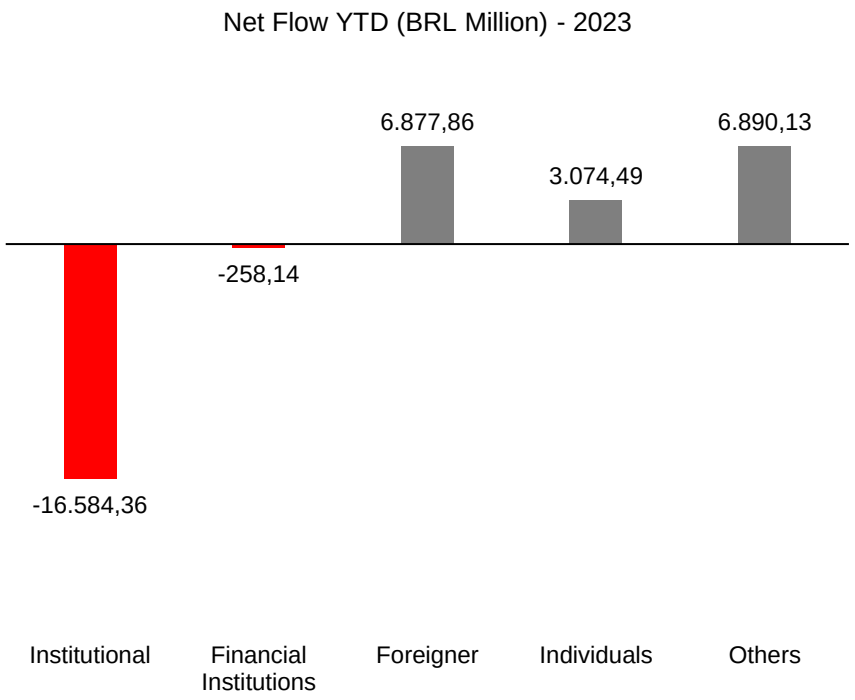
Os fluxos de investidores institucionais locais podem ter atingido um ponto de inflexão durante maio.

Estatísticas de Fundos de Investimento no Brasil

Milhões R$



Fonte: B3



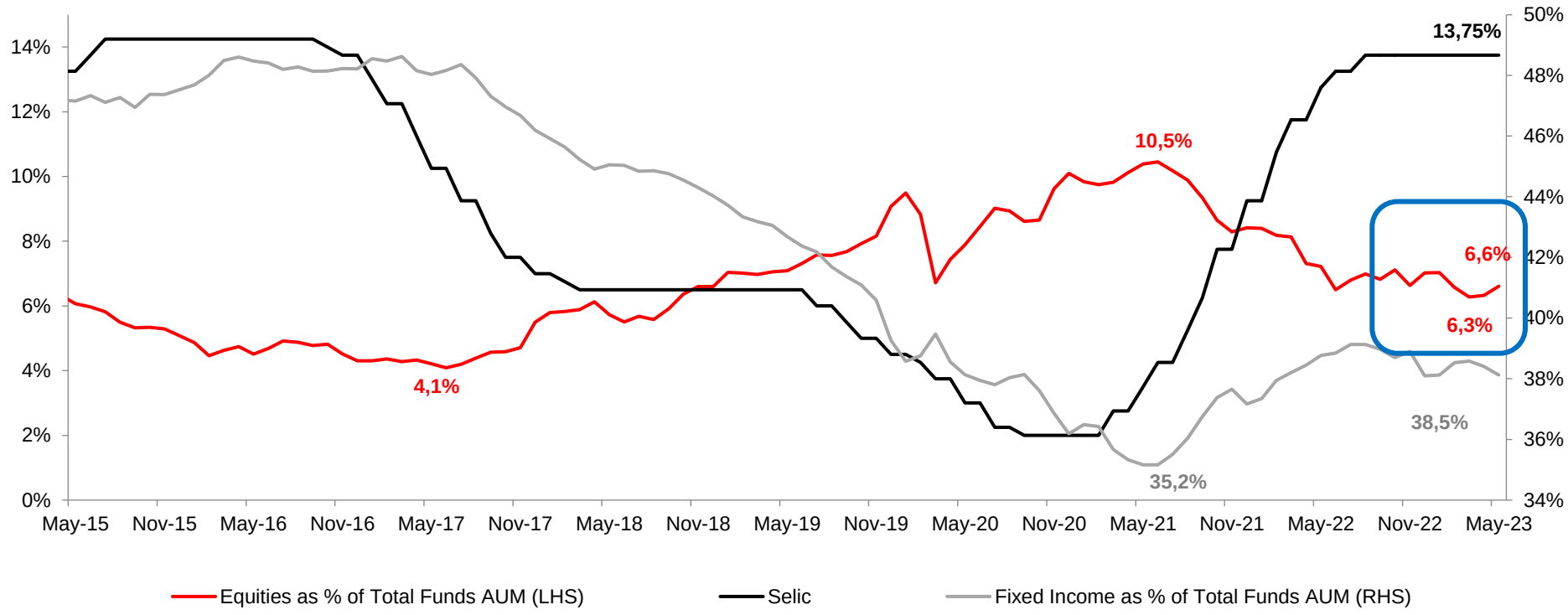
Fonte: B3

Fundos de Ações Brasileiras

Fundos de ações como % do total de AUM fundos locais também parecem ter atingido um ponto de inflexão.

Fundos de Ações e Fundos de Renda Fixa em % do AUM Total dos Fundos

(%)

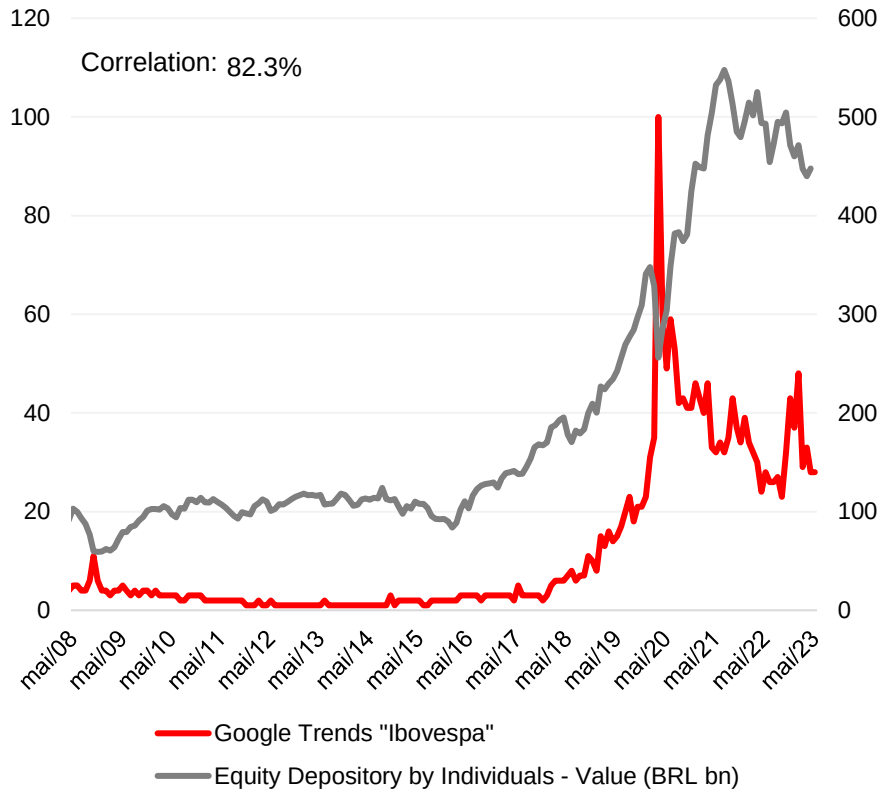


Fontes: ANBIMA e Santander Research.

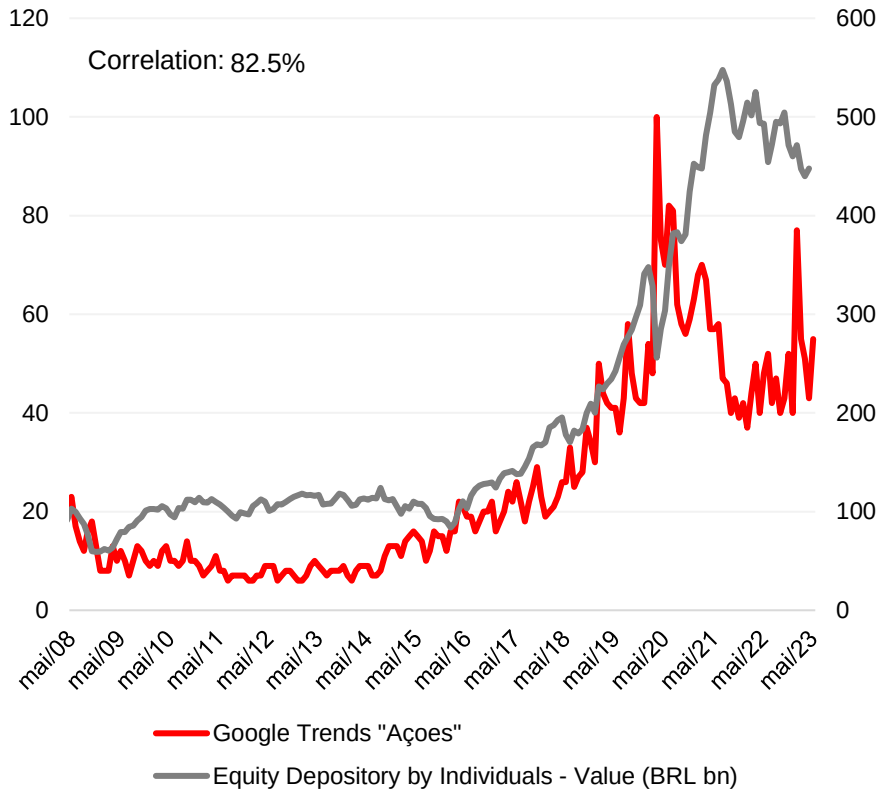
Ibovespa e Trends do Google

Encontramos uma correlação de 82% entre as buscas no Google pelas palavras “Ibovespa” e “ações” com os depósitos em ações por pessoas físicas (PFs). As pesquisas no Google parecem ser um dos principais indicadores dos fluxos individuais.

Depósitos em Ações por PFs e Pesquisa por “Ibovespa”



Depósitos em Ações por PFs e Pesquisa por “Ações”

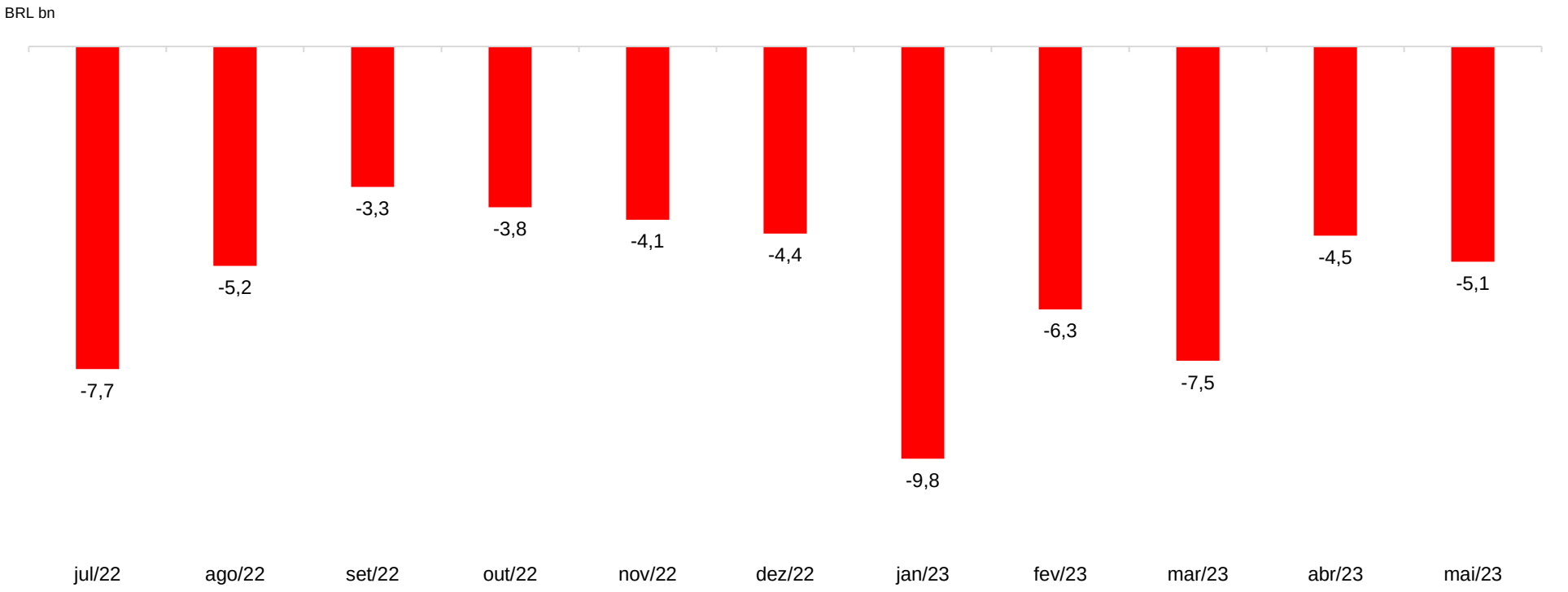


Fontes: Bloomerg e Google Trends.

Fluxo Líquido dos Fundos de Ações

Embora ainda negativo, os resgates de fundos de ações locais diminuíram marginalmente.

Fluxo Líquido Mensal dos Fundos de Ações



Fonte: Anbima

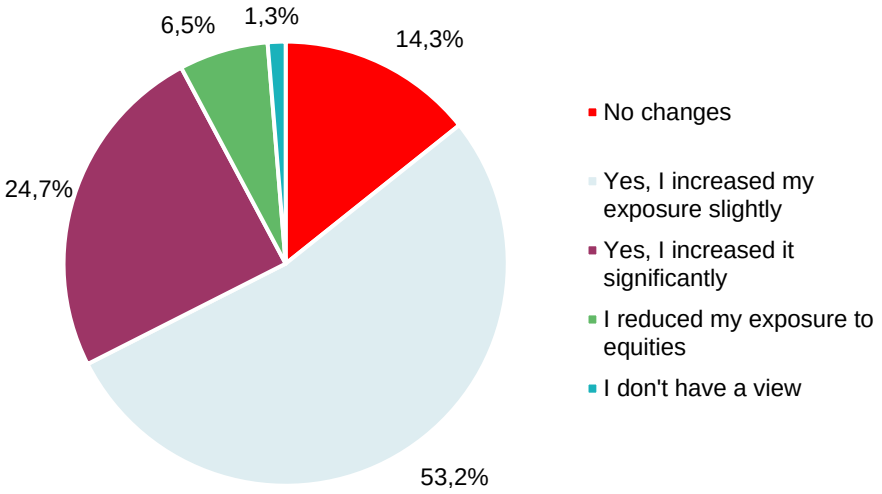
Pesquisa com Investidores: Posicionamento após o recente rali do mercado

Realizamos uma pesquisa com investidores institucionais entre os dias 13 e 15 de junho para entender melhor as perspectivas de nossos clientes sobre posicionamento e custo de capital próprio. Os resultados das 77 respostas recebidas são apresentados a seguir.

Nos últimos dois meses, 78% dos clientes entrevistados relataram um aumento (leve ou significativo) na exposição a ações brasileiras.

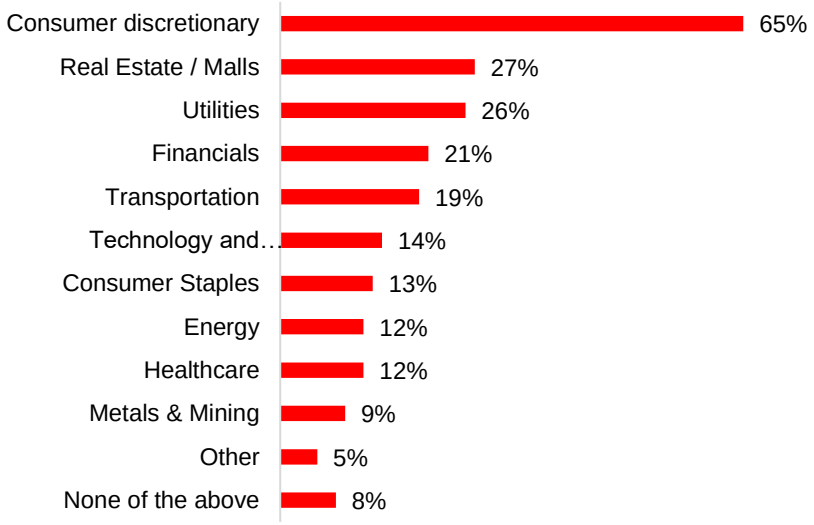
O fluxo de compras concentrou-se nos seguintes setores: Consumo (citado por 65% dos investidores), Imobiliário e Shoppings (27%), Energia Elétrica & Saneamento Básico (26%) e Instituições Financeiras (21%). Apenas 9% dos investidores, por outro lado, mencionaram o setor de Siderurgia & Mineração.

Você aumentou sua exposição a ações brasileiras nos últimos 2 meses?



Fonte: Santander.

Qual dos seguintes setores você comprou principalmente nos últimos 2 meses?



Fonte: Santander.
O total é maior que 100% porque um único investidor pode especificar mais de um setor.

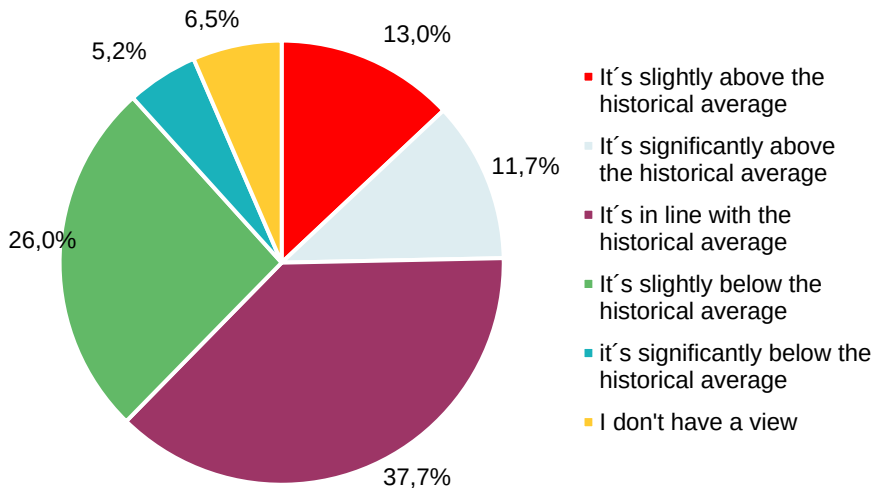
Pesquisa com Investidores: Posicionamento após o recente rali do mercado

Realizamos uma pesquisa com investidores institucionais entre os dias 13 e 15 de junho para entender melhor as perspectivas de nossos clientes sobre posicionamento e custo de capital próprio. Os resultados das 77 respostas recebidas são apresentados a seguir.

Sobre o posicionamento, 31% dos investidores entrevistados indicaram que sua posição de caixa atual estava ligeiramente ou significativamente abaixo da média histórica, enquanto 69% indicaram que sua posição de caixa estava em linha ou abaixo da média histórica, indicando que precisamos de entradas para manter o rali em andamento.

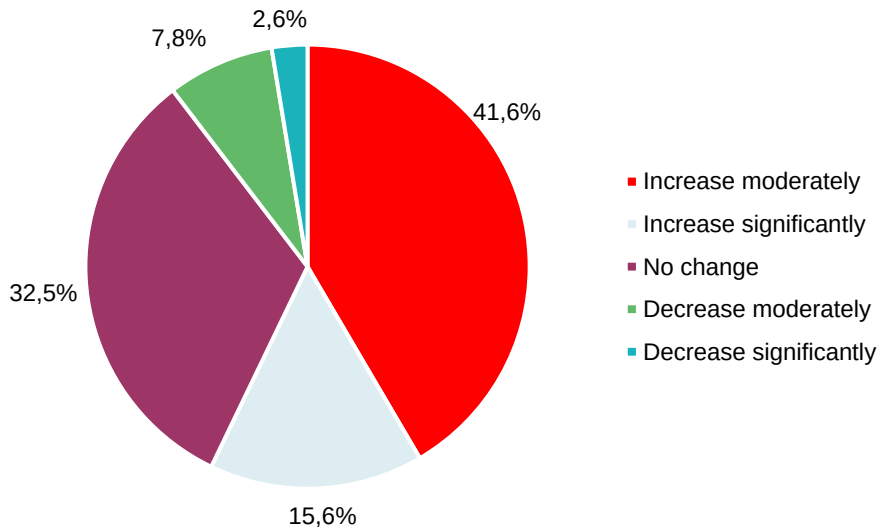
Por outro lado, 57% dos investidores entrevistados esperam aumentar sua alocação em ações brasileiras ligeiramente ou significativamente durante os próximos seis meses.

Em relação à posição de caixa atual em seus fundos:



Fonte: Santander.

Como você espera que sua alocação em ações brasileiras mude nos próximos 6 meses?



Fonte: Santander.

Nosso Cenário Base é um *Soft Landing* Global combinado com um Cenário de "*Muddle Through*" no Brasil

		Global			
		Soft Landing	Hard Landing	Stagflation	Total
Domestic	Fiscal Hardship	9.0%	3.0%	3.0%	**15.0%**
	Muddle Through	39.0%	13.0%	13.0%	**65.0%**
	Goldilocks	12.0%	4.0%	4.0%	**20.0%**
	Total	**60.0%**	**20.0%**	**20.0%**	

Fonte: Santander Research.

Modelo da Metodologia de Construção do Portfólio

Definir cenários base, alternativo e probabilidades

		Global			
		Soft Landing	Hard Landing	Stagflation	Total
Domestic	Fiscal Hardship	9.0%	3.0%	3.0%	**15.0%**
	Muddle Through	39.0%	13.0%	13.0%	**65.0%**
	Goldilocks	12.0%	4.0%	4.0%	**20.0%**
	Total	**60.0%**	**20.0%**	**20.0%**	

Definir quais fatores outperformam em cada cenário

		Global			
		Soft Landing	Hard Landing	Stagflation	Total
Domestic	Fiscal Hardship	Exporters, Low Vol, Value	Exporters, Low Vol	Value, Momentum, Low Vol	**15.0%**
	Muddle Through	Quality, Momentum, Growth	Low Vol, Quality, Exporters	Value, Momentum	**65.0%**
	Goldilocks	Growth, Momentum	Low Vol, Growth, Exporters	Value, Momentum, Quality	**20.0%**
	Total	**60.0%**	**20.0%**	**20.0%**	

Identificar quais são as principais escolhas dos analistas entre as ações mais bem avaliadas dentro dos filtros

Ticker	Company	Mkt Cap (BRL Mln)	P/E 24	P/E 5Y AVG	Delta P/E	EV/Ebitda 24	EV/Ebitda 5Y AVG	Delta EV/EBITDA	IBOV Weight	Portfolio weight	OW/UW	Santander Analyst
STBP3	Santos Brasil	8,594	15.0	35.0	-57%	8.5	11.0	-23%	0.0%	5.0%	5.0%	Lucas Barbosa
MELI	Mercado Libre	287,928	56.0	242.0	-77%	26.0	490.0	-95%	0.0%	5.0%	5.0%	Ruben Couto
EQTL3	Equatorial	34,135	15.0	14.3	5%	8.0	9.0	-11%	1.6%	6.0%	4.4%	Andre Sampaio
TOTS3	Totvs	18,236	24.0	30.0	-20%	13.8	18.0	-23%	0.7%	5.0%	4.3%	Felipe Cheng
SMTO3	São Martinho	12,996	9.9	11.0	-10%	5.3	5.4	-2%	0.3%	4.0%	3.7%	Rodrigo Almeida
BBAS3	Banco do Brasil	143,600	4.1	4.7	-13%	NM	NM	NM	3.4%	7.0%	3.6%	Henrique Navarro
PETR3	Petrobras	425,100	3.6	6.1	-41%	2.4	3.8	-37%	11.5%	15.0%	3.5%	Rodrigo Almeida
SMFT3	SmartFit	12,282	31.0	31.0	0%	12.0	15.0	-20%	0.0%	3.0%	3.0%	Ruben Couto
ARCO	Arcos Dorados	9,187	11.0	22.0	-50%	7.0	10.0	-30%	0.0%	3.0%	3.0%	Rodrigo Almeida
VIVA3	Vivara	6,590	14.0	21.0	-33%	12.0	16.0	-25%	0.0%	3.0%	3.0%	Ruben Couto
ARZZ3	Arezzo	8,295	15.7	24.0	-35%	10.6	15.0	-29%	0.2%	3.0%	2.8%	Ruben Couto
IGTI11	Iguatemi	2,225	15.0	23.0	-35%	32.0	33.0	-3%	0.2%	3.0%	2.8%	Fanny Oreng
RAIL3	Rumo	41,013	28.6	35.0	-18%	9.4	10.6	-11%	1.3%	4.0%	2.7%	Lucas Barbosa
ELET6	Eletrobras	92,039	12.0	11.6	3%	6.7	6.8	-1%	4.4%	7.0%	2.6%	Andre Sampaio
BPAC11	BTG Pactual	152,000	11.3	12.6	-10%	NM	NM	NM	1.8%	4.0%	2.2%	Henrique Navarro
CYRE3	Cyrela	7,471	8.3	12.3	-33%	10.0	11.0	-9%	0.3%	2.0%	1.7%	Fanny Oreng
SUZB3	Suzano	62,586	9.1	16.0	-43%	6.4	6.8	-6%	1.7%	3.0%	1.3%	Rafael Barcellos
B3SA3	B3	83,339	17.0	20.0	-15%	11.0	13.6	-19%	4.0%	3.0%	-1.0%	Henrique Navarro
ITUB4	Itau Unibanco	263,600	7.7	7.7	0%	NM	NM	NM	6.6%	5.0%	-1.6%	Henrique Navarro
VALE3	Vale	298,300	6.0	5.0	20%	4.0	3.8	5%	13.4%	10.0%	-3.4%	Rafael Barcellos

Fonte: Santander Research.

Portfólio Sugerido

Ticker	Company	Mkt Cap (BRL Mln)	P/E 24	P/E 5Y AVG	Delta P/E	EV/Ebitda 24	EV/Ebitda 5Y AVG	Delta EV/EBITDA	IBOV Weight	Portfolio weight	OW/UW	Santander Analyst
STBP3	Santos Brasil	8,594	15.0	35.0	-57%	8.5	11.0	-23%	0.0%	5.0%	5.0%	Lucas Barbosa
MELI	Mercado Libre	287,928	56.0	242.0	-77%	26.0	490.0	-95%	0.0%	5.0%	5.0%	Ruben Couto
EQTL3	Equatorial	34,135	15.0	14.3	5%	8.0	9.0	-11%	1.6%	6.0%	4.4%	Andre Sampaio
TOTS3	Totvs	18,236	24.0	30.0	-20%	13.8	18.0	-23%	0.7%	5.0%	4.3%	Felipe Cheng
SMTO3	São Martinho	12,996	9.9	11.0	-10%	5.3	5.4	-2%	0.3%	4.0%	3.7%	Rodrigo Almeida
BBAS3	Banco do Brasil	143,600	4.1	4.7	-13%	NM	NM	NM	3.4%	7.0%	3.6%	Henrique Navarro
PETR3	Petrobras	425,100	3.6	6.1	-41%	2.4	3.8	-37%	11.5%	15.0%	3.5%	Rodrigo Almeida
SMFT3	SmartFit	12,282	31.0	31.0	0%	12.0	15.0	-20%	0.0%	3.0%	3.0%	Ruben Couto
ARCO	Arcos Dorados	9,187	11.0	22.0	-50%	7.0	10.0	-30%	0.0%	3.0%	3.0%	Rodrigo Almeida
VIVA3	Vivara	6,590	14.0	21.0	-33%	12.0	16.0	-25%	0.0%	3.0%	3.0%	Ruben Couto
ARZZ3	Arezzo	8,295	15.7	24.0	-35%	10.6	15.0	-29%	0.2%	3.0%	2.8%	Ruben Couto
IGTI11	Iguatemi	2,225	15.0	23.0	-35%	32.0	33.0	-3%	0.2%	3.0%	2.8%	Fanny Oreng
RAIL3	Rumo	41,013	28.6	35.0	-18%	9.4	10.6	-11%	1.3%	4.0%	2.7%	Lucas Barbosa
ELET6	Eletrobras	92,039	12.0	11.6	3%	6.7	6.8	-1%	4.4%	7.0%	2.6%	Andre Sampaio
BPAC11	BTG Pactual	152,000	11.3	12.6	-10%	NM	NM	NM	1.8%	4.0%	2.2%	Henrique Navarro
CYRE3	Cyrela	7,471	8.3	12.3	-33%	10.0	11.0	-9%	0.3%	2.0%	1.7%	Fanny Oreng
SUZB3	Suzano	62,586	9.1	16.0	-43%	6.4	6.8	-6%	1.7%	3.0%	1.3%	Rafael Barcellos
B3SA3	B3	83,339	17.0	20.0	-15%	11.0	13.6	-19%	4.0%	3.0%	-1.0%	Henrique Navarro
ITUB4	Itau Unibanco	263,600	7.7	7.7	0%	NM	NM	NM	6.6%	5.0%	-1.6%	Henrique Navarro
VALE3	Vale	298,300	6.0	5.0	20%	4.0	3.8	5%	13.4%	10.0%	-3.4%	Rafael Barcellos

Fonte: Santander Research. Preços de 19/06/2023.

Portfólio Sugerido (Cont.)

Sector	IBOV Weight	Portfolio weight	OW/UW
C. Discretionary	5.80%	14.0%	8.2%
Transportation	5.10%	9.0%	3.9%
TMT	2.20%	5.0%	2.8%
Agribusiness	1.67%	4.0%	2.3%
Malls	1.17%	3.0%	1.8%
Utilities	11.30%	13.0%	1.7%
Real Estate	0.51%	2.0%	1.5%
Pulp & Paper	2.55%	3.0%	0.5%
Education	0.56%	0.0%	-0.6%
Oil, Gas & Petchem	15.66%	15.0%	-0.7%
Banks	17.65%	16.0%	-1.6%
Food & Beverage	4.91%	3.0%	-1.9%
Capital Goods	2.98%	0.0%	-3.0%
Healthcare	3.83%	0.0%	-3.8%
Financials ex-banks	8.09%	3.0%	-5.1%
Metals & Mining	16.00%	10.0%	-6.0%
Total	**100.0%**	**100.0%**	

Fontes: Santander Research e B3.

Novo Preço-Alvo do Ibovespa de 140.000 pontos (junho de 2024)

		IBOV Index				
		Real Long term rates				
		3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
EPS Growth 24E	15.0%	172,000	157,000	145,600	135,100	126,100
	10.0%	165,000	150,000	140,000	129,000	121,000
	0.0%	150,000	137,000	126,000	118,500	110,000
	-10.0%	135,000	123,000	114,000	106,500	99,000

		IBOV Index				
		Real Long term rates				
		3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
EPS Growth 24E	15.0%	44%	31%	22%	13%	5%
	10.0%	38%	25%	17%	8%	1%
	0.0%	25%	14%	5%	-1%	-8%
	-10.0%	13%	3%	-5%	-11%	-17%

Fontes: Santander Research e Bloomberg.

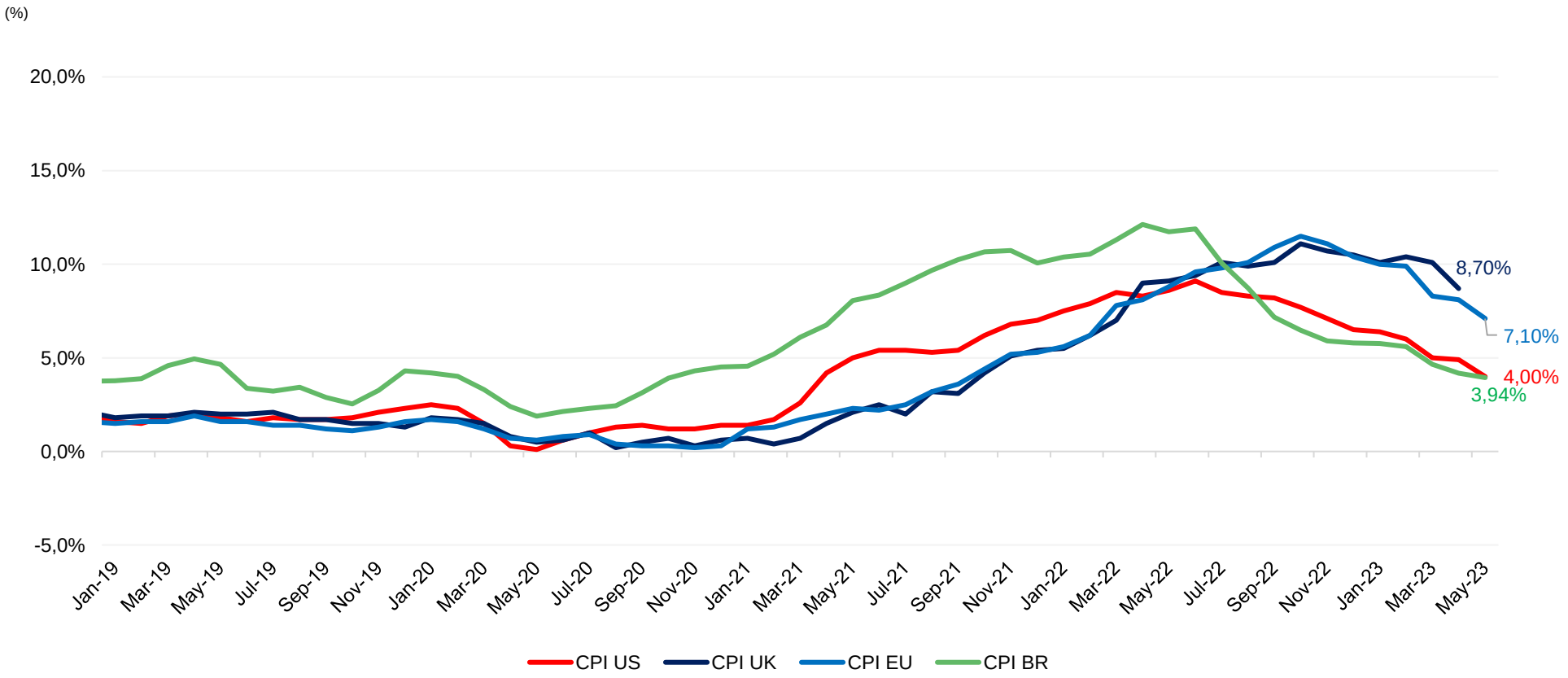
Cenário Macro

02

Inflação

O Brasil está mais avançado no processo de desinflação do que os países desenvolvidos. Portanto, deve iniciar o ciclo de flexibilização antes.

CPI a/a

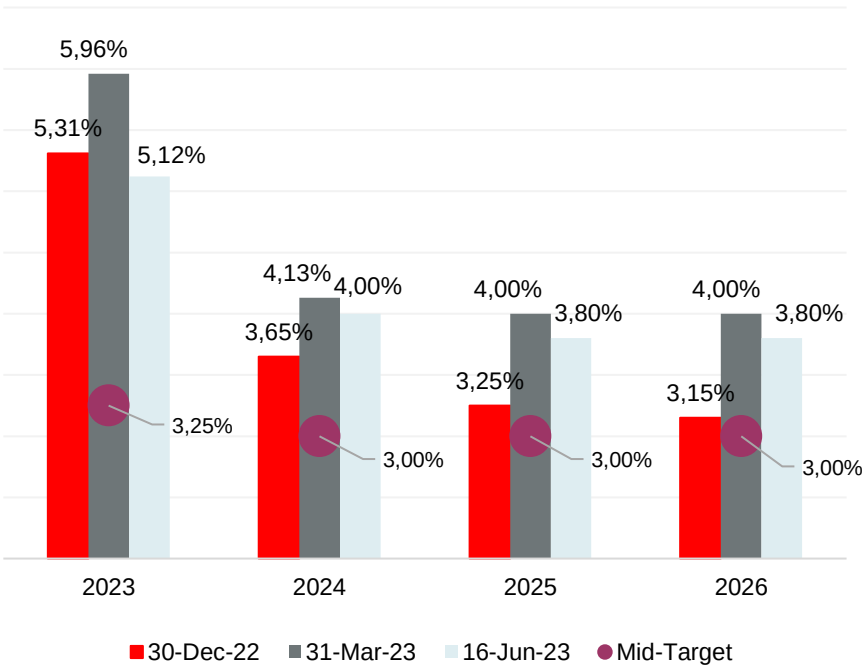


Fonte: Bloomberg

Inflação - Leitura do Mercado em Foco

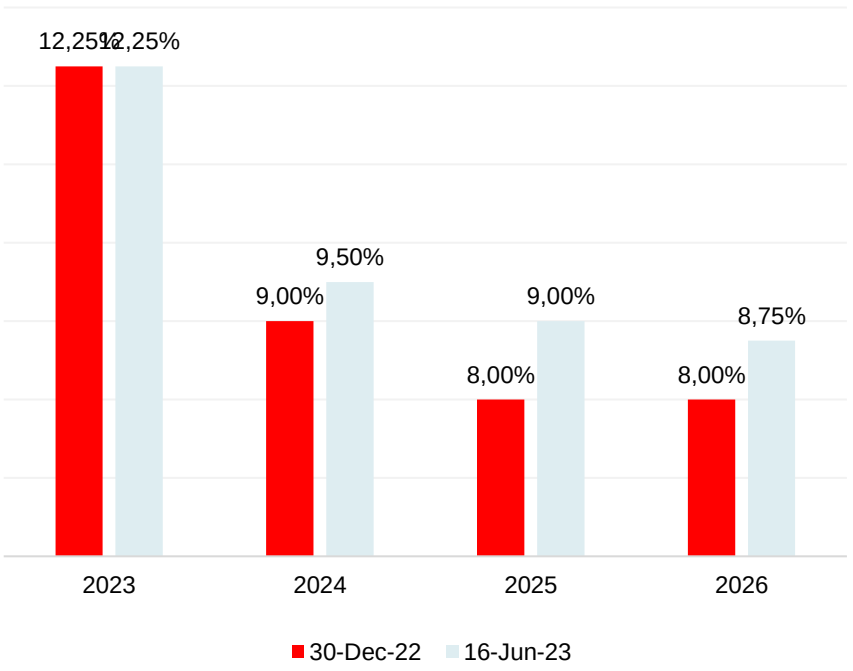
As expectativas de inflação e da taxa Selic aumentaram desde o início de 2023. No entanto, elas começaram a diminuir lentamente após a divulgação do novo marco fiscal no final de março.

Mediana das estimativas do IPCA (% anual)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Mediana das estimativas da taxa Selic (% anual)



Fonte Banco Central do Brasil.

Inflação

Breakeven da inflação (implícita) de 2 anos convergindo para a meta.

***Breakeven* da Inflação de 2 anos**

Fonte: Bloomberg.

Atividade desacelerando nos próximos trimestres

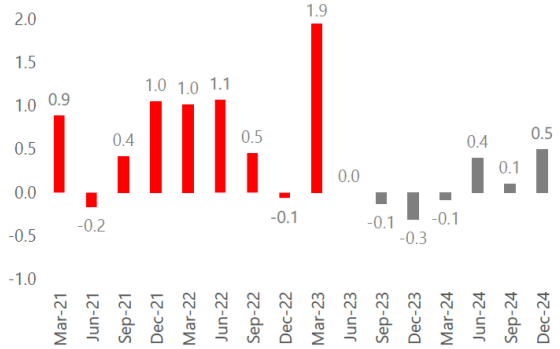
Após um resultado muito bom no 1T23, impulsionado pela produção agrícola, a atividade econômica deve diminuir nos próximos trimestres como resultado dos efeitos da política monetária restritiva.

Atividade Econômica

- No primeiro trimestre de 2023, o PIB brasileiro expandiu 1,9% (t/t-com ajuste sazonal), principalmente devido a um bom resultado na produção agrícola (+21,6% t/t-com ajuste sazonal). Apesar de o bom resultado da produção agrícola ter impactado favoravelmente os demais setores, houve tendência de desaceleração nos setores mais cíclicos, no caso dos serviços e da indústria, com destaque para a queda do setor de construção no período.
- A atividade econômica deve desacelerar nos próximos trimestres, refletindo: (i) a redução dos efeitos benéficos da safra recorde; e (ii) o impacto contínuo de condições financeiras apertadas. Como resultado, os setores sensíveis ao ciclo devem continuar arrefecendo ao longo de 2023.
- Espera-se uma recuperação gradual da atividade econômica em 2024, dada a expectativa de flexibilização do ciclo monetário – o Banco Central deve iniciar o ciclo de cortes da taxa Selic em 2023; no entanto, seu impacto sobre a atividade econômica é retardado.

Crescimento do PIB

(% t/t-sa)



Fonte: IBGE, Santander.

Composição do crescimento do PIB

(%)

GDP Projections	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
GDP	1.2	-3.3	5.0	2.9	1.9	0.5
Farm Output	0.4	4.2	0.3	-1.7	11.5	1.5
Industry	-0.7	-3.0	4.8	1.6	0.9	0.3
Services	1.5	-3.7	5.2	4.2	1.3	0.5
Household	2.6	-4.6	3.7	4.3	1.6	0.5
Government	-0.5	-3.7	3.5	1.5	1.8	2.3
Investments	4.0	-1.7	16.5	0.9	0.6	0.1
Exports	-2.6	-2.3	5.9	5.5	5.5	1.5
Imports	1.3	-9.5	12.0	0.8	1.1	1.0

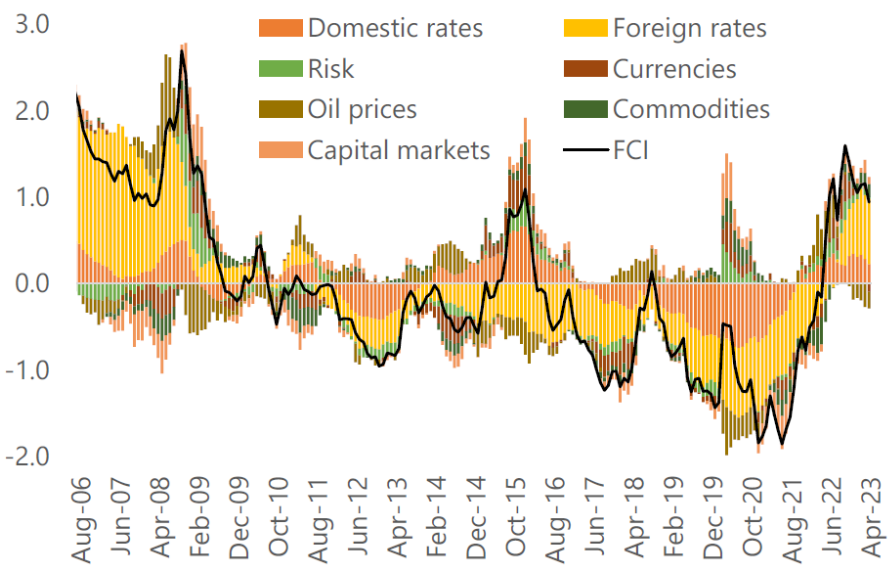
Fonte: IBGE, Santander.

Condições Financeiras

As condições financeiras aliviaram na margem, mas ainda estão em níveis muito restritivos.

Proxy do Indicador de Condições Financeiras (FCI) do Santander

Figure 2 – Santander's FCI Proxy (from 2006 to 2023)



FCI *Breakdown*

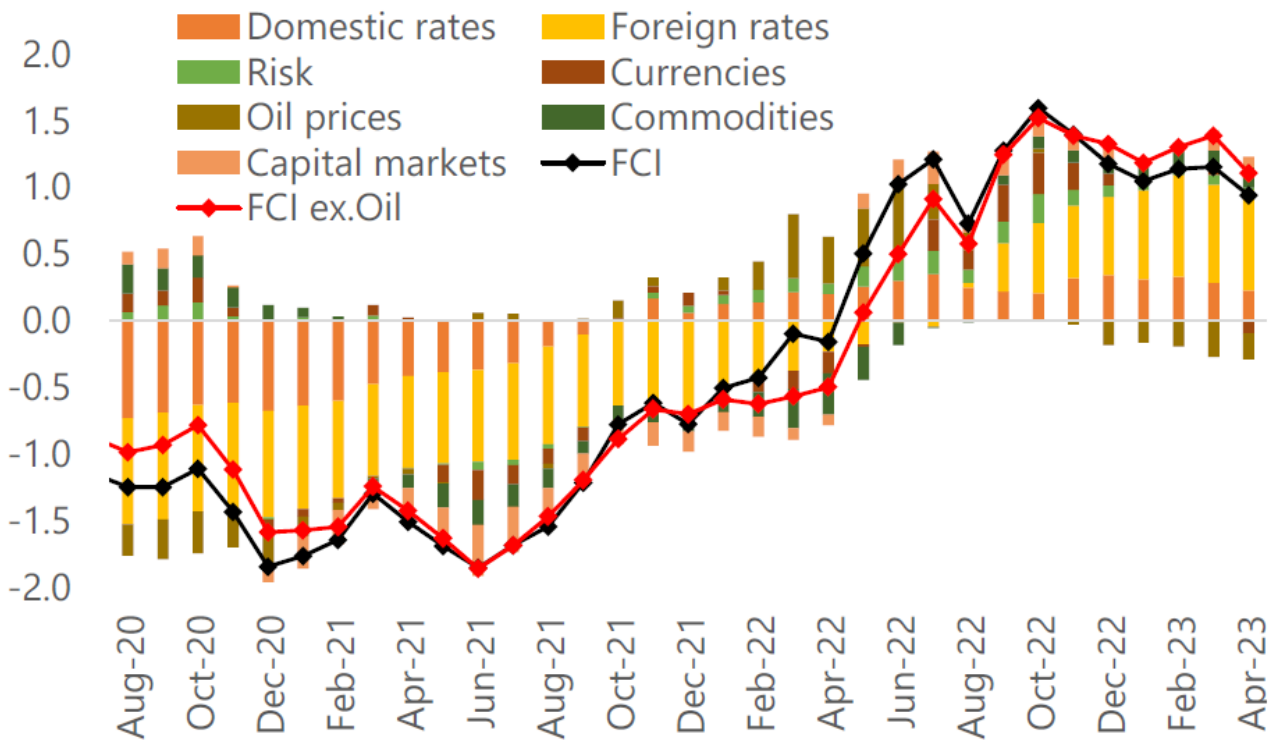
Financial Conditions Indicator							
		Headline				Change	
	Weights	Feb-23	Mar-23	Apr-23		Mar-23	Apr-23
FCI	**100%**	**1.14**	**1.15**	**0.94**	↓	**0.01**	**-0.21**
Domestic rates	34%	0.33	0.28	0.23	↓	-0.05	-0.06
Foreign rates	33%	0.76	0.74	0.75	↑	-0.02	0.01
Risk	18%	0.04	0.07	0.02	↓	0.03	-0.05
Currencies	20%	0.03	0.04	-0.10	↓	0.01	-0.13
Oil prices	23%	-0.19	-0.27	-0.19	↑	-0.08	0.08
Commodities	-13%	0.12	0.15	0.15	→	0.03	0.00
Capital markets	-15%	0.05	0.15	0.08	↓	0.09	-0.07
FCI (ex Oil)	-	**1.30**	**1.39**	**1.11**	↓	**0.09**	**-0.28**
Domestic Factors	**-**	**0.21**	**0.20**	**0.08**	↓	**-0.01**	**-0.13**
Foreign Factors	**-**	**0.93**	**0.95**	**0.85**	↓	**0.02**	**-0.10**

Fontes: Bloomberg, BCB, Santander.

Condições Financeiras

As condições financeiras aliviaram na margem, mas ainda estão em níveis muito restritivos.

***Proxy* do FCI (de 2020 a 2023)**



Fontes: Bloomberg, BCB, Santander.

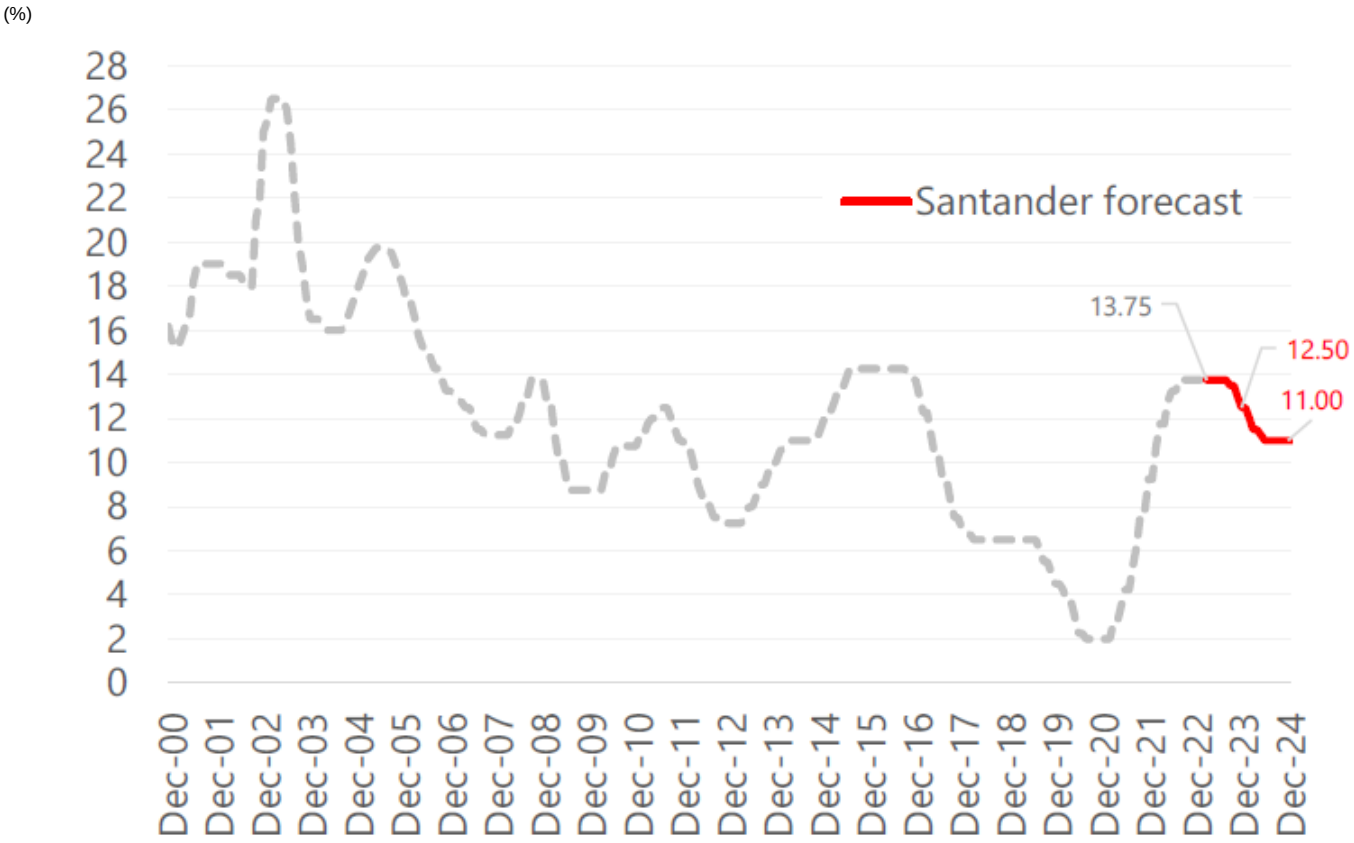
Política Monetária: O Ciclo de Afrouxamento Monetário

Nossa equipe macro acredita que o ciclo de afrouxamento monetário deve começar em setembro, com a taxa Selic encerrando 2023 em 12,50%.

Nosso cenário segue pressupondo um Banco Central cauteloso em relação ao ritmo do ciclo de flexibilização ao longo do próximo ano.

No entanto, temos uma visão mais *dovish* do que nossa equipe macro e acreditamos que o BCB poderia antecipar o início do ciclo de flexibilização em agosto de 2023.

Nossa expectativa para movimentos da taxa Selic[1]



Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

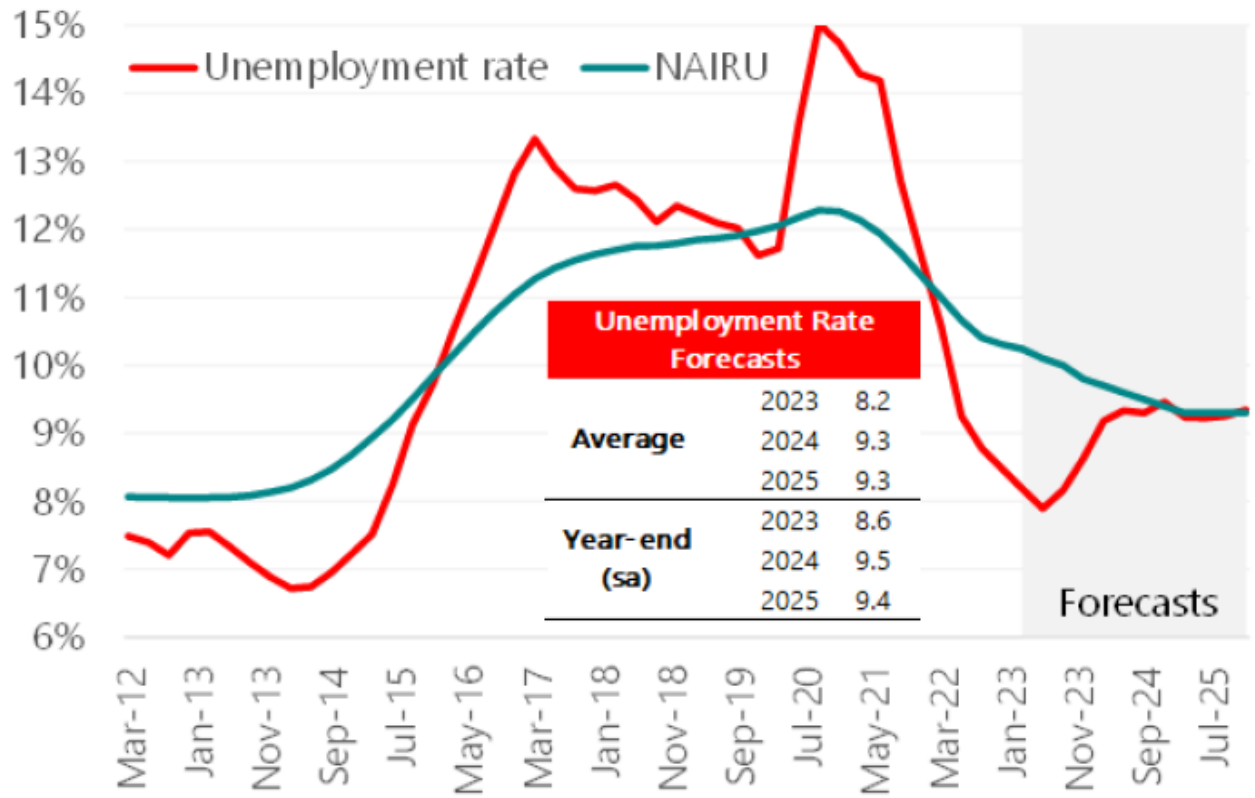
Desemprego

Ainda esperamos que o desemprego aumente no Brasil ao longo de 2023, ainda que de forma mais branda do que antes.

O mercado de trabalho ainda está apertado, com a taxa de desemprego em seu ponto mais baixo desde meados de 2015. Parte desse resultado, no entanto, pode ser atribuída a uma diminuição na oferta de mão-de-obra em vez de um aumento na criação de empregos.

Sob os impactos contracionistas da política monetária, nosso cenário prevê aumento do desemprego ao longo de 2023. O cenário também pressupõe que a menor taxa de participação da força de trabalho persistiria até 2025.

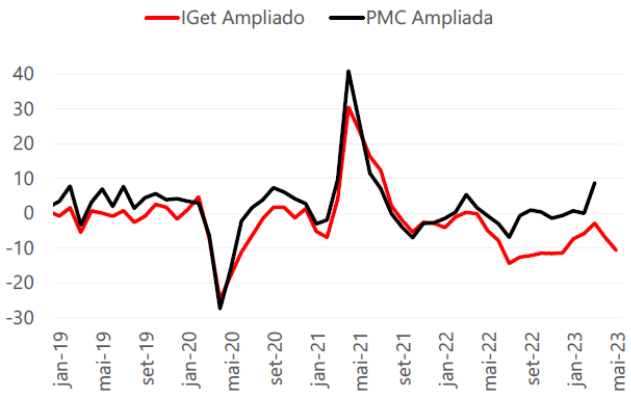
Taxa de Desemprego e NAIRU (com ajuste sazonal)



Fontes: IBGE, Santander.

Dados do IGet mostram sinais de que o consumo está perdendo momento

Iget							
		Apr-23		May-23		% pre covid-19	
	Weights (%)	MoMsa (%)	YoY (%)	MoMsa (%)	YoY (%)	Feb-20	Average 2019
Restricted IGet	**77.7**	**3.3**	**-0.6**	**-1.9**	**-5.2**	**26.7%**	**29.6%**
Fuels Products	9.5	3.6	-13.5	-0.5	-16.8	25.6%	30.4%
Supermarkets	42.7	-0.1	3.7	1.5	2.0	32.4%	38.2%
Apparel	4.9	-4.0	-1.9	-4.9	-8.7	10.3%	-6.9%
Electronics and Furniture	5.5	-2.7	-8.7	-1.5	-6.6	-4.6%	5.0%
Pharmaceuticals	7.4	-5.8	2.0	4.4	-1.1	21.4%	23.7%
Others	7.7	-5.1	-5.4	-1.7	-26.7	-3.1%	15.8%
Automotive Parts	22.3	1.6	-16.2	-3.6	-18.5	4.5%	4.5%
Broad IGet	**100**	**1.2**	**-4.3**	**-1.4**	**-8.4**	**21.9%**	**21.9%**



Fontes: Santander e GetNet.

Benefícios Fiscais – Possíveis Mudanças no JCP

03

Impacto no lucro líquido das empresas após possível mudança do JCP

Impacto no lucro líquido após o possível fim do benefício fiscal do JCP

	Net Income 2024E		
Ticker	**Current**	**Ex- IoC**	**Change (%)**
CIEL3	2,484	1,729	-30.4%
TAEE11	1,304	943	-27.7%
VIVT3	5,395	4,371	-19.0%
VBBR3	1,827	1,504	-17.7%
TFCO4	172	142	-17.3%
UGPA3	1,542	1,280	-17.0%
POMO4	308	256	-17.0%
MYPK3	527	437	-17.0%
MILS3	171	142	-16.8%
ITUB4	40,220	33,843	-15.9%
BBDC4	23,892	20,429	-14.5%
BBAS3	37,641	32,277	-14.3%
SMTO3	1,709	1,465	-14.2%

Fonte: Estimativas Santander.

Impacto no lucro líquido após o possível fim do benefício fiscal do JCP

	Net Income 2024E		
Ticker	**Current**	**Ex- IoC**	**Change (%)**
MULT3	1,045	899	-14.0%
LREN3	2,140	1,848	-13.6%
JALL3	581	502	-13.6%
CMIN3	3,123	2,722	-12.9%
DXCO3	746	650	-12.9%
FRAS3	300	262	-12.7%
HYPE3	2,204	1,939	-12.0%
AERI3	244	216	-11.5%
CCRO3	2,122	1,882	-11.3%
BPAN4	1,176	1,043	-11.3%
TGMA3	166	148	-11.0%
TRPL4	1,649	1,471	-10.8%
MDIA3	1,196	1,071	-10.5%
CSNA3	2,111	1,900	-10.0%

Fonte: Estimativas Santander.

Impacto no lucro líquido das empresas após possível mudança do JCP

Impacto no lucro líquido após o possível fim do benefício fiscal do JCP

	Net Income 2024E		
Ticker	**Current**	**Ex- IoC**	**Change (%)**
BPAC11	11,098	10,089	-9.1%
WEGE3	5,770	5,255	-8.9%
ERJ US	171	156	-8.8%
GGPS3	775	707	-8.7%
RDOR3	3,338	3,049	-8.7%
ARML3	354	324	-8.5%
PETR3	97,291	89,021	-8.5%
RECV3	1,723	1,577	-8.5%
HBSA3	175	160	-8.5%
MOVI3	538	493	-8.5%
BRSR6	892	822	-7.8%
STBP3	676	623	-7.8%
NU US	639	591	-7.5%
GUAR3	616	572	-7.1%

Fonte: Estimativas Santander.

Impacto no lucro líquido após o possível fim do benefício fiscal do JCP

	Net Income 2024E		
Ticker	**Current**	**Ex- IoC**	**Change (%)**
CAML3	493	459	-6.9%
FLRY3	438	408	-6.8%
RAPT4	759	710	-6.4%
TOTS3	870	819	-5.8%
RAIL3	1,648	1,553	-5.8%
CRFB3	3,248	3,060	-5.8%
GGBR4	4,529	4,270	-5.7%
B3SA3	4,227	3,991	-5.6%
TUPY3	614	580	-5.5%
VALE3	63,285	59,910	-5.3%
PSSA3	2,119	2,010	-5.2%
ODPV3	453	430	-5.1%
ELMD3	189	180	-5.0%
RADL3	1,565	1,487	-5.0%

Fonte: Estimativas Santander.

Reforma Tributária do IVA – Maior produtividade à frente?

04

Reforma Tributária do IVA

- A tão esperada Reforma Tributária está em processo de aprovação no Congresso.
- Segundo Arthur Lira, presidente da Câmara, o texto final deve ser votado no plenário da Câmara nas primeiras semanas de julho de 2023.
- O IVA duplo tem maior probabilidade de ser implementado, já que os governadores dos estados preferem esse modelo.
- Havia indicações de que deveria ser implementada uma taxa “equilibrada”, que consistiria em: (i) uma taxa geral; (ii) uma taxa para setores como saúde, educação, agricultura e transporte público (sugestão de 60% da tarifa geral. Portanto, se a alíquota geral for de 25%, esses setores teriam alíquota de 15%); (iii) isenção ou alíquota zero para compras governamentais e livros.
- Benefícios da Zona Franca de Manaus devem ser mantidos; para os serviços financeiros, não haverá cobrança de IVA sobre as intermediações financeiras.

Por que o Brasil precisa de uma reforma tributária?

Por que acreditamos que a reforma tributária é necessária?

- O sistema tributário brasileiro é complexo e ineficiente e causa distorções;
- O sistema tributário atual tem impactos negativos sobre:

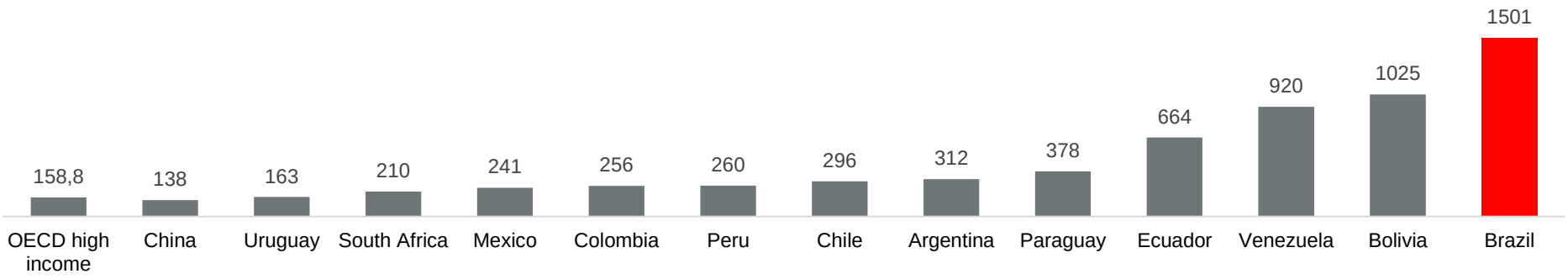
1. Potencial de crescimento do PIB do país;
2. Formalização do emprego;
3. Cria distorções distributivas.

3 aspectos da reforma tributária

- A reforma tributária deve levar 3 pontos em consideração, a nosso ver:

1. Tributação de bens e serviços (efeito positivo sobre a produtividade);
2. Tributação da folha de pagamento (impacto positivo no emprego e formalização);
3. Tributação da renda (impacto positivo na atração de investimentos).

Tempo gasto pagando impostos (horas por ano) – Doing Business 2020



Fontes: CCiF, OECD.

Panorama da reforma tributária brasileira

Impostos sobre bens e serviços em análise na reforma tributária

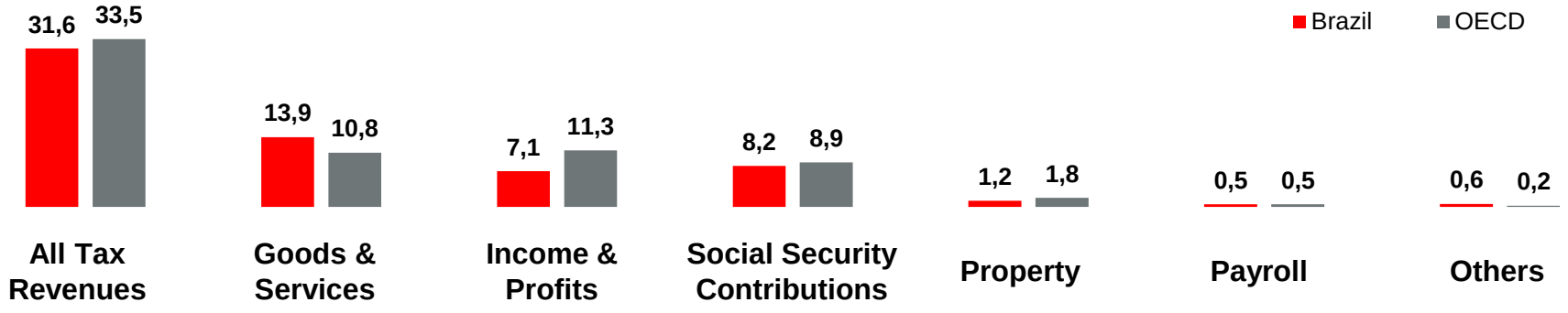
2020 data

Tax	Federation	R$ billion	GDP %
ICMS	State	660	7.6
Cofins	Federal	270	3.1
ISS	Municipal	87	1.0
IPI	Federal	70	0.8
PIS	Federal	57	0.7
Total	**-**	**1144**	**13.2**

- A reforma deve tratar de questões federais, com atenção especial ao ICMS, o tributo mais significativo e controverso do Brasil.
- O Brasil tem um sistema tributário regressivo que cobra impostos mais altos sobre o consumo enquanto tributa a renda e os lucros menos do que os países da OCDE.

Participação na Receita Tributária Total (2020)

% GDP



Fontes: OECD, Poder 360

Grupo de trabalho da Câmara dos Deputados – Diretrizes

Novo Sistema Tributário

- Substituição de cinco tributos (IPI, PIS, Cofins, ICMS e ISS) pelo Regime de Duplo ICMS, que consiste em:

1. Tributos Federais;
2. Imposto de Renda dos Estados e Municípios;
3. Tributação seletiva, que desestimula o consumo de bens e serviços adversos à saúde ou ao meio ambiente.

- Principais características do sistema de IVA duplo sugeridas pelo grupo de trabalho:

1. Grande base tributária: aplica-se a todos os bens e serviços (incluindo serviços digitais);
2. Impostos recolhidos no destino;
3. Sistema tributário não cumulativo completo: permite a compensação do crédito de tributos pagos anteriormente sobre todos os insumos utilizados nas etapas de produção;
4. Novo sistema permite isenções limitadas ou taxas reduzidas.

Alíquotas e Isenções de Impostos

- A recomendação é adotar uma alíquota padrão e diferenciada para bens e serviços específicos (saúde, educação, transporte público, aviação regional e produção agrícola).

- Grupo propõe a criação de um sistema de *cashback* para parte do imposto pago por famílias de baixa renda.

- Grupo admitiu a necessidade de regimes tributários específicos para determinados serviços, incluindo os que envolvem venda de imóveis, serviços financeiros, seguros, cooperativas, combustíveis e lubrificantes.

- Além disso, o grupo menciona a preservação da Zona Franca de Manaus e do Simples.

Fonte: Relatório do Grupo de Trabalho do Congresso – Junho de 2023.

Grupo de trabalho da Câmara dos Deputados – Diretrizes

Fundo de Desenvolvimento Regional

- Diretriz do Grupo de Trabalho: criação de um Fundo de Desenvolvimento Regional com recursos primários do Tesouro e critérios adequados de distribuição;
- O objetivo do Fundo deve ser reduzir as desigualdades regionais e promover o crescimento econômico, a geração de emprego e renda.

Benefícios existentes do ICMS

- Diretriz do Grupo de Trabalho: São respeitados os benefícios fiscais de ICMS validados até 2032 pela Lei Complementar 160.
- O formato necessário para cumprir essa diretriz deve ser discutido com os governos federal e estadual.

Transição do Sistema

- **Contribuintes:**
  - Transição acelerada para PIS e Cofins e transição gradual para ICMS e ISS.
  - A transição deve ser executada de modo a preservar a relação corrente entre a receita tributária e o PIB: não haverá aumento da carga tributária.

- **Estados e Municípios:**
  - Longo período de transição federativa que permita aos Estados e Municípios adaptarem-se ao novo sistema.
  - Especialmente no curto prazo, o processo de transição deve garantir as reestruturações necessárias para manter as atividades dos Estados e Municípios desfavorecidos pelo novo sistema.

Fonte: Relatório do Grupo de Trabalho do Congresso – Junho de 2023.

Benefícios da aprovação da reforma tributária

Reduz a complexidade e as ações judiciais	1. Harmoniza a legislação 2. A separação entre bens e serviços é eliminada
Produz transparência e elimina distorções	Atualmente, as normas de crédito tributário são arbitrárias e geram disputas judiciais. A reforma tornaria mais transparente a geração e o pagamento de créditos.
Aumenta a competitividade	1. Empresas gastariam menos com pagamentos de impostos 2. Exportações e investimentos estão isentos
Acaba com a “guerra” fiscal e reduz a desigualdade regional	Impostos recolhidos no destino (local de consumo)
Reduz a injustiça social	As isenções estão agora associadas a bens específicos. As reformas propostas permitem a restituição de parte dos impostos pagos pela população de baixa renda.

Fonte: *Pra Ser Justo*

Reforma tributária do IVA: potenciais impactos econômicos

Efeito Direto Estimado

PIB potencial 20% maior após 15 anos

70% desse impacto reflete o aumento da produtividade;

O restante reflete um aumento na taxa de investimento

- Em junho de 2020, foi publicado um relatório do CCiF que estimou as potenciais implicações econômicas da aprovação da PEC 45.
- Essa análise considerou a PEC 45 como proposta inicialmente. Nessa proposta, não havia qualquer menção a quaisquer benefícios fiscais ou à introdução de regimes especiais para sectores específicos.
- Dada a indicação de que a reforma a ser aprovada poderá ser mais flexível, com a eliminação gradual dos atuais benefícios fiscais e regimes especiais para determinados setores, acreditamos que o impacto da reforma tributária sobre o PIB potencial provavelmente será menor do que o aumento de 20% sugerido no estudo.
- No entanto, outros estudos indicam que a adoção de um imposto do tipo IVA tem implicações positivas de longo prazo para o crescimento econômico, um argumento que tem sido usado para apoiar a reforma tributária proposta.

Fonte: CCiF - *Impactos macroeconômicos estimados da proposta de reforma tributária consubstanciada na PEC 45/2019* (Junho 2020)

Reforma Tributária: Impactos Estimados nas Empresas e Premissas Utilizadas

Pressupostos Utilizados

- Nosso estudo avalia os efeitos da reforma tributária com a suposição de que ela será implementada integralmente em 2023, ao contrário da forma gradual proposta pela PEC.
- Assim, esses resultados devem ser interpretados com base nos piores e melhores cenários das empresas.
- Aplicamos uma taxa de IVA de 25% a todos os setores. Acreditamos, no entanto, que alguns setores, como saúde, educação e transporte público, poderiam ter tarifas reduzidas ou regulamentações específicas (15%).
- Dependendo do setor, os resultados variam, pois algumas empresas têm conseguido minimizar sua carga tributária aproveitando os benefícios do ICMS proporcionados por diversos estados.

- Nem a PEC 45 nem a PEC 110 detalham o que é a receita de valor agregado e a base de arrecadação do imposto.
- No entanto, depois de falar com três especialistas tributários diferentes e analisar a experiência global, acreditamos que os contribuintes seriam capazes de acumular créditos fiscais sobre pagamentos feitos a outras empresas incluídas no ciclo do IVA. Por exemplo, se um comerciante compra produtos de um fornecedor, o custo desses bens torna-se um crédito e, consequentemente, é subtraído da base de cálculo do imposto.
- De acordo com a experiência global, todas as compras e despesas sujeitas ao IVA, incluindo custos de *marketing*, despesas de aluguel, *royalties*, depreciação e amortização, seriam elegíveis para créditos fiscais. A única exceção seriam as despesas com pessoal, a menos que fossem despesas com folha de pagamento de terceiros.
- No caso dos bancos, apenas os serviços baseados em taxas estariam sujeitos ao IVA. Os empréstimos estariam isentos de IVA.

Reforma Tributária: Impactos Estimados nas Empresas

Impactos Estimados do IVA – Metodologia

1. Receitas de Valor Agregado

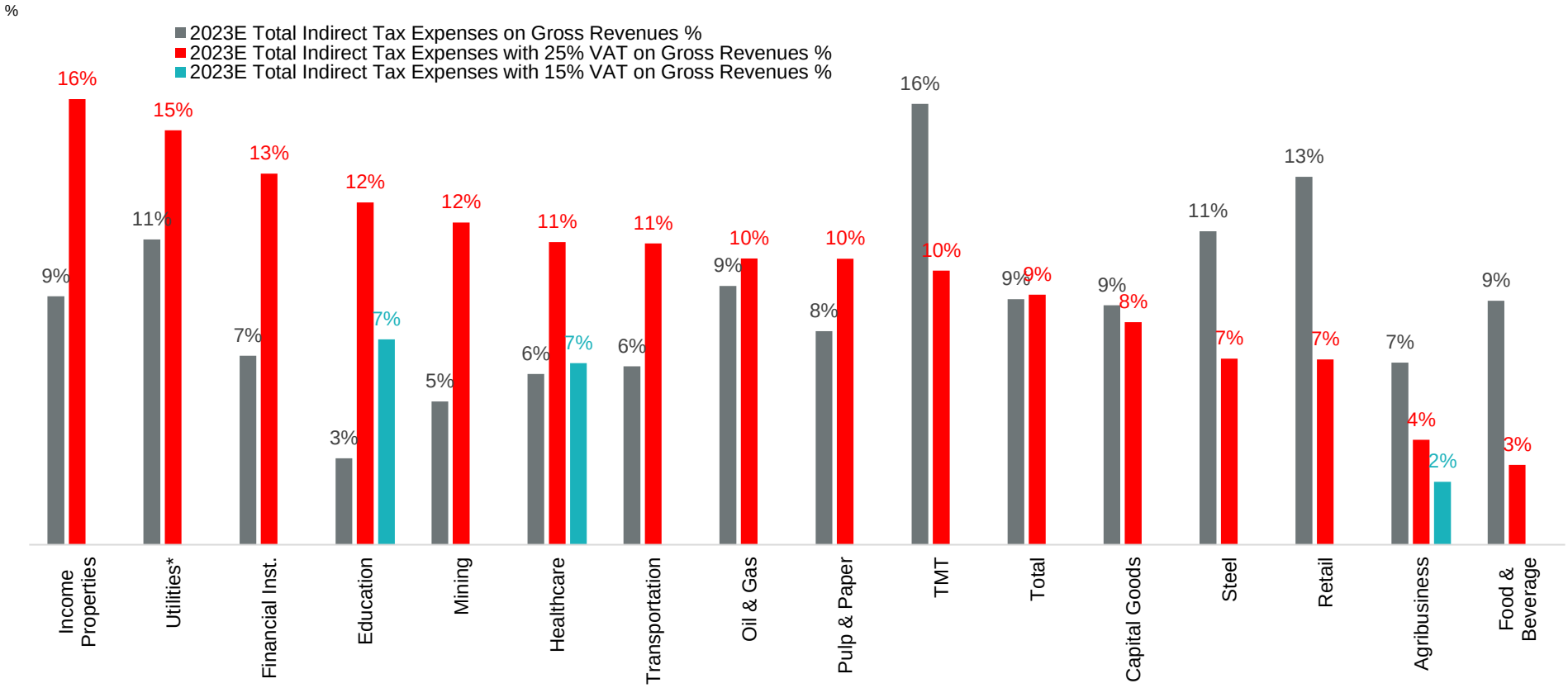
Para cada empresa, usamos a Receita Bruta 2023E, subtraímos o CPV e o SG&A, ambos 2023E, e adicionamos de volta as Despesas de Pessoal 2023E.

2. Total das Despesas com Impostos Indiretos

Uma taxa de 25% foi aplicada para as Receitas de Valor Agregado.

Impactos estimados do IVA por setor

Alíquota total de impostos indiretos sobre a receita bruta antes e depois da reforma



Fonte: Santander.
* Apenas empresas geradoras ou integradas são avaliadas quanto ao impacto da reforma tributária nas concessionárias. Por contrato, as distribuidoras e transmissoras repassam integralmente qualquer reajuste tributário à precificação, mitigando o efeito da reforma.

Empresas Mencionadas

Company	Ticker	Rating	Current price (Local Currency)	Target Price (Local Currency)
Aeris	AERI3	Outperform	1.57	2.70
Arcos dourados*	ARCO US	Outperform	7.96	12.00
Armac	ARML3	Outperform	12.13	20.00
Arezzo	ARZZ3	Outperform	66.38	105.00
B3	B3SA3	Outperform	11.68	15.00
Banco do Brasil	BBAS3	Outperform	42.86	75.00
Bradesco	BBDC4	Underperform	13.85	14.00
BTG Pactual	BPAC11	Outperform	23.42	30.00
Banco Pan	BPAN4	Outperform	5.36	10.00
Banrisul	BRSR6	Underperform	10.64	9.00
Camil	CAML3	Outperform	7.20	11.00
CCR	CCRO3	Outperform	13.57	16.00
Cielo	CIEL3	Outperform	5.46	7.50
CSN Mineração	CMIN3	Neutral	4.52	5.00
Carrefour Brasil	CRFB3	Outperform	10.75	20.00
CSN	CSNA3	Neutral	12.99	14.50
Cyrela	CYRE3	Outperform	15.45	21.00
Dexco	DXCO3	Neutral	5.89	6.00
Eletrobras	ELET6	Outperform	36.41	59.49
Eletromídia	ELMD3	Outperform	16.00	20.00
Equatorial	EQTL3	Outperform	26.96	37.17
Embraer*	ERJ US	Outperform	15.33	28.00
Fleury	FLRY3	Neutral	14.52	18.50
Fras_le	FRAS3	Neutral	9.38	12.00
Gerdau	GGBR4	Outperform	25.18	34.00
GPS	GGPS3	Outperform	12.59	19.00
Guararapes	GUAR3	Neutral	4.23	7.70
Hidrovias do Br	HBSA3	Outperform	2.56	3.60
Hypera	HYPE3	Outperform	37.25	51.50
Iguatemi	IGTI11	Outperform	20.36	30.00
Itau Unibanco	ITUB4	Outperform	25.90	31.00
Jalles Machado	JALL3	Outperform	7.86	12.00
Lojas Renner	LREN3	Outperform	15.84	30.00

Company	Ticker	Rating	Current price (Local Currency)	Target Price (Local Currency)
M. Dias Branco	MDIA3	Outperform	28.60	48.00
Mercado Libre*	MELI US	Outperform	1291.65	1,500.00
Mills	MILS3	Outperform	9.15	18.00
Movida	MOVI3	Outperform	8.61	12.00
Multiplan	MULT3	Outperform	25.90	32.00
Iochpe-Maxion	MYPK3	Neutral	11.35	14.00
Nubank*	NU US	Underperform	5.36	3.00
Odontoprev	ODPV3	Outperform	10.00	12.00
Petrobras	PETR3	Neutral	26.67	33.00
Marcopolo	POMO4	Outperform	3.59	6.40
Porto Seguro	PSSA3	Outperform	25.13	30.00
RD	RADL3	Neutral	26.28	25.00
Rumo	RAIL3	Outperform	19.70	27.00
Randon	RAPT4	Neutral	8.26	10.00
Rede D´Or	RDOR3	Outperform	22.87	40.00
Petroreconcavo	RECV3	Outperform	19.68	38.00
Smart Fit	SMFT3	Outperform	15.25	20.00
São Martinho	SMTO3	Outperform	31.40	36.00
Santos Brasil	STBP3	Outperform	8.46	12.70
Suzano	SUZB3	Outperform	39.80	70.00
Taesa	TAEE11	Neutral	36.47	34.72
Track & Field	TFCO4	Outperform	10.28	14.00
Tegma	TGMA3	Neutral	18.84	25.00
Totvs	TOTS3	Outperform	25.66	35.00
Transmissao Paulista	TRPL4	Neutral	23.05	23.70
Tupy	TUPY3	Outperform	21.60	38.00
Ultrapar	UGPA3	Outperform	14.44	16.50
Vale	VALE3	Outperform	72.40	95.00
Vibra	VBBR3	Neutral	13.20	17.50
Vivara	VIVA3	Outperform	21.31	29.00
Telefonica Brasil	VIVT3	Outperform	41.12	55.00
Weg	WEGE3	Neutral	41.12	43.00

Fonte: Estimativas Santander.
Com base nos preços de 20 de junho de 2023.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).
Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.
Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.
As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes 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 garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.
Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nosso ver 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 relatório.
O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.
O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, **Aline de Souza Cardoso,** analista de valor mobiliário credenciada nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritora e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente a minha opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculada, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

(i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
(ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
(iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

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. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2023 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados