

Pesquisa Macroeconômica

Brasil – Visão Macro

Outubro 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

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

Outubro de 2021

Resumo – Cenário doméstico mais desafiador em meio a maior incerteza externa

Esperamos que o PIB cresça 5,3% em 2021, mas com um balanço de riscos negativo em direção a 5%. Vale ressaltar que entendemos que os riscos de racionamento de energia elétrica em 2021 se reduziram, em decorrência da antecipação da entrada de oferta adicional no sistema e de um cenário hídrico melhor do que era esperado para outubro e novembro. Para 2022, revisamos o crescimento de 1,5% para 1,2%, com base em uma nova expectativa de final de ciclo para a taxa de juros (de 9,5% a.a. vs. 8,5% no último relatório). Além disso, as incertezas continuam crescendo com respeito à economia mundial, trazendo um viés negativo para o balanço de riscos externo.

Perspectivas para o IPCA seguem se deteriorando. Dados de alta frequência ao longo de setembro novamente surpreenderam para cima, indicando inflação elevada para serviços e persistência na inflação de bens industriais que se somam a pressões significativas sobre componentes mais voláteis como alimentos, combustíveis e energia. A despeito da revisão altista em nossa expectativa para a taxa Selic e baixista para o crescimento, acreditamos que o balanço de riscos para a inflação evoluiu desfavoravelmente. Nossa estimativa para o IPCA de 2021 segue em 8,8%. Para 2022, revisamos nossa expectativa de 4,1% para 4,3%, principalmente devido a um cenário mais pressionado para industriais, refletindo maior persistência de restrições de oferta e custos elevados.

Câmbio mais depreciado em meio a maior incerteza fiscal e cenário externo mais adverso. Revisamos nossa projeção de taxa de câmbio para R\$5,30/US\$ no fim de 2021 e R\$5,40/US\$ no fim de 2022. Mesmo com um câmbio mais depreciado, aumentamos nossa projeção de déficit em transações correntes (TC) para US\$10 bilhões (0,6% do PIB) em 2021 e US\$24 bilhões (1,4% do PIB) em 2022. Essa revisão decorre, principalmente, do aumento das importações. Ainda assim, o déficit em TC continuará baixo na comparação histórica e facilmente financiado pelo Investimento Direto no País. O investimento brasileiro no exterior aumentou de forma significativa no ano, mas foi mais do que compensado pelo investimento estrangeiro no País. Um risco negativo importante para o cenário de câmbio e de fluxo de dólares para o País continua sendo o de deterioração do quadro fiscal.

Orçamento de 2022 continua sem direção clara. A PEC dos Precatórios se encontra na Comissão Especial da Câmara e outubro será extremamente importante para a sua tramitação no Congresso. A ideia de substituir a regra de parcelamentos por um subteto para a rubrica resultaria em uma folga fiscal suficiente para acomodar o novo Auxílio Brasil, com um ticket mensal de R\$300 distribuídos para 17 milhões de famílias. Contudo, até o momento, essa possibilidade não tem se mostrado suficiente para desestimular uma demanda crescente por gastos ainda maiores, como o vale gás, a extensão da desoneração da folha, e até a reedição do Auxílio Emergencial ao longo de 2022.

100 pontos-base, mais uma vez. O Copom elevou a taxa de juros em 100pb para 6,25% ao ano em sua reunião de setembro, em linha com nosso cenário desde agosto. Continuamos esperando mais uma alta de 100pb na reunião de outubro. O conjunto informacional de setembro (comunicado, ata e RTI) evidenciou a preferência do Copom por manter o ritmo e ajustar a taxa terminal da Selic em patamar “significativamente restritivo”. Considerando nossa avaliação do cenário econômico e seu balanço de riscos, vemos a taxa básica encerrando 2021 em 8,25% a.a. e o ciclo estendendo-se para 9,5% a.a. no início de 2022. Por ora, os riscos relacionados a essa projeção ainda estão associados, principalmente, ao desenrolar do quadro fiscal e ao comportamento das expectativas de inflação.

Sumário Executivo - A “tempestade” quase perfeita de setembro

O cenário de curto prazo para a economia brasileira continua incerto, mas com o agravante que, no mês de setembro, houve uma piora no cenário externo, ocasionando um aumento na incerteza da recuperação econômica mundial e das expectativas de inflação e de juros na Europa e nos Estados Unidos. O que aconteceu?

O primeiro evento adverso, em setembro, foi o default no pagamento de títulos da dívida da segunda maior incorporadora chinesa, a Evergrande, no mercado internacional. A dificuldade financeira da Evergrande causou uma forte aversão ao risco nos mercados globais e reforçou a expectativa de uma desaceleração no mercado imobiliário chinês, com possível impacto no crescimento do PIB da China neste e no próximo ano.

O segundo evento adverso no âmbito mundial, foi o forte aumento no preço da energia na China, Índia, Europa e EUA. Na China e na Índia, o cenário mais adverso neste setor decorreu do crescimento no preço do carvão e na escassez do produto, trazendo o risco de uma inflação maior, de um racionamento e de uma redução na recuperação do PIB.

Na Europa e nos EUA, o crescimento no preço do gás e do petróleo, antes mesmo do início do inverno, aumentou o risco de um cenário inflacionário mais adverso e da antecipação do aumento nas taxas de juros esperado para o final de 2022. Adicionalmente, a escassez de energia e o aumento no preço do Brent e do gás reduziram a projeção do crescimento mundial, prejudicando os preços dos ativos nos mercados emergentes e no Brasil.

O cenário externo mais adverso detalhado acima se somou ao ambiente local de maior incerteza, caracterizado pela (i) indefinição no valor do novo Bolsa Família, (ii) na ausência de solução para o pagamento dos precatórios e (iii) na renovação ou não do Auxílio Emergencial. A tese que prevaleceu no mercado, em setembro, é que há uma forte demanda da base política do governo pelo aumento do Bolsa Família e renovação do Auxílio Emergencial.

Nos indicadores de economia real, os índices de confiança pioraram ao longo do último mês em conjunto com uma forte retração nas vendas do varejo e na produção industrial. Assim, ficou claro que a recuperação do setor industrial será ainda mais lenta e que a inflação já começou a afetar o consumo. No entanto, pelo menos o último dado de geração de empregos do IBGE referente ao mês de julho foi positivo.

Os cenários externo e doméstico mais adversos nos levaram a revisar a projeção da taxa de câmbio no final do ano para R\$5,30/US\$ e pioraram as perspectivas de inflação para este e para o próximo ano. Frente a esses fatores, estimamos uma taxa de juros Selic de 9,5% ao final do ciclo de aperto monetário no 1T22. Uma taxa de juros mais elevada para trazer a inflação para meta significa crescimento do PIB menor em 2022, que passou de 1,5% para 1,2%, com possibilidade de novas revisões a depender do balanço de riscos ao longo dos próximos meses.

Em resumo, no mês de setembro tivemos a deterioração conjunta dos cenários doméstico e externo formando uma tempestade quase perfeita para os preços dos ativos locais, com impacto na perspectiva de crescimento para o próximo ano.

No início de outubro, o mercado ainda não possuía clareza sobre (i) a possível solução para o pagamento de R\$89 bilhões de precatórios em 2022, (ii) o escopo e o valor do novo Bolsa Família, (iii) se haverá ou não um novo Auxílio Emergencial neste e/ou no próximo ano e (iv) qual o risco de deterioração permanente das regras fiscais. Sem a definição dessas questões, o cenário de preço dos ativos no curto prazo continuará sem direção, apesar de melhora esperada no setor de serviços, com o avanço cada vez mais claro da vacinação, e alguma melhoria no mercado de trabalho até o final do ano.

Mansueto Almeida

Atividade Econômica - Mercado de trabalho em retomada em meio a incertezas crescentes.

Maiores incertezas para o 2S. O mês de setembro foi marcado pela perspectiva de piora da economia mundial e pelas incertezas com respeito ao quadro fiscal e político. Além disso, os resultados da inflação também continuaram surpreendendo e elevando nossa perspectiva para a taxa de juros. Essas incertezas foram capturadas pelos dados de confiança da FGV. No mês de setembro, todos os indicadores de confiança apresentaram queda, com especial redução no componente que mede as expectativas para os próximos meses. Embora a confiança do setor de serviços relativo à “situação atual” também tenha apresentado queda, esta não foi suficiente para devolver os ganhos obtidos no mês de agosto, contribuindo para que o indicador de confiança de serviços fechasse o 3º Tri com crescimento de 10,3p.p. frente ao 2º Tri.

O mercado de trabalho continuou apresentando bons resultados e, além disso, a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) apresentou crescimento de 1,1% m/m (a.s.) em julho e acumula um carregamento estatístico de ~3% para o 3º Tri. No entanto, os dados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) e da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) vieram abaixo das expectativas para o mês de agosto, sinalizando um cenário mais desafiador. De todo modo, continuamos com a expectativa de que o PIB cresça 5,3% em 2021, mas com um balanço de riscos negativo que poderia levar o crescimento para próximo de 5%. Vale ressaltar que entendemos que os riscos de racionamento de energia elétrica em 2021 que já eram baixos se reduziram, em decorrência da antecipação da entrada de oferta adicional no sistema e do cenário hídrico melhor do que era esperado para outubro e novembro.

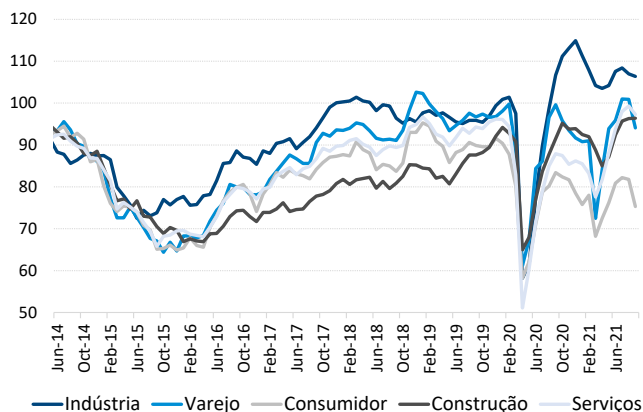
O mercado de trabalho continuou surpreendendo. Em agosto o CAGED apresentou uma geração de 372 mil postos de trabalho, atingindo a maior marca para um mês de agosto. O resultado novamente foi impulsionado pelo setor de serviços que registrou o maior nível de admissões (a.s.) da série histórica. De acordo com o CAGED, entre jan/21 e ago/21 o mercado de trabalho formal gerou 2,2MM de novas ocupações. Esse resultado também foi acompanhado pelo bom desempenho da PNAD contínua que entre jan/21 e jul/21 acumula 5,3MM novas ocupações. Com o resultado de julho, a massa salarial real estaria apenas R\$5,5 bilhões abaixo de fev/20. Essa evolução da massa salarial, pode compensar os efeitos adversos do nível de endividamento das famílias, que segundo o indicador do Banco Central atingiu no mês de maio a marca de 59,9%. Entendemos que esse indicador não é uma boa medida para momentos de recuperação econômica pois inclui em seu denominador a massa salarial dos últimos 12 meses, ou seja, não considera a expectativa de recuperação da massa salarial. Além disso, estimamos que parte da alta do indicador de endividamento estaria associado a uma subestimação da massa salarial calculado pela PNAD, inflando o nível do indicador.

Concessões de crédito desaceleram. Em agosto as concessões de crédito tiveram uma queda de 4,7% m/m (a.s.) puxadas pela queda do crédito direcionado à PJ, por conta de um aumento expressivo (não recorrente) das concessões relacionadas ao Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) em julho. Além disso, as concessões do crédito livre também mostraram queda, com contração de 1,1% m/m (a.s.) para as famílias e de 0% m/m (a.s.) para PJ. Essa desaceleração parece estar associada ao ciclo de aumentos de juros, a um cenário com maiores incertezas e a um ritmo de crescimento econômico mais modesto para 2022.

Revisamos nosso crescimento para 2022 de 1,5% para 1,2%. Nossa revisão se baseia em uma nova expectativa de final de ciclo para a taxa de juros, que agora esperamos que termine em 9,5% a.a. em 2022 (vs. 8,5% no último relatório). Além disso, as incertezas continuam crescendo com respeito à economia mundial, trazendo um viés negativo para o balanço de riscos. De fato, ao longo de setembro, o crescimento da China começou a mostrar sinais de arrefecimento, possivelmente em parte associado ao aumento da regulação no país nos últimos meses e que vem reduzindo o ritmo de crescimento de alguns setores. Esse efeito teve repercussões reais para o setor de construção em decorrência do não pagamento de bônus de grandes incorporadoras chinesas (Evergrande e Fantasia). Soma-se a isso, o risco de uma crise energética global, com (i) o aumento dos preços de petróleo e gás natural com forte impacto nos EUA e Europa, (ii) o início de apagões ocorrendo em algumas províncias chinesas e (iii) a falta de carvão na Índia. Nesse cenário, a cadeia global de suprimentos continuaria sendo prejudicada e haveria maior pressão inflacionária, levando a um nível de juros de equilíbrio também maior, com consequente redução do crescimento global. Mas, continuamos observando no Brasil uma retomada do mercado de trabalho, e

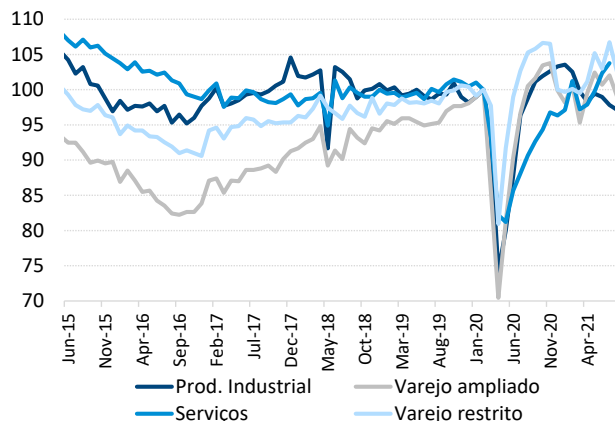
efeitos positivos relacionados à recuperação de setores prejudicados durante a pandemia ajudam a conter parte dos efeitos negativos citados.

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 - Revisamos nosso IPCA de 2022 para 4,3% e balanço de riscos segue com assimetria altista

Ao longo do último do mês, as perspectivas para o IPCA seguiram se deteriorando. Dados de alta frequência ao longo de setembro novamente surpreenderam para cima, indicando inflação elevada para serviços e persistência na inflação de bens industriais que se somam a pressões significativas sobre componentes mais voláteis como alimentos, combustíveis e energia elétrica. A médio prazo, riscos altistas vêm se acumulando tanto no âmbito doméstico, com aumento de incertezas fiscais, quanto externo, com significativa elevação nos preços de commodities energéticas – com impacto nas cadeias produtivas globais e na percepção sobre riscos inflacionários nas economias avançadas. Apesar de revisão altista em nossa expectativa para a taxa Selic ao final do atual ciclo de aperto monetário e redução em nossa expectativa de crescimento econômico, acreditamos que o balanço de riscos para a inflação evoluiu de forma desfavorável, resultando em revisões altistas em nosso cenário.

Escassez de commodities energéticas aumenta riscos para a inflação de industriais. A escassez de commodities energéticas como gás e carvão já vem produzindo impactos nas cadeias produtivas globais – o racionamento de energia elétrica devido à escassez de insumos já impacta a atividade produtiva na China, por exemplo – e devem agravar as restrições de oferta globais. A alta expressiva nos preços de energia deve se mostrar persistente e custos mais elevados poderão resultar em inflação mais pressionada para bens industriais, somando-se ao impacto direto sobre a inflação via aumento nos preços de combustíveis. Os preços mais elevados também elevam o risco de reajustes tarifários mais altos para energia elétrica em 2022 devido à participação do gás na geração de usinas termoeletricas. Revisamos para cima nosso cenário de bens industriais devido à continuidade de acúmulo de custos na margem, persistência de restrições de oferta, cenário de câmbio mais depreciado e aumento de nossa percepção acerca de riscos para cadeias produtivas globais.

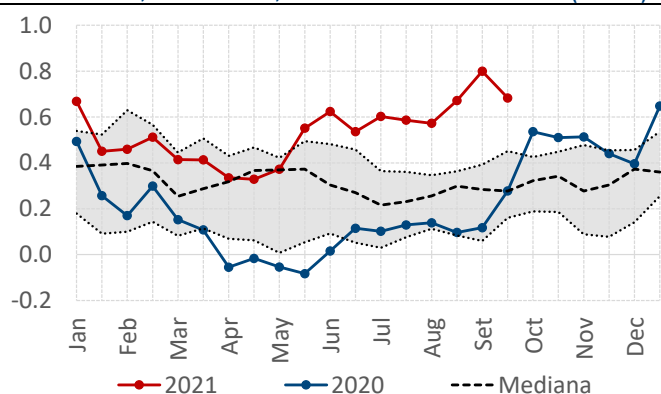
Riscos fiscais aumentaram. Como explicitado em nosso último Relatório Macro Mensal, nossa premissa é a de que, à medida que o auxílio emergencial seja encerrado, as transferências diretas de renda irão cair em 2022, não sendo inteiramente compensadas pelo aumento no bolsa família que seria possível dentro do atual espaço no teto de gastos esperado para o próximo ano. Contudo, o imbróglio envolvendo programas de transferência de renda segue sem solução e pode se encaminhar para um desfecho desfavorável para o cenário de inflação. Além disso, a percepção de flexibilização do teto de gastos poderia resultar em uma taxa de câmbio significativamente mais depreciada, o que pressionaria a inflação para além do nosso cenário atual. Tais circunstâncias resultam em um balanço de riscos altista para o nosso cenário de inflação para 2022.

Reduções tributárias por parte dos estados podem produzir surpresas baixistas. Ao longo do último mês, os estados de São Paulo e Rio Grande do Sul, além do Distrito Federal, anunciaram reduções nas alíquotas de ICMS para diversos produtos e serviços a partir de janeiro de 2022. As reduções já anunciadas, caso sejam inteiramente

repassadas ao consumidor, teriam impacto relevante sobre a inflação – nossas estimativas indicam um impacto máximo da ordem de -30bps. No entanto, um repasse integral parece muito improvável dado experiências recentes e nossa expectativa é de um impacto mais modesto. No caso do preço dos combustíveis, há discussão na Câmara dos Deputados para alteração da base de cálculo de ICMS sobre combustíveis que, se aprovada, reduziria os preços dos mesmos. Discussões sobre redução de ICMS devem ser acompanhadas pois podem afetar a dinâmica inflacionária dos próximos meses e no início de 2022.

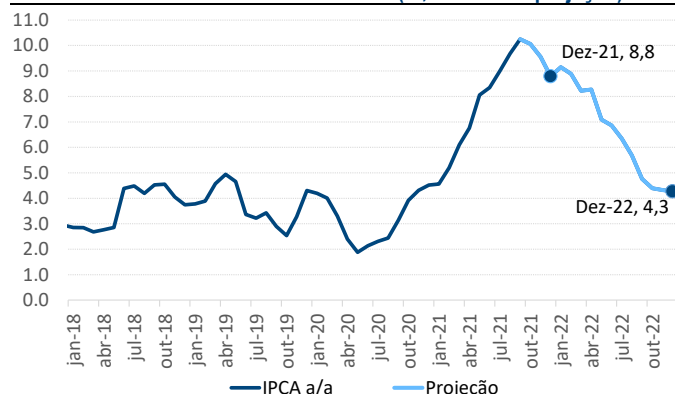
Revisamos nossa projeção de inflação para 2022 de 4,1% para 4,3%. Para 2021, nossa estimativa segue em 8,8%, conforme revisado em nosso relatório de IPCA-15 de setembro. Para 2022, nossa projeção foi revisada para cima principalmente devido a um cenário mais pressionado para industriais. Riscos baixistas para a inflação de 2022 existem – reversão de preços de commodities, inclusive do petróleo, e cortes de impostos estaduais sobre consumo, por exemplo. No entanto, incertezas políticas e fiscais, persistência de restrições de oferta ao longo de cadeias produtivas globais e a perspectiva reversão mais rápida de estímulos monetários em economias avançadas implicam em uma assimetria altista para o balanço de riscos em relação ao nosso cenário.

Gráfico 3: IPCA, sazonalidade, média das medidas de núcleo (m/m %)



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Gráfico 4: IPCA acumulado em 12 meses (%), efetivo vs. projeção



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Setor Externo - Câmbio mais depreciado em meio a maior incerteza fiscal e cenário externo mais adverso

Revisamos nossa projeção para o déficit em transações correntes para US\$10 bilhões (0,6% do PIB) em 2021 e US\$24 bilhões (1,4% do PIB) em 2022. A revisão de 2021 (ante projeção anterior de déficit de US\$2 bilhões) decorre, sobretudo, da redução da nossa projeção para o superávit comercial (de US\$53 bilhões para US\$46 bilhões). Essa diminuição, por sua vez, é explicada principalmente por: (i) diminuição recente do preço do minério de ferro no mercado internacional, que nos levou a reduzir a projeção de saldo comercial das estatísticas da Secretaria de Comércio Exterior (Secex) de US\$74 bilhões para US\$71 bilhões; e (ii) aumento de importações não computadas nas estatísticas da Secex, mas que afetam o balanço de pagamentos - importações fictas de plataformas de petróleo e de criptoativos. As importações fictas no âmbito do Repetro continuam ocorrendo mesmo após o fim do regime em dezembro de 2020. Esperava-se que o desembaraço tardio das operações realizadas no fim de 2020 ficaria circunscrito ao 1T21, mas se estendeu para os trimestres seguintes e deve afetar também o resultado do 4T21. Projetamos que as importações fictas de plataformas totalizem cerca de US\$16 bilhões este ano. A aceleração das compras de criptoativos¹ nos últimos meses também contribuiu para o aumento da nossa projeção para importações. Mesmo com a revisão do saldo comercial do ano, o resultado em transações correntes ainda será o melhor desde 2007. O cenário qualitativo permanece o mesmo: o saldo comercial continua robusto, as despesas com serviços seguem em patamar próximo ao de 2020 – muito inferior ao dos anos pré-pandemia – e as despesas com rendas permanecem em patamar contido. O aumento da projeção de déficit em TC em 2022, de US\$18 bilhões para US\$24 bilhões decorre, sobretudo, da incorporação de importações mais forte de criptoativos². A taxa de câmbio depreciada e o crescimento mais modesto da atividade econômica conterão

¹ Criptoativos não são considerados ativos financeiros, porque não têm contraparte devedora, nem são considerados moeda. São classificados como ativos não financeiros, por isso são considerados no âmbito da balança comercial. Para mais informações, favor consultar: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2019/pdf/Clarification0422.pdf>

² As importações líquidas de criptoativos totalizarão US\$7 bilhões este ano, mais do que o dobro do observado em 2020 (US\$3,2 bilhões) e 2019 (US\$3,0 bilhões).

aumento mais significativo do déficit em TC no próximo ano – déficit de 1,4% do PIB é baixo na comparação histórica e com outras economias emergentes.

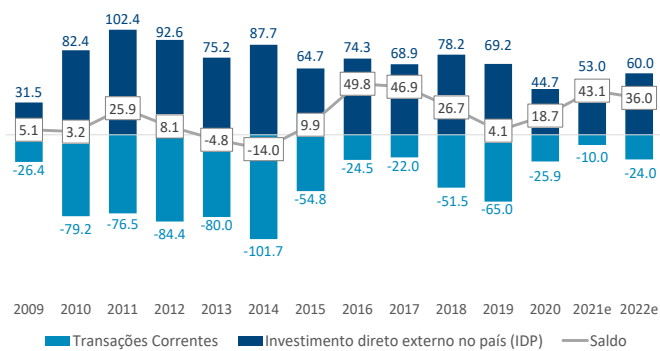
Aumentamos nossa projeção de IDP para US\$53 bilhões em 2021 e para US\$60 bilhões em 2022. A revisão do IDP em 2021 (ante projeção de US\$50 bilhões) decorre de investimentos ligeiramente mais fortes na margem. No acumulado em 12 meses até agosto, o IDP aumentou para US\$49,4 bilhões (3,0% do PIB), ante US\$45 bilhões em 2020. A evolução da pauta de privatizações e concessões em 2022 tende a contribuir para aumento dos fluxos de IDP como participação no capital no próximo ano. Além disso, o aumento dos juros domésticos provavelmente aumentará os empréstimos intercompanhias. Ao mesmo tempo, os investimentos estrangeiros em carteira, que fecharam o 1S21 com o maior saldo para o período desde 2015 (US\$20,5 bilhões), desaceleraram no 3T21. A percepção de maior risco fiscal e político provavelmente explica o resultado. O investimento estrangeiro em ações passou para o terreno negativo a partir de julho. Já o investimento estrangeiro em títulos públicos no País desacelerou, mas não de forma significativa em função do elevado diferencial de juros.

Investimentos brasileiros no exterior alcançam maior patamar da série histórica em 2021. Os investimentos brasileiros no exterior (investimento direto e em carteira) totalizaram US\$32,5 bilhões de janeiro a agosto deste ano, patamar muito superior ao dos últimos anos (*gráfico 7*). O crescimento frente aos anos pré-pandemia foi mais significativo nos investimentos em carteira, em particular em fundos de investimento no exterior (fundos multimercados e de ações). Esse aumento expressivo provavelmente é explicado por: (i) forte recuperação da atividade global, em particular dos EUA; e (ii) juros domésticos no 1S21 em patamar historicamente baixo. Uma mudança nas regras de aplicação de recursos dos Fundos de Pensão brasileiros no exterior no fim de 2017 contribuiu para que a combinação de dinamismo da atividade global e juros domésticos baixos levassem a aumento expressivo dos investimentos desses Fundos no exterior.

De forma geral, a atualização das projeções não altera o cenário qualitativo favorável das contas externas. O déficit em transações correntes deve permanecer em patamar baixo e ser facilmente financiado pelo IDP. O aumento do diferencial de juros deve continuar sendo o principal fator de atração de capital para os títulos no país, ainda que mitigado à medida que decorre o processo de normalização monetária nas economias avançadas, e tende a desacelerar o investimento brasileiro no exterior.

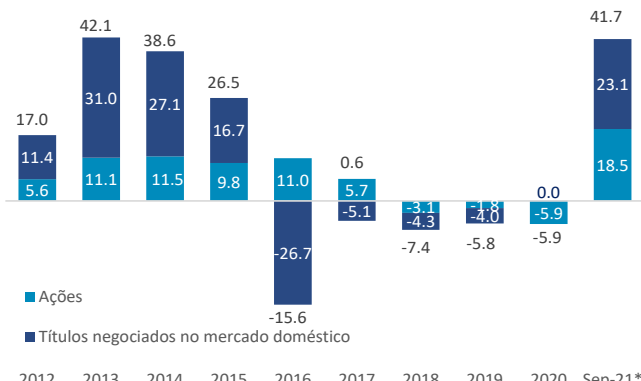
Revisamos nossa projeção de taxa de câmbio para R\$5,30/US\$ no fim de 2021 e R\$5,40/US\$ no fim de 2022. A taxa de câmbio depreciou cerca de 6% no último mês (de R\$5,15/US\$ no fim de agosto para R\$5,44/US\$ no fim de setembro). A depreciação do Real foi explicada por fatores domésticos e externos. Do lado doméstico, a percepção de maior risco fiscal foi o principal determinante do movimento recente do câmbio. Do lado externo, o destaque foi o aumento dos juros longos dos títulos do Tesouro americano em meio a preocupações persistentes com a inflação global. Esse quadro externo levou à depreciação generalizada das moedas emergentes frente ao dólar. A incorporação de um índice DXY (cotação do dólar frente às moedas das economias avançadas) mais elevado e de juros de 10 anos mais altos nos EUA resultaram na revisão da nossa projeção de câmbio (ante projeção anterior de R\$5,00/US\$ no fim de 2021 e R\$5,30/US\$ no fim de 2022). Um risco negativo importante para o nosso cenário continua sendo o de deterioração do quadro fiscal com, por exemplo, a prorrogação do Auxílio Emergencial por meio de crédito extraordinário para o próximo ano. Outro risco é uma desaceleração mais expressiva da economia chinesa, que tenderia a reduzir de forma significativa os preços das commodities no mercado internacional.

Gráfico 5: Transações correntes e IDP (US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central e BTG Pactual.

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



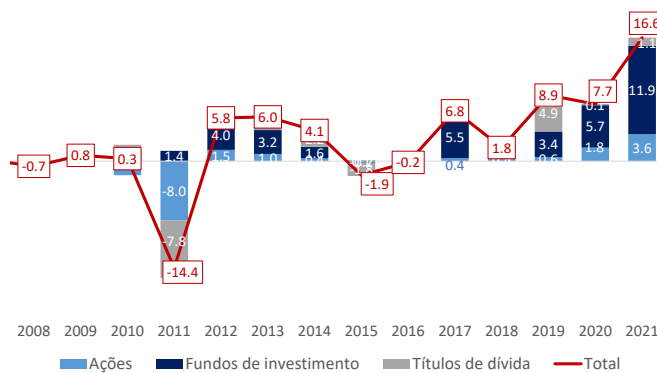
Fonte: Banco Central e BTG Pactual. *Acumulado em 12 meses até 21 de setembro.

Gráfico 7: Investimento brasileiro no exterior (US\$ bilhões) - acumulado no ano até agosto



Fonte: Banco Central e BTG Pactual.

Gráfico 8: Investimento brasileiro em carteira no exterior (US\$ bilhões) - acumulado no ano até agosto



Fonte: Banco Central e BTG Pactual.

Contas Fiscais - Orçamento de 2022 continua sem direção clara

Incertezas continuam elevadas. O imbróglio envolvendo os gastos com precatório e o novo Auxílio Brasil continua turvando o cenário à frente. Em um acordo envolvendo os Presidentes da Câmara e do Senado, com a anuência do Executivo, foi proposto incorporar a sugestão feita pelo Ministro do STF, Luiz Fux, à PEC dos Precatórios. A regra de parcelamento sugerida originalmente pelo governo seria substituída por um subteto para os gastos com precatórios, limitando-os a R\$40 bilhões em 2022. Para o valor que exceder esse limite, o Governo poderia utilizar uma série de dispositivos de encontro de contas, alguns deles já incluídos na PEC original. Em última instância, os precatórios não quitados seriam rolados para o ano subsequente. A proposta foi incorporada ao texto apresentado pelo relator, Deputado Hugo Motta essa semana. Atualmente, a PEC se encontra na Comissão Especial da Câmara dos Deputados e o mês de outubro será extremamente importante para a sua tramitação nas duas Casas do Congresso, pois a aprovação da proposta é fundamental para se definir o espaço no teto de gastos para o novo Bolsa Família.

Se aprovada, a proposta abrirá um espaço de R\$49 bilhões sob o teto de gastos, se comparado com os números previstos na PLOA 2022. Esse valor será suficiente para compensar o crescimento de cerca de R\$20 bilhões das despesas obrigatórias com a correção do INPC maior do que o originalmente previsto e criar uma folga de R\$27 bilhões, suficiente para acomodar o novo Auxílio Brasil, com um ticket mensal de R\$300,00 distribuídos para 17 milhões de famílias.

Contudo, até o momento essa possibilidade não tem se mostrado suficiente para desestimular uma demanda crescente da base política do governo por gastos ainda maiores. As discussões sobre a criação de um programa de subsídio para a compra de gás de cozinha por famílias de baixa renda e a extensão da desoneração da folha de pagamento têm ganhado força no Congresso. Os dois projetos reduziram a folga fiscal sob o teto em R\$6,0 e R\$5,5 bilhões, respectivamente, tornando-a insuficiente para a criação do Auxílio Brasil no escopo desejado.

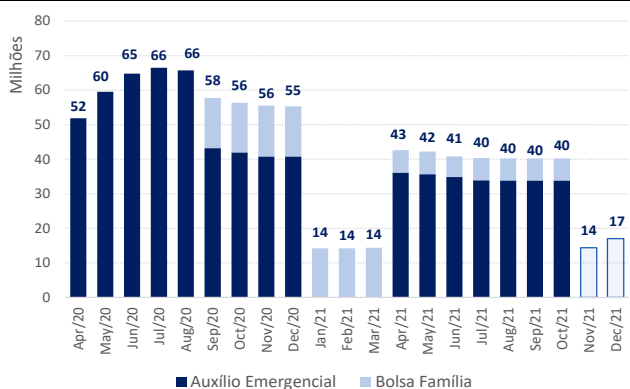
Adicionalmente, também tem crescido a pressão política pela extensão do Auxílio Emergencial, programa contabilizado fora do teto de gastos. A queda brusca no número de beneficiários, dos 40 milhões que hoje recebem o Auxílio Emergencial ou o Bolsa Família, para os 17 milhões que receberiam o Auxílio Brasil, tem gerado desconforto e fomentado discussões para estender o programa mesmo após a ampliação do Bolsa Família. Do ponto de vista econômico, com o aumento da geração de postos de trabalho ao longo dos últimos meses e com a maior abertura da economia, a necessidade de um programa como o Auxílio Emergencial é menor vis-à-vis o fortalecimento do Bolsa Família.

Mais juros e menos crescimento. Mais uma vez os dados correntes surpreenderam positivamente. Dessa forma, revisamos nossa projeção para o primário consolidado de -R\$92,8 para -R\$64,7 bilhões, incorporando principalmente um desempenho robusto de Estados e municípios.

Contudo, ao contrário da dinâmica recente, essa revisão não foi suficiente para evitar alguma deterioração na nossa expectativa para a dívida pública. As revisões nas nossas projeções de câmbio, Selic e crescimento contribuíram para a elevação da nossa expectativa para a dívida bruta de 80,8% para 81,3% do PIB em 2021, e de 81,5% para 81,9% em 2022 – ainda um patamar de endividamento muito inferior à expectativa do mercado do início do ano.

Apesar da evolução bastante positiva das projeções fiscais ao longo de 2021, o fator que tem determinado o preço dos ativos domésticos é a indefinição sobre os gastos com precatórios, Bolsa Família, vale gás e a renovação do Auxílio Emergencial. Com tanta incerteza na mesa, o mercado não consegue prever se haverá ou não mudanças nas regras fiscais e o impacto dessas medidas na dinâmica da dívida pública.

Gráfico 9: Beneficiários de programas de transferência de renda



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e BTG Pactual

Tabela 1: Precatórios, Auxílio Brasil e o teto de gastos (R\$ bi)

		Teto 2022: espaço livre			
		Subteto para precatórios (R\$ bi)			
INPC 2021		30	40	57	89
	8.0%	46	36	19	-13
	8.4%	43	33	16	-16
	9.1%	37	27	10	-22
	10.0%	30	20	3	-29
		Bolsa Família: orçamento adicional			
		Benefício mensal médio (R\$)			
n.º famílias		190	230	300	400
	14.5	-2	5	17	35
	16.0	2	9	23	42
	17.0	4	12	26	47

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e BTG Pactual

Política Monetária - Sobre a Selic terminal

Outra dose de mesma magnitude. O Comitê de Política Monetária (Copom) optou por elevar a taxa básica de juros em 100 pontos-base para 6,25% ao ano em sua reunião de setembro, em linha com nosso cenário desde agosto. A comunicação pós-reunião e o Relatório de Inflação do 3º trimestre sugerem que o comitê está, de fato, planejando entregar outro aumento de mesma magnitude em sua reunião de outubro, embora a porta não esteja totalmente fechada para um ritmo mais rápido. Em outras palavras, a comunicação de setembro mostra a preferência do comitê por manter o ritmo atual e ajustar o nível da taxa Selic terminal, enquanto caminha para um nível “significativamente restritivo”.

Atividade econômica: PIB de 2022 acima do consenso, mas o hiato seguirá aberto. A comunicação emitida por membros do Copom nas últimas semanas já sugeria que o Banco Central (BC) continuaria trabalhando com um crescimento abaixo do consenso para o PIB de 2021, ainda que visse um cenário mais positivo para 2022. Assim, não houve grande surpresa quando o Relatório de Inflação do 3º trimestre fez uma revisão bastante moderada da projeção do PIB de 2021 de 4,6% para apenas 4,7%, versus um consenso (já revisado para baixo nas últimas semanas) de 5,04%, segundo a pesquisa Focus. Além de questões sobre o ajuste sazonal no período pós-pandemia, o comitê considerou que o 2º Tri veio um pouco mais forte que o esperado, mas os dados de alta frequência

levaram a uma redução na estimativa do 3º Tri. Dito isso, a estimativa do PIB de 2022 ficou em 2,1%, acima do consenso de 1,57%, segundo o Focus. Segundo o BC, o hiato do produto menos aberto, reduzindo o espaço para uma recuperação cíclica, e o aperto monetário em curso, com seus efeitos defasados, são fatores que contribuem para uma desaceleração versus o ano corrente. Porém, espera-se que a continuidade da recuperação no mercado de trabalho e do setor de serviços, bem como o desempenho de setores menos dependentes do ciclo de negócios e os demais efeitos da normalização devem beneficiar a economia em 2022. Dito isso, nesse cenário, o Copom observou que o hiato continuará aberto, embora fechando de forma mais lenta que o previsto anteriormente. A trajetória de juros acima da taxa neutra (ainda estimada em 3% a.a., em termos reais) seria um importante obstáculo para um fechamento mais acelerado do hiato.

Inflação: Mais surpresas altistas à frente. As últimas projeções condicionais apresentadas pelo Copom colocam a inflação de 2021 bem acima da meta (em 8,5% vs. 3,75%), ligeiramente acima no próximo ano (em 3,7% vs. 3,5%), na meta em 2023 (3,2% vs. 3,25%) e ligeiramente abaixo em 2024 (em 2,8% vs. 3%). É importante ressaltar que esse cenário considera que a taxa Selic sobe para 8,25% a.a. em 2021, 8,5% a.a. durante 2022 e cai para 6,75% a.a. em 2023. Vale destacar que o balanço de riscos continuou assimétrico para cima devido ao risco fiscal, segundo o BC. De acordo com o Copom, essa assimetria justifica uma trajetória da política monetária mais contracionista do que aquela utilizada em seu cenário básico. Na linguagem do Copom, isso significa que, “ceteris paribus”, a taxa Selic terminal deveria terminar acima de 8,5% a.a. neste ciclo. Além disso, é importante notar que as projeções de curto prazo trazidas pelo Relatório de Inflação antecipam um IPCA pouco abaixo de 2% no período set-nov. Porém, vemos um risco de novas surpresas altistas aqui, o que significaria mais um trimestre de (prováveis) revisões altistas pelo comitê. De fato, mesmo as projeções para o 1º Tri de 2022 parecem otimistas em relação ao nosso cenário base, embora reconheçamos que notícias recentes sobre uma redução de impostos por parte de alguns estados podem levar a uma redução da inflação projetada para o período (ver seção sobre a Inflação).

“Policy guidance”: Sobre a Selic terminal. O Copom deixou claro em sua comunicação de setembro que enxerga o ritmo de 100 pontos-base por reunião como a melhor estratégia dado o atual estágio do ciclo. Na verdade, na ata vimos que o comitê avaliou os custos e benefícios de acelerar o ritmo, mas optou por mantê-lo em função (i) de evidências de uma política monetária já efetivamente contracionista, (ii) de simulações que mantêm o ritmo atual, mas consideram diferentes taxas terminais, que sugerem que tal ritmo é suficiente para atingir patamar significativamente contracionista e, por fim, (iii) do peso de itens voláteis nas revisões da inflação de curto prazo e do ineditismo do processo de readequação pós-pandemia. Dito isso, a coletiva de imprensa que se seguiu à divulgação do Relatório de Inflação reforçou essa mensagem. De fato, o Presidente Roberto Campos iniciou suas colocações fazendo alguns esclarecimentos sobre a linguagem recente do Copom. Segundo Campos, o advérbio “significativamente”, utilizado na expressão “significativamente restritiva” da comunicação de setembro, refere-se ao nível da taxa terminal do ciclo. Além disso, o Presidente insistiu que a taxa Selic será levada aonde for necessário para cumprir a meta de inflação. Ou seja, o sarrafo é realmente alto para uma aceleração do ritmo na reunião de outubro. Neste momento, manter o ritmo e estender o ciclo para um nível bastante restritivo é a estratégia adotada, com a comunicação de setembro enfatizando que a ‘variável de ajuste’ será a taxa Selic terminal.

100 pontos-base, mais uma vez. Em suma, continuamos esperando mais uma alta de 100 pontos-base na reunião de outubro. O conjunto informacional de setembro (comunicado, ata e Relatório de Inflação) evidenciou a preferência do Copom por manter o ritmo atual e ajustar a taxa terminal da Selic em patamar “significativamente restritivo”. Considerando nossa avaliação do cenário econômico e seu balanço de riscos, vemos a taxa básica encerrando 2021 em 8,25% a.a. e o ciclo estendendo-se para 9,5% a.a. no início de 2022. Por ora, os riscos relacionados a essa projeção ainda estão associados, principalmente, ao desenrolar do quadro fiscal e ao comportamento das expectativas de inflação (de 2022-23) nos próximos meses.

Covid-19 e Vacinação - Fim da pandemia em breve?

Melhor cenário doméstico em meses. O Brasil encerrou setembro com o menor número de casos e óbitos em um mês em 2021. Na verdade, este foi o mês com menos contágios desde maio/20 e o menos letal desde novembro/20, entrando em outubro com a média móvel semanal de casos e mortes em 16,5 mil e 500, respectivamente. Além disso, as taxas de ocupação das UTIs Covid-19 continuam diminuindo e rodando em níveis muito baixos em todo o

país (23 estados estão abaixo dos 50%), mesmo com a redução no número de leitos. Diante dessas melhorias, a Fiocruz (instituição de saúde vinculada ao governo) afirmou recentemente que “há fortes indícios” para se acreditar no fim da pandemia até os primeiros meses de 2022 com o avanço da vacinação.

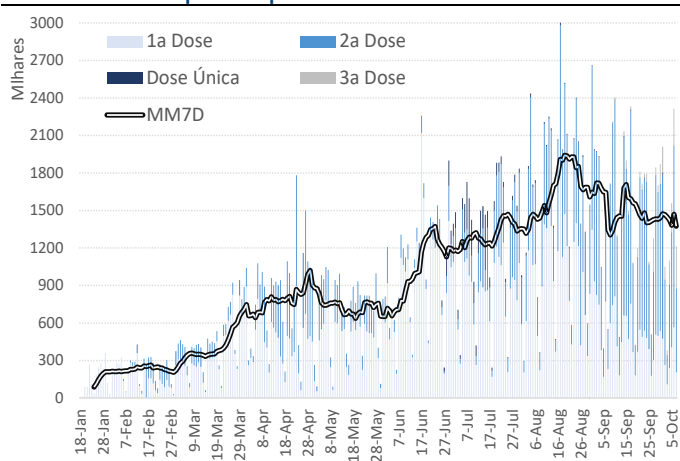
Vacinas: rejeição muito baixa. Até o momento, 154 milhões de pessoas já receberam pelo menos uma dose, das quais 98 milhões foram totalmente imunizadas, correspondendo a 72% e 46% da população total do país ou 86% e 55% do público-alvo (maiores de 12 anos). Na verdade, a campanha de vacinação do Brasil tem tido muito sucesso, conseguindo até vacinar mais jovens do que EUA e Inglaterra, países que enfrentam resistência de parte de sua população para se vacinar, principalmente os mais jovens. Em meados de setembro, o Brasil tinha 70% dos jovens de 18 a 24 anos com pelo menos uma dose, enquanto esse número era de 66% na Inglaterra e 63% nos Estados Unidos.

Delta parece estar arrefecendo. Em junho-agosto, o número de novas infecções diárias em todo o mundo subiu 84% (de 359k para 661k na média semanal), impulsionado pela disseminação da variante Delta, mais contagiosa. No entanto, no último mês, os casos diminuíram de forma consistente (para 428 mil na margem). A princípio, surtos locais na China e em outros países asiáticos estão sendo contidos, as curvas de infecção na Europa e em Israel têm apresentado tendência de queda, e até mesmo os EUA sugerem algum arrefecimento nos números. Apenas a situação do Reino Unido ainda é preocupante, embora esses novos casos não tenham evoluído para internações e óbitos no país nesta última onda.

No Brasil, o avanço da variante Delta não mudou a tendência positiva do país, mesmo 4 meses após o desembarque aqui. Houve aumento de casos e internações no Rio em julho-agosto, mas os números já voltaram aos patamares anteriores (menores). O motivo ainda não está claro, mas pode ser uma mistura de três fatores: uma imunização ampla e rápida, uma taxa de contaminação prévia maior e uma competição com a variante Gama. No entanto, há que se reconhecer certa incerteza quanto ao cenário à frente.

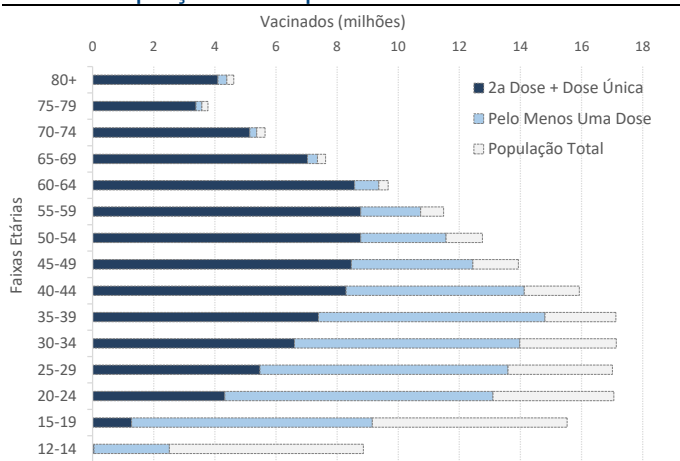
Luz no fim do túnel. A vacinação continuará avançando rapidamente no Brasil, principalmente com a redução do intervalo entre as 2 doses da vacina Pfizer sendo adotada em muitas cidades. Além disso, a imunidade do país está sendo ampliada com a administração de doses de reforço para os idosos e profissionais de saúde e com discussões sobre uma campanha de revacinação em 2022. Logo, os sinais são de que a pandemia pode chegar ao fim em breve, assim que a transmissão ficar sob controle e finalmente aprendemos a conviver com a Covid-19 em nosso cotidiano como mais uma doença qualquer.

Gráfico 10: Doses aplicadas por dia no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde, Coronavirusbra1 e BTG Pactual

Gráfico 11: População vacinada por faixa etária



Fonte: Ministério da Saúde, DataSUS e IBGE.

Tabela 2: Projeções do BTG Pactual para indicadores econômicos do Brasil

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Indicadores Econômicos										
btg pactual										
Atividade Econômica										
PIB Real (% a/a)	3.00	0.50	-3.55	-3.28	1.32	1.78	1.41	-4.06	5.30	1.20
PIB Nominal (US\$ bi)	2,468	2,455	1,796	1,800	2,063	1,916	1,877	1,444	1,652	1,707
PIB Nominal (R\$ bi)	5,332	5,779	5,996	6,269	6,585	7,004	7,407	7,448	8,666	9,383
Agricultura (% a/a)	8.36	2.79	3.31	-5.22	14.15	1.31	0.63	1.96	4.00	0.80
Indústria (% a/a)	2.17	-1.51	-5.76	-4.57	-0.50	0.72	0.37	-3.48	6.00	0.70
Serviços (% a/a)	2.75	0.99	-2.73	-2.22	0.77	2.09	1.66	-4.46	4.70	1.50
Consumo Privado (% a/a)	3.47	2.25	-3.22	-3.84	1.98	2.37	2.19	-5.45	5.20	1.10
Consumo Governo (% a/a)	1.51	0.81	-1.44	0.21	-0.67	0.79	-0.45	-4.68	1.40	1.00
Investimentos (% a/a)	5.83	-4.22	-13.95	-12.13	-2.56	5.23	3.36	-0.78	14.80	-1.80
Exportações (% a/a)	1.83	-1.57	6.82	0.86	4.91	4.05	-2.38	-1.76	6.30	2.20
Importações (% a/a)	6.67	-2.27	-14.19	-10.34	6.72	7.74	1.13	-9.95	15.70	4.30
Mercado de Trabalho										
Taxa de desemprego (% fim de período)	6.45	6.53	8.96	11.89	12.01	11.63	11.25	14.09	12.80	12.20
Taxa de desemprego (% média)	7.20	6.78	8.30	11.25	12.77	12.26	11.93	13.25	13.80	12.30
Inflação & Taxa de Juros										
IPCA (% a/a, fim de período)	5.91	6.41	10.67	6.29	2.95	3.75	4.31	4.52	8.80	4.30
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	1.52	5.31	18.06	5.49	8.00	6.22	5.53	2.63	13.90	3.70
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	7.30	6.74	8.50	6.54	1.34	2.91	3.88	5.18	7.00	4.50
IGP-M (% a/a, fim de período)	5.51	3.69	10.54	7.17	-0.52	7.50	7.30	23.14	17.40	5.90
Taxa Selic (% fim de período)	10.00	11.75	14.25	13.75	7.00	6.50	4.50	2.00	8.25	9.50
Taxa Selic (% média)	8.32	10.96	13.48	14.18	10.14	6.58	6.03	2.88	4.65	9.35
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio										
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	0.4	-6.7	17.4	44.5	57.3	43.4	26.5	32.4	46.0	46.0
Exportações (US\$ bi) – BP	241.5	224.0	189.9	184.3	218.0	239.5	225.8	210.7	287.0	291.0
Importações (US\$ bi) – BP	241.1	230.7	172.5	139.7	160.7	196.1	199.3	178.3	241.0	245.0
Conta Corrente (US\$ bi)	-80.0	-101.7	-54.8	-24.5	-22.0	-51.5	-65.0	-25.9	-10.0	-24.0
Conta Corrente (% PIB)	-3.20	-4.10	-3.20	-1.40	-1.10	-2.70	-3.50	-1.80	-0.60	-1.40
Investimento Direto no País (US\$ bi)	75.2	87.7	64.7	74.3	68.9	78.2	69.2	44.7	53.0	60.0
Investimento Direto no País (% PIB)	3.00	3.60	3.70	4.10	3.30	4.10	3.70	3.10	3.20	3.40
Reservas Internacionais (US\$ bi)	358.8	363.6	356.5	365.0	374.0	374.7	356.9	355.6	370.0	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	5.30	5.40
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	2.16	2.35	3.34	3.48	3.19	3.66	3.95	5.16	5.25	5.50
Contas Fiscais										
Resultado Primário (R\$ bi)	91.3	-32.5	-111.2	155.8	-110.6	-108.3	-61.9	-703	-64.7	-32.1
Governo Central (R\$ bi)	75.3	-20.5	-116.7	-159.5	-118.4	-116.2	-88.9	-745.3	-139.8	-43.4
Governos Subnacionais (R\$ bi)	16.3	-7.8	9.7	4.7	7.5	3.5	15.2	38.7	70.7	9.4
Empresas Estatais (R\$ bi)	-0.3	-4.3	-4.3	-1.0	0.4	4.4	11.8	3.6	4.4	1.9
Resultado Primário (% PIB)	1.70	-0.56	-1.86	-2.48	-1.68	-1.55	-0.84	-9.44	-0.75	-0.34
Resultado Nominal (% PIB)	-2.96	-5.95	-10.22	-8.98	-7.77	-6.96	-5.79	-13.63	-5.25	-6.97
Dívida Líquida (% PIB)	30.5	32.59	35.64	46.14	51.37	52.77	54.57	62.70	57.95	61.08
Dívida Bruta (% PIB)	51.54	56.28	65.5	69.84	73.72	75.27	74.26	88.83	81.30	81.95

Source: BTG Pactual

Analysts

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 3262-9637

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

Alejo Costa

Argentina & Mexico

Alejo.Costa@btgpactual.com

+54 11 3754-0945

Sofia Ordoñez

Argentina & Mexico

Sofia.Ordonez@btgpactual.com

+54 11 3754-0913

Munir Jalil

Colombia & Peru

Munir.Jalil@btgpactual.com

+57 1 927-65-29

Pablo Cruz

Chile

pablo.cruz@btgpactual.com

+562 2587-5903

Sebastián Piña

Chile

sebastian.pina@btgpactual.com

+562 2587-5903

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.