

A INFLAÇÃO SEGUE PREOCUPANDO

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

- A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 11 de novembro cotada a R\$5,41/US\$ – valorização de 3,6% – e registrou o melhor desempenho na cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa visão, a despeito de sinais inflacionários preocupantes no exterior, o desempenho do real foi influenciado principalmente pelo “alívio” percebido no noticiário fiscal doméstico e por expectativas (de analistas) de uma taxa Selic terminal ainda mais elevada ao fim deste ciclo. De forma geral, e talvez paradoxalmente, o noticiário também contribuiu para reduzir marginalmente as apostas em um ritmo mais célere de alta de juros no Copom de dezembro, provocando inversão da estrutura a termo dos juros nominais.
- Na terça-feira (9 de novembro), a Câmara dos Deputados aprovou em segundo turno, com votação de 323 a 172, a PEC dos Precatórios (PEC 23/2021) – emenda constitucional que limita os pagamentos anuais do governo central com ações judiciais dentro do teto de gastos e altera a indexação deste último. Pelos nossos cálculos, a nova legislação abre um espaço de cerca de R\$ 110 bilhões para despesas dentro do teto de gastos em 2022, sendo peça chave para a criação de um novo programa social - o Auxílio Brasil. O projeto agora se encontra no Senado, onde poderá ser analisado na Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania (CCJ) entre os dias 23 e 24 de novembro, com possível votação em plenário até o início de dezembro.
- O IPCA de outubro ficou em 1,25% m/m e 10,67% a/a, exatamente o mesmo nível de dezembro de 2015, muito acima do consenso de mercado (1,06%), de nossa projeção (1,09%) e da estimativa do BC (0,45%) publicada no RTI do 3T21. A tendência sequencial anualizada de todos os grandes grupos segue em níveis muito acima da meta central, de forma que vemos este relatório como mais uma leitura desfavorável. Seguimos cautelosos quanto as perspectivas para a inflação.
- As vendas no varejo ampliado surpreenderam para baixo ao recuar 1,1% m/m (consenso: -0,1%) em setembro, trazendo o índice de volta a níveis abaixo do patamar pré-pandemia. No 3T21, o varejo amplo mostrou queda de 1,7%. O setor de serviços também decepcionou, recuando 0,6% m/m (consenso: +0,5%). Ainda assim, a receita real dos serviços apresentou um sólido crescimento no 3T21 (+3,0%). Em bases trimestrais, esses números refletem a mudança do padrão de consumo das famílias na esteira da reabertura da economia, com maiores gastos com serviços (em detrimento do gasto com bens). Os resultados também refletem o impacto da inflação sobre a renda familiar (e no consumo de bens).
- O Banco Central do Brasil (BCB) divulgará na terça-feira (16 de novembro) a proxy de PIB mensal (IBC-Br) de setembro, encerrando o conjunto de divulgações dos principais indicadores econômicos do mês. Esperamos uma estabilidade mensal em termos sequenciais. Nosso tracking para o crescimento do PIB no 3T21 (índice oficial do IBGE) permanece em 0,2% t/t e vemos um pequeno viés de baixa para nossa estimativa de 4,9% para o ano.

*** *Esse relatório utiliza (maior parte dos) dados e informações até quinta-feira, 11 de novembro 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 – Agenda macro: indicadores internacionais da semana (14/nov - 19/nov)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Consenso	Anterior
China: Vendas no Varejo (% a/a)	NBS	out/21	Dom, 14-nov	3,7	4,4
China: Produção Industrial (% a/a)	NBS	out/21	Dom, 14-nov	3,0	3,1
China: Investimentos em ativos fixos (% acum.)	NBS	out/21	Dom, 14-nov	6,2	7,3
Z. Euro: Balança Comercial (€ bi, s.a.)	Eurostat	set/21	Seg, 15-nov	11,5	11,1
EUA: Núcleo das Vendas no Varejo (% m/m)	C.Bureau	out/21	Ter, 16-nov	1,1	0,8
EUA: Produção Industrial (% m/m)	Fed	out/21	Ter, 16-nov	0,8	-1,3
EUA: Concessões de Alvarás (milhões)	C.Bureau	out/21	Qua, 17-nov	1,630	1,586
EUA: Construções de Novas Casas (milhões)	C.Bureau	out/21	Qua, 17-nov	1,580	1,555

Fonte: Santander.



Figura 2 – Agenda macro: indicadores domésticos da semana (15/nov - 19/nov)

Indicadores / Eventos	Fonte	Referência	Data	Estimativa Santander	Anterior
Feriado Nacional	-	-	Seg, 15-nov	-	-
IGP-10 (% m/m)	FGV	nov/21	Ter, 16-nov	-	-0,31
IBC-Br - Atividade Ampla (% m/m)	BCB	set/21	Ter, 16-nov	0,0	-0,15
IBC-Br - Atividade Ampla (% a/a)	BCB	set/21	Ter, 16-nov	2,3	4,7

Fonte: Santander.

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

¹ Santander Brasil - Cenário Macroeconômico (EXTRA) – “Perdendo a Âncora” – (05/nov/21) – Disponível no “link”: <https://bit.ly/Std-revcenario-extra-nov21>


Figura 3 – 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.a.	% 3MMA-saar	mai-jul/2021 contra fev-abri/2021, "multiplicado" por 4	sim
Acumulado no ano	% acum.	% YTD	jan-ago/2021 contra jan-ago/2020	não
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

Após longa negociação, e uma espera por várias semanas, o pacote fiscal com gastos em infraestrutura foi finalmente aprovado pelos congressistas norte-americanos. O pacote prevê US\$ 550 bilhões em novos gastos e contou com apoio bipartidário. Agora, falta negociar o novo pacote fiscal com foco em gastos sociais. O pacote previa inicialmente um gasto de US\$ 3,5 trilhões, já desidratou para US\$ 1,75 trilhões e é esperado que encolha ainda mais. Membros do partido democrata considerados mais “moderados” estão sendo mais cautelosos ao aprovar novos estímulos, julgando que a economia já está muito aquecida e a inflação muito alta, de forma que os novos gastos podem causar ainda mais pressão sobre os preços.

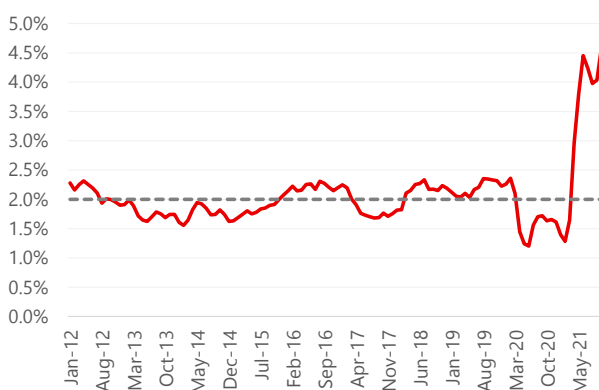
Na Europa, o aumento de contaminações por COVID-19 vem preocupando, embora as mortes sigam contidas. Por enquanto, apenas a Holanda voltou a impor algumas medidas restritivas, mas o risco é que a situação piore com a chegada do inverno. As medidas, por enquanto, são leves e não devem ter impacto econômico relevante, mas ainda é um risco que vem sendo monitorado de perto pelos mercados.

No âmbito econômico global, o foco segue na inflação. Nos EUA, os preços ao consumidor (CPI) de outubro voltaram a acelerar, ficando acima do consenso de mercado. A inflação subjacente ficou em 4,6% a/a, maior variação desde 1991, e deve seguir pressionada até pelo menos o final do primeiro trimestre de 2022. Na China, a inflação também acelerou em outubro, principalmente nos preços ao produtor, que subiram 13,5% a/a, maior variação desde 1995. Estes resultados apontam para uma continuidade no impacto inflacionário de restrições de oferta ainda em curso, e podem se traduzir em mais pressões de custos (e logo de inflação) para a economia brasileira.

Nos mercados financeiros globais, as principais bolsas tiveram performance mista na semana. As bolsas norte-americanas S&P e Nasdaq tiveram queda, enquanto as europeias subiram. A curva de juros norte-americana teve abertura em todos os vértices, mas principalmente no “miolo” (5 anos), que abriu 11 p.b., com o mercado precificando mais altas de juros para os próximos anos. O dólar encerrou a semana em alta frente às moedas de países de G10.

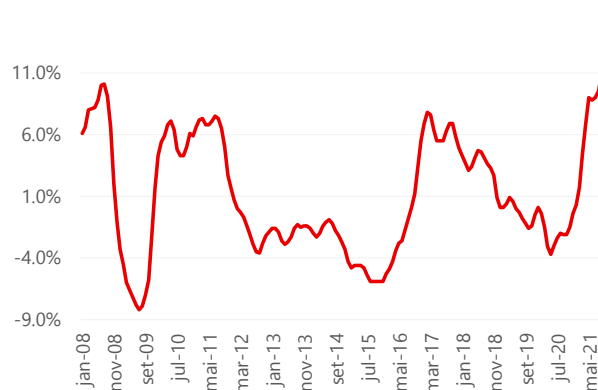
Na próxima semana, serão divulgados os números de atividade de outubro na China, que devem seguir arrefecendo, principalmente no caso da produção industrial, setor ainda amplamente afetados pelas dificuldades logísticas e falta de insumos.

Figura 4 – EUA: Inflação subjacente (CPI) a/a



Fontes: Bloomberg, Santander.

Figura 5 – China: Preços ao Produtor (PPI) a/a



Fontes: Bloomberg, Santander.



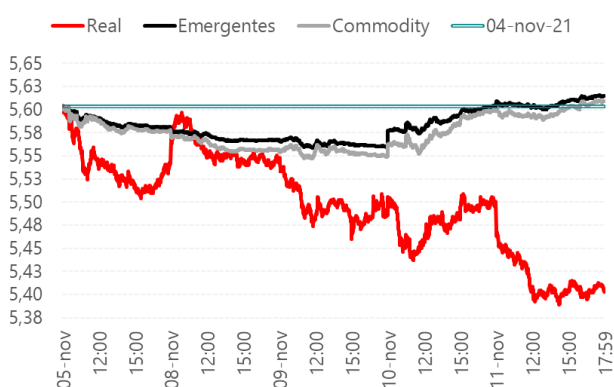
MERCADOS LOCAIS — CÂMBIO

A taxa de câmbio fechou a semana móvel encerrada em 11 de novembro cotada a R\$5,41/US\$ – valorização de 3,6% – registrando o melhor desempenho da cesta com as 31 moedas mais negociadas no mundo. Em nossa visão, o desempenho foi ligado principalmente ao noticiário doméstico, que se sobrepôs a fatos preocupantes no exterior. As divulgações do PPI (índice de preços no atacado) chinês e do CPI (índice de preços no varejo) norte-americano revelaram a continuidade de pressões inflacionárias globais, já que ambos vieram acima das expectativas e marcaram picos históricos inéditos em décadas. Estes resultados são lembretes de que os choques inflacionários globais estão bem ativos ainda, apesar de sua natureza temporária. Logo, houve aumento no desconforto quanto a uma potencial abordagem mais contracionista (*hawkish*) do FOMC nos próximos meses, que beneficiou o dólar – especialmente diante da aprovação de mais estímulos fiscais ao setor de infraestrutura nos EUA, que deverão sustentar a recuperação econômica americana à frente. Esta combinação ajudou no fortalecimento do dólar frente às principais moedas, mas frente ao real. Para nós, a aprovação da PEC dos precatórios trouxe algum alívio (temporário) aos mercados. Ademais, as expectativas de analistas quanto a uma postura monetária mais *hawkish* por parte do BCB ganharam corpo após a publicação de dados inflacionários (detalhes na seção Inflação). Porém, insistimos que, embora uma política monetária mais *hawkish* possa limitar o enfraquecimento do real à frente, a redução percebida na eficácia do teto constitucional de gastos como âncora fiscal – e o resultante aumento nos riscos fiscais – restringem o espaço para que a moeda brasileira se valorize substancialmente.

MERCADOS LOCAIS — JUROS

As taxas de juros nominais recuaram nos últimos dias, em um forte movimento de desinclinação (conhecido como *bull-flattening*) que acabou invertendo a curva de juros. Desde a última quinta-feira (4 de novembro), a ponta curta da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2023) caiu 14 p.b. para 11,96%, enquanto a ponta longa da curva (futuro de DI com vencimento em janeiro de 2027) recuou 50 p.b. para 11,69%. Como resultado, a inclinação da curva neste segmento caiu 37 p.b. para -27 p.b., o que significa uma curva invertida. Na ponta curta, o rali veio apesar de uma considerável surpresa para cima nos dados do IPCA de outubro (ver seção de “Inflação”), com declarações públicas de autoridades do BCB sugerindo que, por ora, a autoridade parecia não estar propensa a acelerar o ritmo de alta da Selic. Dados da PMC abaixo do esperado (ver seção “Atividade Econômica”) também podem ter contribuído para a queda na ponta curta. A curva estava precificando uma alta da Selic de 200 p.b. para o Copom de dezembro na semana passada, e agora indica uma alta de 182 p.b.. Na ponta longa, ainda que as incertezas quanto ao processo de consolidação fiscal permaneçam altas, o mercado aparentemente interpretou o avanço da PEC dos Precatórios na Câmara como um alívio marginal, o que se traduziu em uma redução do prêmio de risco neste trecho da curva. Seguimos cautelosos quanto às perspectivas fiscais e não descartamos uma nova rodada de alta do prêmio de risco na curva de juros (além de outros ativos).

Figura 6 – R\$/US\$ - Cotações intradiárias

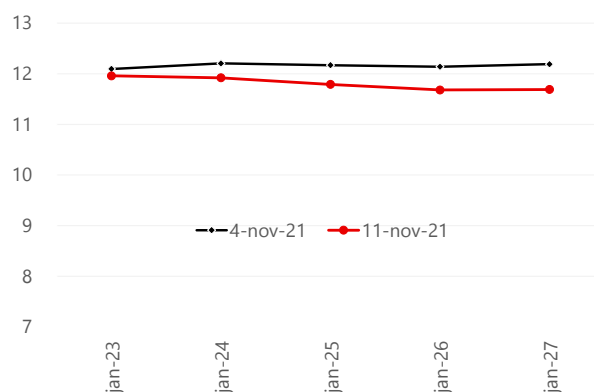


Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota 1: Dados com fechamento na quinta-feira, 11-nov.

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

Figura 7 – Vértices líquidos nos futuros de DI



Fontes: Bloomberg, Santander.

Nota: Dados com fechamento na quinta-feira, 11-nov.



COMMODITIES

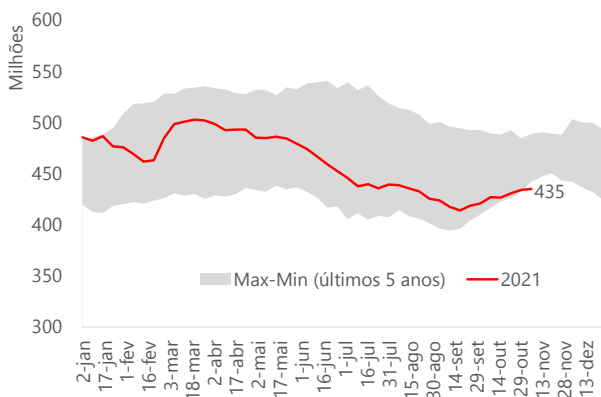
Relatório do USDA² aponta projeção da safra de soja dos EUA abaixo do esperado. Na terça-feira (9 de novembro), o relatório mensal WASDE³ divulgou a projeção de produção de soja dos EUA em 4.425 milhões de bushels, abaixo da estimativa do mercado de 4.483 milhões de *bushels*. Ainda assim, a safra caminha para ser a segunda maior de todos os tempos. As exportações de soja dos EUA foram reduzidas em meio a vendas decepcionantes para a China, e podem ser revisadas ainda mais para baixo uma vez que o cultivo da soja brasileira está adiantado. Enquanto isso, a estimativa de produção de milho aumentou um pouco e também deve ser a segunda maior já registrada. A relação estoque/uso para 2021-22 foi revisada para 7,8% (de 7,3%) para a soja e 10,1% (inalterada) para o milho. A média de 10 anos é de 8,4% e 12,0%, respectivamente.

A Rússia afirma que exportará gás para armazenamentos da UE este mês. A Gazprom disse que está iniciando um plano para enviar gás para cinco depósitos da UE ainda em novembro. De acordo com fontes de imprensa, a empresa reservou capacidade extra de dutos na fronteira com a Ucrânia. No fim de semana, algum fluxo foi relatado para depósitos na Alemanha, ainda que em níveis baixos.

Relatório da EIA⁴ aponta novo aumento nos estoques de petróleo dos EUA. A EIA informou na quarta-feira (6 de novembro) que os estoques de petróleo dos EUA aumentaram em 1.002 mil barris na semana encerrada em 5 de novembro, abaixo da expectativa de um aumento de 1.677 mil barris. Apesar do aumento, os estoques (hoje em 435 milhões de barris) ainda estão muito próximos do nível mínimo observado para esta época do ano (considerando os últimos 5 anos).

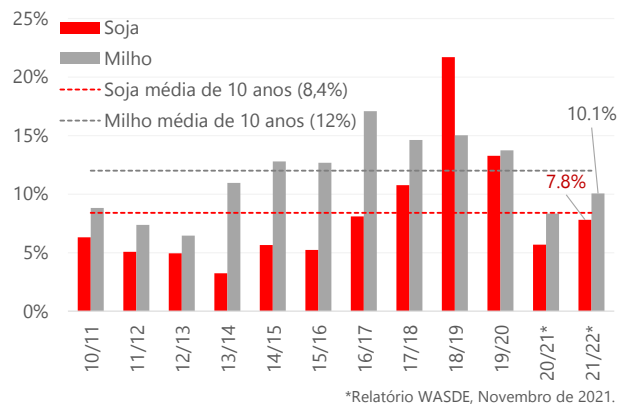
CFTC⁵ registra outra diminuição nas posições compradas de fundos em petróleo WTI. Os fundos reduziram suas posições compradas de petróleo (barril WTI) na semana encerrada em 2 de novembro, informou a CFTC na sexta-feira (5 de novembro). A posição *net long* em futuros e opções diminuíram em 17.141 contratos para 323.703 contratos.

Figura 8 – EUA: Estoques de petróleo (barris)



Fontes: EIA, Santander.

Figura 9 – EUA: Estoque/uso de grãos (%)



*Relatório WASDE, Novembro de 2021.

Fontes: USDA, Santander.

² United States Department of Agriculture.

³ World Agricultural Supply and Demand Estimates.

⁴ Energy Information Administration.

⁵ U.S. Commodity Futures Trading Commission.



INFLAÇÃO

O IPCA de outubro ficou em **1,25% m/m** e **10,67% a/a**, exatamente o mesmo nível de dezembro de 2015, muito acima do consenso de mercado (1,06%), de nossa projeção (1,09%) e da estimativa do BC (0,45%) publicada no RTI do 3T21. A tendência da inflação acelerou para 14,4%, de acordo com a média móvel trimestral anualizada e com ajuste sazonal (mm3m-a.s. anualizada).

A maior parte da surpresa veio em bens industriais e preços administrados, mas serviços também vieram acima da expectativa. Bens industriais contribuíram com +6 p.b. para o erro da projeção, com a tendência permanecendo em 12,6% mm3m-a.s.a.; a tendência do núcleo de bens industriais também continuou em nível alto: 8,5% mm3m-a.s.a.. Em preços administrados (+6 p.b. de desvio para o erro da projeção) medicamentos se destacaram, contribuindo com +3 p.b. para o erro, mas energia elétrica e gasolina também surpreenderam para cima (contribuindo com +2 p.b. e +1 p.b. para o erro da projeção, respectivamente). Serviços contribuíram com +3 p.b. para o erro da projeção e sua tendência acelerou para 9,5% mm3m-a.s.a. (de 8,6%), atingindo os níveis de 2013-2016. O núcleo de serviços também acelerou, atingindo 7,5% mm3m-a.s.a. - abaixo do nível de 2013-2016, mas ainda assim um nível elevado. Por último, alimentação no domicílio veio em linha com a expectativa, de forma que a sua tendência continuou próxima de 18% mm3m-a.s.a..

As medidas subjacentes se deterioraram ainda mais na margem. A média das cinco principais medidas de núcleo seguidas pelo Banco Central do Brasil (BCB) subiu para 9,7% mm3m-a.s.a. (antes 8,9%), rodando acima da meta por 13 meses (e se distanciando ainda mais da mesma). Esta é uma evidência de propagação dos choques primários (commodities, câmbio, ruptura da cadeia de suprimentos, etc.) para os preços gerais. E a persistência nesses níveis elevados é arriscada. A notícia “menos negativa” é que a difusão dos aumentos de preços de subitens do IPCA teve algum alívio, caindo de 65,4% em setembro para 62,9% em outubro (dados dessazonalizados). Mas o índice ainda se encontra acima do patamar de 50-55%, que entendemos como compatível com uma inflação cheia próxima à meta central.

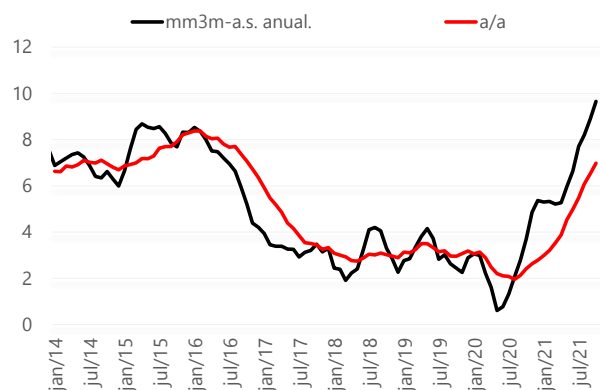
Em suma, outubro trouxe mais uma leitura desfavorável para a inflação e continuamos cautelosos quanto às perspectivas, com o balanço de riscos ainda inclinado para cima (especialmente com a recente elevação do risco doméstico e novos choques globais). Esperávamos que a inflação do IPCA chegasse a um pico nos últimos meses, mas agora esperamos que a inflação gire entre 10,5-10,7% até o final do 1T22, transformando o pico em um platô. Os números apontam para um processo de desinflação ainda mais lento (e arriscado) à frente. Revisamos nosso monitoramento de alta frequência para 10,5% (antes 9,6%) para o IPCA 2021, e para 5,8% (antes 5,2%) para o IPCA 2022. Por ora, mantemos nossa projeção para o IPCA 2023 em 3,5%. Vale lembrar que a meta do BCB é 3,75% para 2021, 3,50% para 2022 e 3,25% para 2023 (intervalo de tolerância $\pm 1,50\%$ para cada ano), e nossas projeções estão acima das metas para todos os horizontes e com riscos ascendentes. [Veja detalhes no link⁶](#).

Figura 10 – Detalhes da projeção do IPCA (%)

	m/m		Desv.	a/a	
	out/21	Santander		set/21	out/21
IPCA	1,25	1,09	0,16	10,2	10,7
Administrados	1,35	1,12	0,06	15,7	17,0
Livres	1,21	1,07	0,1	8,3	8,5
Alim. no domicílio	1,32	1,30	0,00	14,7	13,3
Industriais	1,40	1,13	0,06	10,6	11,1
Serviços	1,04	0,95	0,03	4,4	4,9
Núcleo EX3	0,92	0,87	0,02	6,4	6,6

Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

Figura 11 – Média dos núcleos IPCA (%)



Fontes: IBGE, Banco Central do Brasil, Santander.

⁶ Santander Brazil Inflation - “October’s IPCA: Peak Turning Into a Plateau, with Slower Disinflation Ahead” – (10/nov/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <http://bit.ly/Std-IPCA-oct21>



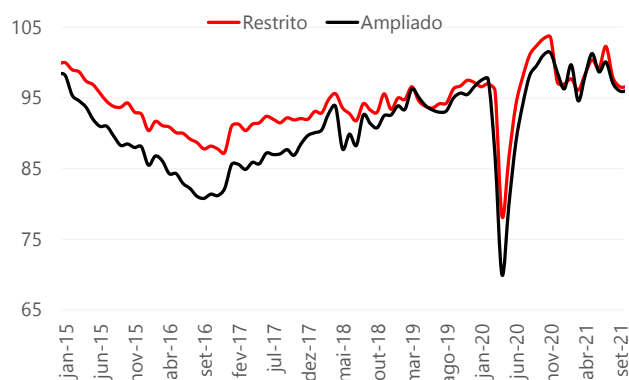
ATIVIDADE ECONÔMICA

Queda generalizada no varejo em setembro. As vendas do varejo ampliado surpreenderam para baixo ao recuarem 1,1%, abaixo do consenso de mercado (-0,1%) e da nossa estimativa (+0,3%). O segmento restrito do varejo (que exclui vendas de Materiais de Construção e Veículos) também surpreendeu para baixo (-1,3%). Os números de setembro trouxeram ambos os índices de volta a níveis abaixo dos patamares pré-pandemia. Nos detalhes, ambos os segmentos sensíveis ao crédito e à renda puxaram para baixo a atividade varejista, refletindo o impacto da inflação sobre a renda dos consumidores, a desaceleração nas concessões de crédito às famílias. Supermercados (-1,5%), Veículos (-1,7%) e Móveis e eletrodomésticos (-3,5%) foram os destaques negativos, com contribuições de -0,45, -0,41 e -0,26 p.p, respectivamente, para o resultado do segmento ampliado. Em termos de perspectivas, com base nos dados do IGet (nosso indicador proprietário), atualizamos nosso *tracking* do varejo amplo de outubro para +0,8% m/m (antes +1,5%), marcando um início positivo de trimestre. No entanto, ainda esperamos números fracos para os setores de bens, na esteira da mudança nos gastos das famílias com a reabertura econômica, com maior consumo de serviços (em detrimento de bens). [Veja detalhes no link⁷.](#)

O setor de serviços recuou 0,6% em setembro. Este resultado quebrou uma série de cinco altas consecutivas desde o recrudescimento da pandemia visto no início deste ano, mas ainda posiciona o índice 3,7% acima do patamar pré-pandemia. Em termos trimestrais, o índice encerrou o 3T21 com expansão de 3,0% (2,1% no 2T21), o que evidencia uma sólida contribuição dos serviços cíclicos para a atividade global no período. Os Serviços às Famílias tiveram destaque (alta de 1,3%), encerrando o trimestre com um forte crescimento de 17,2% (4,2% no 2T21) e ainda apresentando grande ociosidade em relação ao patamar pré-pandemia (-16,2%), o que deixa espaço para contribuições positivas dos serviços para a atividade no 4T21. A ambiguidade entre a solidez dos gastos com serviços e a fraca demanda por bens observada no 3T21 reflete a gradual normalização das condições de saúde e mobilidade, favorecendo a reabertura dos serviços e implicando um realinhamento do equilíbrio entre os gastos em bens e serviços. [Veja detalhes no link⁸.](#)

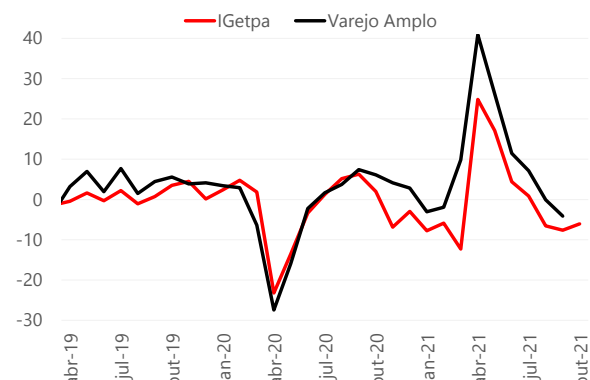
O BCB divulgará na terça-feira (16 de novembro) sua proxy de PIB mensal (IBC-Br) de setembro. Este relatório encerrará as divulgações dos principais indicadores de atividade para o mês e esperamos uma estabilidade sequencial para a economia ampla (i.e., 0% m/m). Ademais, estamos mantendo nosso *tracking* para o crescimento do PIB do 3T21 em +0,2%, refletindo expectativas de uma sólida contribuição dos serviços, principalmente dos segmentos que apresentam maior ociosidade. [Para detalhes sobre o cenário de atividade econômica do Santander, consulte nosso último *chartbook*⁹.](#)

Figura 12 – Vendas do varejo (a.s., média 2014=100)



Fontes: IBGE, Santander.

Figura 13 – IGet x Varejo amplo (n.a.s., a/a%)



Fontes: IBGE, Santander.

⁷ Santander Brazil Economic Activity – “Widespread Decline in Retail Activity in September” – (11/nov/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-111121>

⁸ Santander Brazil Economic Activity – “Services Retreated at the end of 3Q21” – (12/nov/2021) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-Econact-111221>.

⁹ Santander Brazil – “Chartbook – Downgrading the Estimate for 2022 and 2023” – (05/nov/21) – Disponível no “link” (em inglês): <https://bit.ly/Std-chart-econact-nov21>



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 – Commodities	felipe.kotinda@santander.com.br	5511-3553-8071
Gabriel Couto*	Economist – Special Projects	gabriel.couto@santander.com.br	5511-3553-8487
Fabiana Moreira*	Economist - Credit	fabiana.de.oliveira@santander.com.br	5511-3553-1325
Gilmar Lima*	Economist – Modeling	gilmar.lima@santander.com.br	5511-3553-6327

Global Macro Research

Maciej Reluga*	Head Macro. Rates & FX Strategy – CEE	maciej.reluga@santander.pl	48-22-534-1888
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.