

# Pesquisa Macroeconômica

## Brasil – Visão Macro

**Maio de 2021**

**Mansueto Almeida**  
Chief Economist  
mansueto.almeida@btgpactual.com  
+55 11 3383-9856

**Claudio Ferraz**  
Head – Brazil  
claudio.ferraz@btgpactual.com  
+55 21 3262 9758

**Bruno Balassiano**  
bruno.balassiano@btgpactual.com  
+55 21 3383 9854

**André Batista**  
andre.batista@btgpactual.com  
+55 21 3262-9843

**Bruno Delalibera**  
bruno.delalibera@btgpactual.com  
+55 11 3383-7113

**Bernardo Fernandes**  
bernardo.fernandes@btgpactual.com  
+55 21 3262-9059

**Iana Ferrão**  
iana.ferrao@btgpactual.com  
+55 11 3383-3453

**Fabio Serrano**  
fabio.serrano@btgpactual.com  
+55 11 3383-6400



Relatório Macro Mensal

**Maio 2021**

## Resumo – Resultados fiscais melhores em meio a uma atividade mais forte

**O resultado do PIB no 1º trimestre surpreendeu positivamente.** Com a melhor expectativa de crescimento para o restante do 1S21 e antecipando uma recuperação mais forte da economia no 2S21, revisamos nossa projeção para o crescimento do PIB de 2021 de 4,3% para 5,3%. Apontamos três riscos a serem monitorados: (i) a lentidão no ritmo de vacinação; (ii) uma nova onda da pandemia da Covid-19 devido a uma reabertura precipitada da economia; e (iii) possíveis restrições do lado da oferta. Para 2022, projetamos crescimento do PIB de 2,2%.

**A inflação perdeu força nos últimos meses,** devido à sazonalidade favorável dos preços dos alimentos e à redução dos números de serviços. No entanto, ela ainda está alta e esperamos que a inflação no segmento livre volte a acelerar à medida que a pandemia arrefeça. Os riscos de médio prazo continuam se elevando, apesar do melhor cenário para a taxa de câmbio. As perspectivas para a atividade econômica melhoram rapidamente e as expectativas de inflação aumentam sucessivamente. Somado a isso, os riscos advindos das tarifas de energia aumentaram devido aos baixos níveis dos reservatórios. Esses fatores devem elevar a inflação tanto em 2021 quanto em 2022. Dessa forma, revisamos nossa projeção para a inflação do IPCA em 2022 de 3,6% para 4,0%. Recentemente, também revisamos nossa projeção para o IPCA de 2021 de 5,3% para 5,7%.

**Redução do risco fiscal contribui para apreciação do câmbio.** Em nosso último relatório, destacamos que havia risco de uma apreciação mais significativa do Real caso houvesse uma redução importante da incerteza trazida pela pandemia e do risco fiscal, uma vez que esses fatores haviam levado a um descolamento expressivo entre a taxa de câmbio corrente e aquela sugerida pelos fundamentos. A redução do risco fiscal nas últimas semanas reduziu esse “gap”. Além da hipótese de menor descolamento, contribuíram para a revisão da nossa projeção de câmbio (R\$/US\$) no fim de 2021 de 5,30 para 4,90: (i) a maior taxa Selic; e (ii) a alta dos preços das commodities. Vale destacar que o saldo do resultado em transações correntes e do IDP (de US\$54 bilhões) será o maior da série histórica. Esse cenário, em conjunto com perspectivas mais favoráveis para investimentos em carteira, é compatível com fluxo mais robusto de dólares nos próximos trimestres e apreciação do Real.

**Melhora do cenário fiscal à frente.** A recuperação mais intensa da arrecadação federal e o crescimento mais forte do PIB nominal nos levaram a revisar as nossas projeções fiscais. O déficit primário do governo central esperado para 2021 foi reduzido para -R\$175 bilhões (meta oficial de -R\$247,1 bilhões). Para a dívida bruta, projetamos uma queda de 88,8% em 2020 para 81,6% neste ano, um cenário muito mais positivo do que o projetado há alguns meses. Contudo, a dinâmica da dívida ainda preocupa, e é importante que o país mantenha o compromisso com as reformas estruturais para consolidar o cenário de ajuste fiscal.

**Prossegue o ajuste célere na taxa de juros.** O COPOM elevará a taxa Selic em 75 pontos-base (pb) em sua reunião de junho. O comitê deve fazer uma revisão significativa de sua projeção de crescimento desse ano. Esse quadro, em conjunto com a deterioração do cenário para a inflação e das expectativas para 2022, além de novos choques que emergem no quadro inflacionário, deve afetar as projeções do comitê e seu balanço de riscos. O ajuste célere deve continuar.

## Atividade Econômica – Retomada econômica mais acelerada

**Aumentamos nossa projeção de crescimento para 5,3% em 2021.** A atividade econômica surpreendeu no 1º trimestre. Mesmo com o avanço da pandemia em março e as maiores restrições de mobilidade, dados setoriais da indústria e dos serviços vieram acima das nossas previsões e do consenso de mercado. A divulgação do PIB reforçou a tendência dos dados setoriais e surpreendeu positivamente, apresentando um crescimento de 1,2% t/t (a.s.) e de 1% a/a. Com esse resultado o carregamento estatístico para o ano é de 4,94%, ou seja, se a atividade econômica se estabilizar no patamar do 1T já teríamos um crescimento do PIB na ordem de 5%. Além disso, dados da confiança empresarial e relacionados ao varejo indicam que, apesar do impacto negativo de abril, a atividade econômica está mostrando sinais positivos para o 2T. De fato, a reabertura da economia e o auxílio emergencial trazem uma expectativa positiva para o trimestre. Nesse sentido, revisamos o crescimento do 2T de uma queda de -0,2% para um resultado estável de 0%. Soma-se a isso uma retomada mais acelerada no 2º semestre de setores ainda afetados pelo distanciamento social. Dessa forma, revisamos também nossa projeção de crescimento em 2021 de 4,3% para 5,3%.

**Fundamentos em recuperação.** Os indicadores relacionados ao mercado de crédito e de trabalho continuam apontando para uma recuperação dos fundamentos. Do lado do crédito, os dados de abril continuaram a tendência de alta nas concessões, mas desta vez foram puxados pelo lado das famílias com crescimento do crédito livre para PF de 4,2% m/m a.s. em termos reais. Com respeito aos demais indicadores, vale destacar que a inadimplência continua na mínima histórica. Esse efeito se deve à prorrogação do pagamento de empréstimos sem que isso precisasse ser registrado como atraso por parte dos bancos. Do lado do endividamento, embora exista uma contínua tendência de alta (atingiu 57,7% em janeiro versus 49,1% em fev/2020), esse aumento pode ser compensado nos próximos meses por uma melhora na renda das famílias por conta das perspectivas de retomada do mercado de trabalho. Dados do CAGED, por exemplo, mostram uma tendência positiva para o mercado de trabalho com um saldo de 120 mil vagas criadas em abril (63 mil vagas a.s.). Apesar desse quadro mais otimista para o mercado de trabalho não se confirmar nos dados da PNAD, em nossa visão o CAGED está sendo uma melhor medida para o mercado formal pela maior aderência com os indicadores de atividade econômica.

**Resultados setoriais reforçam a expectativa mais otimista para o ano.** O setor de serviços apresentou alta de 0,4% t/t a.s. no resultado do PIB do 1T. Embora o resultado a/a mostre que o setor de serviços ainda esteja sofrendo com a pandemia (-0,8% a/a), vale notar que mesmo com o aumento das restrições de mobilidade, o comércio teve crescimento de 1,2% t/t (a.s.) e já está 3,5% acima do 1T20. O resultado positivo indica maior resiliência do setor mesmo com segmentos como vestuário, móveis e eletrodomésticos e venda de veículos apresentando forte retração em março. Em resumo, o resultado de serviços foi melhor do que o esperado e indicadores do varejo para o mês de maio já apontam uma tendência positiva para o setor.

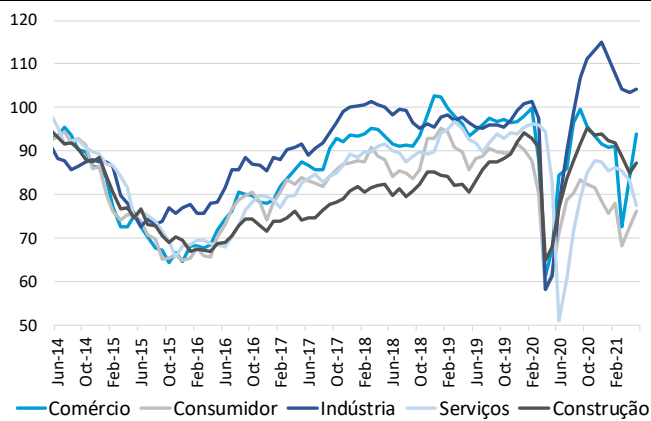
O setor industrial teve crescimento de 0,7% t/t a.s. e de 3% a/a. Na margem, a indústria de transformação foi o único segmento com resultado negativo devido, principalmente, à queda observada para o mês de março. Os resultados da pesquisa mensal da indústria de abril já trazem informações mais atuais e mostram que, embora a indústria tenha apresentado queda de -1,3% m/m (a.s.), alguns setores começaram a se recuperar, como é o caso do setor automobilístico (veículos automotores, reboques e carrocerias). Além disso, 8 dos 26 setores ainda apresentaram crescimento em abril, mesmo com o pior mês da pandemia em termos de números de mortes. Vale destaque para a produção de bens de capital que se encontram acima dos níveis pré-pandemia, acompanhando o forte aumento dos investimentos observado pelo lado da demanda.

**Apontamos 3 riscos a serem monitorados.** O primeiro está associado a um menor ritmo de vacinação, com a persistência de novos casos e números de mortes em patamares elevados e superiores ao mesmo período do ano passado, levando a uma retomada mais gradual no segundo semestre. Um outro risco é uma nova onda do coronavírus devido a uma possível reabertura precipitada da economia em um momento em que o nível de mortes e novos casos ainda continua alto. Por fim, restrições do lado da oferta também podem prejudicar a recuperação da economia no 2º semestre. De fato, problemas de coordenação na cadeia produtiva que levem a falta de matéria-prima em alguns setores e um cenário mais adverso para custos de energia por conta do baixo nível dos reservatórios, são riscos que podem afetar o desempenho econômico neste ano.



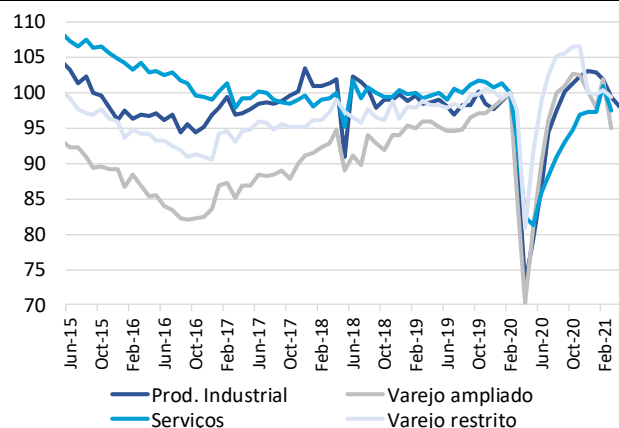
**Para 2022 esperamos crescimento de 2,2%.** Por fim, vale notar que o crescimento para 2022 tem como desafio um provável carregamento estatístico bem mais baixo (~0,7%) segundo nossas projeções. Além disso, efeitos defasados de política monetária mais contracionista em 2021 e uma redução dos estímulos globais também trazem uma pressão baixista para a atividade econômica. Por outro lado, a economia ainda estará em um ciclo econômico positivo e não podemos descartar uma reação mais forte da atividade no final deste ano e no início do próximo, quando tivermos uma reabertura definitiva pós-pandemia. Assim, considerando os pontos levantados, projetamos uma taxa de crescimento de 2,2% para 2022.

**Gráfico 1: Indicadores de confiança (a.s.)**



Fonte: FGV e BTG Pactual

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



Fonte: IBGE e BTG Pactual

## Inflação – Riscos de médio prazo seguem altistas

**A inflação seguiu desacelerando ao longo do último mês, mas continua elevada.** A desaceleração recente é parcialmente movida por sazonalidade favorável para a inflação de alimentos. O fim do verão marca o pico da safra de verão para diversas culturas e a entrada do clima mais ameno de outono e inverno, quando a produtividade e a oferta de alimentos in natura aumentam. Mas a desaceleração não foi contida ao segmento de alimentação: como mencionamos em nossos últimos relatórios, a segunda onda da pandemia de coronavírus e o aumento nas medidas de distanciamento social resultaram em uma queda temporária na demanda por serviços. Medidas de mobilidade urbana se mostraram menos sensíveis à piora da pandemia quando comparadas à primeira onda, em 2020. No entanto, a Pesquisa Mensal de Serviços do IBGE para maio indica uma queda acentuada nos serviços prestados às famílias (-27% m/m s.a.), reforçando nossa percepção de que a desaceleração da inflação de serviços ao longo do último trimestre resulta diretamente da piora da pandemia observada ao longo dos últimos meses. Isso implica que a desaceleração é temporária: à medida em que a vacinação avance e a demanda por serviços se normalize, esperamos que o núcleo de serviços volte a acelerar. Não há muitas notícias boas do lado da inflação... O segmento de bens industriais segue pressionado e provavelmente acelerou em maio. A inflação de bens segue altamente disseminada e leituras recentes de IGP sugerem que custos continuam se acumulando (IGP-M de maio registrou alta de 4,10% m/m) e o repasse para a preços de bens industriais não deve terminar tão cedo. Dessa forma, consideramos que a desaceleração recente da inflação de preços livres é temporária.

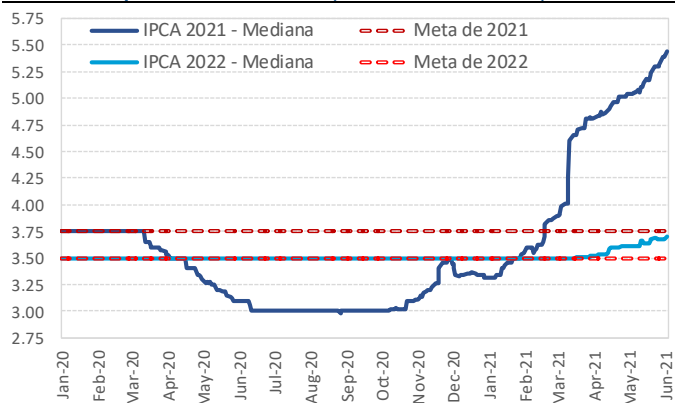
**A despeito da apreciação cambial recente, riscos de médio prazo seguem altistas.** A melhora nas perspectivas para os indicadores fiscais tem resultado em expressiva apreciação cambial. A luz da melhora no cenário fiscal, nossa própria projeção para a taxa de câmbio ao final de 2021 foi revisada para baixo. O câmbio mais apreciado deverá reduzir em alguma medida a aceleração esperada para o 2º semestre de 2021 diminuindo a pressão sobre a inflação de alimentos e combustíveis. Contudo, acreditamos que essa pressão baixista tende a ser limitada uma vez que o setor de alimentos (assim como a indústria geral) ainda enfrenta restrições de oferta e a apreciação cambial recente compensa apenas parcialmente os custos significativos acumulados pelo setor industrial. Ainda que a taxa de câmbio se encontre em nível mais apreciado, também houve aumento de riscos altistas: as perspectivas para a inflação de energia elétrica vêm se tornando mais adversas devido aos baixos níveis de reservatórios – preços mais altos de energia elétrica deverão pressionar a inflação tanto de 2021 quanto de 2022; atividade econômica vem surpreendendo positivamente – nossa revisão para o PIB de 2021 implica que o hiato do produto agora fecha no

final do 2T22, e não mais no início de 2023; as expectativas de inflação seguem em elevação e se encontram acima da meta; e a inflação de curto prazo segue elevada.

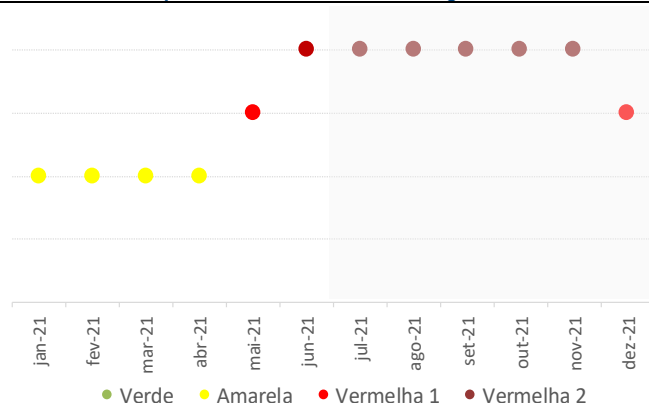
**Melhora nas perspectivas para a recuperação da atividade econômica e aumento nas expectativas de inflação resultarão em IPCA mais elevado em 2022.** Ao longo dos últimos meses, o cenário de atividade econômica melhorou sensivelmente, levando a revisões altistas significativas nas projeções para o PIB de 2021. Caso a atividade corresponda às expectativas, o hiato do produto em 2022 será menor do que se assumia anteriormente. Essa revisão tem implicações importantes para a dinâmica inflacionária em 2022: ainda que esperemos uma recuperação gradual no mercado de trabalho, o desempenho mais favorável da atividade econômica deverá pressionar os componentes mais cíclicos da inflação. Evidências de países com programas de vacinação mais avançados apontam para uma manutenção de níveis elevados de consumo. Dado o cenário mais promissor para a recuperação econômica e a acumulação significativa de poupança ao longo do último ano, nos parece haver razões para acreditar que o padrão de consumo no Brasil ao longo dos próximos trimestres irá se comportar de maneira semelhante. Demanda agregada mais elevada também pode resultar em maior persistência dos problemas de oferta que vêm pressionando preços de bens industriais. A melhora de cenário econômico não passou despercebida por analistas de mercado: as expectativas de inflação para 2021 e 2022 vêm sendo revisadas sistematicamente para cima, com a mediana de 2022 se aproximando de 3,7% (a meta é 3,5%). Acreditamos que as expectativas de inflação ainda não refletem inteiramente a mudança de cenário para atividade econômica e esperamos que esses indicadores sigam em alta. As expectativas de inflação são um componente importante no processo de formação de preços e sua trajetória crescente representa um risco altista importante para 2022. Dessa forma, revisamos para cima nossa expectativa para os núcleos de inflação devido às expectativas e projeção de PIB mais elevadas.

**O cenário de energia elétrica é preocupante.** O ano já seco de 2020 foi seguido de precipitação abaixo da média no 1º semestre de 2021. Chuvas abaixo da média, baixa umidade do solo e a normalização na demanda por energia elétrica resultaram em níveis perigosamente baixos de reservatórios no sul e sudeste. Isso implica um maior acionamento de térmicas ao longo do ano e preços mais elevados para os consumidores. Dessa forma, revisamos para cima nosso cenário de bandeiras tarifárias. Esperamos que a bandeira vermelha 2 vigore de junho a novembro de 2021, caindo para o nível vermelha 1 em dezembro. Isso implica uma revisão altista no nosso cenário de energia elétrica, que antes contemplava bandeira amarela, e resulta em um impacto de +19bps em nossa projeção para o IPCA de 2021. Mas os problemas não param por aí: em linhas gerais, as bandeiras tarifárias foram implementadas em 2015 para aliviar o impacto de mudanças não esperadas na oferta/demanda e custo de contratação de energia elétrica sobre o fluxo de caixa das distribuidoras. Mas a cobertura dada pelas bandeiras pode não ser completa, dependendo das circunstâncias. Nesse caso, o prejuízo acumulado pelas distribuidoras é repassado ao consumidor no próximo reajuste tarifário. Esse parece ser o cenário atual: nos parece improvável, dado o cenário hídrico para 2021, que a bandeira vermelha 2 será o bastante para compensar o aumento de custos no setor. Dessa forma, é provável que tenhamos reajustes tarifários mais elevados em 2022.

**Revisamos nossa projeção para o IPCA de 2022 de 3,6% para 4,0% devido às perspectivas melhoras para o desempenho da atividade econômica.** Nossa projeção para 2021 também foi revisada recentemente, de 5,3% para 5,7%, refletindo revisões no nosso cenário de curto prazo e ajustes no nosso cenário de energia elétrica. Apesar do cenário cambial mais favorável, atividade econômica mais forte, expectativas de inflação mais elevadas e riscos associados ao setor elétrico devem pressionar a inflação tanto em 2021 quanto em 2022.

**Gráfico 3: Expectativa de mercado (relatório Focus, % a/a)**

Fonte: Banco Central do Brasil e BTG Pactual

**Gráfico 4: Cenário para bandeira tarifária de energia elétrica em 2021**

Fonte: Aneel e BTG Pactual

## Setor Externo – Redução da incerteza e do risco fiscal contribui para apreciação do câmbio

**Diminuímos nossa projeção para a taxa de câmbio para R\$4,90/US\$ em 2021 e R\$5,20/US\$ em 2022.** Em nosso último relatório mensal, destacamos que havia risco de uma apreciação mais significativa do Real caso houvesse uma redução importante da incerteza trazida pela pandemia e do risco fiscal. Esses fatores haviam levado a um descolamento importante entre a taxa de câmbio corrente e aquela sugerida pelos seus fundamentos. A redução da incerteza e do risco fiscal nas últimas semanas reduziu esse gap. Assim, apenas assumindo que a taxa de câmbio do fim do ano estará mais próxima dos seus fundamentos, já reduziríamos nossa projeção de câmbio. Além da hipótese de menor descolamento do Real, contribuíram para a revisão da nossa projeção de taxa de câmbio no fim de 2021 de US\$5,30/US\$ para R\$4,90/US\$: (i) a revisão do nosso cenário para a taxa de Selic do fim do ano (de 5,50% para 6,50%); e (ii) o aumento dos preços das commodities ao longo do último mês, que se refletiu em expectativa de preços mais altos no fim deste ano. Cabe destacar que os preços das commodities no mercado internacional (e os termos de troca) alcançaram em maio patamar muito próximo ao recorde histórico de 2011, período denominado de superciclo de commodities (gráfico 7).

Para 2022, esperamos depreciação da taxa de câmbio para R\$5,20/US\$ em função do arrefecimento dos preços das commodities no mercado internacional, do cenário global de retirada de estímulos, elevação das taxas de juros nos EUA e maior incerteza em função das eleições gerais no Brasil. Um risco negativo importante para o nosso cenário de câmbio continua sendo o de deterioração das contas públicas do País.

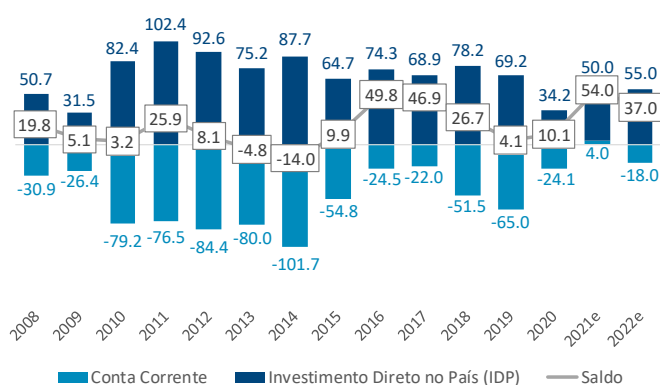
**Mantemos nossa projeção de superávit em transações correntes de R\$4bilhões em 2021.** O impacto da revisão da nossa expectativa para a taxa de câmbio e do crescimento do PIB em 2021 foi compensado pelo cenário mais favorável para os preços das commodities, de modo que nossa projeção para o resultado em transações correntes (TC) permaneceu relativamente estável. A melhora substancial das TC em 2021 na comparação com o ano anterior (déficit de US\$24bilhões) será explicada por: (i) efeito defasado da depreciação da taxa de câmbio no último ano; (ii) aumento acentuado dos preços das commodities; e (iii) forte retomada da atividade global. Os dados recentes são compatíveis com este cenário de melhora substancial das TC este ano. As exportações aceleraram de forma significativa ao longo dos últimos meses (crescimento de 31% a/a no acumulado no ano até maio e de cerca de 50% a/a nos dois últimos meses) e as despesas com serviços e rendas permanecem em níveis muito baixos. A recuperação das importações conterà aumento mais expressivo da balança comercial e do superávit em TC. As importações aceleraram nos últimos meses, alcançando patamar acima do observado nos anos pré-pandemia. Destaca-se o forte crescimento das compras externas de bens intermediários, na esteira da recomposição de estoques e resolução dos gargalos de suprimentos da indústria.

**Mantemos nossa projeção de IDP de US\$50bilhões em 2021 e US\$55bilhões em 2022.** Após entrada expressiva de investimento direto no País (IDP) em fevereiro e março deste ano (média mensal de US\$8bilhões), por conta de montante substancial de empréstimos intercompanhia (atraídos pela forte depreciação cambial no período), o IDP desacelerou nos meses seguintes e é compatível com nossa projeção de IDP de US\$50bilhões no ano. Em reais, o

investimento direto voltará para patamar próximo ao do pré-pandemia. Como o montante desses investimentos responde a perspectivas de crescimento da atividade econômica no médio e longo prazo, a continuidade de surpresas favoráveis nos indicadores de atividade que resultem em expectativas mais positivas para o crescimento do PIB nos próximos anos representaria um viés altista para nossas projeções de IDP neste e no próximo ano. Vale destacar que o saldo total das transações correntes e do IDP em 2021, de US\$54bilhões, já será o maior da série histórica, muito superior aos US\$10bilhões de 2020 (gráfico 5).

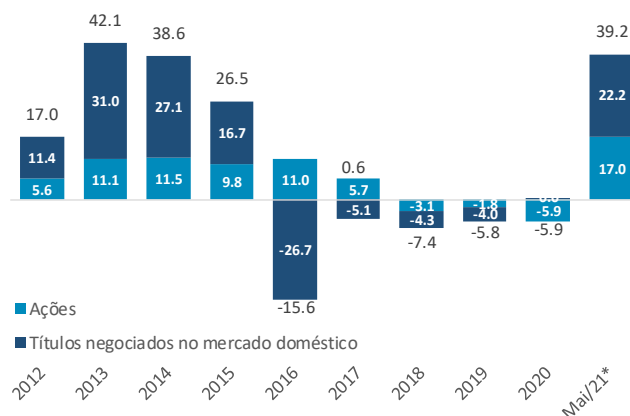
**Investimento estrangeiro em carteira no País foi expressivo nos últimos trimestres.** Após significativa saída dos investimentos estrangeiros em carteira (ações e títulos de renda fixa no País) no início da pandemia da Covid-19 no Brasil, esses investimentos voltaram para o terreno positivo nos meses seguintes. No acumulado em 12 meses até dia mai/2021, os investimentos em carteira totalizaram US\$39,2bilhões, o maior patamar desde dez/2015 (de 2016 a 2020 houve saída de investimentos em carteira, com exceção de 2017, quando o fluxo foi positivo, mas próximo a zero) (gráfico 6). As perspectivas mais favoráveis para a atividade doméstica no ano, a redução do risco fiscal e o aumento das taxas de juros domésticas tendem a atrair um maior fluxo desses investimentos nos próximos meses. Esse cenário em conjunto com saldo recorde de transações correntes mais IDP é compatível com um fluxo mais robusto de dólares para o País nos próximos trimestres e uma apreciação da taxa de câmbio doméstica.

**Gráfico 5: Saldo em conta corrente e IDP (US\$ bilhões)**



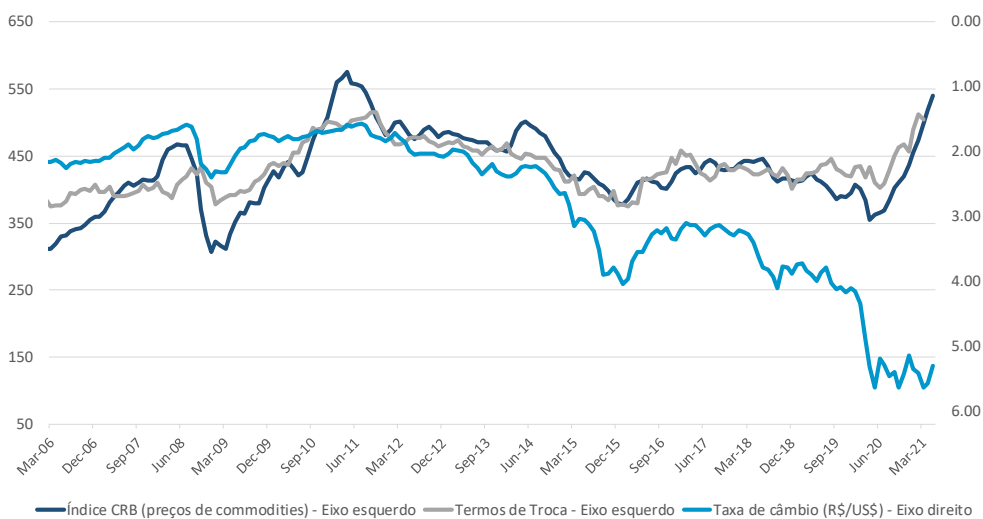
Fonte: Banco Central do Brasil e BTG Pactual.

**Gráfico 6: Investimento estrangeiro em carteira - anual (US\$ bilhões)**



Fonte: Banco Central do Brasil e BTG Pactual. \*Acumulado em 12 meses até maio/21.

**Gráfico 7: Taxa de câmbio, preços de commodities e termos de troca**



Fonte: Banco Central do Brasil, Bloomberg, Funcex e BTG Pactual

## Contas Fiscais – Recuperação da arrecadação e maior crescimento do PIB melhoram cenário fiscal à frente

Os dados fiscais continuaram surpreendendo positivamente em abril. Parte desse melhor desempenho é fruto da aprovação tardia do orçamento de 2021, o que implicou em um ritmo de execução de despesas discricionárias mais lento. Essa dinâmica é temporária, e será revertida a partir de maio. Contudo, o fator mais relevante por trás dos números fortes desse início de ano pode ser atribuído ao bom desempenho da arrecadação federal, com crescimento acumulado no ano de 20,0% a/a. Diferentemente do que ocorreu com os gastos públicos até abril, a história de recuperação mais forte da arrecadação nos parece estrutural, melhorando as projeções fiscais não só para 2021, como também para os próximos anos, e contribuindo para uma melhora na trajetória fiscal à frente.

**Recuperação da arrecadação e maior crescimento do PIB.** A recuperação mais intensa da arrecadação federal e o crescimento mais forte do PIB nominal – tanto crescimento real, como inflação – nos levaram a revisar as nossas projeções fiscais. Já havíamos feito uma atualização recente nos nossos números<sup>1</sup>, mas com a surpresa altista do PIB do 1T21, enxergamos espaço para uma melhora adicional em nossas projeções.

Com base em (i) uma projeção de crescimento mais elevada para 2021, (ii) uma perspectiva para o deflator do PIB mais pressionada (projetamos variação de 9,5% para este ano) e (iii) uma expectativa mais otimista para a recuperação das receitas perdidas na crise de 2020 (recuperação da arrecadação em proporção do PIB de 16,2% em 2020 para 16,8% em 2021), revisamos para cima nossa projeção para a arrecadação federal em R\$65 bilhões.

Como mantivemos nossa projeção de despesa inalterada, com gastos extrateto relacionados à pandemia em R\$106,1, essa dinâmica mais favorável de arrecadação se traduziu em uma projeção melhor para o resultado primário do governo central no ano, de -R\$175 bilhões.

Além da melhor perspectiva para o resultado primário, o PIB nominal mais alto também contribui para uma redução das métricas de endividamento público através do “efeito denominador”. Com uma expectativa de crescimento para o PIB nominal em 15,3% a/a, maior expansão desde 2010, passamos a projetar uma queda da dívida bruta de 88,8% do PIB em 2020 para 81,6% neste ano. Outros fatores que ajudaram a reduzir nossa projeção foram (i) a venda de US\$9bi em reservas internacionais, (ii) uma dinâmica de câmbio menos pressionada e (iii) uma expectativa mais alta para as devoluções de bancos públicos ao Tesouro (R\$107 bi). Para a dívida líquida, esperamos uma queda de 62,7% do PIB em 2020 para 59,4% neste ano.

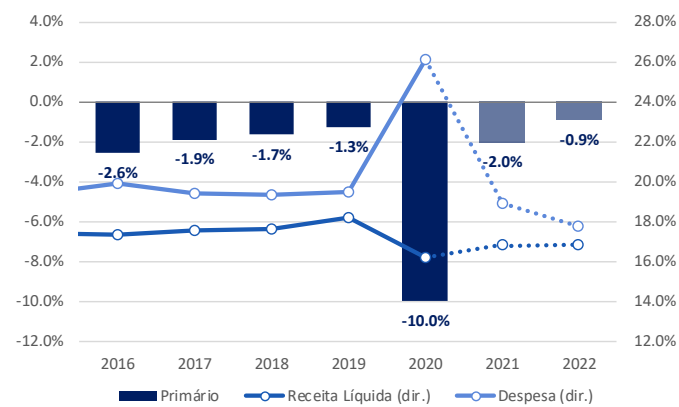
**Teto e reformas ainda serão necessários.** Ainda que o “efeito denominador” seja meramente matemático, uma redução brusca do nível da dívida/PIB altera a dinâmica de endividamento projetada para frente. Supondo a manutenção do teto de gastos, a nova dinâmica de PIB nominal implicará em uma estabilização da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) já em 2024 e em patamar próximo a 83% do PIB, um cenário muito mais positivo do que o projetado há alguns meses, quando se discutia a possibilidade da DBGG passar de 100% do PIB.

Contudo, a dinâmica da dívida ainda preocupa, já que sua trajetória permanece ascendente. Mesmo cumprindo o teto de gastos até 2026, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ainda crescerá perto de 10 pontos do PIB, passando de 59,4% no final deste ano para 67,2% no final de 2026, quando o teto completa dez anos.

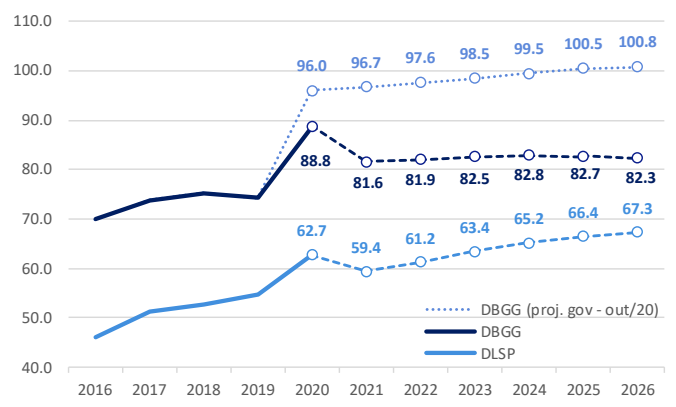
É importante destacar que, diferentemente do período que se sucedeu à eleição de 2002, quando se observou uma forte queda da DLSP, esse mesmo fenômeno não deverá ocorrer nos próximos anos por dois motivos. Primeiro, porque em 2002 quase 40% da dívida pública do Brasil era indexada ao câmbio. Assim, uma forte valorização do Real pós-eleição, a partir da manutenção da política macroeconômica do governo anterior, teve um forte efeito na queda da DLSP/PIB. Isso não mais acontecerá porque a parcela da dívida indexada ao câmbio está por volta de 5% e o Brasil é hoje um credor líquido em Dólar. Na situação atual, uma valorização do Real contribui para o aumento e não queda da DLSP. Segundo, em 2002 e nos anos posteriores, o Brasil tinha um superávit primário do setor público acima de 3% do PIB, o que contribuía para redução da DLSP. Este não é mais o caso, pois a volta do superávit será gradual. Assim, é importante que o país mantenha o compromisso com as reformas estruturais para consolidar o cenário de ajuste fiscal, que é importante para redução do risco país, da taxa de juros neutra e da dívida pública.

<sup>1</sup> Ver relatório Recuperação da arrecadação e maior crescimento do PIB melhoram cenário fiscal à frente



**Gráfico 8: Resultado Primário do Governo Central (% do PIB)**

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e BTG Pactual

**Gráfico 9: DBGG e DLSP (% do PIB)**

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e BTG Pactual

## Política Monetária – Prossegue o ajuste célere

**Mantendo o ritmo: 75pb.** Tudo indica que o COPOM elevará a taxa Selic em 75 pontos-base (pb) em sua reunião da próxima semana. Com mais essa alta, a terceira seguida nesse ritmo, a taxa básica retornará ao nível pré-pandemia (4,25%a.a. em fevereiro/20). Este passo foi bastante “telegrafado” na comunicação de maio, com o comitê antevendo ser adequado outro “ajuste de mesma magnitude” em junho. E a comunicação do período entre reuniões não trouxe evidências de que o Copom pretenda reavaliar essa estratégia. Por outro lado, desde o comunicado de maio, o comitê tem feito diversas qualificações a respeito do processo de “normalização parcial” dos juros. Além disso, o forte crescimento do 1º tri (ver seção de atividade) deve levar a uma revisão para cima da projeção de crescimento do ano. Esse quadro, em conjunto com a deterioração das expectativas de inflação para 2022, além de novos choques que emergem no quadro inflacionário (tarifas de energia), deve afetar as projeções de inflação e seu balanço de riscos. O ajuste célere deve prosseguir e o comitê deve ponderar sobre a remoção da expressão “parcial” de sua comunicação.

**Balanço de riscos: Atividade (bem) mais forte que o esperado.** Apesar de mostrar-se mais otimista com a atividade econômica em suas comunicações recentes, o Copom ainda citou na ata de maio que o processo de recuperação da economia poderia ser mais lento que o esperado em virtude dos efeitos da pandemia. Conhecido o desempenho do PIB no 1º trimestre, além da expectativa de maior abertura com a vacinação ao longo do 2º semestre, o comitê deverá fazer uma reavaliação mais profunda desse tema. O fato é que apesar de a pandemia ter surpreendido com uma aceleração de casos e mortes muito acima do esperado no início do ano, seu efeito na mobilidade e desta na atividade foi bastante menos potente do que em 2020. Assim, o PIB surpreendeu no 1º tri, depois de já ter surpreendido favoravelmente no trimestre anterior. Não à toa o presidente do Banco Central tem mencionado que deve revisar sua última estimativa oficial (3,6%) do PIB em 2021 para próximo de 4% - número, que à luz de dados recentes, ainda parece baixo. Por outro lado, o comitê deveria fazer referência à melhora da expectativa dos indicadores fiscais, fruto desse quadro de maior atividade e do desempenho do PIB nominal, bem como da preservação de regras fiscais. De toda forma, declarações recentes sugerem que a possibilidade de extensão de políticas de resposta à pandemia (auxílio emergencial) ou frustrações em relação à continuidade de reformas devem manter o risco fiscal ainda alto na agenda do comitê.

**Compromissos?** Além da avaliação sobre temas fiscais, a comunicação emitida nas últimas semanas abordou a evolução da inflação e do crescimento. Os membros do COPOM mantiveram o diagnóstico de que os choques atuais sobre a inflação são temporários. O Presidente do Banco Central, Roberto Campos, reafirmou essa visão, além de ressaltar uma acomodação de preços de diversas commodities na margem. O Diretor Bruno Serra também fez referência ao tema, citando ser importante não extrapolar choques, que se estabilizados podem trazer “bastante alívio ao cenário”. Campos também citou um desempenho dos núcleos de inflação similar ao de outros países. Ambos, no entanto, tem constatado que as expectativas de inflação estão em alta e parecem dar sinais de que estão atentos ao movimento de alta das inflações implícitas de prazos mais longos. Além disso, reconheceram um desempenho mais forte da economia. Dito isso, os membros do comitê continuaram a citar a necessidade de

manter a política monetária em campo expansionista e, Campos, voltou a citar que um ciclo mais rápido tende a aumentar a eficiência e permitir um ciclo total menor. Apesar disso, desde a última reunião aumentou-se a ênfase no objetivo de cumprir a meta e na possibilidade de reavaliar políticas em caso de mudança de cenário. O “ajuste parcial”, como já está claro, não é um compromisso como a mensagem de “prescrição futura” (“forward-guidance”) foi.

**Próximos passos: ainda célere?** Os sinais de resiliência da economia no início do ano, mesmo com a deterioração da pandemia e a interrupção de estímulos de renda, e a perspectiva da aceleração de setores ainda afetados pelo distanciamento social, conforme o processo de vacinação avance no 2º semestre do ano, tem provocado significativa revisão das perspectivas de crescimento para 2021. Esse quadro sugere que o nível de ociosidade pode se reduzir mais cedo que o previsto. Um processo de reabertura no setor de serviços, que ocorra em meio a um quadro global forte para a manufatura e com problemas recorrentes nas cadeias produtivas, ao mesmo tempo que novos riscos surgem (tarifas de energia), traz riscos para o processo inflacionário deste ano. O aumento da inércia, em particular pelo longo período em que a inflação permanecerá elevada, com alta probabilidade de furar o teto da meta de inflação também merece atenção. Não à toa as expectativas de 2022 seguem em alta lenta, porém constante. Assim apesar da valorização cambial das últimas semanas os riscos seguem elevados. Cabe também lembrar que, apesar do comportamento benigno do cenário externo, com acomodação dos juros longos nos EUA, desafios no cenário internacional permanecem. Nesse quadro e diante do balanço de riscos, acreditamos que seria oportuno o Copom sinalizar a manutenção do ritmo em mais uma reunião para só a partir daí avaliar sua estratégia. A decisão de remover a linguagem parcial também deveria ser efetivada, diante das qualificações já feitas em maio. Ou seja, em função da evolução do cenário descrito acima e seus riscos, avaliamos que o comitê deveria mover-se também em direção a um patamar mais elevado de juros de 6,5% já este ano (versus 5,5%, anteriormente). Riscos a serem monitorados seriam um enfraquecimento da atividade, respondendo a dificuldades de recuperação do consumo, ao mesmo tempo que choques (commodities) se dissipem mais rápido do esperamos ao longo do 2º semestre do ano.

## Vacinação da Covid-19 – Ponto de inflexão?

**Vários obstáculos iniciais.** A campanha nacional de imunização enfrentou sucessivos reveses nos primeiros meses. Podemos citar: (i) os atrasos na importação de insumos essenciais (IFA) da China, (ii) falhas nas linhas de envase domésticas, (iii) as dificuldades na obtenção de registro para uso (há pouco concedido) da Sputnik V e Covaxin pela Anvisa e (iv) a interrupção na exportação de doses prontas pela Índia, restringiram a oferta de vacinas no Brasil. Porém, o ritmo de vacinação foi acelerando gradativamente nos meses de março e abril à medida que o Butantan e a Fiocruz escalonaram suas produções e normalizaram a oferta de vacinas, atingindo o pico de 1 milhão de doses aplicadas por dia na média móvel de 7 dias, embora ainda abaixo da capacidade máxima do sistema de saúde do país. Além disso, com o segundo acordo para a compra de 100 milhões de doses da Pfizer e a retomada das entregas pela iniciativa global Covax Facility, parecia que o cenário para a vacinação estava mudando.

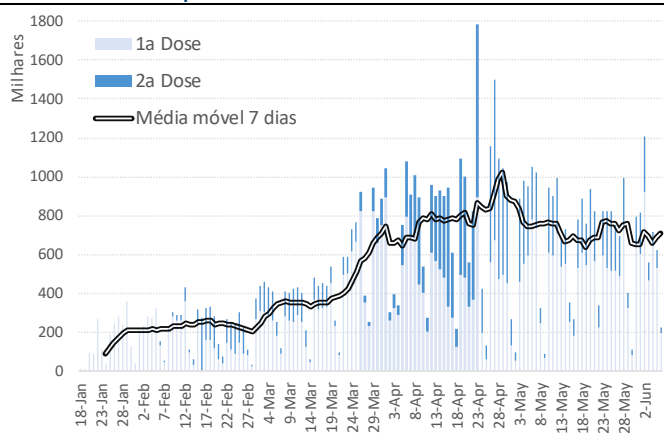
**Os critérios dos grupos prioritários provavelmente comprometeram o ritmo de imunização.** Ainda assim, em maio, o ritmo médio de vacinação caiu 16% (vs. abril), embora o número mensal de doses recebidas pelo Ministério da Saúde tenha aumentado (de 26 para 33,4 milhões). Várias razões podem estar por trás disso: (I) no início de maio houve uma escassez de vacinas CoronaVac para a aplicação da 2ª dose; (II) o não comparecimento das pessoas para receber a 2ª dose e (III) o uso do critério de comorbidade para selecionar os grupos elegíveis durante o mês. Acreditamos que este último teve maior influência, pois muitos estados relataram baixa demanda desse grupo específico, talvez por superestimação de seu tamanho pelo Plano Nacional de Imunização ou por dificuldades na obtenção da documentação correta que comprovasse a comorbidade em questão. De qualquer forma, essas doses permaneceram armazenadas e não puderam ser usadas livremente, levando a um aumento significativo no número de doses em estoque pelos estados (ou seja, doses distribuídas, mas não aplicadas).

**Balanço da cobertura vacinal e seus efeitos positivos.** Até o momento, ~50 milhões de brasileiros já receberam a 1ª dose, dos quais ~23 milhões foram totalmente imunizados, correspondendo a ~30% e ~14% da população adulta do país, respectivamente. Abrindo os dados por faixa etária, mais de 87% dos maiores de 60 anos, um dos grupos mais vulneráveis à Covid-19, foram vacinados com pelo menos uma dose. E os efeitos positivos da vacina já podem ser

vistos: a parcela de pessoas com mais de 70 anos, grupo com a cobertura vacinal com duas doses mais avançada (de mais de 74%), no número total de novos óbitos diários caiu praticamente pela metade desde fevereiro. Por fim, muitos estados e municípios estão iniciando a imunização das populações não prioritárias por critérios de idade (18-59 anos) em junho/julho, o que pode acelerar o ritmo diário de vacinação, ao mesmo tempo em que visam a vacinação de toda a população adulta com pelo menos um dose até final de outubro (caso de São Paulo e Rio de Janeiro).

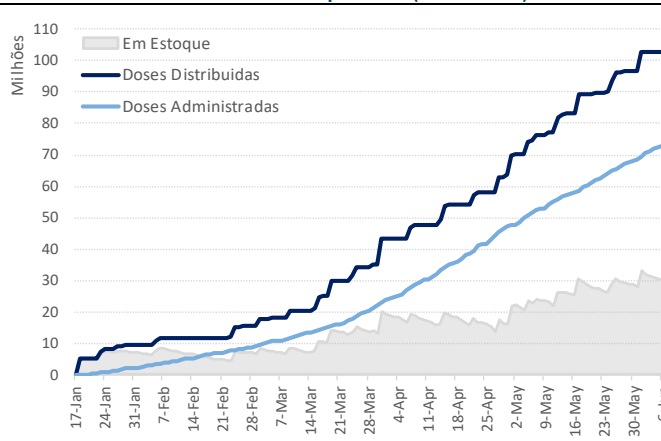
**Riscos ainda não tão baixos: atenção para a evolução da pandemia à frente.** Os novos óbitos diários no Brasil caíram se comparados à sua fase mais crítica em março-abril, embora a queda acelerada nesse período tenha sido interrompida recentemente e as mortes continuem em patamares muito elevados, frustrando as expectativas de uma curva em forma de sino. Enquanto isso, os novos casos diários não deram muito alívio desde então, e as taxas de ocupação hospitalar até mesmo registraram pequenos aumentos na margem. Assim, o risco de um novo surto de Covid-19 (a chamada “terceira onda”) no curto prazo, antes que o Brasil alcance sua imunidade de rebanho, poderia desencadear outra rodada de medidas de isolamento social mais rígidas (pelo menos em algumas regiões), especialmente, considerando um cenário de novas variantes em cena. Por outro lado, é possível que a atual cobertura vacinal das populações mais vulneráveis seja suficiente para amenizar os impactos em termos de internações e óbitos.

**Gráfico 10: Doses aplicadas diariamente no Brasil**



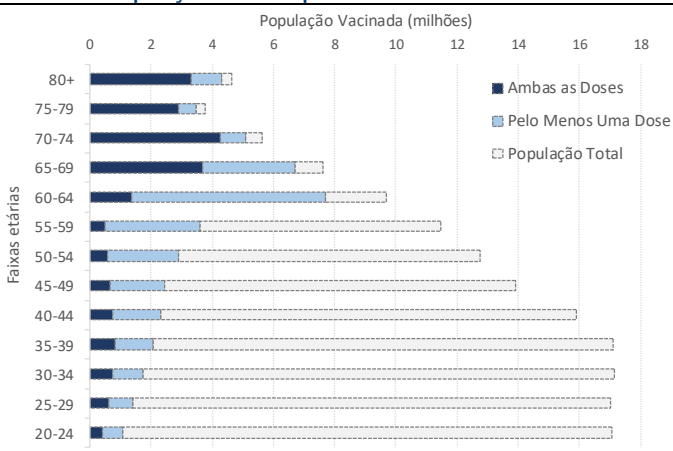
Fonte: Coronavírusbra1 e secretarias estaduais de saúde.

**Gráfico 11: Doses distribuídas vs aplicadas (acumulado)**



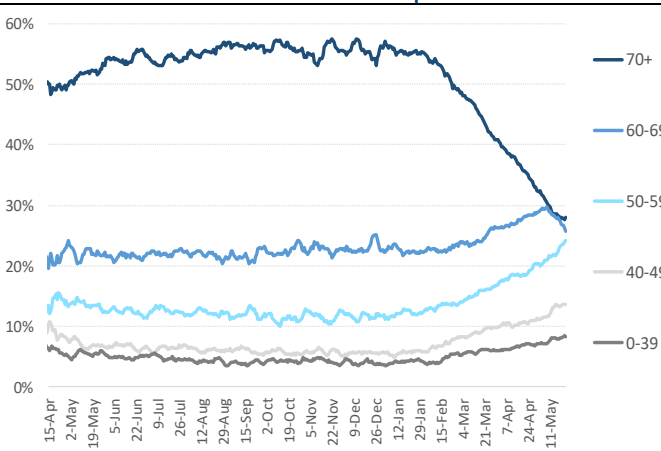
Fonte: Ministério da Saúde, DataSUS, Coronavírusbra1 e secretarias estaduais de saúde.

**Gráfico 12: População vacinada por faixa etária**




Fonte: Ministério da Saúde, DataSUS e IBGE.

**Gráfico 13: Parcela de novas mortes diárias por faixa etária**



Fonte: Registro Civil via @capyvara. Os dados foram coletados com uma defasagem de 14 dias, pois são sujeitos a revisões significativas neste período.

Tabela 1: Projeções do BTG Pactual para indicadores econômicos do Brasil

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
<div style="display: flex; justify-content: space-between; align-items: center;"> <div style="font-size: 2em; font-weight: bold;">Indicadores Econômicos</div>  </div>										
<b>Atividade Econômica</b>										
PIB Real (% a/a)	3.00	0.50	-3.55	-3.28	1.32	1.78	1.41	-4.06	5.30	2.20
PIB Nominal (US\$ bi)	2,468	2,455	1,796	1,800	2,063	1,916	1,877	1,444	1,661	1,828
Agricultura (% a/a)	8.36	2.79	3.31	-5.22	14.15	1.31	0.63	1.96	8.70	3.90
Indústria (% a/a)	2.17	-1.51	-5.76	-4.57	-0.50	0.72	0.37	-3.48	8.20	3.90
Serviços (% a/a)	2.75	0.99	-2.73	-2.22	0.77	2.09	1.66	-4.46	5.10	3.30
Consumo Privado (% a/a)	3.47	2.25	-3.22	-3.84	1.98	2.37	2.19	-5.45	4.80	3.90
Consumo Governo (% a/a)	1.51	0.81	-1.44	0.21	-0.67	0.79	-0.45	-4.68	4.10	1.50
Investimentos (% a/a)	5.83	-4.22	-13.95	-12.13	-2.56	5.23	3.36	-0.78	10.50	4.40
Exportações (% a/a)	1.83	-1.57	6.82	0.86	4.91	4.05	-2.38	-1.76	11.50	3.60
Importações (% a/a)	6.67	-2.27	-14.19	-10.34	6.72	7.74	1.13	-9.95	8.90	8.70
<b>Mercado de Trabalho</b>										
Taxa de desemprego (% fim de período)	6.45	6.53	8.96	11.89	12.01	11.63	11.25	14.09	13.50	12.80
Taxa de desemprego (% média)	7.20	6.78	8.30	11.25	12.77	12.26	11.93	13.25	14.10	13.00
<b>Inflação &amp; Taxa de Juros</b>										
IPCA (% a/a, fim de período)	5.91	6.41	10.67	6.29	2.95	3.75	4.31	4.52	5.70	4.00
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	1.52	5.31	18.06	5.49	8.00	6.22	5.53	2.63	8.50	4.40
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	7.30	6.74	8.50	6.54	1.34	2.91	3.88	5.18	4.70	3.80
IGP-M (% a/a, fim de período)	5.51	3.69	10.54	7.17	-0.52	7.50	7.30	23.14	17.60	3.70
Taxa Selic (% fim de período)	10.00	11.75	14.25	13.75	7.00	6.50	4.50	2.00	6.50	6.50
Taxa Selic (% média)	8.32	10.96	13.48	14.18	10.14	6.58	6.03	2.88	4.21	6.50
<b>Balança de Pagamentos &amp; Taxa de Câmbio</b>										
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	0.4	-6.6	17.7	44.6	64.0	53.0	40.5	43.2	54.0	46.0
Exportações (US\$ bi) – BP	241.6	224.1	190.1	184.3	218.1	239.5	225.8	210.7	261.0	251.0
Importações (US\$ bi) – BP	241.2	230.7	172.4	139.7	154.1	186.5	185.3	167.4	207.0	205.0
Conta Corrente (US\$ bi)	-79.8	-101.4	-54.5	-24.2	-15.0	-41.5	-50.7	-12.5	4.0	-18.0
Conta Corrente (% PIB)	-3.23	-4.13	-3.03	-1.35	-0.73	-2.17	-2.70	-0.87	0.20	-1.00
Investimento Direto no País (US\$ bi)	75.2	87.7	64.7	74.3	68.9	78.2	69.2	34.2	50.0	60.0
Investimento Direto no País (% PIB)	3.05	3.57	3.60	4.13	3.35	4.08	3.68	2.38	3.00	3.30
Reservas Internacionais (US\$ bi)	358.8	363.6	356.5	365.0	374.0	374.7	356.9	355.6	365.0	370.0
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	2.34	2.66	3.90	3.26	3.31	3.87	4.03	5.20	4.90	5.20
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	2.16	2.35	3.34	3.48	3.19	3.66	3.95	5.16	5.17	5.05
<b>Contas Fiscais</b>										
Resultado Primário (R\$ bi)	91.3	-32.5	-111.2	155.8	-110.6	-108.3	-61.9	-703.0	-156.1	-73.9
Governo Central (R\$ bi)	75.3	-20.5	-116.7	-159.5	-118.4	-116.2	-88.9	-745.3	-175.0	-85.0
Governos Subnacionais (R\$ bi)	16.3	-7.8	9.7	4.7	7.5	3.5	15.2	38.7	17.2	9.3
Empresas Estatais (R\$ bi)	-0.3	-4.3	-4.3	-1.0	0.4	4.4	11.8	3.6	1.7	1.9
Resultado Primário (% PIB)	1.70	-0.56	-1.86	-2.48	-1.68	-1.55	-0.84	-9.44	-1.82	-0.80
Resultado Nominal (% PIB)	-2.96	-5.95	-10.22	-8.98	-7.77	-6.96	-5.79	-13.63	-5.98	-5.91
Dívida Líquida (% PIB)	30.50	32.59	35.64	46.14	51.37	52.77	54.57	62.70	59.40	61.20
Dívida Bruta (% PIB)	51.54	56.28	65.50	69.84	73.72	75.27	74.26	88.83	81.60	81.90

Fonte: BTG Pactual



## Analysts

---

### Mansueto Almeida

#### Chief Economist

[mansueto.almeida@btgpactual.com](mailto:mansueto.almeida@btgpactual.com)

+55 11 3383-9856

### Claudio Ferraz

#### Head – Brazil

[claudio.ferraz@btgpactual.com](mailto:claudio.ferraz@btgpactual.com)

+55 21 3262-9758

Alejo Costa

Argentina & Mexico

[Alejo.Costa@btgpactual.com](mailto:Alejo.Costa@btgpactual.com)

+54 11 3754-0945

Bruno Balassiano

[bruno.balassiano@btgpactual.com](mailto:bruno.balassiano@btgpactual.com)

+55 21 3262-9637

Sofia Ordoñez

Argentina & Mexico

[Sofia.Ordonez@btgpactual.com](mailto:Sofia.Ordonez@btgpactual.com)

+54 11 3754-0913

André Batista

[andre.batista@btgpactual.com](mailto:andre.batista@btgpactual.com)

+55 21 3262-9843

Munir Jalil

Colombia & Peru

[Munir.Jalil@btgpactual.com](mailto:Munir.Jalil@btgpactual.com)

+57 1 927-65-29

Bruno Delalibera

[bruno.delalibera@btgpactual.com](mailto:bruno.delalibera@btgpactual.com)

+55 11 3383-7113

Pablo Cruz

Chile

[pablo.cruz@btgpactual.com](mailto:pablo.cruz@btgpactual.com)

+562 2587-5903

Bernardo Fernandes

[bernardo.fernandes@btgpactual.com](mailto:bernardo.fernandes@btgpactual.com)

+55 21 3262-9059

Sebastián Piña

Chile

[sebastian.pina@btgpactual.com](mailto:sebastian.pina@btgpactual.com)

+562 2587-5903

Iana Ferrão

[iana.ferrao@btgpactual.com](mailto:iana.ferrao@btgpactual.com)

+55 11 3383-3453

Fabio Serrano

[fabio.serrano@btgpactual.com](mailto:fabio.serrano@btgpactual.com)

+55 11 3383-6400

## Required Disclosure

---

This report has been prepared by Banco BTG Pactual S.A.

The figures contained in performance charts refer to the past; past performance is not a reliable indicator of future results.

Additional information will be made available upon request.

## Analyst Certification

---

Each research analyst primarily responsible for the content of this investment research report, in whole or in part, certifies that:

(i) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers, and such recommendations were elaborated independently, including in relation to Banco BTG Pactual S.A. and/or its affiliates, as the case may be;

(ii) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to any specific recommendations or views contained herein or linked to the price of any of the securities discussed herein.

Research analysts contributing to this report who are employed by a non-US Broker dealer are not registered/qualified as research analysts with FINRA and therefore are not subject to the restrictions contained in the FINRA rules on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account.

Part of the analyst compensation comes from the profits of Banco BTG Pactual S.A. as a whole and/or its affiliates and, consequently, revenues arisen from transactions held by Banco BTG Pactual S.A. and/or its affiliates.

Where applicable, the analyst responsible for this report and certified pursuant to Brazilian regulations will be identified in bold on the first page of this report and will be the first name on the signature list.

## Global Disclaimer

---

This report has been prepared by Banco BTG Pactual S.A. (“BTG Pactual S.A.”), a Brazilian regulated bank. BTG Pactual S.A. is the responsible for the distribution of this report in Brazil. BTG Pactual US Capital LLC (“BTG Pactual US”), a broker-dealer registered with the U.S. Securities and Exchange Commission and a member of the Financial Industry Regulatory Authority and the Securities Investor Protection Corporation is distributing this report in the United States. BTG Pactual US is an affiliate of BTG Pactual S.A. BTG Pactual US assumes responsibility for this research for purposes of U.S. law. Any U.S. person receiving this report and wishing to effect any transaction in a security discussed in this report should do so with BTG Pactual US at 212-293-4600, 601 Lexington Ave. 57th Floor, New York, NY 10022.

This report is being distributed in the United Kingdom and elsewhere in the European Economic Area (“EEA”) by BTG Pactual (UK) Limited (“BTG Pactual UK”), which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority of the United Kingdom. BTG Pactual UK has not: (i) produced this report, (ii) substantially altered its contents, (iii) changed the direction of the recommendation, or (iv) disseminated this report prior to its issue by BTG Pactual US. BTG Pactual UK does not distribute summaries of research produced by BTG Pactual US.

BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa (“BTG Pactual Chile”), formerly known as Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa, is a Chilean broker dealer registered with Comisión para el Mercado Financiero (CMF) in Chile and responsible for the distribution of this report in Chile and BTG Pactual Perú S.A. Sociedad Agente de Bolsa (“BTG Pactual Peru”), formerly known as Celfin Capital S.A. Sociedad Agente e Bolsa, registered with Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) de Peru is responsible for the distribution of this report in Peru. BTG Pactual Chile and BTG Pactual Peru acquisition by BTG Pactual S.A. was approved by the Brazilian Central Bank on November 14th, 2012.

BTG Pactual S.A. Comisionista de Bolsa (“BTG Pactual Colombia”) formerly known as Bolsa y Renta S.A. Comisionista de Bolsa, is a Colombian broker dealer register with the Superintendencia Financiera de Colombia and is responsible for the distribution of this report in Colombia. BTG Pactual Colombia acquisition by BTG Pactual S.A. was approved by Brazilian Central Bank on December 21st, 2012.

BTG Pactual Argentina is a broker dealer (Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Integral ) organized and regulated by Argentinean law, registered with the Exchange Commission of Argentina (Comisión Nacional de Valores) under license Nro. 720 and responsible for the distribution of this report in Argentina. Additionally, the Brazilian Central Bank approved the indirect controlling participation of Banco BTG Pactual S.A. in BTG Pactual Argentina on September 1st, 2017.

References herein to BTG Pactual include BTG Pactual S.A., BTG Pactual US Capital LLC, BTG Pactual UK, BTG Pactual Chile and BTG Pactual Peru and BTG Pactual Colombia and BTG Pactual Argentina as applicable. This report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This report is not directed at you if BTG Pactual is prohibited or restricted by any legislation or regulation in any jurisdiction from making it available to you. You should satisfy yourself before reading it that BTG Pactual is permitted to provide research material concerning investments to you under relevant legislation and regulations. Nothing in this report constitutes a representation that any investment strategy or recommendation contained herein is suitable or appropriate to a recipient’s individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation. It is published solely for information purposes, it does not constitute an advertisement and is not to be construed as a solicitation, offer, invitation or inducement to buy or sell any securities or related financial instruments in any jurisdiction. Prices in this report are believed to be reliable as of the date on which this report was issued and are derived from one or more of the following: (i) sources as expressly specified alongside the relevant data; (ii) the quoted price on the main regulated market for the security in question; (iii) other public sources believed to be reliable; or (iv) BTG Pactual’s proprietary data or data available to BTG Pactual. All other information herein is believed to be reliable as of the date on which this report was issued and has been obtained from public sources believed to be reliable. No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, except with respect to information concerning Banco BTG Pactual

S.A., its subsidiaries and affiliates, nor is it intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. In all cases, investors should conduct their own investigation and analysis of such information before taking or omitting to take any action in relation to securities or markets that are analyzed in this report. BTG Pactual does not undertake that investors will obtain profits, nor will it share with investors any investment profits nor accept any liability for any investment losses. Investments involve risks and investors should exercise prudence in making their investment decisions. BTG Pactual accepts no fiduciary duties to recipients of this report and in communicating this report is not acting in a fiduciary capacity. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Opinions, estimates, and projections expressed herein constitute the current judgment of the analyst responsible for the substance of this report as of the date on which the report was issued and are therefore subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or groups of BTG Pactual as a result of using different assumptions and criteria. Because the personal views of analysts may differ from one another, Banco BTG Pactual S.A., its subsidiaries and affiliates may have issued or may issue reports that are inconsistent with, and/or reach different conclusions from, the information presented herein. Any such opinions, estimates, and projections must not be construed as a representation that the matters referred to therein will occur. Prices and availability of financial instruments are indicative only and subject to change without notice. Research will initiate, update and cease coverage solely at the discretion of BTG Pactual Investment Bank Research Management. The analysis contained herein is based on numerous assumptions. Different assumptions could result in materially different results. The analyst(s) responsible for the preparation of this report may interact with trading desk personnel, sales personnel and other constituencies for the purpose of gathering, synthesizing and interpreting market information. BTG Pactual is under no obligation to update or keep current the information contained herein, except when terminating coverage of the companies discussed in the report. BTG Pactual relies on information barriers to control the flow of information contained in one or more areas within BTG Pactual, into other areas, units, groups or affiliates of BTG Pactual. The compensation of the analyst who prepared this report is determined by research management and senior management (not including investment banking). Analyst compensation is not based on investment banking revenues, however, compensation may relate to the revenues of BTG Pactual Investment Bank as a whole, of which investment banking, sales and trading are a part. The securities described herein may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Options, derivative products and futures are not suitable for all investors, and trading in these instruments is considered risky. Mortgage and asset-backed securities may involve a high degree of risk and may be highly volatile in response to fluctuations in interest rates and other market conditions. Past performance is not necessarily indicative of future results. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in rates of exchange may adversely affect the value or price of or the income derived from any security or related instrument mentioned in this report, and the reader of this report assumes any currency risk. This report does not take into account the investment objectives, financial situation or particular needs of any particular investor. Investors should obtain independent financial advice based on their own particular circumstances before making an investment decision on the basis of the information contained herein. For investment advice, trade execution or other enquiries, clients should contact their local sales representative. Neither BTG Pactual nor any of its affiliates, nor any of their respective directors, employees or agents, accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or any part of this report. Notwithstanding any other statement in this report, BTG Pactual UK does not seek to exclude or restrict any duty or liability that it may have to a client under the "regulatory system" in the UK (as such term is defined in the rules of the Financial Conduct Authority). Any prices stated in this report are for information purposes only and do not represent valuations for individual securities or other instruments. There is no representation that any transaction can or could have been effected at those prices and any prices do not necessarily reflect BTG Pactual internal books and records or theoretical model-based valuations and may be based on certain assumptions. Different assumptions, by BTG Pactual S.A., BTG Pactual US, BTG Pactual UK, BTG Pactual Chile and BTG Pactual Peru and BTG Pactual Colombia and BTG Pactual Argentina or any other source, may yield substantially different results. This report may not be reproduced or redistributed to any other person, in whole or in part, for any purpose, without the prior written consent of BTG Pactual and BTG Pactual accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. Additional information relating to the financial instruments discussed in this report is available upon request. BTG Pactual and its affiliates have in place arrangements to manage conflicts of interest that may arise between them and their respective clients and among their different clients. BTG Pactual and its affiliates are involved in a full range of financial and related services including banking, investment banking and the provision of investment services. As such, any of BTG Pactual or its affiliates may have a material interest or a conflict of interest in any services provided to clients by BTG Pactual or such affiliate. Business areas within BTG Pactual and among its affiliates operate independently of each other and restrict access by the particular individual(s)

responsible for handling client affairs to certain areas of information where this is necessary in order to manage conflicts of interest or material interests. Any of BTG Pactual and its affiliates may: (a) have disclosed this report to companies that are analyzed herein and subsequently amended this report prior to publication; (b) give investment advice or provide other services to another person about or concerning any securities that are discussed in this report, which advice may not necessarily be consistent with or similar to the information in this report; (c) trade (or have traded) for its own account (or for or on behalf of clients), have either a long or short position in the securities that are discussed in this report (and may buy or sell such securities), with the securities that are discussed in this report; and/or (d) buy and sell units in a collective investment scheme where it is the trustee or operator (or an adviser) to the scheme, which units may reference securities that are discussed in this report.

**United Kingdom and EEA:** Where this report is disseminated in the United Kingdom or elsewhere in the EEA by BTG Pactual UK, this report is issued by BTG Pactual UK only to, and is directed by BTG Pactual UK at, those who are the intended recipients of this report. This report has been classified as investment research and should not be considered a form of advertisement or financial promotion under the provisions of FSMA 2000 (Sect. 21(8)). This communication may constitute an investment recommendation under the Market Abuse Regulation 2016 (“MAR”) and, as required by MAR, the investment recommendations of BTG Pactual personnel over the past 12 months can be found by clicking on <https://www.btgpactual.com/research/>. Please also consult our website for all relevant disclosures of conflicts of interests relating to instruments covered by this report. While all reasonable effort has been made to ensure that the information contained is not untrue or misleading at the time of publication, no representation is made as to its accuracy or completeness and it should not be relied upon as such. Past performances offer no guarantee as to future performances. All opinions expressed in the present document reflect the current context and which is subject to change without notice.

**Dubai:** This research report does not constitute or form part of any offer to issue or sell, or any solicitation of any offer to subscribe for or purchase, any securities or investment products in the UAE (including the Dubai International Financial Centre) and accordingly should not be construed as such. Furthermore, this information is being made available on the basis that the recipient acknowledges and understands that the entities and securities to which it may relate have not been approved, licensed by or registered with the UAE Central Bank, Emirates Securities and Commodities Authority or the Dubai Financial Services Authority or any other relevant licensing authority or governmental agency in the UAE. The content of this report has not been approved by or filed with the UAE Central Bank or Dubai Financial Services Authority.

**United Arab Emirates Residents:** This research report, and the information contained herein, does not constitute, and is not intended to constitute, a public offer of securities in the United Arab Emirates and accordingly should not be construed as such. The securities are only being offered to a limited number of sophisticated investors in the UAE who (a) are willing and able to conduct an independent investigation of the risks involved in an investment in such securities, and (b) upon their specific request. The securities have not been approved by or licensed or registered with the UAE Central Bank or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the UAE. This research report is for the use of the named addressee only and should not be given or shown to any other person (other than employees, agents or consultants in connection with the addressee's consideration thereof). No transaction will be concluded in the UAE and any enquiries regarding the securities should be made with BTG Pactual CTVM S.A. at +55 11 3383-2638, Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3477, 14th floor, São Paulo, SP, Brazil, 04538-133.