

# PROPOSIÇÕES MACRO 2021

Brasil Macro | Fevereiro 2021

**Ana Paula Vescovi\* &  
Equipe Macro**

+5511 3553 8567

[anavescovi@santander.com.br](mailto:anavescovi@santander.com.br)



**IMPORTANT DISCLOSURES/CERTIFICATIONS ARE IN THE "IMPORTANT DISCLOSURES" SECTION OF THIS REPORT.**

U.S. investors' inquiries should be directed to Santander Investment Securities Inc. at (212) 583-4629 / (212) 350-3918.

\* Employed by a non-US affiliate of Santander Investment Securities, Inc. and is not registered/qualified as a research analyst under FINRA rules.

# Novo Ano, Mesmas Incertezas

## Proposições Macro do Santander Brasil para 2021

---

*Os impactos da pandemia Covid-19 se estenderão em 2021, causando restrições de mobilidade, recuperação mais lenta da economia, possível reintrodução (moderada) de estímulos fiscais, e certa agitação social e política.*

### **Controle da pandemia é chave para a retomada da atividade global**

Capacidade de vacinar a população ditará o ritmo da retomada.

### **Vacinas e crescimento da China devem sustentar a recuperação das commodities**

Otimismo em relação a crescimento global deve prevalecer em 2021.

### **Após um início lento, a vacinação no Brasil deve acelerar**

Riscos de atraso nas vacinas provavelmente limitados ao 1S21.

### **Medidas e reformas importantes que podem ser implementadas**

Além da vacinação, acreditamos que certas medidas e reformas macro serão necessárias para apoiar a redução dos riscos idiossincráticos.

### **Perspectiva fiscal “caminhará em gelo fino” com possível reintrodução do auxílio emergencial**

Consideramos a retomada do auxílio emergencial, em tamanho muito menor, e parcialmente compensada pela aprovação de reformas fiscais.

# Novo Ano, Mesmas Incertezas

## Proposições Macro do Santander Brasil para 2021

---

### **Impactos persistentes da pandemia (na mobilidade, salários) reduzirão a velocidade de recuperação**

Após um começo fraco, esperamos que o avanço da vacinação e o aumento na mobilidade impulsionem a atividade a partir do 2T21.

### **Normalização da força de trabalho deve levar a aumento da taxa de desemprego**

Após a forte queda da força de trabalho em 2020, esperamos um processo de normalização (i.e. maior busca por emprego) no 1S21.

### **Queda da massa salarial real “ampliada”, apesar de nova rodada de auxílio emergencial**

Em tamanho bem menor que em 2020, a reintrodução do Auxílio Emergencial não evitará queda acentuada na massa salarial “ampliada”.

### **Mercado de capitais impulsionando a atividade econômica**

Embora o crédito bancário corporativo deva desacelerar após forte alta em 2020, há espaço para expansão via mercado de capitais.

### **Um cenário benigno para inflação, mas com trajetória arriscada**

Inflação deverá ficar abaixo da meta em 2021, mas com uma (arriscada) convergência de cima para baixo.

### **Uma postura de política monetária menos acomodatória em 2021 e 2022**

O BC sinaliza desconforto com um nível “extraordinário” de estímulo, com taxa Selic em 2,00%.

### **Perdendo a chance de consertar o telhado**

A manutenção de condições globais favoráveis deverá ajudar o real a registrar alguma valorização nos próximos anos, mas há incertezas.

# Proposições Macro do Santander Brasil para 2021

---

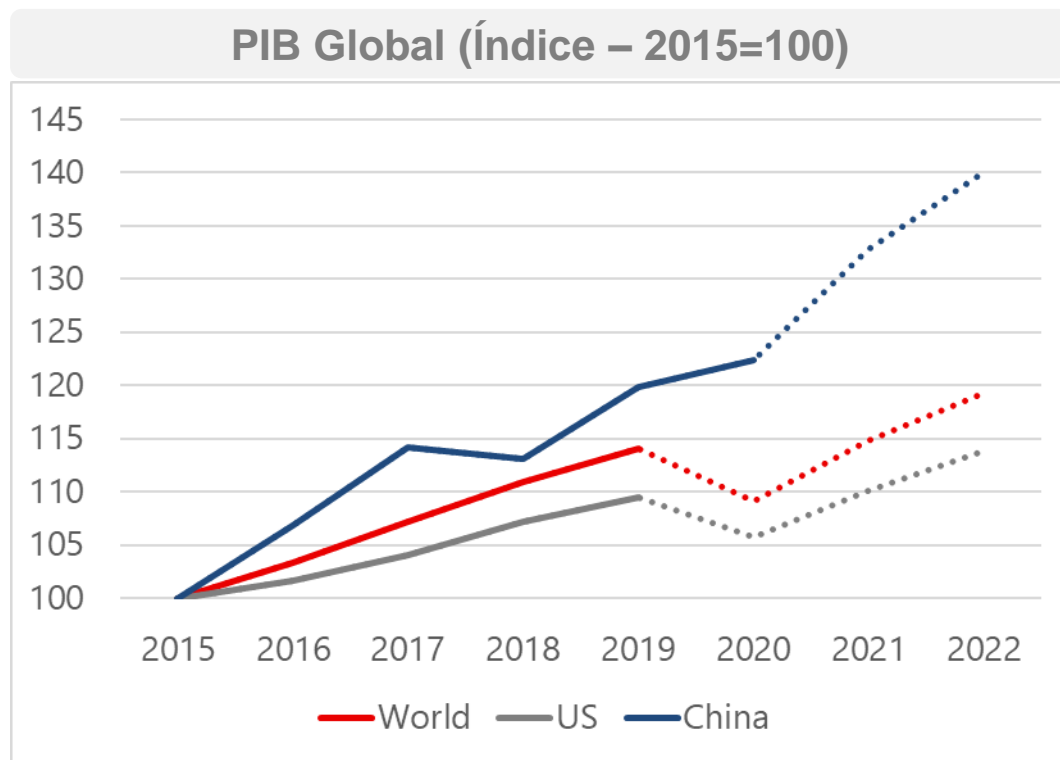
O tema central de 2021 será a vacinação. Assim como a eclosão da pandemia do Covid-19 em 2020 exacerbou os problemas fiscais e a percepção das desigualdades no Brasil, a vacinação será determinante tanto para a normalização da atividade econômica quanto para definições de políticas públicas.

Acreditamos que, com o atraso no processo de vacinação, haverá restrições adicionais de mobilidade no 1T21 e, conseqüentemente, retração no PIB no período. Aproximadamente, 50% da população brasileira terá sido imunizada até o final do ano. A volta à recuperação da economia após a retirada dos fortes estímulos fiscais de 2020 será mais perceptível no 2S21, na esteira de um ritmo de vacinação mais intenso. Assim, acreditamos que haverá estímulos adicionais, especialmente um novo auxílio emergencial, temporário e com menor valor e abrangência. Ainda no 1S21, a inflação acumulada em 12 meses alcançará seu pico, com posterior convergência para o centro da meta. O Copom iniciará precocemente um ciclo de normalização parcial da taxa Selic. O Real seguirá tendência de apreciação, impulsionada pelo maior crescimento global, além da melhora nas condições financeiras internacionais e a recuperação no preço das *commodities*. Contudo, a valorização será bastante contida pela ausência de reformas abrangentes, pela manutenção do risco fiscal, além de incertezas no campo político-institucional. Com o acirramento das disputas eleitorais para as mesas diretoras no Congresso, haverá fricções políticas que dificultarão o andamento das reformas e anteciparão o início da corrida eleitoral de 2022.

Assim, vemos riscos ainda elevados no ano de 2021, que será espremido entre o transcurso da pandemia e um início prematuro da corrida eleitoral, sem reformas substanciais, mas tampouco retrocessos que impliquem rupturas relevantes no ambiente econômico.

# Controle da pandemia é chave para a retomada da atividade global

- Capacidade de vacinar a população ditará o ritmo da retomada:



Fontes: Bloomberg, Santander.

A pandemia do coronavírus trouxe uma crise sanitária e econômica sem precedentes, paralisando países inteiros, forçando governos e bancos centrais a fazerem estímulos fiscais e monetários colossais. A boa notícia veio nos últimos dias do ano, com as chegadas das vacinas que prometem ajudar no combate da pandemia. Agora, com uma situação ainda fora de controle na maior parte dos países, a capacidade de vacinar em massa, com todas as dificuldades logísticas ditará o ritmo da retomada da atividade econômica global. A manutenção dos amplos estímulos monetários nas principais economias, somadas às expectativas de importantes estímulos fiscais adicionais nos EUA, devem impulsionar a atividade econômica uma vez que a pandemia estiver mais controlada. **Portanto, acreditamos que 2021 será um ano de forte retomada na atividade global, que deve alcançar os níveis pré-crise entre o final de 2021 e o início de 2022. Com a retomada da atividade econômica, os preços de commodities devem seguir pressionados. A inflação também deve voltar a aparecer nas economias desenvolvidas, embora ainda em níveis muito confortáveis**

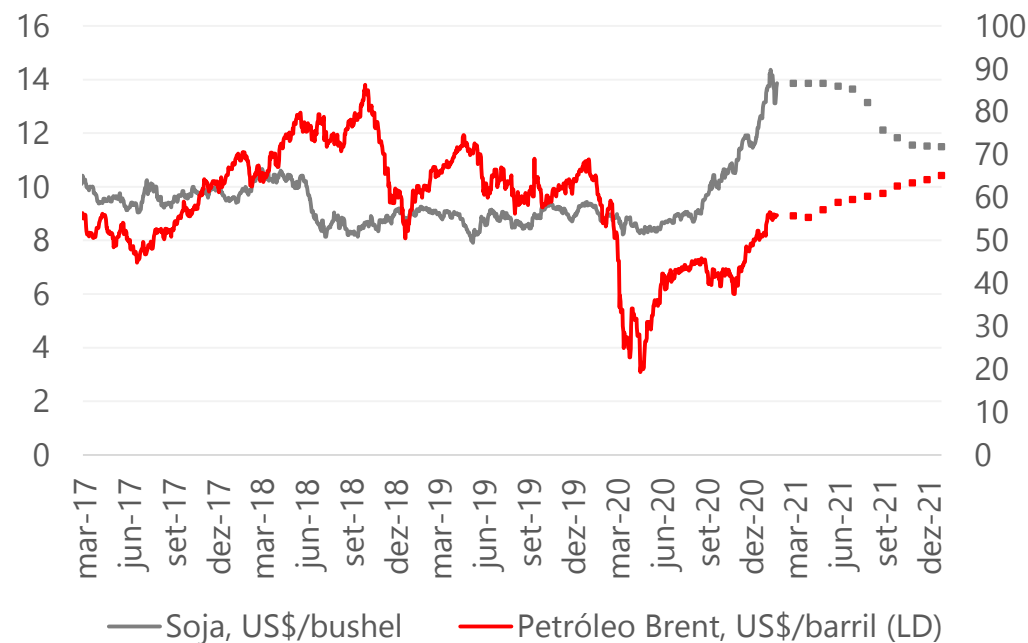
## Vacinas e crescimento da China sustentam a recuperação das *commodities*

- Otimismo em relação a crescimento global deve prevalecer em 2021.

Esperamos que os preços do petróleo aumentem em meados do 2T21, a medida em que a imunização contra o vírus alimenta otimismo sobre a demanda futura e a recuperação econômica global. Em nossa opinião, a oferta global deve seguir desacelerada, com cortes na produção ajustando-se à demanda de forma a manter o mercado deficitário.

Enquanto isso, apesar do *rally* sustentado no 2S20 apoiado por fundamentos - forte demanda da China, risco climático do *La Niña* e projeções de estoques finais baixos para 2020/21 - **esperamos que os preços das *commodities* agrícolas em geral percam força no final do ano, ainda que acima dos níveis pré-pandemia.** A demanda chinesa por soja deve desacelerar conforme o rebanho de suínos do país seja recomposto, enquanto que a produção de soja deve atingir recorde de alta este ano. A resposta pelo lado da oferta (aumento da área plantada) aos altos preços atuais deve pressionar os preços para baixo até o final do ano.

### Preços de *commodities*



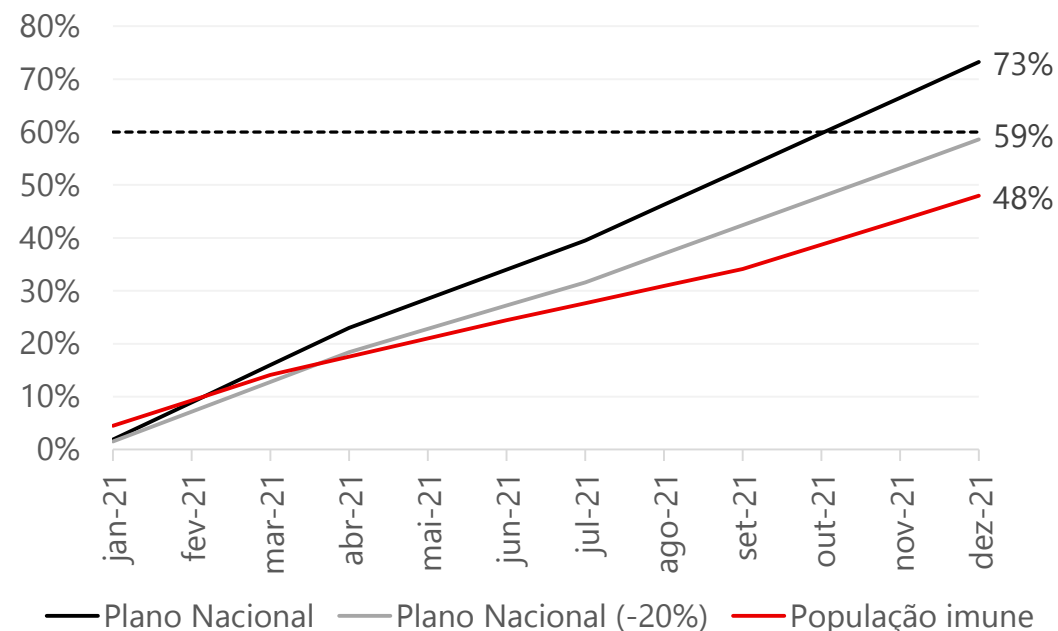
Fontes: Bloomberg, Santander.

# Após um início lento, a vacinação no Brasil deve acelerar

- Riscos de atraso nas vacinas provavelmente limitados ao 1S21.

Apesar da incerteza de curto prazo quanto a pandemia - dado o surgimento de variantes do coronavírus e a escassez de insumos para a produção de vacinas - **esperamos que o ritmo de vacinação acelere no 2S21**, na medida em que os parceiros locais de fabricação iniciem a produção e mais vacinas estejam disponíveis. Em nossa opinião, o ritmo de vacinação será 20% inferior ao previsto no Plano Nacional de Operacionalização da Vacinação, o que significa que 59% da população será vacinada até o final de 2021. Considerando uma eficácia média de 60% (Butantan/Sinovac tem 50% de eficácia, enquanto a Fiocruz/AstraZeneca tem 70%) e levando em conta infecções passadas e futuras, **projetamos que 48% da população estará imune ao vírus até dezembro de 2021**, abaixo de um limite de imunidade de rebanho de 60%.

## Plano Nacional de Vacinação



Fontes: Ministério da Saúde, Santander.

## Medidas e reformas importantes que podem ser implementadas

- Além da questão da vacinação, acreditamos que certas medidas e reformas são necessárias para apoiar a redução dos riscos idiossincráticos. A agenda fiscal contém riscos significativos em sua execução, a nosso ver, então a incerteza permanecerá.

Medidas positivas	Retrocessos
Orçamento de 2021 em conformidade com a teto de gastos	Possível criação de novas despesas obrigatórias
Medidas fiscais emergenciais mínimas	Aumentos permanentes da carga tributária
Avanços na agenda de privatizações	Aprovação de um novo imposto digital (CPMF)
Reforma tributária, ou simplificação com a CBS (Contribuição sobre Bens e Serviços)	Aprovação de medidas federais que impliquem leniência ou risco moral com ajustes fiscais
Autonomia do Banco Central	Alocação de receita não vinculada a fundos públicos para outras despesas primárias
Continuidade da modernização dos marcos regulatórios	Paralisa da agenda de reformas impactada por disputas políticas
Um leilão equilibrado para 5G em comunicação e dados	Aumentos salariais para servidores públicos
Alguns sinais positivos sobre o rumo da reforma administrativa	Redução da receita líquida ou maiores transferências para estados e municípios

Fonte: Santander.



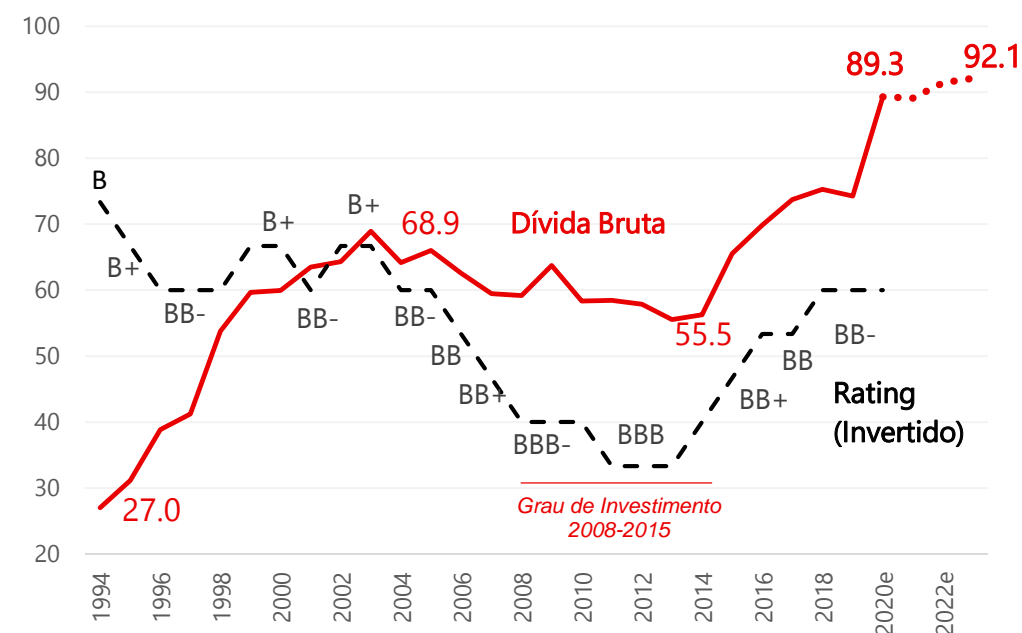
## Perspectiva fiscal “em gelo fino” com possível reintrodução de estímulos

- Importante debate será sobre a retomada do Auxílio Emergencial. Esperamos que sua reintrodução (em função da pandemia) seja equilibrada com a aprovação de reformas fiscais - uma compensação intertemporal - com possíveis turbulências no debate político.

Será um ano andando no gelo fino para evitar uma nova deterioração na perspectiva de consolidação fiscal. Embora possa haver turbulência no debate fiscal, o aspecto mais importante será a manutenção da sustentabilidade da dívida, que sofreu forte deterioração em 2020. Qualquer mudança nessa perspectiva poderá deteriorar as condições financeiras.

Acreditamos que o Auxílio Emergencial deve ser retomado de forma temporária em 2021, condicionadas ao agravamento da pandemia. Isto deve ser feito por crédito extraordinário (não incluído no teto de gastos). O valor total será de R\$ 25 bilhões por quatro meses, atingindo 30 milhões de beneficiários não incluídos no Bolsa Família. Essa prorrogação deve ter como contrapartida a aprovação de medidas de gatilhos fiscais (provavelmente com descasamento temporal) para compensar o aumento das despesas e não afetar a perspectiva de trajetória da dívida—compensando no tempo essas despesas fora do teto de gastos, com possibilidade de cumprimento da regra até 2024. Acreditamos o governo continuará a cumprir a regra de limite de gastos em 2021 (com muita disciplina) e em 2022.

### Dívida Bruta (% PIB) vs. Classificação rating S&P



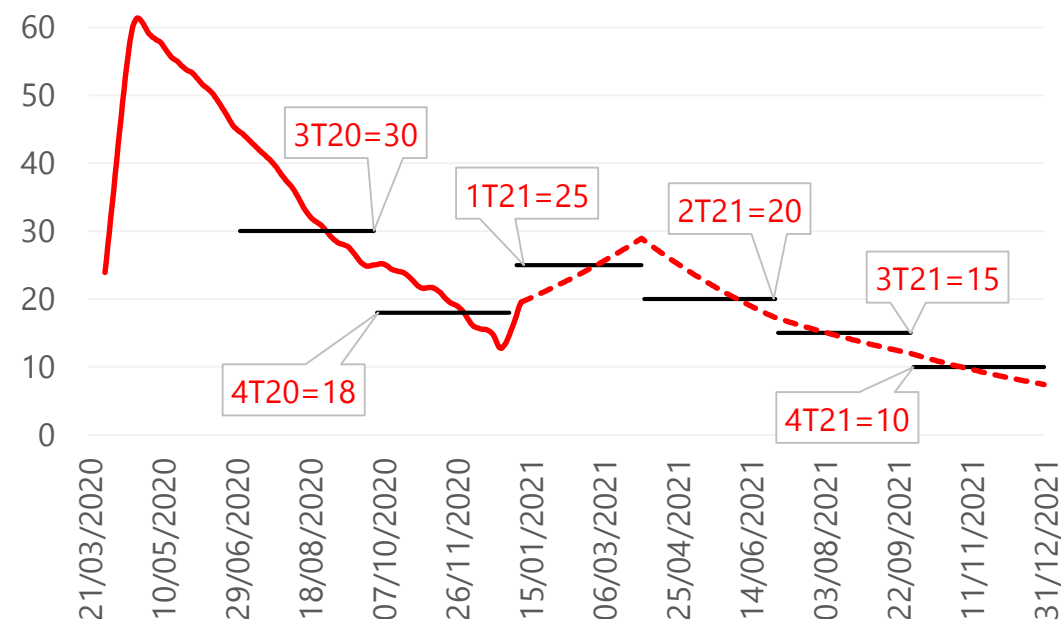
Fontes: BCB, S&P, Santander.

# Impactos na mobilidade e salários reduzirão a velocidade de recuperação

- Após um fraco começo, esperamos que o avanço na vacinação e o aumento na mobilidade impulsionem a atividade a partir do 2T21.

O recrudescimento da pandemia observado nas últimas semanas provavelmente implicará em uma reversão do processo de reabertura, com uma inevitável deterioração da mobilidade ante o 4T20, embora com uma economia mais aberta do que nos piores momentos da crise. Com relação ao 1T21, os serviços com maior interação social, que esperávamos que fossem os principais *drivers* da recuperação, serão consideravelmente atingidos; também veremos os primeiros sinais da materialização do *fiscal cliff* em função da retirada do auxílio emergencial. Por outro lado, a indústria de transformação tem uma recomposição de estoques contratada para o 1S21, enquanto o setor de construção civil deve permanecer na trajetória de recuperação. **A partir do 2T21, o avanço na campanha de vacinação concomitante à uma nova rodada (menor) do auxílio emergencial e ao aumento da mobilidade devem servir de ignição para a retomada da atividade.** A disponibilidade de crédito, a recuperação da confiança e o gasto da poupança precaucional acumulada na crise também devem contribuir positivamente para atividade econômica.

Indicador de Mobilidade (Jan/20=0) – mm28d



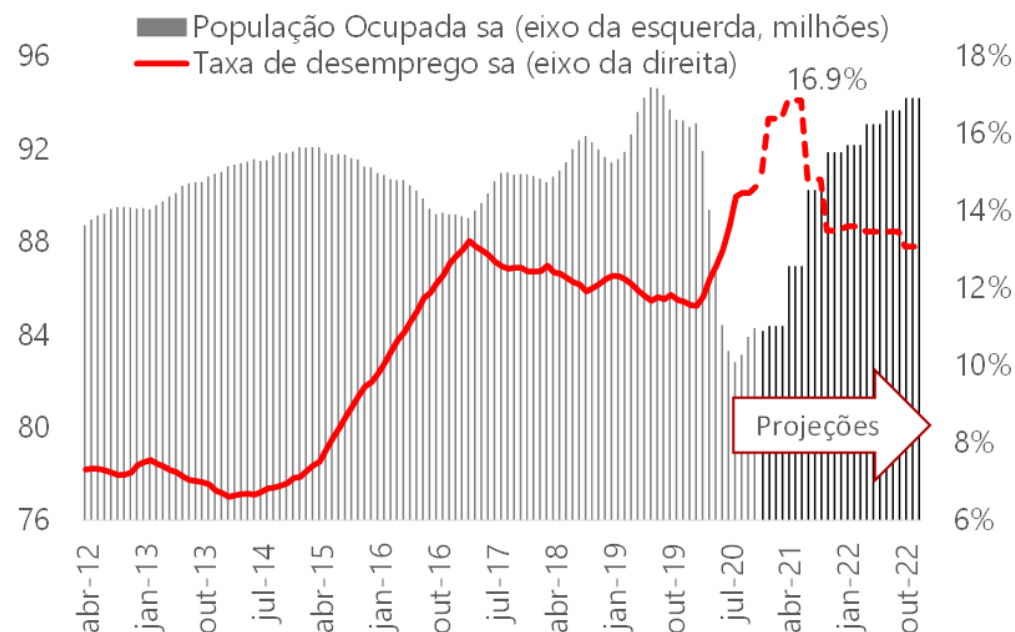
Fontes: Google, Santander.

# A normalização na força do trabalho levará a uma taxa de desemprego maior

- Após queda acentuada da força de trabalho em 2020, esperamos um processo de normalização (mais pessoas em busca de emprego) no 1S21, que levará a um aumento na taxa de desemprego.

**Esperamos que a taxa de desemprego tenha dois comportamentos distintos no 1S21 e 2S21.** No 1S21, a força de trabalho deve se recuperar gradualmente aos níveis pré-crise, acompanhando o processo de reabertura (gradativa) da economia, e o fim do Auxílio Emergencial nos primeiros meses de 2021. Esperamos que a população ocupada tenha um desempenho fraco no 1T21, com medidas de distanciamento social ainda em vigor e níveis de incerteza elevados, que irão limitar a criação de empregos. No 2S21, com a força de trabalho de volta aos níveis pré-crise e crescendo a uma taxa menor, esperamos uma queda gradual da taxa de desemprego. À medida que a população seja imunizada, o aumento nos níveis de mobilidade deve impulsionar a recuperação do mercado de trabalho. Por outro lado, não esperamos que a ocupação volte a níveis pré-crise antes do 2T22, e o mercado de trabalho deve ter situação mais precária, com maior grau de informalidade e menores salários reais.

## Taxa de desemprego e população ocupada

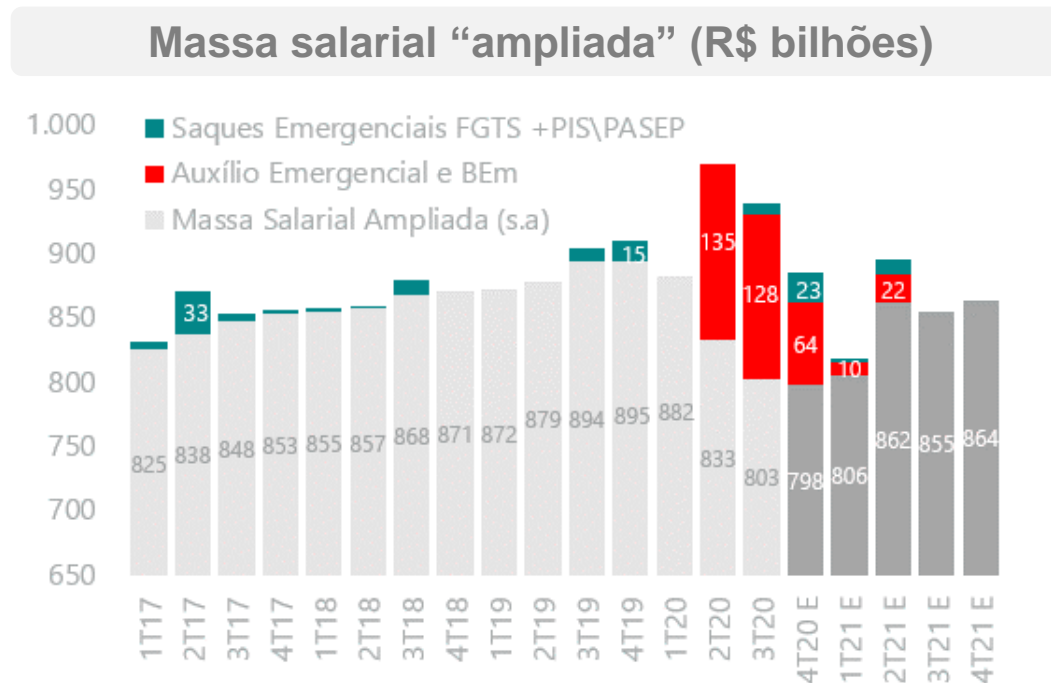


Fontes: IBGE, Santander.

## Queda na massa salarial "ampliada", apesar de nova rodada de estímulos

- O Auxílio Emergencial e antecipações de transferência de renda por meio de benefícios sociais elevarão a massa salarial real "ampliada" do 2T21. No entanto, o resultado de 2021 deve representar uma queda em relação a 2020.

Estimamos que a massa salarial "ampliada" subiu 3,1% em termos reais para o ano de 2020 em relação a 2019. Na simulação contrafactual, sem considerar as transferências do governo, calculamos uma queda de 6,3% na massa salarial real, de modo que os benefícios mais que compensaram a queda cíclica causada pela pandemia. Para 2021, consideramos a reintrodução do Auxílio Emergencial de março a junho, que, juntamente com uma antecipação de transferências de renda por meio de benefícios sociais, levará a um nível elevado da massa salarial "ampliada". No 2S21, a gradual recuperação do mercado de trabalho deve se refletir na massa salarial real, conforme representado nas barras cinza escuro do gráfico. **Projetamos queda de 6,6% na massa salarial real "ampliada" para 2021.**



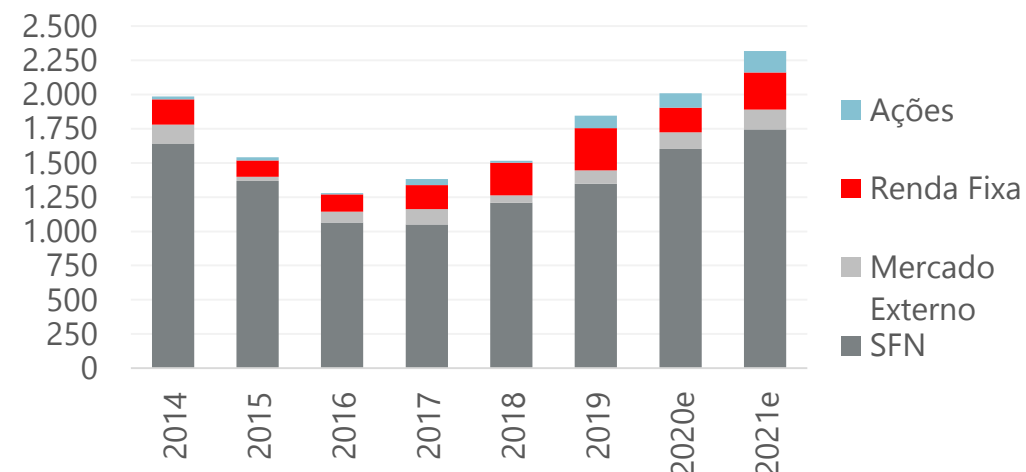
Fontes: Tesouro Nacional, IBGE, Ministério da Economia, Santander.

# Mercado de capitais impulsionando a atividade econômica

- Crédito bancário para empresas deve desacelerar do nível registrado em 2020, mas há espaço para o mercado de capitais crescer.

**Para 2021, vemos a expansão do crédito como motor da atividade econômica, à medida que a economia volta aos trilhos.** Os empréstimos bancários para famílias já se recuperaram do pior momento da pandemia. Olhando para frente, enxergamos o crédito para esse segmento com potencial de crescimento, impulsionando a atividade econômica. Taxas de juros baixas devem manter o mercado imobiliário aquecido. O risco aqui é o endividamento do consumidor, atualmente em trajetória ascendente, na medida em que alta na inadimplência poderia levar os bancos a restringir o acesso a crédito para as famílias. Para as empresas, esperamos uma desaceleração no crédito bancário, uma vez que as empresas se apoiaram fortemente em programas de crédito emergencial (PEAC, Pronampe) e capital de giro para suprir as necessidades de liquidez no curto prazo. Por outro lado, o mercado de capitais pode se beneficiar do apetite de investidores locais e estrangeiros, a depender dos desdobramentos macroeconômicos, em especial aqueles ligados às decisões fiscais.

Financiamento corporativo total (real, R\$ bilhões)



SFN - exclui conta garantida, cheque especial e cartão de crédito.

Mercado externo - bonus, MTNs e securities.

Renda Fixa - Debentures, NPs, LFs, CRAs, CRIs e FIDCs.

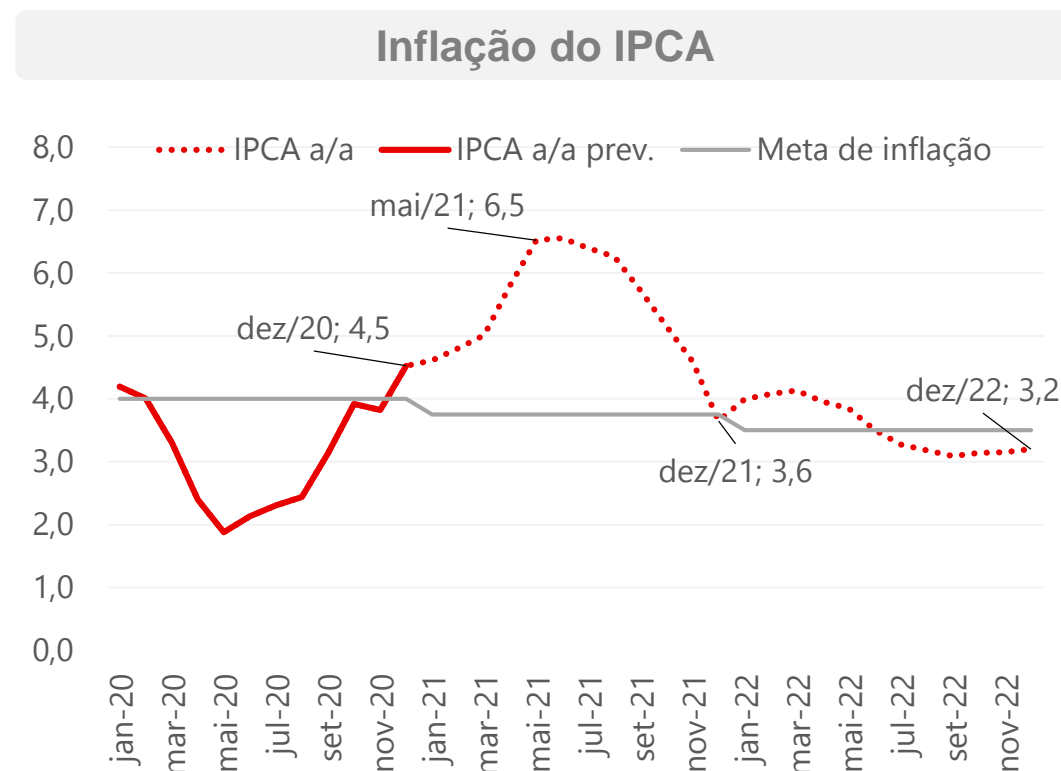
Renda Variável - IPO e follow-on.

Fontes: BC, Anbima, Santander.

# Um cenário benigno para inflação, mas com trajetória arriscada

- Inflação ficará abaixo da meta, mas com uma (arriscada) convergência de cima para baixo.

O cenário benigno para inflação é baseado em: 1) expectativas ancoradas e 2) alto nível de ociosidade na economia. A recente piora da pandemia aliada a dificuldades no processo de vacinação atuam para conter a demanda, mantendo os preços (principalmente de serviços) bem comportados, enquanto expectativas ancoradas impedem impactos maiores da inércia. **Contudo, pelo lado da oferta, esperamos que uma inflação de custos pressione o IPCA.** A recuperação global é um suporte aos altos preços de *commodities*, e deve conter um arrefecimento maior da inflação de alimentos. Na indústria, *commodities* também são uma fonte de pressão e a cadeia de suprimentos global deve continuar sofrendo os efeitos da pandemia ainda por algum tempo. Além disso, o cenário fiscal mais arriscado deve manter o Real em níveis depreciados. Portanto, acreditamos que os preços de alimentos e de bens industriais devem evitar uma desaceleração mais forte do IPCA e os preços administrados também devem ser uma fonte de pressão, enquanto a recuperação gradual dos serviços deve ser uma âncora do cenário benigno para inflação.



Fontes: IBGE, BC, Santander.

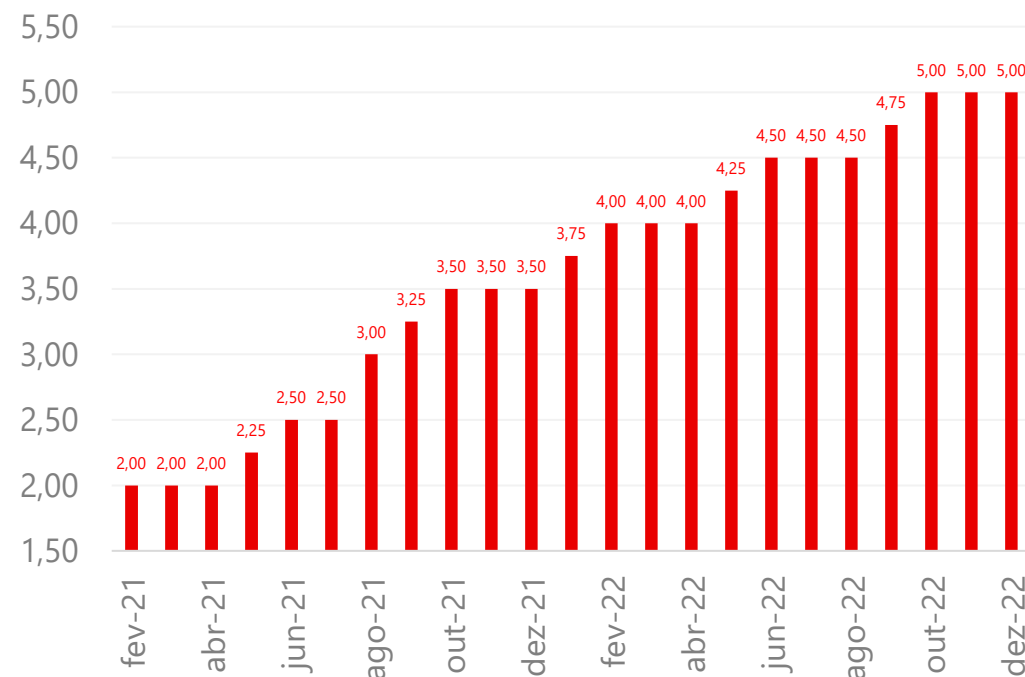
# Uma postura de política monetária menos acomodatória em 2021 e 2022

- O Banco Central (BC) sinaliza desconforto com nível “extraordinário” de estímulo, com taxa Selic em 2,00%. O Copom vê reversão dos choques e expectativas desinflacionários vistos no início da pandemia, bem como uma redução da ociosidade econômica.

**Na ata da reunião do Copom de 19 a 20 janeiro, o BC elevou o tom das preocupações e sinalizou certa urgência na retirada de estímulos.**

Embora o cenário básico da autoridade projete inflação próxima ao centro da meta em 2021 (3,6%; meta: 3,75%) e em 2022 (3,4%; meta: 3,50%) supondo alta de juros a partir do 2S21, o Copom acredita que os riscos fiscais geram viés de alta para essas estimativas, justificando um movimento antecipado. O BC mostra preocupação com as perspectivas inflacionárias após elevação em medidas de inflação subjacente nos últimos meses, e após números de atividade “melhores que o esperado” no 4T20. O momento, ritmo e magnitude do ajuste nos juros dependerão principalmente da materialização de incertezas relativas à pandemia (imunização), atividade (mobilidade), inflação (núcleo) e política fiscal (estímulo). Como prevemos erosão mais lenta das ociosidades econômicas e estímulo fiscal moderado, nosso cenário (em revisão) antecipará altas na Selic em 2021, mas incorporando ritmo mais lento de aperto em 2022. Nossas projeções se aproximarão do consenso dos analistas.

**Taxa básica SELIC – mediana (Focus)**



Nota: Relatório Focus do BC de 29/jan/2021

Fontes: BC, Santander.

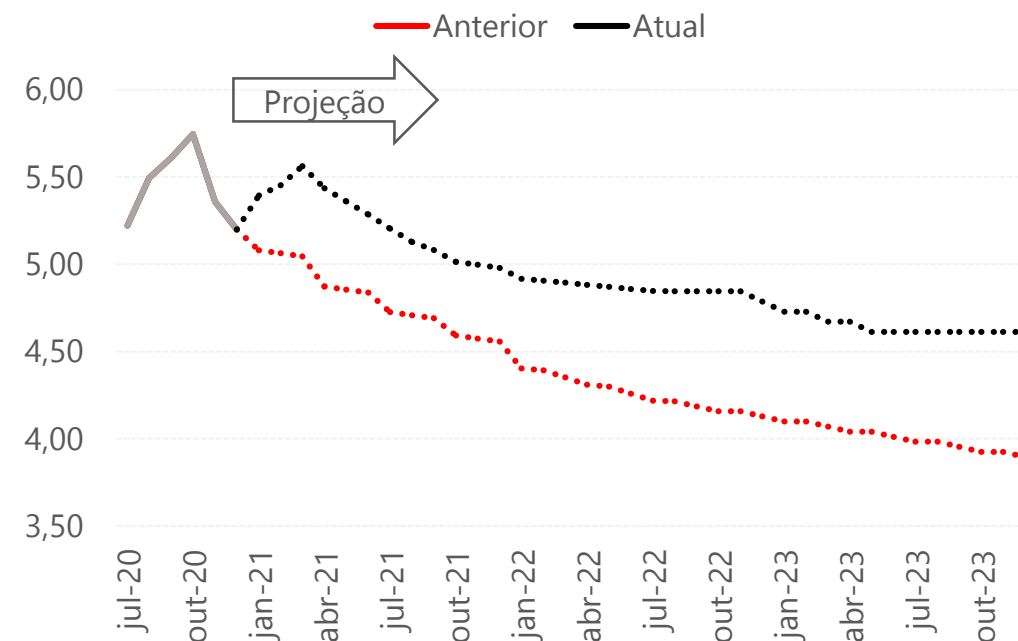
# Perdendo a chance de arrumar o telhado

- A manutenção de condições globais favoráveis deverá ajudar o real a registrar alguma valorização nos próximos anos, mas as incertezas relativas aos ambientes fiscal e institucional domésticos deverão limitar o espaço para um movimento mais substancial.

Avaliamos que as condições financeiras globais continuarão favoráveis ao real, com preços de commodities e fluxo de comércio internacional sinalizando crescimento, juntamente com provisão abundante de liquidez internacional nas economias avançadas. Estas circunstâncias tenderão a favorecer a apreciação das moedas emergentes e o real não deverá ser exceção. Contudo, reconhecemos que o desempenho recente da moeda tem sido menos impressionante do que esperar-se-ia nas circunstância globais atuais, o que nos levou a avaliar que fatores idiossincráticos – especialmente os de natureza fiscal – tem impedido que o país desfrute plenamente destas condições auspiciosas no exterior.

Antes, esperávamos que o fim do auxílio emergencial em 2021 e o respeito ao teto constitucional de gastos reduzissem a incerteza referente aos riscos fiscais de curto prazo. Além disso, a retomada das discussões acerca das reformas trataria dos riscos fiscais de médio prazo. Entretanto, desdobramentos recentes da pandemia elevaram a chance de implementação de um novo (e temporário) auxílio emergencial e reduziram a possibilidade de haver debate sobre reformas estruturais no médio prazo. Assim, o espaço para a valorização substancial do real que imaginávamos anteriormente deverá ser limitado pelas condições domésticas.

## Taxa Cambial - R\$ / US\$



Fontes: Bloomberg, Santander.



# Obrigado.

Nosso propósito é contribuir para que as pessoas e as empresas prosperem.

Nossa cultura se baseia na crença de que tudo que fazemos deve ser

## Simplex Personam Iustum



**Raissa Freitas**  
Business Manager  
raifreitas@santander.com.br  
+55 (11) 3553-7424

## Equipe Macro

**Ana Paula Vescovi**  
Economista Chefe, Diretora  
anavescovi@santander.com.br  
+55 (11) 3553-8567

**Jankiel Santos**  
Economista – Setor Externo  
jankiel.santos@santander.com.br  
+55 (11) 3012-5726

**Tomas Urani**  
Economista – Economia Internacional  
tomas.urani@santander.com.br  
+55 (11) 3553-9520

**Lucas Maynard**  
Economista – Atividade Econômica  
lucas.maynard.da.silva@santander.com.br  
+55 (11) 3553-7495

**Gilmar Lima**  
Economista – Modelagem de Cenários  
gilmar.lima@santander.com.br  
+55 (11) 3553-6327

**Mauricio Oreg**  
Head de Pesquisa Macro  
mauricio.oreg@santander.com.br  
+55 (11) 3553-5404

**Ítalo Franca**  
Economista – Fiscal  
italo.franca@santander.com.br  
+55 (11) 3553-7424

**Daniel Karp Vasquez**  
Economista - Inflação  
daniel.karp@santander.com.br  
+55 (11) 3553-9828

**Felipe Kotinda**  
Economista - Crédito  
felipe.kotinda@santander.com.br  
+55 (11) 3553-8071

**Gabriel Couto**  
Economista – Projetos Especiais  
gabriel.couto@santander.com.br  
+55 (11) 3553-8487

# IMPORTANT DISCLOSURES

---

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.