



Macro View

Economia & Política

Março 2020

Mar/20: Maior incerteza devido a pandemia global

Resumo do Mês

Atividade Econômica

A pandemia do coronavírus atingiu o Brasil e os primeiros sinais apontam para forte contração da atividade por conta das medidas de distanciamento social e restrições de circulação já implementadas. Por ora, projetamos uma contração do PIB brasileiro de 1,5% em 2020 e crescimento de 3,0% em 2021, por conta dos estímulos monetários e fiscais que devem impulsionar o PIB global em 2021.

Inflação

Duas forças competirão ao longo do ano: (i) a desaceleração da atividade provocando deflação e (ii) a desvalorização cambial pressionando a inflação. Acreditamos que as pressões deflacionárias irão prevalecer, em grande medida devido à queda acentuada no preço do petróleo. Com isso, revisamos nossa projeção para o IPCA de 2020 de 3,3% para 2,7% e de 2021 de 3,7% para 3,5%.

Política Monetária

A deterioração do ambiente global e a forte desaceleração da atividade doméstica se tornarão mais visíveis à frente. Portanto, esperamos uma flexibilização adicional e vemos a taxa Selic alcançando 3% a.a. no final de 2020, mas esta ação estaria condicionada à estabilização dos preços dos ativos financeiros e à ausência de deterioração permanente do cenário fiscal.

Política Fiscal

A deterioração do cenário fiscal segue um duplo choque global, da Covid-19 e da guerra de preço do petróleo entre a Arábia Saudita-Rússia. Dessa forma, revisamos nossa previsão de déficit primário de R\$113,7 bilhões (-1,5% do PIB) para R\$230,4 bilhões (-3,1%). A redução de receita recorrente proveniente do menor crescimento do PIB, menores receitas petrolíferas e maiores gastos para combater o Covid-19 são responsáveis pela maior parte da revisão.

Contas Externas

A recessão econômica e a taxa de câmbio mais depreciada resultarão em aumento do saldo da balança comercial entre outros efeitos ante nossa projeção anterior. Desse modo, prevemos maior saída de dólares do país em 2020 ante 2019. Devido à recessão esperada para o ano, das perspectivas mais desfavoráveis para situação fiscal do país, do menor nível de taxa de juros doméstica, de preços de commodities mais baixos e de um dólar mais forte, revisamos nossa previsão de câmbio para R\$4,80/US\$ vs. R\$4,10/US\$ anteriormente.

BTG Pactual digital - Macro
Research

Álvaro Frasson
São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.
economia@btgpactual.com

Atividade Econômica: ajuste fino nas projeções

Os primeiros sinais para atividade econômica apontam para forte contração. Ainda é cedo para averiguar o tamanho do impacto e duração das paralisações e suas consequências. Porém, temos visto revisões sequenciais significativas de crescimento da China, Europa e EUA, que apontam para uma contração do PIB global em 2020. No Brasil, alguns indicadores divulgados apontam que o choque deve ser altamente contracionista. A ACSP (Associação dos Comerciantes de São Paulo) divulgou uma queda de 16,7% nas consultas ao bureau de crédito – dado que costuma antecipar os movimentos do varejo - no final de semana de 14 a 15 de março em relação a 2019. Também com foco no comércio, a Cielo divulgou uma queda do faturamento nominal no varejo brasileiro de 5,4% até o dia 19 de março em relação a fevereiro, com base nos seus dados internos. Já a CCR apontou para uma queda de 6,4% do fluxo de veículos a passeio nas vias sob sua gestão, na comparação anual da semana de 13 a 19 de março, enquanto o fluxo de veículos comerciais subiu 16,2% no mesmo período. Por fim, o volume de tráfego nas grandes capitais, em especial em São Paulo, também aponta para um forte recuo da atividade econômica.

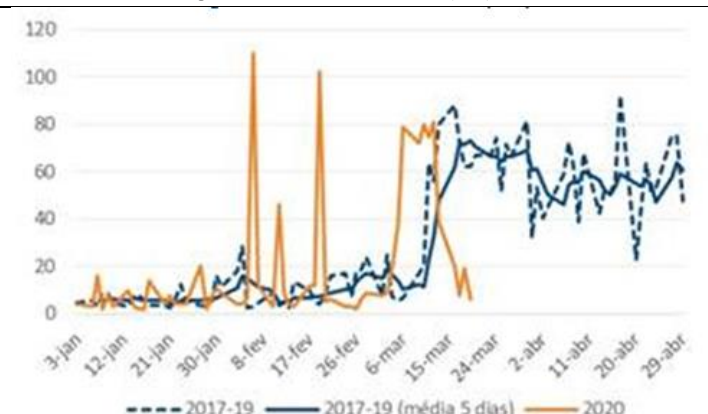
Revisamos nossa projeção de crescimento do PIB em 2020 para -1,5%. Os indicadores divulgados até então bem como o forte aperto das condições financeiras apontam para uma contração do PIB da ordem de 5% a/a. Apesar da elevada incerteza, por ora, estamos considerando uma queda nessa magnitude por alguns meses e uma retomada da economia a partir do 3T20. Vale destacar que acreditamos que algumas medidas adotadas pelo governo brasileiro – como a antecipação do pagamento do 13º de aposentados e pensionistas do INSS para maio e do abono salarial para junho além de recursos extras para trabalhadores informais -, bem como os demais estímulos fiscais e monetários nas diversas economias do mundo, podem mitigar em parte o choque negativo das paralisações por conta do coronavírus. Assim, nossa projeção de crescimento para 2020 foi revisada para uma contração de 1,5%, vindo de um crescimento de 1,4% anteriormente. Porém, não descartamos uma queda ainda mais pronunciada da atividade econômica, da ordem de 10% a/a por um par de meses, o que culminaria com uma queda mais pronunciada do PIB (entre 3% e 4%). Além disso, há muita incerteza a respeito da recuperação da atividade pós dissipação do choque do coronavírus, dada suas possíveis consequências sobre o mercado de trabalho e de crédito. Nosso cenário base contempla uma retomada da trajetória de recuperação da atividade econômica em função dos estímulos monetários e fiscais, que também serão implementados nas economias avançadas e que devem fazer a economia global acelerar em 2021. Assim, revisamos nossa expectativa de crescimento do PIB em 2021 para 3,0%, vindo de 2,0%.

Gráfico 1: Consultas ao Crédito vs Vendas no Varejo (a.a.%)



Fonte: ACSP e IBGE.

Gráfico 2: CET tráfego na cidade de São Paulo (Km)



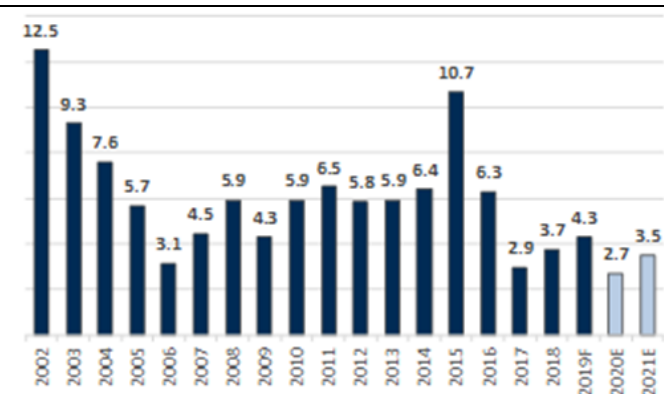
Fonte: CET, Bloomberg e BTG Pactual.

Inflação: Pandemia deve exercer pressão baixista sobre a inflação

A inflação mensal deverá entrar em terreno negativo nos próximos meses. Ainda que todos os preços devam ser influenciados, direta ou indiretamente, pela pandemia, alguns setores serão mais afetados que outros. O principal fator baixista será a queda acentuada nos preços de combustíveis. O preço internacional da gasolina caiu cerca de 70% desde o início do ano, levando a Petrobras a cortar seu preço de distribuição em cerca de 40% (novos cortes deverão acontecer). Além disso, itens relacionados a turismo como passagens aéreas, pacotes turísticos e hospedagem deverão ter quedas de preço acentuadas devido à demanda efetivamente inexistente. Ainda assim, há ainda muita incerteza, pois, a imposição de quarentena nacional pode levar a corridas a supermercados e escassez de produtos básicos, gerando pressão inflacionária. Outra fonte de incerteza são as mudanças metodológicas feitas pelo IBGE nos itens com coleta de preços presencial afim de se adequar às regras de distanciamento social. Diversos itens passarão a ter coleta online, enquanto outros (em especial, alguns serviços) podem não ter preços disponíveis. Não está claro que tipo de viés essas mudanças poderão ocasionar. Ainda assim, com a queda substancial no preço dos combustíveis, acreditamos que a inflação mensal ficará em terreno negativo nos próximos meses

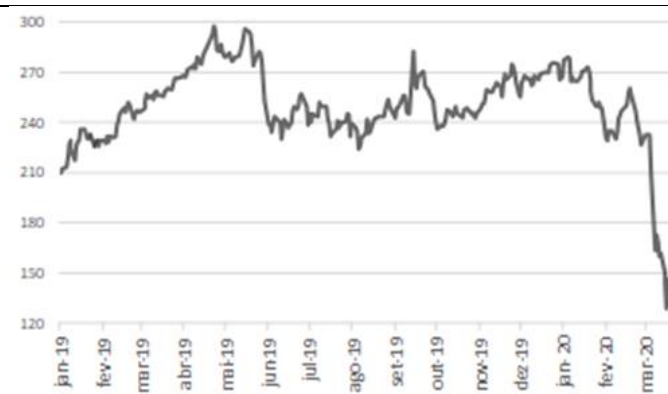
As perspectivas de longo prazo para a inflação dependerão de quão rápido a pandemia é resolvida e seu impacto na economia. À médio e longo prazo, a pandemia de Covid-19 equivale a um enorme choque negativo de demanda. Com uma elevação acelerada (e possivelmente prolongada) do desemprego, a inflação de serviços deverá permanecer baixa pelos próximos 2 anos. Uma resolução da pandemia eventualmente levará a uma apreciação cambial, adicionando um novo vetor baixista. E o petróleo, ainda que os preços correntes sejam insustentáveis, deverá demorar até voltar ao nível de preços anterior à crise. Dessa forma, as perspectivas para a inflação de 2021 se tornaram mais benignas. Quão benignas, no entanto, dependerá de quão rápido as economias mundial e brasileira se recuperarão. Quanto tempo durarão as quarentenas? A atividade irá voltar imediatamente após o fim dessas? Os preços de commodities se recuperarão rapidamente? Essas são algumas das perguntas que, no fim, irão determinar o cenário de inflação para os próximos 2 anos. À medida em que estas questões forem sendo respondidas, o cenário irá ficar mais claro. No momento, vamos revisar nossa projeção para o IPCA de 2020 de 3,3% para 2,7% e o IPCA de 2021 de 3,7% para 3,5%. No entanto, acreditamos que novas revisões provavelmente se mostrarão necessárias.

Gráfico 3: IPCA (% a.a.)



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Gráfico 4: Preços do Petróleo Brent (em Real)



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Política Monetária: Espaço para ir a frente

Sem interrupção. Após uma grande mudança de cenário, o Comitê de Política Monetária (Copom) reduziu a taxa de juros Selic em 50 pontos-base em sua reunião de março para 3,75% a.a., como esperávamos. O comunicado da reunião foi mais “hawkish” que o esperado, mas a ata da mesma reunião levou a uma conclusão distinta, mais tranquila, ainda que cautelosa. A ata revelou que simulações, discutidas na reunião do Copom, mostraram que seria necessário um corte superior a 50 pontos-base para compensar o impacto da pandemia na demanda doméstica. Acreditamos que o banco central usará esse espaço e voltará a flexibilizar a política monetária até o final do ano.

Impactos da pandemia. O Copom entende que a pandemia terá um efeito contracionista extremamente significativo na atividade econômica global e que as medidas fiscais e monetárias adotadas tendem a mitigar apenas uma pequena parcela desses efeitos. Segundo o comitê, os canais de transmissão pelos quais o surto afetará a atividade brasileira envolvem (i) um choque de oferta, de pequena importância quantitativa, em função do baixo grau de abertura da economia brasileira e (ii) uma escassez de demanda, decorrente do aumento da incerteza e das restrições sanitárias impostas, cujo efeito tende a ser bastante significativo. Na inflação, o choque de custo provavelmente implicará um forte impacto deflacionário no curto prazo, mas, segundo o comitê, precisa ser colocado em perspectiva devido à sua natureza temporária. Dito isso, as previsões do Copom mostram inflação abaixo da meta tanto para 2020 como para 2021.

Ainda cauteloso, mas com espaço para ir em frente. Em sua comunicação recente, o Copom afirmou que a deterioração do ambiente externo, frustrações com a continuidade das reformas e possíveis mudanças duradouras no processo de ajuste das contas públicas podem ameaçar a queda nas taxa de juros estrutural. Portanto, o comitê considerou que uma redução na taxa de juros para além de 50 pontos-base em março poderia se tornar contraproducente, resultando em um aperto das condições financeiras. Nesse contexto, o comitê entendeu que a atual conjuntura prescreve cautela na condução da política monetária, e neste momento vê como adequada a manutenção da taxa Selic em seu novo patamar. Todavia, o comitê também reconheceu que mais dados serão essenciais para determinar seus próximos passos e sabemos que a deterioração do ambiente global e a forte desaceleração da atividade doméstica se tornarão mais visíveis nas próximas semanas. Então, vemos a taxa Selic recuando para 3% ao fim do ano (com um corte adicional de 50 pontos-base em maio e outro de 25 pontos-base em junho), ação condicionada à estabilização dos preços dos ativos financeiros e à ausência de uma deterioração permanente do cenário fiscal. Neste momento, todavia, reconhecemos incerteza maior que a usual na definição da política monetária

Política Fiscal: Piora temporária?

Estimamos um déficit primário de R\$230bn para este ano. Após o duplo choque global, tanto do Covid-19 quanto da guerra de preço do petróleo entre a Arábia Saudita-Rússia, revisamos nossa projeção de déficit primário de R\$113.7bn (-1.5% do PIB) para R\$230.4bn (-3.1% do PIB). A piora das projeções decorre tanto da redução de receita recorrente proveniente do menor crescimento do PIB (de +1.4% para -1.5%) e menores receitas petrolíferas, quanto de maiores gastos para combater o Covid-19, notadamente maiores transferências de renda e despesas com o sistema de saúde. Para 2021, alteramos nossa estimativa de déficit para R\$159.8bn (de R\$82bn). A deterioração do cenário fiscal assume que as medidas terão caráter temporário e não afetarão a posição fiscal estrutural, apesar de ser muito cedo para termos certeza. A cada dia, praticamente, novas medidas são anunciadas, de modo que será necessário atualizar o cenário fiscal recorrentemente nos próximos dias, semanas e, talvez, meses. No tocante às expectativas para a dívida pública, apesar de ainda ser muito cedo para estimar integralmente seus efeitos nos principais drivers, nossa projeção aponta para 80.5% e 81% do PIB em 2020/21.

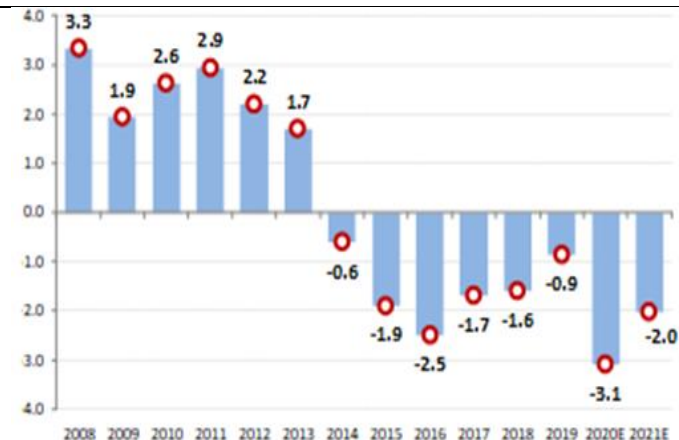
O grau de incerteza fiscal é elevado. Em razão da crise econômica e de saúde pública deflagrada, diversas medidas de natureza fiscal tem sido diariamente estudadas pelo governo e Congresso, dentre as mais recentes a criação de um novo orçamento, separado do atual, para atender a crise em “tempos de guerra” contra o Covid-19. A instituição de um regime fiscal extraordinário requer a aprovação de uma emenda à constituição (a ser elaborada) e, por ora, há poucos detalhes de como ele funcionaria. As informações iniciais sugerem que todas as ações de combate ao Covid-19, seja pelo lado da receita ou pelo da despesa, estarão sujeitas ao novo orçamento. Neste orçamento de “guerra”, não haverá quaisquer limites como aqueles definidos pelas regras de gasto e de ouro no orçamento atual. Além de inovações em matéria orçamentária, há também uma incerteza jurídica relevante, uma vez que o STF suspendeu por 180 dias o pagamento da dívida de alguns estados, incluindo o estado de São Paulo, com o Governo Federal. A decisão pode abrir caminho para que outros estados possam pleitear o mesmo, ampliando o impacto financeiro e as incertezas sobre a direção da política fiscal.

Gráfico 5: Dívida Bruta (% do PIB)



Fonte: Tesouro Nacional e BTG Pactual.

Gráfico 6: Resultado Primário Consolidado (% do PIB)



Fonte: Tesouro Nacional e BTG Pactual.

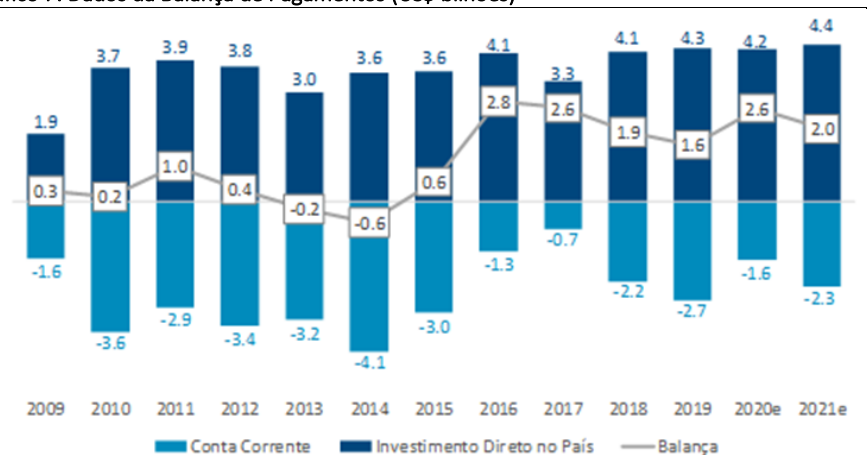
Setor Externo: Cenário desafiador deve levar câmbio para R\$/US\$ 4,80 ao final de 2020

A significativa depreciação cambial e recessão econômica reduzirão o déficit em transações correntes para US\$25 bilhões (-1,6% do PIB) em 2020. Reduzimos nossa projeção de déficit em transações correntes (TC) ante projeção anterior de US\$67 bilhões (3,6% do PIB) em função, principalmente, da redução da nossa projeção para o crescimento da atividade doméstica este ano e da expectativa de uma taxa de câmbio muito mais depreciada do que previsto anteriormente. A recessão econômica e o câmbio mais depreciado resultarão em: (i) redução expressiva das importações de bens, e consequentemente, aumento do saldo da balança comercial ante nossa projeção anterior (o menor crescimento global e a consequente diminuição acentuada dos preços das commodities no mercado internacional reduzirão as exportações, o que conterà um aumento mais expressivo do saldo comercial); e (ii) diminuição significativa das despesas líquidas com serviços (e.g. viagens internacionais – também impactadas pela pandemia do coronavírus – e transportes) e rendas (e.g. remessas de lucros e dividendos).

Crise provocada pela disseminação do Covid-19 diminuirá Investimento Direto no País. Reduzimos nossa projeção de Investimento Direto no País (IDP) em 2020 de US\$90 bilhões para US\$65 bilhões em 2020, em função, principalmente da crise provocada pela pandemia do coronavírus e suas implicações sobre as perspectivas de crescimento da economia brasileira no curto e médio prazo. A recessão doméstica também resultará em saída de investimentos estrangeiros em ações do país, o que se somará à significativa saída de dólares das rubricas do Balanço de Pagamentos que respondem ao diferencial de juros (e.g. investimento estrangeiro para títulos de renda fixa, empréstimos externos). Assim, prevemos provável maior saída de dólares do país em 2020 ante 2019.

Projetamos taxa de câmbio de R\$4,80/US\$ no fim de 2020. Havíamos destacado em nosso último relatório macro mensal que um dos principais riscos para o nosso cenário de câmbio e de contas externas era a continuidade de rápida disseminação do coronavírus. De fato, a rápida disseminação do Covid-19 pelo mundo e a consequente deterioração das perspectivas para (i) a atividade doméstica; (ii) o avanço da agenda de reformas no Congresso; e (iii) a dinâmica das contas públicas do país foram os principais determinantes da expressiva depreciação da taxa de câmbio no 1T20: de R\$4,02/US\$ no fim de 2019 para R\$5,08/US\$ no dia 23 de março. Em função da recessão esperada para o ano, das perspectivas mais desfavoráveis para situação fiscal do país, do menor nível de taxa de juros doméstica, de preços de commodities mais baixos e de um dólar mais forte do que prevíamos em nosso cenário anterior, revisamos nossa projeção para a taxa de câmbio para R\$4,80/US\$, ante previsão anterior de R\$4,10/US\$. A apreciação da moeda doméstica frente ao patamar atual assume que o surto do coronavírus estará controlado no Brasil e no mundo até o fim do ano.

Gráfico 7: Dados da Balança de Pagamentos (US\$ bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional e BTG Pactual

PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Atividade Econômica									
PIB Real (% a/a)	3.00	0.50	-3.55	-3.28	1.32	1.32	1.10	-1.50	3.00
PIB Nominal (US\$ bi)	2.468	2.455	1.796	1.800	2.062	1.884	1.840	1.516	1.742
Agricultura (% a/a)	8.36	2.79	3.31	-5.22	14.15	1.37	1.30	3.00	3.00
Indústria (% a/a)	2.17	-1.51	-5.76	-4.57	-0.50	0.54	0.50	-2.20	2.40
Serviços (% a/a)	2.75	0.99	-2.73	-2.22	0.77	1.48	1.30	-1.80	3.30
Consumo Privado (% a/a)	3.47	2.25	-3.22	-3.84	1.98	2.06	1.80	-0.50	2.50
Consumo Governo (% a/a)	1.51	0.81	-1.44	0.21	-0.67	0.36	-0.40	0.00	0.00
Investimentos (% a/a)	5.83	-4.22	-13.95	-12.13	-2.56	3.91	2.20	-4.10	6.70
Exportações (% a/a)	1.83	-1.57	6.82	0.86	4.91	4.00	-2.50	-3.80	4.20
Importações (% a/a)	6.67	-2.27	-14.19	-10.34	6.72	8.34	1.10	-3.50	4.30
Mercado de Trabalho									
Taxa de desemprego (% fim de período)	6.67	6.99	9.59	12.8	12.49	12.24	11.50	12.50	11.20
Taxa de desemprego (% média)	7.19	6.78	8.32	11.28	12.76	12.26	11.90	12.20	11.60
Inflação & Taxa de Juros									
IPCA (% a/a, fim de período)	5.91	6.41	10.67	6.29	2.95	3.75	4.31	2.70	3.50
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	1.52	5.31	18.06	5.49	8.00	6.22	5.53	2.30	5.60
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	7.30	6.74	8.50	6.54	1.34	2.91	3.88	2.80	2.70
IGP-M (% a/a, fim de período)	5.51	3.69	10.54	7.17	-0.52	7.50	7.30	4.00	3.70
Taxa Selic (% fim de período)	10.00	11.75	14.25	13.75	7.00	6.50	4.50	3.00	4.50
Taxa Selic (% média)	8.44	11.02	13.58	14.15	9.83	6.56	5.92	3.38	3.75
Balança de Pagamentos e Taxa de Câmbio									
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	0.4	-6.6	17.7	44.6	64.0	53.0	39.4	45.0	47.0
Exportações (US\$ bi) – BP	241.6	224.1	190.1	184.3	218.1	239.5	224.4	180.0	222.0
Importações (US\$ bi) – BP	241.2	230.7	172.4	139.7	154.1	186.5	185.0	135.0	175.0
Conta Corrente (US\$ bi)	-79.8	-101.4	-54.5	-24.2	-15.0	-41.5	-49.5	-25.0	-40.0
Conta Corrente (% PIB)	-3.23	-4.13	-3.03	-1.34	-0.73	-2.20	-2.69	-1.60	-2.30
Investimento Direto no País (US\$ bi)	75.2	87.7	64.7	74.3	68.9	78.2	78.6	65.0	75.0
Investimento Direto no País (% PIB)	3.05	3.57	3.60	4.13	3.34	4.15	4.27	4.20	4.40
Reservas Internacionais (US\$ bi)	358.8	363.6	356.5	365.0	374.0	374.7	356.9	320.0	330.0
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	2.36	2.66	3.96	3.26	3.31	3.88	4.02	4.80	4.30
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	2.16	2.35	3.34	3.48	3.19	3.66	3.95	4.85	4.50
Contas Fiscais									
Resultado Primário (% PIB)	1.70	-0.60	-1.90	-2.50	-1.70	-1.60	-0.86	-3.10	-2.00
Resultado Nominal (% PIB)	-3.00	-6.00	-10.20	-9.00	-7.80	-7.10	-5.94	-7.80	-6.20
Dívida Líquida (% PIB)	30.50	32.60	35.60	46.20	51.60	54.10	56.00	61.25	61.65
Dívida Bruta (% PIB)	51.50	56.30	65.50	69.90	74.10	77.20	76.20	80.55	81.00

Disclaimer Padrão:

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx