



Macro View

macro research

Janeiro 2021

Álvaro Frasson
economia@btgpactual.com
@alvarosfrasson

Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com

Grandes esperanças de um ano melhor pela frente

Resumo do Mês

Atividade Econômica

Crescimento do PIB de 3,5% em 2021. Neste ano, alguns fatores garantirão que a taxa de variação real do PIB cresça acima do potencial, com o forte carregamento estatístico, a campanha global de vacinação contra a COVID-19 e um ciclo de reconstrução de estoques. O fim das transferências de renda e a dificuldade em estender ou criar um novo programa são o principal risco negativo. O início do ano também pode sofrer com a escalada da COVID nas últimas semanas. Os atrasos contínuos no calendário de vacinação no Brasil também devem ser monitorados. Por enquanto, acreditamos que fatores positivos prevalecerão e o PIB deve permanecer em seu caminho de recuperação, terminando o ano em alta de 3,5%.

Inflação

Nossas previsões para o IPCA estão em 4,3% para 2020 e 3,4% para 2021. Os principais impulsionadores de 2020 continuaram sendo o segmento de alimentos em casa e, em menor medida, os bens industriais, mas os serviços também estão sob pressão. Assim, o IPCA de 2020 deverá ficar acima da meta de inflação (4%). Acreditamos que as perspectivas para 2021 permanecem voláteis em razão dos grandes riscos relacionados à inflação dos alimentos, com números mais elevados em serviços e itens monitorados, enquanto nossa previsão para bens industriais permanece a mesma.

Política Monetária

Elevação da Selic ainda no 2S21. No geral, a mensagem do Copom de dezembro considerou o cenário externo relativamente favorável, antecipa incertezas maiores do que as habituais sobre o ritmo da economia e, apesar das pressões inflacionárias acima do esperado, continua a considerar o choque atual como temporário. As previsões condicionais publicadas este mês também sugerem que não há necessidade de pressa, enquanto sinais sobre a remoção do FG indicam, no final, baixas chances de um movimento já na reunião de janeiro. Olhando para a frente, estamos atentos à confirmação de sinais (incipientes) mais favoráveis à inflação, à desaceleração da atividade no início de 2021 e, crucialmente, ao comportamento das expectativas de inflação. Por enquanto, mantemos nosso cenário de elevação das taxas a partir do 3T21, terminando o ano em 3,75% a.a.

Política Fiscal

Estimamos um déficit primário de -R\$ 748 bilhões para o setor público consolidado em 2020 (-10,1% do PIB). O governo central deve registrar um déficit de -R\$ 768 bilhões. Quanto à dívida bruta do governo geral, passará de 74,3% no ano passado para 90% do PIB no final de 2020. Para o próximo ano, a tarefa mais desafiadora para o governo federal será cumprir o teto de gastos, mas, mesmo em um contexto de despesas discricionárias estimadas já próximas ao nível mínimo, acreditamos que o governo será capaz de entregá-lo. Não obstante, reconhecemos que o equilíbrio de riscos está inclinado para o lado negativo.

Contas Externas

O saldo da CC e IED em 2021 será o mais alto da série histórica. Projetamos uma conta corrente próxima de zero em 2021. A melhora em relação a 2020 (déficit de US\$ 15 bilhões) será impulsionada principalmente pelo aumento das exportações, que por sua vez será explicado principalmente pela recuperação da atividade econômica global, aumento dos preços das *commodities* e um fraco R\$. A melhora no cenário externo também contribuirá para aumentar o IED para US\$ 55 bilhões em 2021 (de US\$ 38 bilhões em 2020). Reduzimos nossa previsão para a taxa de câmbio de R\$ 5,10/US\$ para R\$ 4,90/US\$ no YE21, graças principalmente ao cenário externo mais favorável no próximo ano.

Atividade: Recuperação deve continuar em 2021

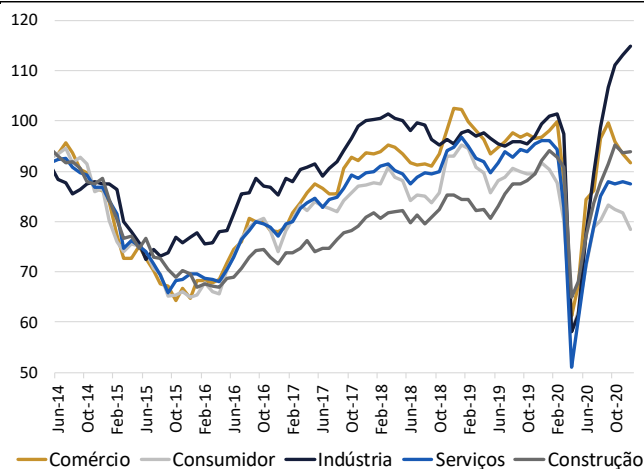
Lilian Ferro

Dados ainda mostram sinais de recuperação. No 3T, o PIB subiu 7,7% t/t a.s., registrando crescimento menor do que esperávamos (+9,1% t/t a.s.) e consenso de mercado (+8,8% t/t a.s.). A série de dados do PIB, no entanto, foi revisada para cima, compensando em grande parte a surpresa negativa com o resultado na margem. Além disso, os indicadores já saíram mostrando uma recuperação da atividade em outubro e novembro, embora o setor de serviços ainda esteja com baixo desempenho. No entanto, esperamos uma desaceleração pela frente. Evidências anedóticas e indicadores de confiança recentemente parecem corroborar esse risco, mas continuamos monitorando os dados. Assim, nossa previsão para o PIB do 4º trimestre é de crescimento de 2,5% t/t a.s. (-2,0% t/t), terminando 2020 em baixa de 4,2%.

A recuperação deve continuar em 2021. No próximo ano, alguns fatores provavelmente garantirão que o PIB cresça acima do potencial. Para começar, um forte carregamento estatístico causado pelo forte declínio do PIB no 2T20, seguido por uma recuperação no 3T. Assim, considerando nossa previsão de crescimento do PIB de 2,5% t/t no 4T, o rolamento para 2021 deve ser de ~3%. Além disso, apesar da recuperação em forma de V de alguns setores – como as vendas no varejo –, outros ainda estão bem abaixo dos níveis pré-pandêmicos – como serviços relacionados ao turismo. Assim, com as notícias positivas relacionadas a uma campanha de vacinação contra o coronavírus já em 2021, os setores mais afetados pelo isolamento social poderiam voltar aos seus níveis pré-pandemia ou pelo menos se aproximar deles, contribuindo positivamente para o crescimento do PIB. Finalmente, os estímulos do governo para conter os impactos da pandemia levaram ao aumento acentuado e inesperado na demanda por mercadorias, de modo que as evidências sinalizam um nível muito baixo de estoques na indústria no YE20. Assim, é provável que um ciclo de reconstrução de estoques comece em 2021, contribuindo também para o crescimento do PIB.

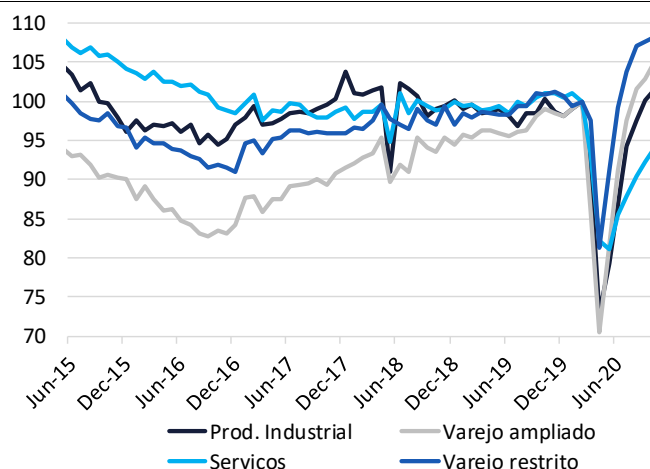
No entanto, os fundamentos e a pandemia ainda representam risco negativo para a atividade. Apesar dos fatores positivos mencionados acima, a atividade econômica provavelmente enfrentará desafios de crescimento em 2021. O principal deles está relacionado ao fim do Auxílio Emergencial, uma vez que este foi um importante vetor da recuperação a partir de 20 de maio (apesar de o programa terminar no final de dezembro, parte dos pagamentos aos trabalhadores deve continuar nas primeiras semanas de 2021, conforme cronograma de saques da Caixa Econômica). Além disso, o desemprego continua alto e o salário real ainda está ~R\$ 20 bilhões abaixo dos níveis pré-pandemia, de acordo com nossa estimativa mensal para a pesquisa da PNAD em outubro. Assim, o fim do programa de transferência de renda e a dificuldade em estender ou criar um programa por causa dos desafios fiscais é o principal risco negativo para a atividade econômica em 2021. Além disso, o início do ano também pode sofrer com o forte ressurgimento da COVID nas últimas semanas e seus efeitos sobre setores que dependem de menor distanciamento social. Atrasos no calendário de vacinação em nível global e no Brasil também devem ser monitorados. Por enquanto, continuamos acreditando que fatores positivos prevalecerão e, após uma desaceleração no 1T21, o PIB deve continuar sua trajetória de recuperação, encerrando o ano com crescimento de 3,5%.

Gráfico 1: Indicadores de confiança (ajuste sazonal)



Fonte: IBGE.

Gráfico 2: Indicadores de alta frequência (fev/20=100, a.s)



Fonte: FGV.

Inflação: Nossa previsão para o IPCA agora está em 3,4% para 2021

Bruno Balassiano

No último mês, a inflação continuou surpreendendo para o lado altista, com pressão generalizada entre os preços livres. Os principais impulsionadores continuaram a ser o segmento de alimentos em casa e, em menor grau, os bens industriais, mas os serviços também estão sob pressão. Além disso, uma elevação mais cedo do que o esperado, com a revogação do despacho de maio da ANEEL que suspendeu os custos adicionais de eletricidade sazonal em 2020, significou que a tarifa da bandeira de luz de dezembro foi definida no patamar Vermelho 2 (o nível mais caro), em oposição ao Verde (o mais barato), pegando praticamente todos os analistas de mercado de surpresa. Assim, a inflação do IPCA de 2020 deverá ficar acima da meta de inflação (4,0%) – muito distante da expectativa de inflação mediana de ~1,5% registrada no início de junho (conforme pesquisa Focus do BCB). Dito isto, alguns desenvolvimentos tardios também levaram a uma revisão para baixo da nossa previsão para o IPCA de 2021, principalmente o efeito base negativo da tarifa da Bandeira Tarifária de dezembro: embora tenha adicionado 40bps à inflação de 2020, ela retirou os mesmos 40bps a partir de 2021. A valorização do real nas últimas semanas e a revisão para baixo da previsão de câmbio de fim de ano de 2021 também levaram a revisões para baixo no segmento de alimentos em casa.

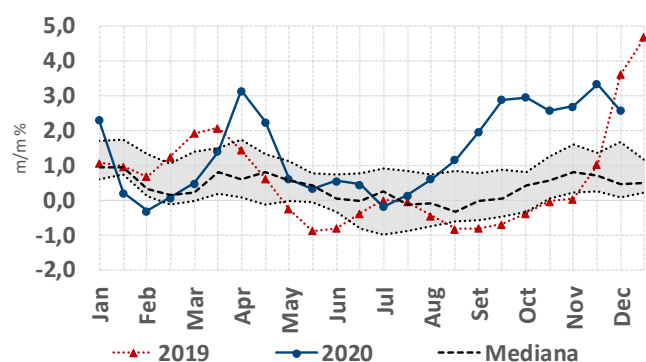
As perspectivas de curto prazo para a inflação dos alimentos melhoraram, mas os riscos positivos permanecem.

As perspectivas para o segmento permanecem altamente voláteis. Por um lado, o aumento extraordinário de 2020 estabelece uma base de comparação muito alta para a inflação de 2021. À medida que as restrições de oferta se flexibilizam e os preços se normalizam com novas safras, influenciados ainda mais pelo esperado abrandamento da demanda após o fim do auxílio emergencial, a base alta de 2020 se torna um poderoso vetor deflacionário. Por outro lado, nem todos os grupos alimentares devem ver essa flexibilização das restrições de oferta tão cedo: os alimentos frescos, por exemplo, passaram por reduções significativas na área de colheita devido à pandemia. Como tal, pode-se razoavelmente contemplar cenários em ambas as direções: sem choque climático e alta produtividade levando à deflação, ou um forte choque climático e baixa produtividade levando a mais um ano de altos preços dos alimentos. Por enquanto, revisamos para baixo nossa previsão para a inflação de alimentos em casa em 2021. Contudo, nossa avaliação dos riscos é a mesma: eles permanecem significativos e em ambas as direções.

Nossa avaliação da inflação de serviços e bens industriais permanece a mesma. Continuamos esperando uma aceleração em ambos os segmentos, mas houve alguns pequenos ajustes para cima em nossa previsão. Espera-se que a baixa demanda e o alto desemprego mantenham a inflação dos serviços baixa. Mas fatores específicos do setor, no entanto, levarão a alguma aceleração. Os descontos na educação continuaram até dezembro de 2020, o que significa que, uma vez que eles terminem em 2021, a inflação para o segmento vai acelerar. Em razão desses fatores, nossa previsão para a inflação dos serviços aumentou. Em bens industriais, nossa previsão permanece a mesma. Esperamos que o segmento acelere em 2021 graças ao repasse cambial, baixos estoques e restrições de oferta no início do ano.

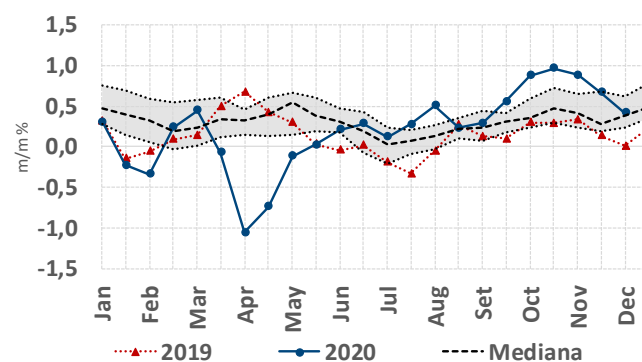
Nossas previsões para o IPCA agora estão em 4,3% para 2020 e 3,4% para 2021. A surpresa na tarifa da bandeira elétrica de dezembro foi o principal fator aqui, pois adicionou 40bps ao IPCA de 2020 e subtraiu 40bps a partir de 2021. Em outros lugares, as revisões para baixo da nossa previsão para 2021 para a inflação de alimentação em domicílio foram compensadas por pequenos ajustes para cima nos serviços e itens monitorados. Acreditamos que as perspectivas para 2021 permanecem altamente voláteis em consequência dos grandes riscos relacionados à inflação de alimentos, e as informações meteorológicas nos próximos dois meses serão fundamentais na determinação da produtividade agrícola.

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



Fontes: IBGE e BTG Pactual.

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



Fontes: IBGE e BTG Pactual.

Monetária: Aumento da Selic no 2S21

Claudio Ferraz

Lote de dezembro: Ainda sobre o comunicado. Sem surpresas, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic na mínima histórica de 2% a.a. em dezembro. Como nas reuniões recentes, o comunicado foi o principal evento. Nesse contexto, o destaque de dezembro foi, sem dúvida, o sinal de que, em breve, as condições para a manutenção da *forward guidance* (FG) podem não ser mais atendidas. Mas, depois de uma indicação contundente de uma possível remoção rápida na declaração pós-reunião, a ata e o Relatório de Inflação do 4T convergiram para uma abordagem mais sutil e, portanto, são baixas as chances de um movimento já na reunião de janeiro. Em outros lugares, como esperado, a mensagem geral do Copom foi de incerteza maior do que o habitual sobre o ritmo da economia à frente e, apesar das últimas pressões acima do esperado, um choque temporário da inflação.

Atividade econômica e inflação: Incertezas e previsões de inflação ainda abaixo da meta. No front da atividade, o Copom revisou as estimativas de crescimento para 2020-21. O PIB de 2020 está estimado em -4,4% (de -5%, anteriormente), enquanto o crescimento de 2021 foi revisado para +3,8% (de +3,9%). Apesar de leve, a revisão de 2021 mostrou demanda doméstica menos robusta. De fato, o comitê ainda está preocupado com uma recuperação mais gradual e continua observando o desempenho desigual dos setores, bem como monitorando a incerteza sobre o crescimento econômico. Sobre a inflação, as previsões básicas do BCB mostram que, no cenário cambial do PPC (partindo de R\$ 3,25/USD), os aumentos da taxa Selic a partir do 2S21 proporcionam inflação abaixo da meta em 2021 e estão alinhados com metas nos anos seguintes, sugerindo que não há necessidade de pressa na campanha de aperto por enquanto. Um aumento da taxa Selic no 2S21 faria o truque.

Forward Guidance: Em breve, mas não com pressa. Na ata de dezembro, o Copom avaliou os próximos passos da política monetária, especialmente sua cláusula de FG sobre a convergência de expectativas e projeções de inflação para a meta. O comitê concluiu que, embora o FG possa ser retirado em breve, isso não implicaria mecanicamente o aumento das taxas de juros. Lemos esta mensagem geral como mais condicional do que o sinal emitido no momento da declaração pós-reunião. A conferência de imprensa do Relatório de Inflação reforçou essa visão. Assim, apesar da comunicação de dezembro sinalizar a possibilidade de remover o FG "em breve", aparentemente o comitê não está prestes a se livrar dele. Em outras palavras, aparentemente o FG não será descartado já em janeiro, o que significa que a reunião de março parece uma aposta mais segura neste momento. Além disso, o aumento das taxas não é uma consequência direta e imediata da remoção do FG.

Olhando para a frente: Aumento da Selic ainda no 2S21. No geral, a mensagem do Copom de dezembro considera o cenário externo relativamente favorável, antecipa incertezas maiores do que o habitual sobre o ritmo da economia e, apesar das últimas pressões de inflação acima do esperado, continua a considerar o choque atual como temporário. As previsões condicionais publicadas este mês também sugerem que não há necessidade de pressa, enquanto sinais sobre a remoção do FG indicam baixas chances de um movimento já na reunião de janeiro. Olhando para a frente, estamos atentos à confirmação de sinais (incipientes) mais favoráveis à inflação, à desaceleração da atividade econômica no início de 2021 e, crucialmente, ao comportamento das expectativas de inflação. Por enquanto, mantemos nosso cenário de elevação da taxa Selic a partir do 3T21, terminando o ano em 3,75% a.a.

Fiscal: Ano desafiador pela frente

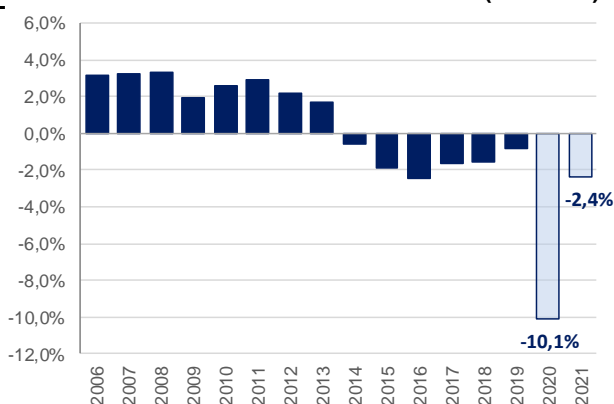
Fabio Serrano

Melhor ponto de partida. À medida que o final do ano se concretiza, o tamanho dos danos fiscais causados pela pandemia fica mais claro, e provavelmente será menos negativo do que se pensava anteriormente. Primeiro, porque nem todos os recursos aprovados para enfrentar o impacto da Covid-19 serão efetivamente utilizados, resultando em um déficit primário menor para 2020. E segundo, porque a recente revisão para cima dos números do PIB dos últimos dois anos reduziu a relação dívida/PIB de 2020 em 1,9 p.p. Assim, estimamos um déficit primário de -R\$ 748 bilhões para o setor público consolidado em 2020 (contra -R\$ 806,3 bilhões no mês passado), equivalente a -10,1% do PIB. O governo central deve registrar um déficit de -R\$ 768 bilhões, enquanto os governos subnacionais podem registrar um superávit de R\$ 22 bilhões, impulsionado por programas de transferência de receitas relacionados à Covid. Quanto à dívida bruta do governo geral, estimamos que passará de 74,3% no ano passado para 90% do PIB no final de 2020.

O teto de gastos é o principal desafio para 2021. Para o próximo ano, a tarefa mais desafiadora para o governo federal será cumprir o teto de gastos. Se nenhuma medida adicional for tomada, estimamos que o governo ultrapassará esse limite em ~R\$ 14 bilhões. O descompasso entre o IPCA de junho (índice de inflação que corrige o teto de gastos) e o INPC (índice que corrige os benefícios sociais do próximo ano) pressionou o teto de gastos em ~R\$ 25 bilhões, em um contexto de despesas discricionárias estimadas já próximas do nível mínimo necessário para evitar uma "paralisação" do governo. Mesmo que a tarefa exija esforços adicionais, acreditamos que o governo pode ser capaz de entregá-la. Até agora, o excesso de gastos parece gerenciável, e há opções para reduzi-los. Além disso, como prevemos uma desaceleração da inflação ao longo do 2S21, o mesmo descompasso que pressionará o teto em 2021 gerará uma situação mais confortável em 2022. Com um ano de antecedência, o governo também pode se sentir encorajado a permanecer no caminho da consolidação fiscal. Quanto à meta de déficit primário, fixada em -R\$ 247 bilhões para o governo central, acreditamos que a tarefa será mais fácil. As receitas do governo parecem estar subestimadas e projetamos um resultado de -R\$ 215 bilhões para 2021.

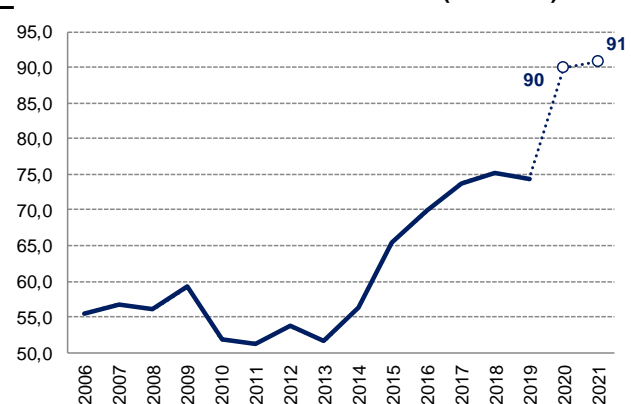
O equilíbrio de riscos inclinado para o lado negativo. Embora nosso cenário de base assumira não apenas que o governo cumprirá o teto de gastos, mas também que não será adicionalmente prejudicado no próximo ano, reconhecemos que o equilíbrio de riscos está inclinado para o lado negativo. Com os programas de ajuda emergencial chegando ao fim e a dinâmica da Covid-19 piorando nas últimas semanas, a pressão para estender programas de transferência de dinheiro, ou mesmo para implementar um novo benefício social, pode surgir novamente no início de 2021.

Gráfico 5: Resultado Primário Consolidado (% do PIB)



Fontes: Tesouro Nacional e BTG Pactual.

Gráfico 6: Dívida Bruta Governo Central (% do PIB)



Fontes: Tesouro Nacional e BTG Pactual.

Externo: Melhora nas contas externas em 2021

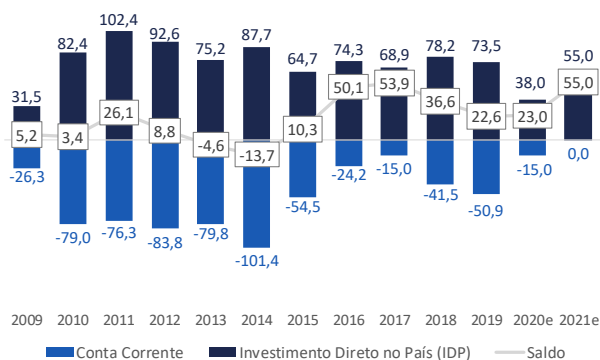
Iana Ferrão

Reduzimos nossa previsão para a taxa de câmbio para R\$ 4,90/US\$ no YE21. A revisão (a partir de R\$ 5,10/US\$) é impulsionada por melhores perspectivas para os preços das *commodities*. A valorização do R\$ em 2021 será explicada principalmente por um cenário externo mais favorável, assumindo fortes estímulos fiscais e monetários no exterior e pela recuperação da atividade global à medida que a vacinação anti-Covid-19 ganhar força. O aumento da taxa de juros doméstica no 2S21 também desempenha um papel. A deterioração adicional das contas públicas brasileiras é o principal risco para nossa previsão de taxa de câmbio no YE21.

Saldo da conta corrente próximo de zero em 2021. Mudamos nossa previsão para conta corrente em 2021 (de superávit de US\$ 5 bilhões) em consequência principalmente da revisão em nossa previsão para a taxa câmbio. A melhora em relação a 2020 (déficit de US\$ 15 bilhões, revisado de US\$ 9 bilhões) deve-se principalmente à elevação do saldo favorável da balança comercial, que por sua vez será impulsionada por maiores exportações. A recuperação da atividade econômica global, o aumento dos preços das *commodities* e o real fraco (depreciação do câmbio tem efeito defasado nas exportações) serão os principais impulsionadores do aumento das exportações. A diferença de produção e o nível ainda depreciado da moeda reduzirão um aumento maior dos gastos com serviços e renda. É importante destacar que as importações de plataformas de petróleo "fictícias", que não envolvem o fluxo de câmbio e totalizaram ~US\$ 8 bilhões em 2020, frearam um declínio mais forte no déficit da CC em 2020.

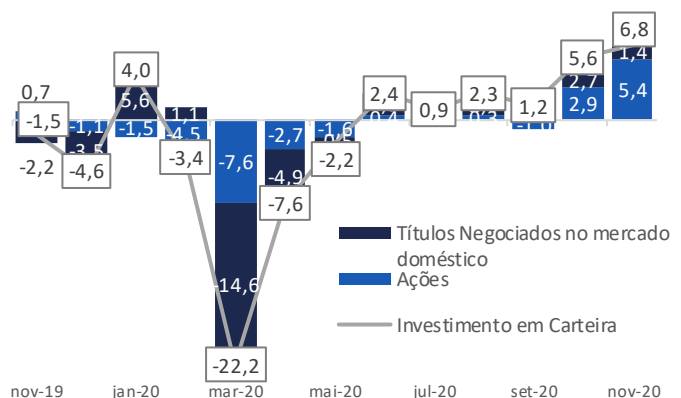
Mantemos nossa expectativa de IED de US\$ 55 bilhões em 2021. O investimento estrangeiro direto (IED) continua fraco e totalizará US\$ 38 bilhões em 2020, muito abaixo dos US\$ 69 bilhões de 2019. O declínio foi impulsionado principalmente pelo cenário externo desfavorável, que reduz o IED global. De fato, no 1S20, o IED global caiu 49%, queda ainda maior que a do IED no Brasil no mesmo período (-17%). Esperamos um aumento do IED em 2021, graças principalmente à melhora do cenário externo, com maior liquidez do mercado, e à recuperação da economia doméstica. O R\$ mais fraco impedirá um aumento maior desses investimentos. Como resultado, o saldo de CC e IED em 2021 provavelmente será o mais alto da série histórica.

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



Fontes: Banco Central do Brasil e BTG Pactual.

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



Fontes: 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	-4,20	3,50
PIB Nominal (US\$ bi)	2.468	2.455	1.796	1.800	2.063	1.885	1.839	1.436	1.570
Agricultura (% a/a)	8,36	2,79	3,31	-5,22	14,15	1,37	1,25	1,50	2,50
Indústria (% a/a)	2,17	-1,51	-5,76	-4,57	-0,50	0,54	0,46	-3,40	4,00
Serviços (% a/a)	2,75	0,99	-2,73	-2,22	0,77	1,48	1,25	-5,00	3,50
Consumo Privado (% a/a)	3,47	2,25	-3,22	-3,84	1,98	2,06	1,80	-5,70	3,50
Consumo Governo (% a/a)	1,51	0,81	-1,44	0,21	-0,67	0,36	-0,44	-2,90	2,50
Investimentos (% a/a)	5,83	-4,22	-13,95	-12,13	-2,56	3,91	2,24	-11,00	5,60
Exportações (% a/a)	1,83	-1,57	6,82	0,86	4,91	4,00	-2,54	2,10	4,20
Importações (% a/a)	6,67	-2,27	-14,19	-10,34	6,72	8,34	1,11	-13,80	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	4,30	3,40
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	1,52	5,31	18,06	5,49	8,00	6,22	5,53	2,70	4,30
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	7,30	6,74	8,50	6,54	1,34	2,91	3,88	4,90	3,10
IGP-M (% a/a, fim de período)	5,51	3,69	10,54	7,17	-0,52	7,50	7,30	23,14	4,30
Taxa Selic (% fim de período)	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	3,75
Taxa Selic (% média)	8,44	11,02	13,58	14,15	9,83	6,56	5,92	2,88	2,44
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	43,2	63,0
Exportações (US\$ bi) – BP	241,6	224,1	190,1	184,3	218,1	239,5	224,4	209,9	238,0
Importações (US\$ bi) – BP	241,2	230,7	172,4	139,7	154,1	186,5	185,0	166,7	175,0
Conta Corrente (US\$ bi)	-79,8	-101,4	-54,5	-24,2	-15,0	-41,5	-49,5	-15,0	0,0
Conta Corrente (% PIB)	-3,23	-4,13	-3,03	-1,34	-0,73	-2,20	-2,69	-1,10	0,00
Investimentos Direto no País (US\$ bi)	75,2	87,7	64,7	74,3	68,9	78,2	78,6	38,0	55,0
Investimentos Direto no País (% PIB)	3,05	3,57	3,60	4,13	3,34	4,15	4,27	2,70	3,70
Reservas Internacionais (US\$ bi)	358,8	363,6	356,5	365,0	374,0	374,7	356,9	357,0	360,0
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	2,36	2,66	3,96	3,26	3,31	3,88	4,02	5,15	4,90
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	2,16	2,35	3,34	3,48	3,19	3,66	3,95	5,16	5,05
Contas Fiscais									
Resultado Primário (R\$ bi)	91,3	-32,5	-111,2	-155,8	-110,6	-108,3	-61,9	-747,6	-205,3
Governo Central (R\$ bi)	75,3	-20,5	-116,7	-159,5	-118,4	-116,2	-88,9	-768,0	-215,0
Governos Subnacionais (R\$ bi)	16,6	-10,1	7,1	4,5	8,8	4,4	16,7	22,3	8,1
Estatais Federais (R\$ bi)	-0,5	-2,0	-1,7	-0,8	-1,0	3,5	10,3	-1,9	1,6
Resultado Primário (% PIB)	1,70	-0,56	-1,86	-2,48	-1,68	-1,57	-0,85	-10,10	-2,40
Resultado Nominal (% PIB)	-2,96	-5,95	-10,22	-8,98	-7,77	-7,08	-5,91	-14,90	-7,00
Dívida Líquida (% PIB)	30,50	32,59	35,64	46,14	51,39	53,65	55,70	60,60	61,90
Dívida Bruta (% PIB)	51,54	56,28	65,50	69,84	73,74	76,53	75,79	90,00	90,90

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 em fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, entre 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 em face de seus objetivos pessoais e de 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, estando 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 estar 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, deste 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, consequentemente, 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 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