



Macro View

Macro Research

Novembro 2020

Álvaro Frasson
economia@btgpactual.com
@alvarosfrasson

Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com

A incerteza permanece

Resumo do Mês

Atividade Econômica

Elevamos nossa projeção de PIB: de -5,0% para -4,8% em 2020. O crescimento da atividade econômica em agosto veio em linha com nossas expectativas e indicadores iniciais para setembro sinalizam que a recuperação permaneceu forte até o final do trimestre. Assim, revisamos nossa projeção do PIB para o 3º trimestre de 7,2% t/t a.s. para 7,7% t/t a.s. e reduzimos nossa queda do PIB de 2020 de 5,0% para 4,8%. Para 2021, apesar de alguma melhora nos fundamentos na margem, as incertezas associadas à agenda fiscal permanecem elevadas e optamos por manter nossa previsão em 3,0%, enquanto acumulamos mais sinais sobre a resolução dessa agenda e sobre alguns riscos externos, como o ressurgimento da pandemia COVID-19.

Inflação

Nossa previsão para o IPCA para 2021 foi revisada de 3,0% para 3,2%. No último mês, a inflação de curto prazo surpreendeu, impulsionada pelo aumento extraordinário nos preços dos alimentos e, em menor grau, pela aceleração da inflação central. Embora as perspectivas para a inflação dos alimentos para 2020 permaneçam desfavoráveis, as perspectivas de uma reversão de preços também aumentaram levando-nos a revisar para baixo nossa previsão do segmento para 2021. Dito isto, revisamos para cima os núcleos de inflação (devido à maior expectativa de repasse e correções de preços pós-pandemia) e itens monitorados, no entanto, nos levaram a revisar nossa previsão do IPCA para 2021 de 3,0% para 3,2% a/a. Também revisamos nossa previsão para 2020 de 2,5% a/a para 3,3% a/a, em razão da maior inflação alimentar.

Política Monetária

À margem, mas vigilante. O Copom deve permanecer à margem por enquanto, monitorando sinais concretos sobre mudanças no regime fiscal (teto de gastos) antes de fazer mudanças mais significativas em sua postura política. Agora está monitorando cuidadosamente a inflação, mas ainda considera o choque temporário. No momento, continuamos esperando que a taxa de política termine este ano em 2% a/a e aumente para 3% a/a no próximo ano. Os riscos de uma normalização mais rápida e intensa da taxa permanecem associados principalmente ao fluxo de notícias na frente fiscal.

Política Fiscal

Esperamos um déficit consolidado ligeiramente menor para este ano, de R\$ 842 bilhões e, para 2021, de R\$ 203 bilhões. O superávit atualizado no resultado fiscal de estados e municípios e os recursos entupidos foram altamente relevantes. Do governo central, o conjunto de medidas COVID-19 totaliza R\$ 624 bilhões ou 8,6% do PIB. Apesar do menor déficit primário, a perspectiva fiscal permanece incerta, principalmente em função de vários riscos para os gastos. Diante desse cenário, onde é necessário cortar despesas para cumprir o teto de gastos em 2021, o cumprimento da âncora fiscal ainda é possível, embora desafiador.

Contas Externas

A dinâmica da conta corrente contínua (CC) favorável. O resultado da CC em setembro foi um superávit pelo sexto mês consecutivo e é compatível com um leve superávit este ano. A recuperação da atividade global e os efeitos defasados da forte depreciação de R\$ sobre as exportações contribuíram para aumentar o superávit da CC para US\$ 7 bilhões (0,5% do PIB) em 2021. O IED tem permanecido muito fraco nos últimos meses sem qualquer sinal de recuperação. Revisamos nossa previsão de taxa de câmbio para R\$5,50/US\$ no YE20 (de R\$5,35/US\$, anteriormente) devido principalmente à recente deterioração do cenário externo. Para 2021, mantemos nossa previsão de valorização de R\$5,10/US\$, condicionada à manutenção do regime fiscal. A deterioração do cenário para as contas públicas brasileiras é o principal risco para nossa previsão de taxa de câmbio no YE21.

Atividade: Declínio ligeiramente mais fraco em 2020

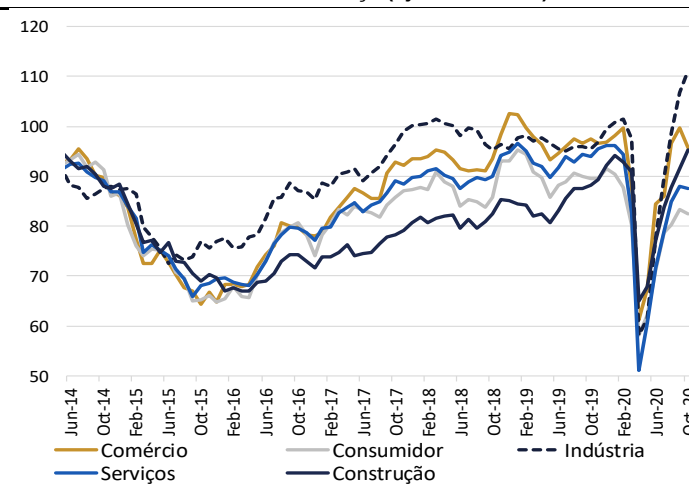
Lilian Ferro

Elevamos nossa projeção de PIB: de -5,0% para -4,8% em 2020. Em agosto, os indicadores continuaram sinalizando uma recuperação da atividade, embora a dinâmica permaneça heterogênea entre os setores. Assim, as vendas no varejo já estão acima dos níveis pré-pandemia, enquanto a produção industrial é apenas 2,6% menor. O setor de serviços, com desempenho mais modesto, permanece 9,8% abaixo dos níveis pré-pandemia. O crescimento da atividade em agosto veio em linha com nossas expectativas, e os primeiros indicadores para setembro sinalizam que a recuperação deve permanecer forte até o final do trimestre – com exceção das atividades de varejo, que provavelmente se acomodarão em alto nível. Sinalizamos crescimento de 14,3% m/m (a.s.) na produção de veículos em setembro e de 5,3% m/m (a/s) no licenciamento de veículos. Assim, em função dos sinais ainda positivos para a atividade em setembro, revisamos nossa previsão de crescimento do PIB do 3º trimestre de 7,2% t/t a.s. para 7,7% t/t a.s., e reduzimos levemente nossa queda do PIB de 2020 de 5,0% para 4,8%.

A confiança mostra sinais de resfriamento em outubro. Após a forte queda em março e abril, os indicadores de confiança da FGV subiram de maio a junho, recuperando boa parte das perdas no varejo e serviços, enquanto os indicadores para a indústria e a construção já superaram seus respectivos níveis pré-pandemia. Em outubro, no entanto, enquanto os indicadores de confiança da indústria e da construção continuaram crescendo, os indicadores de varejo e serviços sinalizaram um arrefecimento na margem. Como a própria FGV destacou, a incerteza sobre o período pós-Auxílio Emergencial (AE) provavelmente contribuiu para essa queda no mês. De fato, o AE, que exerceu uma contribuição relevante para a recuperação da atividade desde maio, foi reduzido em setembro (de R\$600/mês para R\$300; embora muitas pessoas ainda estejam recebendo as primeiras parcelas no valor mais alto) e destinado a um número menor de pessoas (em abril, 67,8 milhões de pessoas estavam elegíveis para receber AE vs. 56 milhões em agosto, conforme dados oficiais). Assim, a atividade provavelmente mostrará algum sinal de acomodação durante o 4T por causa do AE inferior. Ainda assim, com a forte recuperação da atividade durante o 3T, a transferência estatística para o 4T é alto, por isso mantivemos nossa expectativa de crescimento do PIB de 2,3% no 4T por enquanto.

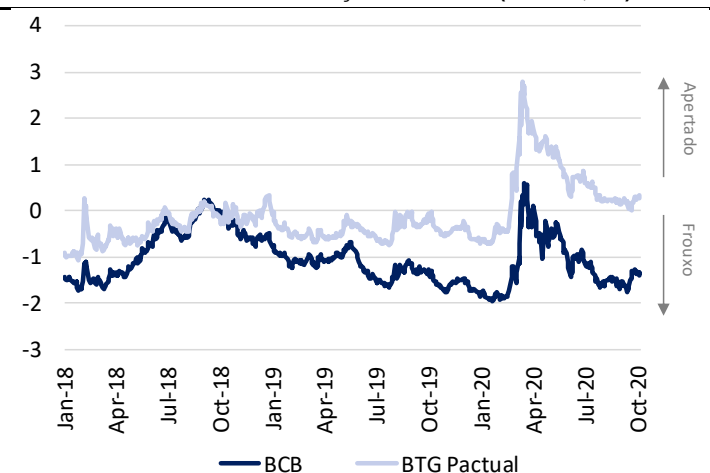
A previsão de crescimento para 2021 permanece em 3,0%, abaixo do consenso. Em setembro, os fundamentos domésticos apresentaram alguns sinais de melhora. Do lado do mercado de crédito, os empréstimos das famílias continuaram se recuperando, enquanto a inadimplência nos empréstimos não marcados voltou a um nível recorde de baixa. Do lado do mercado de trabalho, os dados da PNAD sinalizaram uma recuperação do emprego, embora leve em relação às perdas de emprego causadas pela Covid. No entanto, os desafios domésticos na frente fiscal permanecem consideráveis, limitando a flexibilização das condições financeiras. Assim, a redução do Auxílio Emergencial, que foi um dos principais motivos para a recuperação da atividade econômica até agora, provavelmente representará um desafio nos próximos meses. Por outro lado, as dúvidas sobre o formato de um novo programa e como isso seria acomodado no teto de gastos, arriscando a deterioração da dinâmica fiscal, acrescenta um grau adicional de incerteza que deve pesar na recuperação. Apesar da melhora dos fundamentos na margem, os desafios fiscais permanecem consideráveis, assim mantivemos nossa previsão de crescimento do PIB de 3,0% em 2021, enquanto acumulamos mais sinais sobre a resolução da agenda fiscal e sobre riscos externos, como o ressurgimento da pandemia COVID-19.

Gráfico 1: Indicadores de Confiança (ajuste sazonal)



Fonte: IBGE

Gráfico 2: Brasil Índice de Condição Financeira (z-score, a/a)



Fonte: FGV

Inflação: Projeções em alta

Bruno Balassiano

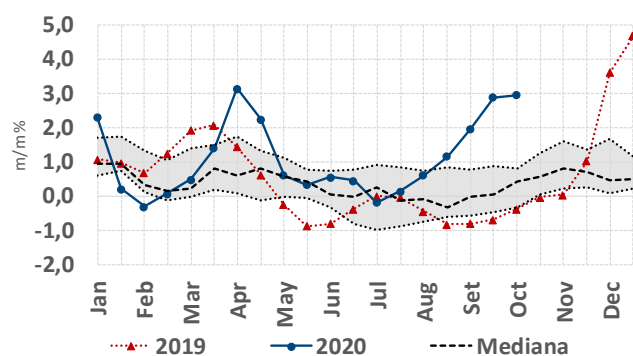
A inflação de curto prazo surpreendeu, com as perspectivas à frente continuando a se deteriorar como já observamos no mês passado. A maior parte da pressão ascendente continua a ser impulsionada pelo aumento extraordinário dos preços dos alimentos nas últimas semanas. No entanto, a aceleração da inflação tornou-se mais difundida, atingindo os segmentos de bens e serviços industriais, com taxas de difusão (% dos itens com impressões positivas) agora em alta. Embora a maioria dos fatores que impulsionam os componentes mais cíclicos da inflação pareçam ser temporários, eles certamente surpreenderam, levando a um aumento dos núcleos. A inflação do IPCA de 12 meses deve ficar próxima de 5% a/a em meados de 2021, antes de perder força no final do ano -- um número alto.

As previsões de curto prazo para a inflação dos alimentos continuaram a subir, mas as perspectivas de uma reversão de preços em 2021 também aumentaram. A pressão no segmento de alimentação em casa permanece generalizada e espera-se que os preços permaneçam em alta para a maioria dos itens até o final do ano. Mais recentemente, revisamos nossas previsões para 2020 para proteínas e alimentos frescos. Para os alimentos frescos, as perspectivas de um forte choque climático de La Niña aumentaram, ampliando a probabilidade de que o segmento possa acelerar ainda mais do que seu padrão sazonal tipicamente alto para o quarto trimestre. Nossa pesquisa de preços já sugere uma forte aceleração nas próximas semanas. Mas, embora as perspectivas para 2020 sejam piores, as chances de uma forte reversão de preços em 2021 aumentaram. As proteínas também provavelmente verão redução de preços, uma vez que as restrições de oferta doméstica terão diminuído e as exportações devem desacelerar graças à recuperação da capacidade de produção chinesa. Finalmente, alguma apreciação do real contribuirá para reduzir a inflação dos alimentos, reduzindo os custos. Dito isto, permanecem riscos altistas que podem limitar um retorno em 2021: clima desfavorável, preços altos de *commodities* e ainda forte demanda externa podem limitar o espaço para ajustes de preços para baixo no segmento.

A inflação do núcleo acelerou e provavelmente será alta para os próximos meses. As medidas principais ganharam força, impulsionadas pela maior inflação de serviços e bens industriais. Destacamos que, para ambos os segmentos, a pressão tornou-se bastante difundida, com taxas de difusão bem acima das observadas durante os primeiros meses da pandemia. Para bens industriais, há vários fatores por trás da aceleração. A depreciação do real e os custos mais altos ao longo da cadeia de suprimentos estão sendo repassados aos preços ao consumidor. A forte demanda do setor de construção civil pressionou os itens relacionados à construção/reforma. Quanto aos serviços, as perspectivas também pioraram. Embora a demanda fraca continue a limitar o aumento da inflação de serviços, alguns fatores específicos do setor podem empurrar o segmento para cima nos próximos meses. Uma inflação mais alta do IGP provavelmente levará a um aumento nos preços dos aluguéis, que são indexados à inflação do IGP-M. Como tal, também revisamos nossa previsão de inflação de serviços para 2020 e 2021.

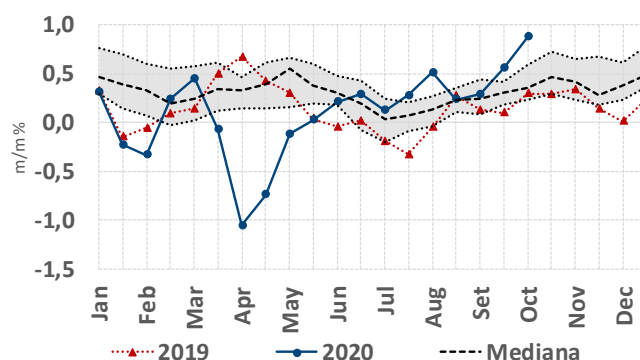
Revisamos nossa previsão para a inflação de 2021 de 3,0% a/a para 3,2% a/a. A revisão vem de inflação maior para bens industriais, serviços e, em menor grau, itens monitorados. Embora as perspectivas à frente tenham se deteriorado, acreditamos que, uma vez que os fatores transitórios diminuam, a inflação mensal provavelmente vai desacelerar no 2S21. Dito isso, os números de 12 meses atingirão níveis desconfortáveis nos próximos meses, tornando ainda mais importante que a agenda fiscal seja resolvida mais cedo ou mais tarde e a taxa de câmbio reaja positivamente a esse cenário. Por último, mas não menos importante, também revisamos recentemente nossa previsão para 2020 de 2,5% para 3,3% a/a.

Gráfico 3: IPCA, sazonal, alimentos em casa (MoM%)



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Gráfico 4: IPCA, sazonal, bens industriais (MoM%)



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Monetária: À margem, mas vigilante

Claudio Ferraz

Em linha. A decisão do Copom de outubro não foi surpresa, com o comitê optando por manter a taxa Selic em espera em 2% a/a mais uma vez. Como em setembro, a declaração pós-reunião soou ligeiramente *dovish* em relação ao consenso, especialmente dadas as preocupações crescentes em relação ao fluxo de notícias fiscais ultimamente. A mensagem de prescrição futura foi mantida, como esperado. Mas alguns esperavam um tom de aumento sobre os riscos, dado o ruído recente sobre o regime fiscal (ou seja, o teto de gastos). Apesar de uma nova rodada de surpresas positivas sobre os dados da atividade na margem, a comissão não fez grandes alterações em sua comunicação. E, mais visivelmente, sobre a inflação, embora o cenário tenha sido reexaminado, a conclusão permaneceu a mesma: o choque atual é temporário. Dito isso, o comunicado pós-reunião removeu referências a novos ajustes futuros da política monetária.

Atividade econômica: Sem grandes notícias. Como já vimos em setembro, apesar das surpresas positivas nos dados da atividade na margem, a comissão não fez grandes alterações em sua comunicação. A declaração pós-reunião apenas suprimiu a expressão "parcial", que qualificou a recuperação atual, substituindo-a por "desigual entre os setores". Para ser justo, com base no último relatório de inflação, o PIB do Copom para 2020 (em -5%) não é tão diferente do consenso atual do mercado (em -4,81% com base na última pesquisa Focus), praticamente idêntico à nossa estimativa atual. E, para 2021, recentemente tomou um caminho mais otimista e estima um crescimento do PIB de 3,9%, acima do consenso (agora em 3,42%, abaixo dos 3,5% de um mês atrás) e da nossa projeção de 3,0%.

Inflação: Ainda temporário? A reunião do Copom de outubro trouxe uma maior modificação na linguagem aqui, mas, importante, a conclusão permaneceu a mesma (ou quase). Apesar das últimas leituras, que vieram acima das expectativas e das revisões para cima das previsões para o final de 2020, o comitê manteve a visão de que o choque atual é temporário. Dito isso, o grau de firmeza nessa avaliação foi diminuído, porque o comitê comunicou que agora monitora cuidadosamente a evolução. Finalmente, as previsões condicionais permaneceram praticamente subjugadas. O cenário de base, com trajetória para a taxa Selic da pesquisa Focus (que termina 2020 em 2% e sobe para 2,75% em 2021 e 4,5% em 2022) e taxa de câmbio ajustada por PPP a partir de R\$ 5,6/USD, mostra inflação do IPCA de 3,1% para 2020, 3,1% para 2021 e 3,3% para 2022 (contra 2,1%, 2,9% e 3,3% anteriormente). No cenário com taxas de juros constantes de 2% e câmbio corrigido por PPP a partir de R\$ 5,6/USD, a inflação do IPCA está em 3,1% para 2020, 3,2% para 2021 e 3,8% para 2022 (contra 2,1%, 3% e 3,8%, anteriormente).

Orientação política: As condições de orientação para o futuro se reuniram novamente. As condições atuais continuam recomendando um estímulo monetário extraordinariamente forte, segundo o Copom. Por outro lado, a mensagem de orientação para o futuro foi mantida, e o comitê repetiu que não pretende reduzir o estímulo se as condições especificadas forem atendidas. De fato, as expectativas de inflação, bem como as projeções de inflação para seu cenário de base, estão significativamente abaixo da meta e o atual regime fiscal não foi alterado, enquanto as expectativas de inflação de longo prazo permanecem bem ancoradas. O comitê também repetiu que o espaço restante para o uso da política monetária, se existir, deve ser pequeno. Mas parou de falar sobre novos ajustes futuros da política monetária. O movimento parece adequado diante dos recentes riscos fiscais e da dinâmica da inflação.

Olhando para a frente: À margem, mas vigilante. No total, o Copom deve permanecer à margem por enquanto, monitorando sinais concretos sobre o regime fiscal (teto de gastos) antes de fazer mudanças mais significativas em sua postura política. Agora está monitorando cuidadosamente o recente aumento das leituras da inflação, mas ainda considera o choque como temporário. Com sua visão sobre a atividade e projeções moderadas de inflação, apesar do equilíbrio assimétrico dos riscos, ainda sinaliza taxas em espera por um período prolongado. Assim, continuamos esperando que a taxa de política termine este ano em 2% a/a e aumente para 3% a/a no próximo ano. Os riscos de uma normalização mais rápida e intensa permanecem associados principalmente ao fluxo de notícias na frente fiscal.

Fiscal: Principais riscos políticos e fiscais

Gabriel Barros

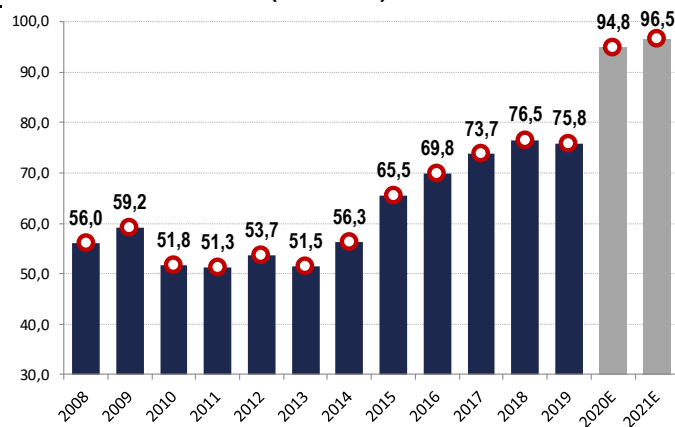
Menores números de déficit primário. Esperamos um menor déficit primário consolidado do setor público este ano e em 2021, principalmente graças ao superávit estimado no resultado fiscal de estados e municípios. Para este ano, esperamos um déficit de R\$ 842 bilhões (contra R\$ 898 bilhões) e para 2021, R\$ 203 bilhões (contra R\$ 220 bilhões). O repasse de R\$ 79 bilhões do governo federal influenciará fortemente o melhor resultado de estados e municípios, que de janeiro a setembro registrou superávit de R\$ 41,3 bilhões. Esperamos também um déficit do governo central menor, de R\$ 863 bilhões ou 11,9% do PIB, justificado principalmente pelo entupimento de recursos não gastos pelos ministérios (R\$ 20 bilhões). O conjunto de medidas para combater o COVID-19 com impacto primário anunciado até agora deve totalizar R\$ 624 bilhões ou 8,6% do PIB, com R\$ 586 bilhões no lado dos gastos e R\$ 38 bilhões relacionados a perdas de receita.

Os riscos fiscais estão bem e verdadeiramente vivos. Apesar de um déficit primário menor, a ancoragem da política fiscal continua sendo um grande desafio, principalmente em função de vários riscos: a desoneração da folha de pagamento para 2021, que poderia produzir gastos adicionais de R\$ 7 bilhões no próximo ano, o aumento dos investimentos públicos e o desejo de criar o Renda Cidadã, um programa nacional de renda básica que poderia custar pelo menos mais R\$ 20 bilhões/ano. Não há espaço no teto de gastos para acomodar toda essa expansão fiscal, a menos que haja uma ampla fusão de políticas sociais. Além disso, houve certa decepção com o ritmo das discussões da agenda de reformas no cenário político ultimamente, já que as eleições municipais e pandemias em curso estão ocupando os holofotes.

O cumprimento do teto de gastos continua sendo um desafio. O lento progresso no orçamento de 2021 no Congresso em um ano de eleições e as demandas por maiores gastos públicos produziram um cenário de grande incerteza sobre o futuro da política fiscal. Para tornar ainda mais desafiador o cumprimento da única âncora fiscal brasileira, a inflação utilizada como indexador de diversas despesas obrigatórias, como a previdência social e os gastos com benefícios previdenciários, virá acima do índice utilizado para corrigir o teto de gastos. Enquanto a inflação que corrigiu o teto foi de 2,1% (IPCA), o INPC provavelmente terminará 2020 em 4,1%. Calculamos que, devido apenas a essa incompatibilidade entre os índices, haverá um déficit de R\$ 20 bilhões para respeitar a regra fiscal em 2021.

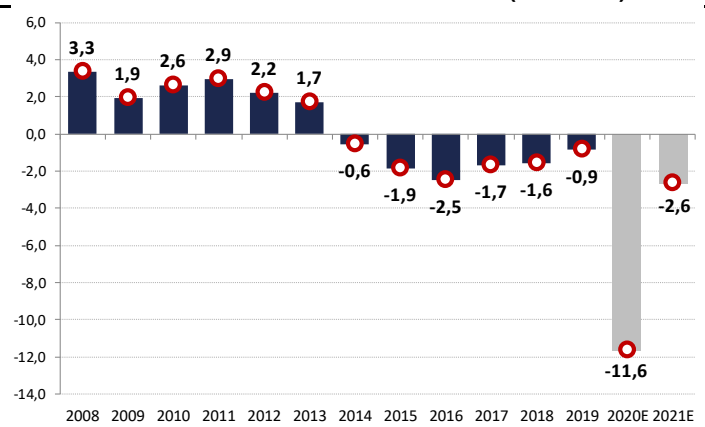
Trazer gatilhos é fundamental. Diante desse cenário, onde é necessário cortar R\$ 27 bilhões em despesas para cumprir o teto de gastos em 2021 e com riscos bem e verdadeiramente vivos, o governo tem encontrado dificuldade para reverter sua dívida pública, levando a uma deterioração do perfil da dívida, com a maior parte dos títulos emitidos sendo de curto prazo. Assim, a aprovação do projeto que não só avança como também intensifica os gatilhos inicialmente previstos na regra do teto de gastos é fundamental. A ativação (*ex ante*) dos melhores gatilhos do teto de gastos poderiam produzir uma economia significativa em 2021 (R\$ 43 bilhões) e 2022 (R\$ 69 bilhões), totalizando R\$ 112 bilhões. Embora desafiador, particularmente do ponto de vista político e dos efeitos colaterais da inflação mais alta, o cumprimento do teto de gastos ainda é possível.

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.

Externo: Dinâmica da conta corrente permanece favorável

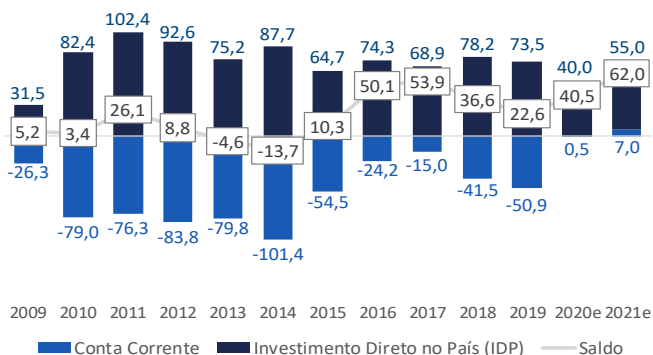
Iana Ferrão

Agora, prevemos uma taxa de câmbio de R\$5,50/US\$ no YE20 e de R\$5,10/US\$ no YE21. Revisamos nossa previsão de taxa de câmbio para YE20 (a partir de R\$5,35/US\$) em função principalmente da materialização de um dos principais riscos ao nosso cenário de câmbio este ano: uma segunda onda de Covid-19 no exterior. A incerteza fiscal acentuada e persistente também desempenhou um papel. Segue-se um importante risco positivo para o nosso cenário no final deste ano: sinais de maior deterioração das contas públicas graças, por exemplo, à opção de financiar o novo programa de previdência social (Renda Brasil) além de corte de despesas ou outra prorrogação do Auxílio Emergencial. A valorização do R\$ em 2021 será impulsionada principalmente pelo cenário externo menos desfavorável, assumindo fortes estímulos fiscais e monetários no exterior e pela recuperação da atividade global. Fatores domésticos, como o cenário negativo para as contas públicas e o nível de taxas de juros domésticas, reduzirão a valorização mais forte do R\$. A deterioração adicional das contas públicas brasileiras é o principal risco para nossa previsão de taxa de câmbio no YE21.

A dinâmica da conta corrente permanece favorável. O resultado da CC em setembro foi um superávit pelo sexto mês consecutivo – desta vez em US\$ 2,3 bilhões. Assim como nos meses anteriores, a melhora significativa do resultado da CC em setembro em relação ao mesmo período de 2019 deveu-se à forte queda nas remessas de lucros e dividendos, ao aumento significativo da balança comercial e à redução dos gastos líquidos com serviços. A forte depreciação do R\$ e a fraqueza da atividade doméstica continuarão a resultar em superávits de CC nos próximos meses. Em função da revisão em nossa projeção para o BRLUSD no 4T20, revisamos ligeiramente nossa previsão da CC em 2020 para um superávit de US\$ 0,5 bilhão (de zero). A recuperação da atividade global e os efeitos defasados da depreciação do R\$ sobre as exportações contribuirão para aumentar o superávit da CC para US\$ 7 bilhões (0,5% do PIB) em 2021.

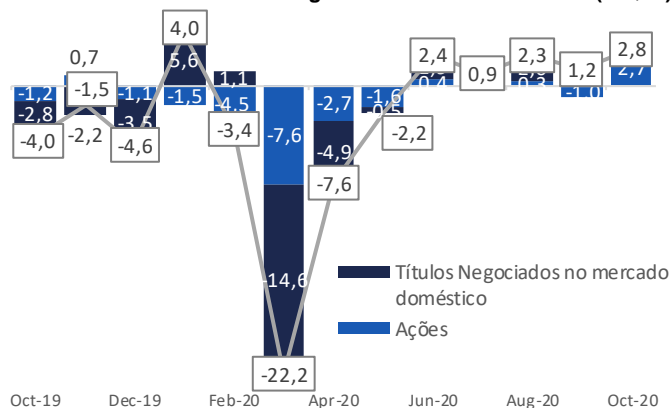
O IED tem permanecido muito fraco nos últimos meses sem qualquer sinal de recuperação. Esse cenário nos levou a revisar nossa previsão para o IED para US\$ 40 bilhões em 2020 (de US\$ 45 bilhões) e US\$ 55 bilhões em 2021 (de US\$ 60 bilhões). O IED aumentará em 2021, assumindo um cenário externo mais favorável, com maior liquidez de mercado e recuperação da economia doméstica. No entanto, esses investimentos permanecerão bem abaixo dos níveis dos anos anteriores (por exemplo, US\$ 74 bilhões em 2019). Quanto aos demais itens da conta financeira, destacam-se nos últimos meses: (i) entrada de dólares de investimentos estrangeiros em renda fixa por quatro meses consecutivos até setembro (o resultado parcial de outubro aponta para desaceleração da entrada de dólares nesta linha); (ii) fraco investimento estrangeiro em ações nos últimos meses, embora tenha havido uma forte entrada em outubro; e (iii) continuidade das saídas de câmbio de empréstimos externos. Como resultado de todos os fluxos, o déficit no mercado de Câmbio (lacuna financeira) tem se mantido baixo nos últimos meses.

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



Fonte: Banco Central do Brasil e BTG Pactual.

Gráfico 8: Investimento Estrangeiro em Portifólio – Mensal (US\$ bi)



Fonte: Banco Central do Brasil e BTG Pactual.

Projeções Macro | BTG Pactual

	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	-4,80	3,00
PIB Nominal (US\$ bi)	2.468	2.455	1.796	1.800	2.063	1.885	1.839	1.361	1.447
Agricultura (% a/a)	8,36	2,79	3,31	-5,22	14,15	1,37	1,25	1,50	3,00
Indústria (% a/a)	2,17	-1,51	-5,76	-4,57	-0,50	0,54	0,46	-4,40	4,00
Serviços (% a/a)	2,75	0,99	-2,73	-2,22	0,77	1,48	1,25	-5,60	2,70
Consumo Privado (% a/a)	3,47	2,25	-3,22	-3,84	1,98	2,06	1,80	-5,80	3,00
Consumo Governo (% a/a)	1,51	0,81	-1,44	0,21	-0,67	0,36	-0,44	-3,50	2,50
Investimentos (% a/a)	5,83	-4,22	-13,95	-12,13	-2,56	3,91	2,24	-10,50	4,50
Exportações (% a/a)	1,83	-1,57	6,82	0,86	4,91	4,00	-2,54	1,40	4,20
Importações (% a/a)	6,67	-2,27	-14,19	-10,34	6,72	8,34	1,11	-10,90	3,50
Mercado de Trabalho									
Taxa de desemprego (% fim de período)	6,67	6,99	9,59	12,79	12,48	12,22	11,54	16,00	13,50
Taxa de desemprego (% média)	7,19	6,78	8,32	11,28	12,76	12,26	11,93	13,80	14,20
Inflação & Taxa de Juros									
IPCA (% a/a, fim de período)	5,91	6,41	10,67	6,29	2,95	3,75	4,31	3,30	3,20
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	1,52	5,31	18,06	5,49	8,00	6,22	5,53	0,30	4,70
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	7,30	6,74	8,50	6,54	1,34	2,91	3,88	4,30	2,70
IGP-M (% a/a, fim de período)	5,51	3,69	10,54	7,17	-0,52	7,50	7,30	20,40	4,00
Taxa Selic (% fim de período)	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	3,00
Taxa Selic (% média)	8,44	11,02	13,58	14,15	9,83	6,56	5,92	2,81	2,17
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio									
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	0,4	-6,6	17,7	44,6	64,0	53,0	39,4	55,0	70,0
Exportações (US\$ bi) – BP	241,6	224,1	190,1	184,3	218,1	239,5	224,4	213,0	235,0
Importações (US\$ bi) – BP	241,2	230,7	172,4	139,7	154,1	186,5	185,0	158,0	165,0
Conta Corrente (US\$ bi)	-79,8	-101,4	-54,5	-24,2	-15,0	-41,5	-49,5	0,5	7,0
Conta Corrente (% PIB)	-3,23	-4,13	-3,03	-1,34	-0,73	-2,20	-2,69	0,00	0,50
Investimentos Direto no País (US\$ bi)	75,2	87,7	64,7	74,3	68,9	78,2	78,6	40,0	55,0
Investimentos Direto no País (% PIB)	3,05	3,57	3,60	4,13	3,34	4,15	4,27	3,30	4,10
Reservas Internacionais (US\$ bi)	358,8	363,6	356,5	365,0	374,0	374,7	356,9	355,0	350,0
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	2,36	2,66	3,96	3,26	3,31	3,88	4,02	5,50	5,10
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	2,16	2,35	3,34	3,48	3,19	3,66	3,95	5,25	5,25
Contas Fiscais									
Resultado Primário (R\$ bi)	91,3	-32,5	-111,2	-155,8	-110,6	-108,3	-61,9	-842,4	-202,5
Governo Central (R\$ bi)	75,3	-20,5	-116,7	-159,5	-118,4	-116,2	-88,9	-863,4	-204,0
Governos Subnacionais (R\$ bi)	16,6	-10,1	7,1	4,5	8,8	4,4	16,7	20,0	5,0
Estatais Federais (R\$ bi)	-0,5	-2,0	-1,7	-0,8	-1,0	3,5	10,3	1,0	-3,5
Resultado Primário (% PIB)	1,70	-0,56	-1,86	-2,48	-1,68	-1,57	-0,85	-11,63	-2,63
Resultado Nominal (% PIB)	-2,96	-5,95	-10,22	-8,98	-7,77	-7,08	-5,91	-16,13	-7,13
Dívida Líquida (% PIB)	30,50	32,59	35,64	46,14	51,39	53,65	55,70	65,81	67,53
Dívida Bruta (% PIB)	51,54	56,28	65,50	69,84	73,74	76,53	75,79	94,81	96,53

Disclaimer

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 de 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 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 a regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e à 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 o direito de eventualmente recusar 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. e 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, do qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital 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 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, total ou parcial, desse relatório de investimentos, 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