

UM MORNO COMEÇO PARA A ATIVIDADE AMPLA NO 3T21

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

- O real terminou a semana móvel encerrada em 9 de setembro cotado a R\$5,21/US\$, registrando perda de 0,4% no período e apresentando um desempenho intermediário em uma cesta com 32 das moedas mais negociadas no mundo. O desempenho aparentemente “neutro” da moeda na ponta não revela a alta volatilidade vista nos últimos dias, na esteira de incertezas domésticas. Adicionalmente, a piora inflacionária mostrada pelo IPCA de agosto levou aos mercados a revisar para cima as expectativas de aperto na taxa Selic nas próximas reuniões do Copom. Isto ocasionou um considerável *bear-flattening* da curva de juros.
- Apesar dos riscos iminentes com a variante Delta, os números da pandemia continuam a melhorar gradualmente no Brasil. A média de infecções era de 17 mil na quarta-feira (8 de setembro), queda de 21% em relação à semana anterior – e o menor patamar desde novembro de 2020. Quanto às mortes, a média móvel de 7 dias ficou em 467 no mesmo período, queda de 27% - e o menor nível desde dezembro de 2020. A tendência de queda é significativa, mesmo controlando-se para o impacto do feriado nacional de 7 de setembro.
- O IPCA de agosto subiu 0,87% m/m (9,68% a/a), consideravelmente acima da nossa estimativa e do consenso do mercado, ambos em 0,71%. Em particular, o núcleo de serviços avançou 7,3% mm3m-a.s. anualizado e o índice de difusão subiu para 74%, perto da máxima histórica de 78% registrada em 2015-2016. O relatório confirma o cenário desfavorável para a inflação no curto prazo e reafirma as dificuldades para desinflar a economia com celeridade no médio prazo.
- As vendas do varejo ampliado surpreenderam positivamente em julho, com alta de 1,1%, resultado bem acima do consenso de mercado (-0,5%). Entretanto, de acordo com nosso indicador proprietário (IGet), alguns segmentos do setor terciário mostraram contração em agosto: os índices de vendas no varejo ampliado e de serviços às famílias em agosto caíram 4,5% e 7,9%, respectivamente. Nosso monitoramento para os indicadores oficiais do IBGE sugere um possível deslocamento do consumo em direção dos serviços, um provável reflexo da melhora da mobilidade urbana.
- Para a próxima semana, o BCB divulgará (em 15 de setembro) o IBC-Br - *proxy* de PIB mensal - para julho e esperamos retração mensal de 0,2% m/m-a.s.. Adicionalmente, o IBGE divulgará dados do setor de serviços de julho (em 14 de setembro) e esperamos um crescimento mensal de 0,6% m/m-a.s.

*** *Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 09 de setembro de 2021*

*** *Em caso de dúvida sobre termos citados neste relatório, consulte o glossário do Banco Central (BCB):*

<https://bit.ly/BCB-Glossario> e <https://bit.ly/BCB-Moedas>


Figura 1.A. Agenda macro – indicadores internacionais da semana (13/set - 17/set)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Vendas no Varejo (% a/a)	NBS	ago/21	Ter, 14-set	7,0	8,5
China: Produção Industrial (% a/a)	NBS	ago/21	Ter, 14-set	5,8	6,4
China: Invest. em ativos fixos urbanos (% a/a)	NBS	ago/21	Ter, 14-set	9,0	10,3
China: Taxa de Desemprego	NBS	ago/21	Ter, 14-set	5,1	5,1
EUA: Núcleo do CPI (% a/a)	BLS	ago/21	Ter, 14-set	4,2	4,3
Z.Euro: Produção Industrial (% m/m)	Eurostat	jul/21	Qua, 15-set	0,6	-0,3
Z.Euro: Vendas de Automóveis (% m/m)	ACEA	ago/21	Qui, 16-set	--	10,4
Z. Euro: Balança Comercial (€ bi, s.a.)	Eurostat	jul/21	Qui, 16-set	14,9	12,4
EUA: Núcleo das Vendas no Varejo (% m/m)	C.Bureau	ago/21	Qui, 16-set	-0,2	-1,0
EUA: Conf. Consumidor (pontos)	Michigan	set/21	Sex, 17-set	72,3	70,3

Fonte: Santander.



Figura 1.B. Agenda macro – indicadores domésticos da semana (13/set - 17/set)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
PMS – Volume de Serviços (% m/m)	IBGE	jul/21	Ter, 14-set	0,6	1,7
PMS – Volume de Serviços (% a/a)	IBGE	jul/21	Ter, 14-set	16,9	21,1
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BCB	jul/21	Qua, 15-set	-0,2	1,1
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	jul/21	Qua, 15-set	3,8	9,1
IGP-10 (% m/m)	FGV	set/21	Qui, 16-set	--	1,18

Fonte: Santander.

Veja nossas projeções macroeconômicas para o Brasil em nosso último relatório de revisão de cenário¹.

¹ Santander Brasil - Cenário Macroeconômico – “Avanços na contenção da pandemia, dificuldades no controle da inflação” – (12/ago/21)
– Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcen-120821>


Figura 1.C. Glossário macro – convenções e abreviações usadas em nossos relatórios

Base de comparação	Grafia em português	Grafia em inglês	Exemplo	Ajuste sazonal?
Mensal sequencial	% m/m	% MoM-sa	mai/2021 contra abr/2021	sim
Trimestral sequencial	% t/t	% QoQ-sa	mai-jul/2021 contra fev-abri/2021	sim
Trimestral sequencial anualizada	% mm3m-a.s. anualizado	% 3MMA-saar	mai-jul/2021 contra fev-abri/2021, multiplicado por 4	sim
Interanual	% a/a	% YoY	mai/2021 contra mai/2020	não
Segundo trimestre de 2021	2T21	2Q21	abril a junho/2021	--
Segundo semestre de 2021	2S21	2H21	julho a dezembro/2021	--
Pontos base	p.b.	bp	--	--
Pontos percentuais	p.p.	pp	--	--
Dado com ajuste sazonal	a.s.	sa	--	--

Fonte: Santander.



AMBIENTE INTERNACIONAL

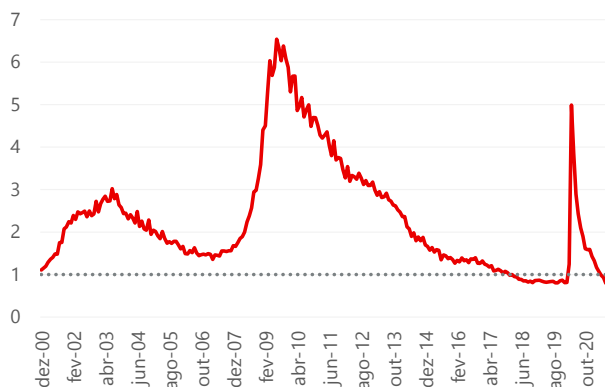
A semana teve poucos destaques no cenário internacional. Em sua decisão de política monetária, o Banco Central Europeu (BCE) manteve as taxas de juros inalteradas, mas optou por reduzir o ritmo de compras de ativos do programa emergencial (PEPP) implementado na pandemia. A sinalização do BCE é que o ritmo de compras de ativos deve ficar abaixo do realizado nos últimos dois trimestres, mas acima do que vinha ocorrendo até o início do ano. As projeções tanto de inflação quanto de crescimento foram revisadas para cima, mas a inflação projetada segue consideravelmente abaixo da meta no horizonte relevante do BCE, o que reforça expectativas de manutenção dos juros nos próximos anos.

No calendário econômico, o principal destaque ficou para os dados de crédito da China, com o financiamento agregado voltando a acelerar em agosto, mas ainda ficando bastante abaixo do observado em 2020, indicando que ainda há espaço para o banco central chinês (PBOC) acelerar estímulos via este canal. Também tivemos os dados de comércio exterior de agosto, que vieram robustos, em particular com uma notável aceleração nas exportações: alta de 25,6% a/a. Ainda na China, foram divulgados os números de inflação de agosto, com destaque para os preços ao produtor (PPI) voltando a acelerar e renovando às máximas recentes, variando 9,5% a/a – maior patamar desde 1995. Nos EUA, o número de vagas de empregos abertas (JOLTS) seguiu acelerando no mês de julho, e a razão de pessoas procurando emprego por vagas disponíveis seguiu abaixo de 1, em mais um indicador do aquecimento do mercado de trabalho norte-americano. Estes números “temperam” a decepção com a geração de emprego de agosto, que provavelmente apontou uma desaceleração temporária do emprego na maior economia do mundo.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas de valores encerraram a semana em baixa, com exceção da Ásia. A curva de juros norte-americana observou leve alta em todos os vértices e o dólar americano também apreciou contra moedas de países de G10.

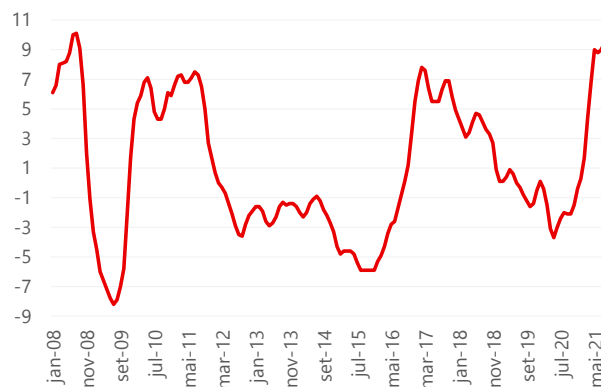
Na próxima semana, teremos a divulgação dos dados de inflação (CPI) de agosto nos EUA, particularmente importante para observar se as pressões inflacionárias estão, de fato, arrefecendo na margem. Ainda nos EUA, serão divulgados os dados de vendas no varejo, também de agosto. Na China, o foco estará na divulgação dos dados de atividade (vendas no varejo, produção industrial e investimentos) do mês de agosto.

Figura 2.A. – EUA: relação de pessoas procurando emprego por vagas disponíveis



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 2.B. – China: PPI (% a/a)



Fontes: Bloomberg, Santander.



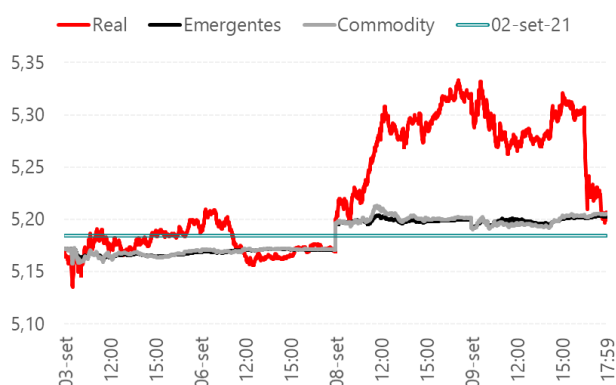
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

O real terminou a semana móvel encerrada em 9 de setembro cotado a R\$5,21/US\$, registrando perda de 0,4% no período e apresentando um desempenho intermediário em uma cesta com 32 das moedas mais negociadas no mundo. Porém, o aparente desempenho “neutro” da moeda mascarou a montanha russa vista nos últimos dias. Ainda que tenhamos visto eventos importantes no exterior, tais como a reunião do BCE e os dados de comércio exterior na China, o noticiário internacional teve influência limitada (se houve alguma) no mercado cambial nesta semana. Avaliamos que os fatores domésticos foram peças chave na recente dinâmica do real nos últimos dias, com tensões institucionais no início da semana observando uma acomodação nas últimas horas. Em meio à alta volatilidade, nem mesmo o resultado positivo registrado pelo fluxo cambial em agosto e no início de setembro foi capaz de impulsionar o desempenho da moeda nacional (veja detalhes no link²). Em resumo, esta dinâmica reforça nossa avaliação de que idiosincrasias domésticas (especialmente na seara fiscal) continuam limitando o espaço para valorização da taxa cambial, apesar dos termos de trocas favoráveis, de políticas acomodatórias de bancos centrais nas economias avançadas e de uma taxa de juros doméstica mais alta. Consideramos que este fator idiosincrático continuará pesando no desempenho do câmbio no médio prazo.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

Uma vez mais, a curva de juros nominal se deslocou para cima, mas desta vez observando tendência de achatamento. Desde a última quinta-feira (2 de setembro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) subiu 58 p.b. para 9,25%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) subiu 52 p.b. para 10,72%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento caiu 6 p.b., para 148 p.b. em um movimento conhecido como *bear-flattening*, no jargão técnico. No segmento curto da curva, a considerável surpresa para cima no IPCA de agosto (veja detalhes na seção de Inflação) levou o mercado a apreçar uma probabilidade maior de o BCB ter uma postura mais contracionista (ou *hawkish*) na política monetária. No mercado de opções, a alta de 100 p.b. na Selic no próximo Copom era o cenário com maior probabilidade implícita nas últimas semanas. Contudo, desta vez a probabilidade implícita caiu de 75% na semana passada para 25% agora. A alta de 125 p.b. e de 150 p.b. ganharam terreno—para o cenário de 125 p.b. a probabilidade subiu de 23% para 37%, enquanto a probabilidade de 150 p.b. aumentou de 5% para 24%. Na ponta longa, a percepção de incerteza quanto ao cenário de consolidação fiscal fizeram o mercado adicionar ainda mais prêmio de risco neste trecho da curva.

Figura 3.A. – R\$/US\$ - Cotações intradiárias

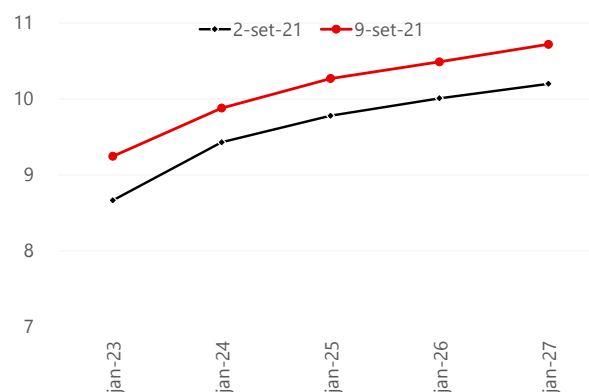


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 09/set.

Nota 2: Para as demais moedas, usamos a cotação do dólar no Brasil como um “número índice”.

Figura 3.B. – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 09/set.

² Santander Brazil – External Sector: “A Buffer, Not a Boost” – 08 de setembro, 2021- Disponível no link (em inglês): <https://bit.ly/Std-extsec-090821>

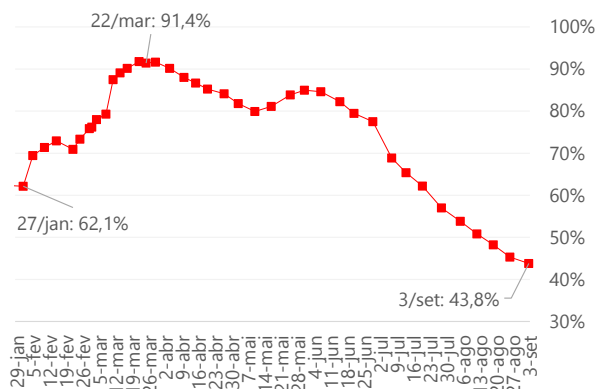


COVID-19

Após semanas rodando acima do nosso cenário base (1,5 milhão de doses diárias, em média), o ritmo diário de vacinação caiu para 1,3 milhão de doses na quarta-feira (8 de setembro), provavelmente como reflexo do feriado de 7 de setembro. Esperamos que o ritmo de imunização se mantenha firme ao longo do 2S21, uma vez que os estoques de vacinas permanecem elevados (59 milhões de doses) e o ritmo de entregas deve permanecer acima do ritmo de aplicação. **As condições sanitárias seguem melhorando gradativamente no Brasil, apesar do risco gerado pela variante Delta.** Com base nos últimos dados disponíveis (3 de setembro), nossa *proxy* para a taxa média nacional de ocupação de UTIs parasse encontra em 43%, o nível mais baixo da nossa série (iniciada em janeiro). Esse número se compara a um pico anterior de 92% (final de março). Dados do Ministério da Saúde mostram uma média móvel de 7 dias de 17 mil casos diários na quarta-feira (8 de setembro), queda de 21% em relação à semana anterior e o menor nível desde novembro de 2020; quanto as mortes diárias, a média móvel de 7 dias ficou em 467, queda de 27% na mesma comparação e o menor nível desde dezembro de 2020. Controlando para o impacto do feriado desta semana, a quedas nas infecções e mortes nessa semana teriam ficaram em torno de 10-15%, ritmo ainda significativo.

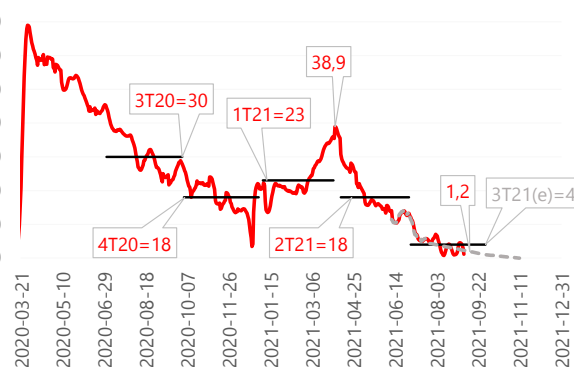
A mobilidade urbana permanece em níveis elevados. Os dados de setembro indicam uma ligeira alta da mobilidade na semana passada, com a média móvel semanal de nosso índice de *lockdown* atingindo 1,2 pontos (em 4 de setembro) ante 3,0 pontos na semana anterior (em 28 de agosto). Este movimento decorre principalmente de um incremento da mobilidade nos segmentos de Estações de Trânsito e Varejo, com ambos ainda permanecendo em níveis abaixo do marco pré-pandemia. O segmento Locais de Trabalho também apresenta uma elevada mobilidade, se situando em níveis acima do marco pré-crise desde junho. Em suma, a mobilidade permanece em níveis “historicamente” elevados, mesmo considerando o período de Natal do ano passado (22 a 24 de dezembro). Isso significa uma rápida convergência para “normalidade”, baseada no avanço da vacinação. A esperança de todos é que a variante Delta não atrapalhe essa retomada. **Nosso índice de atividade diária apresentou recuperação em agosto.** Baseado em dados diários de consumo de energia, vendas de carros e mobilidade – o indicador mostrou uma tendência de alta de abril a junho; na comparação sequencial mensal com ajuste sazonal, o índice cresceu 5,6%, 3,0% e 4,2% em abril, maio e junho, respectivamente. O índice parece ter iniciado o 3T21 em ritmo mais lento, com queda de 0,8% em julho. Entretanto, considerando a média diária em agosto, calculamos expansão de 1,7%, mais do que compensando a queda anterior. Esse resultado posiciona o indicador em patamares 2,8% abaixo de fevereiro de 2021 (antes do recrudescimento da pandemia no início deste ano).

Figura 4.A. – Proxy da taxa média nacional de ocupação de UTIs (%)



Fontes: @coronavirusbra1, Santander.

Figura 4.B. – Índice de lockdown* e cenário de mobilidade (fev-20=0, média móvel de 7 dias)



Fontes: Google, Santander.

* Índice construído como uma média de segmentos selecionados do Google Mobility Report com escalas invertidas. Dados disponíveis até 4 de setembro, 2021.

³ A proxy é uma média ponderada das taxas de ocupação de UTI de cada estado, pelo critério de população. Portanto, esta proxy não indica a exata taxa de ocupação nacional = Total de leitos ocupados no Brasil / Total de leitos disponíveis no Brasil.



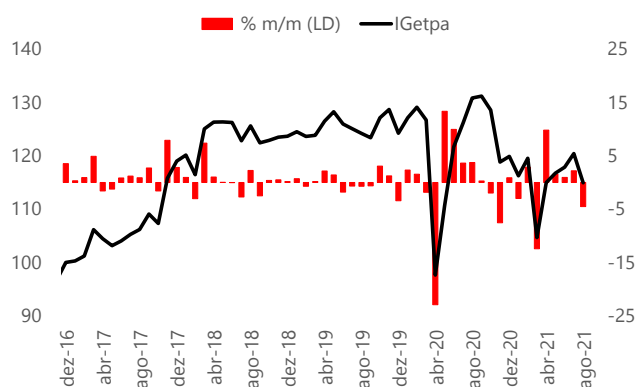
ATIVIDADE ECONÔMICA

As vendas no varejo amplo surpreenderam positivamente em julho. O índice subiu 1,1% m/m-a.s., consideravelmente acima do consenso do mercado e da nossa estimativa (ambos em -0,5%). Este resultado marca um início positivo do 3T21, com os números de julho implicando um *carryover* (carregamento estatístico) de 0,7% para o 3T21. Em relação ao índice restrito (que exclui vendas de materiais de construção e veículos), as vendas cresceram 1,2% (consenso em +0,5%). Ambos os índices permanecem acima do patamar pré-pandemia, com altas cumulativas de 2,8% e 5,9% desde fevereiro de 2020, respectivamente. [Veja detalhes no link⁴.](#)

De acordo com nosso indicador proprietário (IGet), alguns segmentos do setor terciário mostraram contração em agosto. E nossos *trackers* para os dados do IBGE parecem apontar para um deslocamento gradual do consumo de bens em direção aos serviços, consistente com uma tendência de “normalização” da mobilidade urbana. Os índices ponderados para o varejo amplo e para os serviços às famílias (das pesquisas do IBGE) caíram 4,5% e 7,9% em agosto, respectivamente, após expansão em julho (alta de 2,2% e 11,7%, respectivamente). Esses números evidenciam uma desaceleração trimestral em relação ao 2T21 quando o índice de varejo ampliado registrou ganho médio mensal de 4% e o índice de serviços às famílias apresentou crescimento médio mensal de 12%. Este último ainda apresenta ociosidade, com um *gap* de 21% em relação ao patamar pré-pandemia e de 30% em relação à média de 2019, deixando espaço para uma contribuição maior do setor de serviços para o PIB nos próximos trimestre. [Veja detalhes no link⁵.](#)

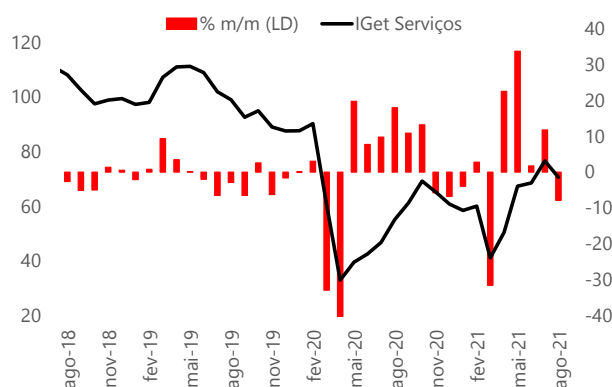
Na próxima quarta-feira (15 de setembro), o BCB divulgará o IBC-Br (proxy de PIB mensal) para julho: atualizamos recentemente o tracking para -0,2% m/m-a.s. (antes +0,2%), sugerindo um início morno para a atividade ampla no 3T21. A estimativa final do IBC-Br dependerá de informações agendadas para a próxima semana: na terça-feira (14 de setembro), o IBGE divulgará os dados do setor de serviços para julho. Esperamos um ganho mensal sequencial de 0,6% m/m-a.s., o que implica um *carryover* de 2,3% para o 3T21. [Para obter detalhes sobre as perspectivas de atividade do Santander, consulte nosso último *chartbook*⁶.](#)

Figura 5.A. – IGet varejo ampliado (a.s., jan/16=100)



Fontes: Santander.

Figura 5.B. – IGet serviços (a.s., jan/16=100)



Fontes: Santander.

⁴ Santander Brazil Economic Activity - “Weak Start of Quarter for Broad Retail Sales” – (10/set/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-091021>

⁵ Santander Brazil Economic Activity - “Serviços Aparentam Desacelerar no 3T21” – (8/set/2021) – Disponível no “link”:
<https://bit.ly/Std-IGETser-ago21>

⁶ Santander Brazil Economic Activity - “Varejo Aparenta Acomodação no 3T21” – (8/set/2021) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-IGET-ago21>

⁶ Santander Brazil Economic Activity - “Chartbook – A Brighter Outlook for Mobility and Services” – (18/ago/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-aug21>



INFLAÇÃO

O IPCA de agosto subiu 0,87% m/m (9,68% a/a), consideravelmente acima da nossa estimativa e do consenso do mercado, ambos em 0,71%. A inflação ao consumidor continuou em nível elevado – em torno de 11,1% na média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada (mm3m-a.s. anualizado), evidenciando que a pressão altista segue firme na margem.

Grande parte da surpresa veio em itens voláteis, mas itens ligados aos núcleos também surpreenderam para cima. Alimentação no domicílio contribuiu com +5 p.b. para o erro da projeção, enquanto gasolina contribuiu com +6 p.b. ambos itens voláteis. Contudo, bens industriais também contribuíram com +2 p.b. para o desvio da projeção, o que levou a tendência para 11,5% mm3m-a.s. anualizada (ligeiramente abaixo do mês passado, mas ainda em nível muito elevado). Além disso, o núcleo de bens industriais também continuou sob pressão: 9,6% mm3m-a.s. anualizada (vindo de 10,1% em julho). Mais importante, serviços foram responsáveis por +2 p.b. na surpresa da projeção e aceleraram para 6,7% mm3m-a.s. anualizada (de 5,2% em julho). O núcleo de serviços acelerou ainda mais, para 7,3% mm3m-a.s. anualizada (de 6,4% em julho).

As medidas subjacentes se deterioraram na margem, reforçando nossa visão de um cenário desfavorável para inflação. A média das cinco principais medidas de núcleo acompanhadas pelo BCB avançaram para 8,1% mm3m-a.s. anualizado (antes 7,8%), e vêm girando acima da meta (e se distanciando dela) há 11 meses. Essa é uma evidência de que choques primários (*commodities*, taxa de câmbio, ruptura da cadeia de suprimentos, etc.) estão sendo repassados em maior escala aos preços gerais, com risco importante de uma maior persistência inflacionária. Outro destaque foi o índice de difusão, que se situou em 74% em termos dessazonalizados, atingindo um novo pico recente, próximo da máxima de 78% observada em 2016.

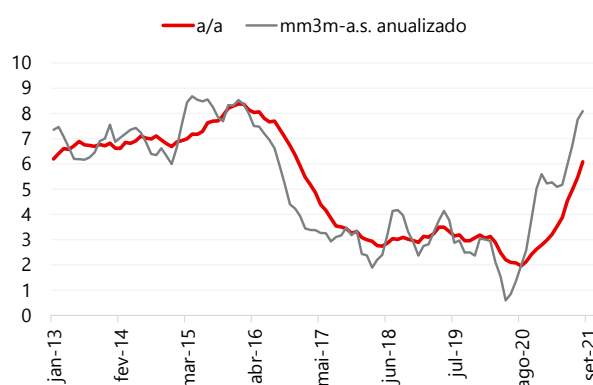
Nossas preocupações quanto à inflação seguem aumentando, pois continuamos vendo risco de um possível represamento de altas ao nível do produtor/atacado que ainda podem chegar ao consumidor. Também enxergamos efeitos de segunda ordem (choques primários se espalhando para os preços gerais) se fortalecendo. Nossas projeções de IPCA estão sob revisão, com viés para cima, especialmente porque a inércia parece estar ganhando tração no curto prazo, tornando mais difícil o arrefecimento mais célere dos choques. [Veja detalhes no link⁷](#).

Figura 6.A. – Detalhes do resultado do IPCA (%)

	m/m			a/a	
	ago/21	Santander	Desv.	jul/21	ago/21
IPCA	0,87	0,71	0,16	9,0	9,7
Administrados	0,95	0,68	0,07	13,5	13,7
Livres	0,84	0,71	0,09	7,4	8,3
Alimentação no domicílio	1,63	1,28	0,05	16,0	16,6
Industriais	1,02	0,92	0,02	9,2	10,1
Serviços	0,39	0,34	0,02	3,0	3,9
Núcleo EX3	0,62	0,55	0,03	5,6	6,2

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 6.B. – Média dos núcleos IPCA (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

⁷ Santander Brazil – Inflation: “August IPCA: A Major Upward Surprise Reinforces the Difficult Inflation Outlook” – (9/set/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-IPCA-aug21>



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
Lucas Maynard*	Economist – Economic Activity	lucas.maynard.da.silva@santander.com.br	5511-3553-7495
Felipe Kotinda*	Economist – Credit	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327
Raissa Freitas*	Business Manager	raifreitas@santander.com.br	5511-3553-7424

Global Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro. Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@santander.pl	48-22-534-1888
Juan Cerruti *	Senior Economist – Argentina	jcerruti@santander.com.ar	54 11 4341 1272
Ana Paula Vescovi*	Economist – Brazil	anavescovi@santander.com.br	5511-3553-8567
Juan Pablo Cabrera*	Economist – Chile	jcabrera@santander.cl	562-2320-3778
Guillermo Aboumrad*	Economist – Mexico	gjaboumrad@santander.com.mx	5255-5257-8170
Piotr Bielski*	Economist – Poland	piotr.bielski@santander.pl	48-22-534-1888
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
Claudia Benavente*	Head. Chile	claudia.benavente@santander.cl	562-2336-3361
Walter Chiarvesio*	Head. Argentina	wchiarvesio@santanderrio.com.ar	5411-4341-1564
Mariana Cahen Margulies *	Head. Brazil	mmargulies@santander.com.br	5511 3553 1684

Electronic

Bloomberg
Reuters

SIEQ <GO>
Pages SISEMA through SISEMZ

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

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

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

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

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

© 2021 by Santander Investment Securities Inc. 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..

©2021 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados.