

Pesquisa Macroeconômica

Brasil – Visão Macro

Novembro 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
Novembro de 2021

Resumo – Incerteza, riscos crescentes e deterioração no arcabouço fiscal

As pressões por despesas além do teto de gastos, que antes eram incertas agora se tornaram um fato. No rol de medidas, até a mudança de indexador do teto foi proposta pelo poder Executivo de forma a acomodar essa pressão e fazer com que o aumento de gastos seja efetivado. Isso trouxe uma piora adicional para o nosso cenário, uma vez que para ancorar as expectativas e evitar uma aceleração inflacionária, o Banco Central teve que acelerar o aumento da taxa de juros e elevar a taxa de juros no final do ciclo. Em paralelo a isto, os dados de agosto começaram a sugerir um menor ritmo de crescimento para 2021, com a proxy mensal do PIB (IBC-Br) apresentando queda de 0,2% m/m (a.s.). Dessa forma, atualizamos o nosso cenário de crescimento de 5,3% para 5%, em 2021, e de 1,2% para 0,4%, em 2022.

As últimas leituras de inflação seguiram em níveis extremamente elevados e a perspectiva à frente piorou. Pressões inflacionárias seguem amplamente disseminadas, com destaque tanto para segmentos voláteis, como alimentos e energia, quanto para os núcleos de inflação, que seguem sem dar sinais de desaceleração. No longo prazo, riscos domésticos e externos para o cenário têm aumentado. Assim, revisamos nossas projeções para o IPCA de 2021 e 2022 de 9,1% para 9,7% e de 4,3% para 4,6%, respectivamente, e acreditamos que o balanço de riscos para o cenário segue altista.

Câmbio mais depreciado em meio a enfraquecimento do arcabouço fiscal. Revisamos nossa projeção para taxa de câmbio para R\$5,60/US\$ no fim de 2021 e 2022 principalmente por conta da deterioração do arcabouço fiscal doméstico. A volatilidade do câmbio tende a permanecer bastante elevada nos próximos meses em função dos riscos decorrentes do cenário de eleição geral no Brasil. Do lado do Balanço de Pagamentos, em linhas gerais, os dados continuam apontando para baixa vulnerabilidade externa, com o déficit em transações correntes baixo e financiado com folga pelo IDP e volume elevado de reservas internacionais. Contudo, o fluxo de dólares para o País nos próximos meses não tende a ser tão favorável como foi até meados do 3T21 em função do enfraquecimento do arcabouço fiscal e dos riscos adicionais que o cenário eleitoral traz.

Credibilidade do teto em xeque. Com demandas por novos gastos muito maiores do que o espaço existente, o Executivo e sua base política avançam em mudanças no arcabouço fiscal que possibilitarão acomodar R\$108 bilhões em novas despesas dentro do teto. Mais do que o aumento do gasto primário em 2022, o afrouxamento circunstancial da regra do teto coloca em xeque a credibilidade da âncora fiscal brasileira, com reflexos nas condições financeiras e no crescimento. Revisamos nossa projeção para a dívida bruta de 2022 de 81,9% para 85,5%, à luz dos gastos mais elevados e da deterioração do cenário macroeconômico com aumento do serviço da dívida.

O Copom optou por elevar a taxa Selic em 150 pontos-base em sua reunião de outubro, levando a taxa básica para 7,75% a.a., conforme esperado. A comunicação pós-decisão não mudou nossa visão. Seguimos antevendo uma alta de 150 pontos-base em dezembro para 9,25% a.a. e aguardamos uma Selic terminal de 11,75% a.a. no início de 2022. Dito isso, assim como nos últimos meses, vemos riscos predominantemente altistas para essa projeção, a depender dos sinais da política fiscal da atual administração e do comportamento das expectativas de inflação.

Sumário Executivo

Como já destacado em edições passadas deste relatório macroeconômico, vamos terminar o ano com um crescimento do PIB próximo de 5%, crescimento do investimento em dois dígitos, déficit primário inferior a R\$80 bilhões e uma dívida pública bruta quase 10 pontos percentuais do PIB inferior ao que era estimado no início do ano.

Adicionalmente, o Brasil vai terminar o ano com elevada proporção da população imunizada contra a Covid-19, o que já reduziu os números de novos casos e de mortes. Em novembro, as médias móveis de casos e óbitos rodaram em níveis bastante baixos, quando comparado ao passado recente: média diária de 9,9 mil casos e mortes de 232, ante 72 mil casos diários e 3 mil mortes por dia no pico da pandemia em abril deste ano.

Apesar dos dados positivos acima, o que passou a definir os preços dos ativos deixou de ser a recuperação da economia brasileira este ano e passou a ser os riscos crescentes decorrentes da combinação de um ambiente externo mais adverso e incerteza na direção da política econômica doméstica.

Em relação ao ambiente externo, o que tem ficado mais claro nos últimos três meses é um cenário de inflação mundial mais persistente, decorrente da combinação de excesso de demanda, choque de energia, problemas de logística e Bancos Centrais que passaram a ser vistos pelo mercado como excessivamente lenientes diante de um cenário de maior risco inflacionário.

Não se espera mais normalização de cadeias de produção até o segundo semestre de 2022, há vários países que continuam com problemas no controle da COVID-19, há o risco de o preço do petróleo, que hoje está um pouco acima de US\$80 o barril, atingir novas máximas no próximo ano e não é clara a tendência para o preço do gás na Europa, que já cresceu 280% este ano e poderá crescer ainda mais com um inverno rigoroso e oferta limitada da Rússia. Um cenário externo mais adverso é sem dúvida um quadro de maior risco para os países emergentes neste e no próximo ano.

No entanto, o que mais tem prejudicado o cenário de crescimento da economia brasileira para 2022 e provocado uma trajetória mais elevada da taxa de juros são problemas domésticos. Depois da forte expansão do gasto público em 2020, o Brasil vai conseguir este ano voltar para a situação fiscal pré-pandemia (déficit nominal do setor público de 6% do PIB), o que deveria reduzir o risco fiscal. Mas o que está ocorrendo é justamente o contrário.

O governo resolveu incluir na Proposta de Emenda à Constituição (PEC) 23/2021 - que altera o pagamento de precatórios e abre espaço no teto de gastos de R\$47 bilhões - uma alteração na janela de inflação que determina a correção do teto, criando uma folga fiscal extra de R\$61 bilhões. Essa segunda mudança foi percebida pelo mercado como um sinal da falta de compromisso do governo e da classe política em relação às regras fiscais, pois se trata de uma mudança permanente na regra fiscal com impacto perene na despesa, o que levou a uma nova depreciação da moeda brasileira, queda da Bolsa, alta das expectativas de inflação e um aumento mais rápido da taxa de juros, além de uma taxa terminal mais elevada no final do ciclo (Selic perto de 12% ao ano).

O problema maior não é o aumento da taxa de juros, em 2022, mas sim a percepção do mercado que esse forte aumento poderá se tornar permanente, em decorrência da maior incerteza das ações deste e do próximo governo quanto ao ajuste fiscal, o que poderia nos levar a um cenário de crescimento mais baixo, juros de equilíbrio mais elevado e crescimento da dívida pública mais rápido e persistente.

É fato que as mudanças propostas no teto reduziram sua credibilidade como âncora fiscal da economia brasileira e que teremos em 2022 um ano de juros altos e de baixo crescimento do PIB (0,4%). No entanto, mesmo com essa expansão adicional de até R\$108 bilhões na despesa primária do governo central, em 2022, a despesa ainda deverá ser menor do que a deste ano e inferior à despesa de 2018, último ano do governo Temer. Adicionalmente, o déficit primário do setor público no próximo ano deverá permanecer por volta de 1% do PIB.

O que será fundamental no último ano deste governo e ao longo do debate eleitoral, em 2022, é que haja um mínimo de consenso entre as lideranças políticas do país sobre a necessidade de recuperar a credibilidade da âncora fiscal e dar seguimento a reformas econômicas que sinalizem que a dívida pública líquida e bruta entrarão em uma clara trajetória de queda em algum momento nos próximos quatro anos. Sem essa certeza, ainda teremos muita volatilidade em preços de ativos até o final deste governo.

Mansueto Almeida

Atividade Econômica - Mais juros, menos crescimento

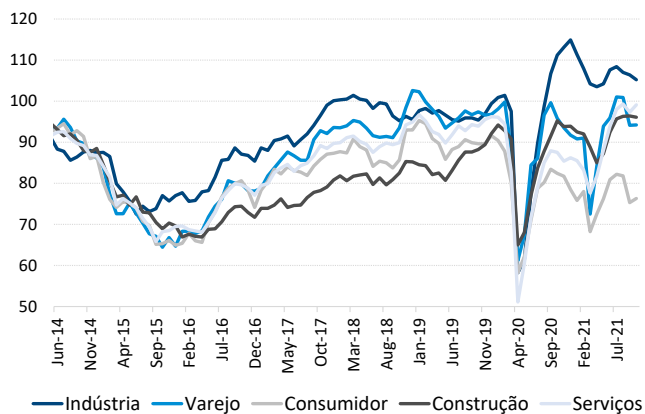
Atividade econômica desacelera. As pressões por despesas além do teto de gastos, que antes eram incertas agora se tornaram um fato. No rol de medidas, até a mudança de indexador do teto foi proposta pelo poder Executivo de forma a acomodar essa pressão e fazer com que o aumento de gastos seja efetivado. Isso trouxe uma piora adicional para o nosso cenário, uma vez que para ancorar as expectativas e evitar uma aceleração inflacionária, o Banco Central teve que acelerar o aumento da taxa de juros e elevar a taxa de juros no final do ciclo. Em paralelo a isto, os dados de agosto começaram a sugerir um menor ritmo de crescimento para 2021, com a *proxy* mensal do PIB (IBC-Br) apresentando queda de 0,2% m/m (a.s.). Dessa forma, atualizamos o nosso cenário de crescimento de 5,3% para 5%, em 2021, e de 1,2% para 0,4%, em 2022.

Dados de atividade não refletem cenário atual. A piora recente do cenário ainda não está sendo capturada pelos dados. De fato, o mercado de trabalho continuou apresentando bons resultados. O CAGED, por exemplo, apresentou geração de 313 mil empregos formais em setembro e, considerando o ajuste sazonal, as admissões atingiram o maior nível desde o início da nova metodologia do CAGED. Já, segundo a PNAD, a taxa de desemprego teve redução de 0,5p.p. em agosto (mesmo com a força de trabalho voltando aos patamares pré-Covid). No entanto, a população ocupada está aproximadamente ~1MM abaixo do nível de fev/20 (segundo metodologia do Banco Central), número este que chegou a ser ~12MM em jul/20. Os dados de confiança em outubro também apresentaram melhora para o setor de serviços, recuperando grande parte das perdas do mês de setembro, mas o índice de confiança empresarial, que agrega outros setores, apresentou crescimento modesto, não recuperando as perdas do mês anterior.

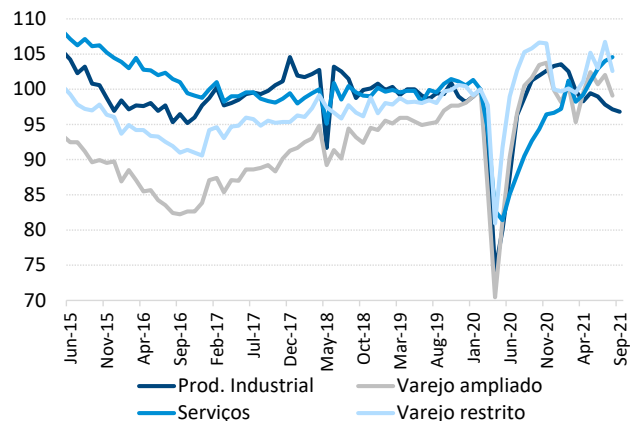
O setor de serviços continuará dando suporte ao crescimento. A oferta do setor industrial ainda sofre com a falta de insumos e dados setoriais sugerem que o consumo de bens está sendo substituído pela volta do consumo de serviços. Em agosto, a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) apresentou crescimento de 0,5% m/m (a.s.) enquanto a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) apresentou queda de 2,5% m/m (a.s.). A indústria, por sua vez, apresentou queda em setembro pelo quarto mês consecutivo e fechou o 3Tri com redução de 1,7% t/t (a.s.). Os dados referentes ao cenário pandêmico, indicam que as restrições de mobilidade não devem ser mais uma barreira para a economia, e setores que foram muito prejudicados durante a pandemia irão continuar apresentando crescimento. Este é o caso dos serviços prestados às famílias, que teve crescimento de 18% entre jan/21 e ago/21, mas que ainda se encontra ~17% abaixo de fev/20.

Mais juros, menos crescimento. A taxa de juros deverá se aproximar de 12% a.a. em 2022 (ver seção de política monetária), acarretando impactos negativos sobre a atividade econômica. Do lado da demanda, o consumo das famílias e os investimentos serão os principais afetados, com especial redução nos investimentos que após crescerem 14% em 2021, terão queda de 4,1% em 2022. Do lado da oferta, setores como construção civil e setores industriais associados à produção de bens de capitais também terão maiores desafios e a construção civil não terá o suporte das baixas taxas de juros e da expansão do crédito que foram observadas desde o início da pandemia. De fato, os dados de setembro já sugerem uma desaceleração nas concessões crédito para às famílias.

Crescimento bastante modesto em 2022. A taxa de crescimento que no relatório anterior era estimada em 1,2%, agora passou para 0,4%, com carregamento estatístico de 0,2%. A nossa revisão se baseia em uma nova expectativa de final de ciclo para a taxa de juros, que esperamos que termine em 11,75% a.a. em 2022 (vs. 9,5% no último relatório). Além disso, com maior nível de preços de energia e com redução dos estímulos ao redor do mundo, as incertezas persistem para a economia mundial e trazem um viés negativo para o balanço de riscos. Por exemplo, a economia chinesa já mostra sinais de desaceleração, com queda da PMI (*Manufacturing Purchasing Managers' Index*) pelo segundo mês consecutivo. No entanto, o caixa disponível dos estados e municípios está surpreendendo, alcançando a soma de R\$163,7 bilhões em setembro (vs. R\$42,7 bilhões em dezembro de 2019), o que poderá ser revertido em maiores gastos em 2022, arrefecendo o efeito contracionista da política monetária. Por fim, 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 - Balanço de riscos para o cenário segue altista

Ao longo do último mês, a inflação de curto prazo novamente ultrapassou expectativas e a perspectiva à frente seguiu se deteriorando. As últimas leituras de inflação seguiram em níveis extremamente elevados, vindo acima das expectativas e com uma composição desfavorável. Pressões inflacionárias seguem amplamente disseminadas no IPCA, com destaque tanto para segmentos voláteis, como alimentos e energia, quanto para os núcleos de inflação, que seguem sem dar sinais de desaceleração. No longo prazo, riscos para o cenário tem aumentado significativamente. Do lado doméstico, a proposta de mudança nas regras fiscais, que permitiria gastos mais elevados para o setor público em 2022, desencadeou alta relevante das expectativas de inflação e depreciação cambial. Do lado externo, a pandemia de Covid-19 continua a afetar cadeias produtivas globais em meio a uma demanda persistentemente elevada para bens, com restrições de oferta agravadas por escassez de commodities energéticas e aumento expressivo em seus preços. Em vista dessas circunstâncias, revisamos para cima nossas projeções para o IPCA de 2021 e 2022 e acreditamos que o balanço de riscos para o cenário segue altista.

Expectativas de inflação aumentaram. Ao longo das últimas semanas, discussões acerca de gastos fiscais em 2022 se encaminharam para um desfecho desfavorável para o cenário de inflação (ver seção de fiscal), com a mudança no teto de gastos proposta pelo governo aumentando em cerca de 1 ponto percentual do PIB a despesa do setor público do próximo ano. A mudança foi interpretada por analistas de mercado como uma flexibilização de regras fiscais e, dada a elevada incerteza inerente a um ano de eleições presidenciais, passaram a questionar a sustentabilidade do teto de gastos, o arcabouço fiscal instituído em 2016 para ancorar as expectativas para a trajetória de dívida/PIB brasileira. No curto prazo, o gasto público maior que o esperado resulta em uma demanda agregada também maior que a esperada, dando fôlego às pressões inflacionárias correntes. Mas mais importante, uma perda de confiança na sustentabilidade fiscal de longo prazo aumenta prêmios de risco, resultando em depreciação cambial e aumento da taxa de juros neutra. Com a piora de cenário fiscal nas últimas semanas, as expectativas de inflação para 2022 (medidas pela pesquisa Focus semanal do BCB), que já vinham aumentando nos últimos meses, subiram de forma expressiva. De forma menos dramática, mas talvez mais preocupante, as expectativas para 2023 e 2024 – a última, além do horizonte relevante de política monetária considerado pelo BCB – também subiram e se encontram acima da meta de inflação. O desvio, por hora, é pequeno, mas a tendência é desconfortável. Uma possível desancoragem de expectativas de inflação deixaria o BCB em uma situação delicada pois ela reflete uma perda de confiança no arcabouço de política macroeconômica e prescreveria uma política monetária mais agressiva. Dada a natureza das discussões em andamento, os riscos políticos inerentes a uma corrida presidencial e a baixa probabilidade de desaceleração da inflação no curto prazo, ainda vemos riscos de revisões altistas para nossa projeção de 2022.

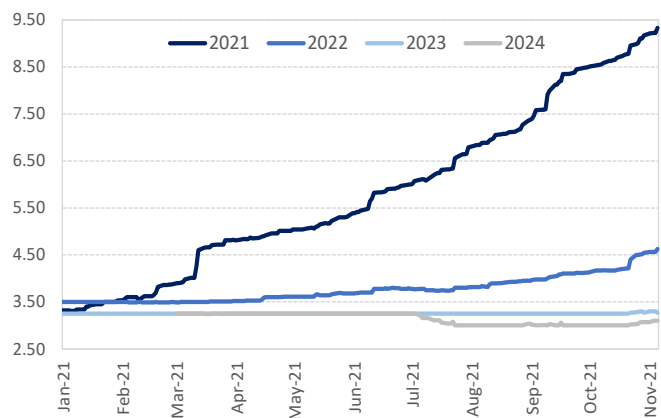
Riscos para a inflação de industriais seguem assimétricos para cima. Nossa projeção para industriais foi minimamente revisada para cima devido ao aumento em nossa expectativa para a taxa de câmbio em 2022 e vem de uma revisão maior em nosso último relatório mensal. As perspectivas para a inflação de bens industriais, e bens comercializáveis em geral, segue desfavorável, com riscos crescentes para o cenário de taxa de câmbio. Cadeias de

produção globais seguem sendo afetadas pela disseminação da variante Delta (que interferiu no funcionamento de portos e fábricas na Ásia), por escassez de commodities energéticas (e preços mais altos) e por gargalos no sistema de fretes marítimos. Esse cenário não deve se aliviar no curto prazo dada a persistência de demanda elevada por bens. Tais restrições de oferta continuam a afetar de forma adversa a indústria doméstica, com sondagens industriais ainda indicando estoques baixos e falta de matéria prima em diversos setores. Além de questões de oferta, há um risco crescente para a taxa de câmbio. No âmbito doméstico, o cenário político/fiscal ainda pode trazer novas surpresas, resultando em depreciação cambial adicional. No âmbito externo, a persistência de pressões inflacionárias elevadas em economias avançadas tem aumentado as apostas em uma reversão antecipada de estímulos monetários, o que também levaria a depreciação cambial adicional. Dessa forma, acreditamos que o balanço de riscos segue altista.

A perspectiva para a inflação de alimentos é incerta, com riscos em ambas as direções. Nossa projeção para alimentação mudou pouco desde nossa última revisão de cenário. Seguimos acreditando em uma forte desaceleração da inflação de alimentos, mas há riscos em ambas as direções. Anos recentes têm sido marcados por choques climáticos severos, mas uma reversão de preços de commodities agrícolas associada a uma melhora na produtividade das próximas safras reduziria a inflação para o segmento. Por enquanto, o cenário para 2022 parece favorável, mas o desfecho não é garantido. A despeito de melhora no padrão de chuvas nos últimos meses, a incidência de um novo La-Niña durante o verão ainda pode atrapalhar a produtividade agrícola e resultar em choques adversos. Há também riscos associados à crise energética global e seu possível impacto na oferta de fertilizantes, indisponibilizando insumos e aumentando custos de produção. O atraso na retomada de exportações de carne bovina para a China (suspensas devido a casos atípicos de vaca louca) ainda pode resultar em um novo aumento no preço do boi. Finalmente, há riscos relacionados à perspectiva para taxa de câmbio e o setor agrícola apresenta repasse cambial elevado. Dessa forma, o cenário para alimentos ainda é incerto, havendo riscos em ambas as direções.

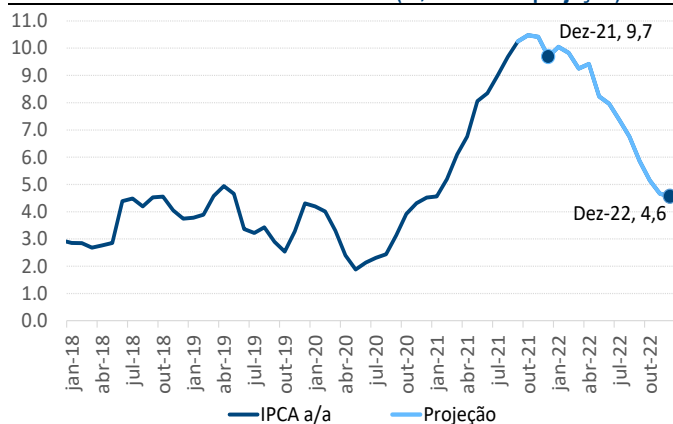
Revisamos nossas projeções para o IPCA de 2021 e 2022 de 9,1% para 9,7% e de 4,3% para 4,6%, respectivamente. Para 2021, havíamos revisado a projeção de 9,1% para 9,5% seguindo a divulgação do IPCA-15 de outubro e fizemos um ajuste adicional na última semana. A revisão foi puxada principalmente por combustíveis (devido aos reajustes para a gasolina e gás de cozinha realizados pela Petrobras) e por serviços, onde houve surpresas disseminadas na última divulgação de inflação. Para 2022, a revisão também foi puxada principalmente por serviços, com números mais altos para 2021 e aumento das expectativas para 2022 pressionando nossa projeção. Segmentos comerciáveis, como industriais, também foram revisados devido ao ajuste em nossa expectativa para a taxa de câmbio, mas a revisão foi modesta. Ainda que existam riscos baixistas importantes, como uma reversão de preços de commodities agrícolas e energéticas ou uma desaceleração maior que a esperada para a atividade econômica, acreditamos que incertezas políticas/fiscais e seus possíveis desdobramentos para a taxa de câmbio e para as expectativas de inflação implicam em uma assimetria altista para o cenário de inflação.

Gráfico 3: Expectativas anuais para o IPCA (% a/a, pesquisa Focus)



Fonte: Banco Central 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 enfraquecimento do arcabouço fiscal

Déficit em transações correntes será baixo em 2021 e 2022 e financiado com folga pelo IDP. Revisamos nossa projeção de déficit em transações correntes (TC) para US\$15 bilhões (0,9% do PIB) em 2021 (vs US\$10 bilhões), em função, principalmente, de importações mais altas e de maiores remessas de lucros e dividendos na margem. Ainda assim, o resultado em TC será o melhor desde 2007. A melhora do resultado frente a 2020 (déficit de US\$26 bilhões) decorre, sobretudo, do maior superávit comercial. Para 2022, projetamos aumento do déficit em transações correntes para US\$21 bilhões (1,3% do PIB) sobretudo por conta de aumento das despesas líquidas com serviços em função do controle da pandemia. O câmbio depreciado e a fraqueza da atividade econômica conterão aumento mais expressivo do déficit no próximo ano.

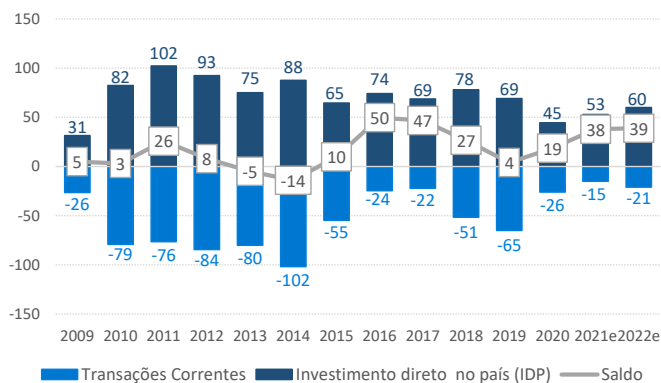
Mantemos nossa projeção de Investimento Direto no País (IDP) de US\$53 bilhões (3,4% do PIB) em 2021 e US\$60 bilhões (3,8% do PIB) em 2022, ante US\$45 bilhões (3,1% do PIB) em 2020. Embora não retorne para o nível pré-pandemia, o IDP continuará financiando com folga o déficit em TC. Tendem a contribuir para a continuidade de recuperação do IDP em 2022: (i) a continuidade de recuperação da atividade no setor de serviços, que é o que mais atrai esse tipo de investimento para o País; e (ii) os preços ainda elevados de commodities energéticas, que tendem a continuar atraindo investimentos para o setor. O Brasil foi o 9º país que mais atraiu investimento direto global no 1S21 – não atraiu tanto como no início da década passada, quando ocupava a 5ª posição no ranking, mas permanece entre os 9 primeiros nos últimos anos. Os setores que mais atraem capital são os de petróleo e gás, eletricidade, comércio e extração de minerais.

Investimento estrangeiro em carteira desacelera na margem. O investimento estrangeiro em carteira (renda fixa e ações) foi bastante robusto no 1S21, totalizando US\$21 bilhões – valor muito superior ao dos últimos anos. No acumulado em 12 meses, chegou a alcançar US\$44 bilhões em junho. Contudo, esses investimentos desaceleraram ao longo do 2S21, à medida que aumentava a percepção de risco fiscal e político. O investimento em ações tem sido negativo desde julho deste ano. O investimento para renda fixa diminuiu pela metade no 2S21 (média mensal de julho a outubro foi de ~US\$1 bilhão, ante ~US\$2 bilhões no 1S21). Com o enfraquecimento do arcabouço fiscal, esses investimentos podem continuar desacelerando nos próximos meses. Contudo, o aumento da taxa de juros no mercado doméstico provavelmente conterà uma desaceleração mais significativa.

Investimento brasileiro no exterior alcançou recorde histórico em 2021, mas também desacelera na margem. O destaque do ano foi o aumento dos investimentos em carteira no exterior, em particular para fundos de investimento (multimercado 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. Esse cenário levou os investidores locais a buscar oportunidades no exterior para diversificação da carteira. No entanto, esses investimentos estão desacelerando na margem, provavelmente em função do aumento da taxa de juros básica da economia.

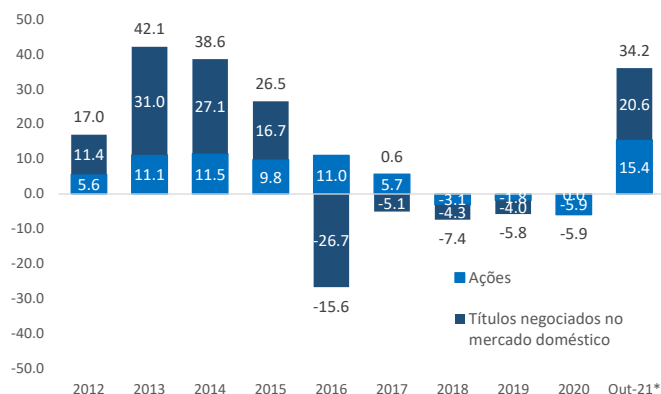
Câmbio mais depreciado em meio a enfraquecimento do arcabouço fiscal. Revisamos nossa projeção para taxa de câmbio para R\$5,60/US\$ no fim de 2021 e 2022 (ante R\$5,30/US\$ no fim de 2021 e R\$5,40/US\$ no fim de 2022), principalmente por conta da deterioração do arcabouço fiscal doméstico com as mudanças propostas no teto de gastos (ver seção fiscal). Nos nossos últimos relatórios destacamos que esse era o principal risco para o nosso cenário de câmbio. A volatilidade do câmbio, assim como a dos preços de outros ativos brasileiros, tende a permanecer bastante elevada nos próximos meses em função dos riscos decorrentes do cenário de eleição geral no Brasil. É possível que haja *overshooting* da taxa de câmbio ao longo do ano para patamar superior à nossa projeção de fim de ano R\$5,60/US\$, mas os fundamentos da economia brasileira (elevado nível de reservas, elevado IDP muito superior ao saldo deficitário de TC, reduzida indexação da dívida interna à taxa de câmbio, etc.) continuam positivos para influenciar o comportamento da taxa de câmbio no médio prazo. No entanto, como já destacado, a taxa de câmbio reflete hoje fatores de riscos não ligados diretamente ao Balanço de Pagamentos e ao endividamento externo da economia brasileira.

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



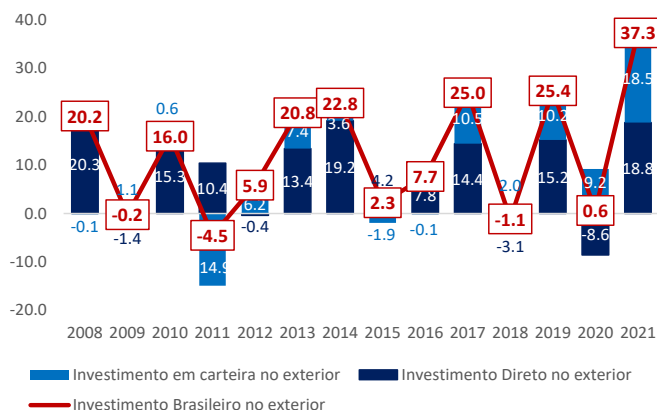
Fonte: Banco Central e BTG Pactual.

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



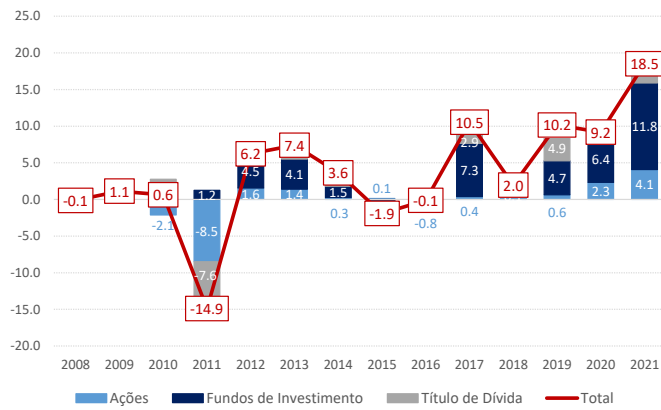
Fonte: Banco Central e BTG Pactual. *Acumulado em 12 meses até 19 de outubro.

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



Fonte: Banco Central e BTG Pactual.

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



Fonte: Banco Central e BTG Pactual.

Contas Fiscais - Credibilidade do teto em xeque

Mais gastos. Com a proximidade do fim do Auxílio Emergencial, ficou claro que as demandas da base política do governo não caberiam dentro do teto de gastos. Assim, o escopo da PEC dos Precatórios foi ampliado, abrindo um espaço de R\$108 bilhões para acomodar essa elevação de despesas. A PEC, que já foi aprovada em 1º turno na Câmara, ainda enfrenta resistências. Mas mesmo que não seja aprovada, acreditamos que uma nova alternativa será encontrada para possibilitar um gasto de mesma magnitude.

A Proposta altera a fórmula de atualização anual do teto de gastos. O limite para as despesas deixa de ser indexado à inflação acumulada em 12 meses até junho, e passa a ser atualizado pela inflação acumulada até dezembro. Essa mudança deverá abrir um espaço adicional de R\$61 bilhões.

Adicionalmente, a PEC também estabelece um subteto para os gastos com precatórios, igual ao valor pago em 2016, atualizado pela mesma regra de indexação do teto. O novo limite para gastos com precatórios retira R\$47 bilhões de dentro do teto, totalizando assim um espaço de R\$108 bilhões para 2022. Parte desse montante será consumido pelo impacto da inflação nos gastos obrigatórios. Outros R\$51 bilhões serão utilizados para financiar o novo Auxílio Brasil, desenhado para garantir no mínimo R\$400 mensais para 17 milhões de beneficiários, à um custo total de R\$86 bilhões. Restarão ainda R\$22 bilhões, que acomodariam demandas como o vale gás, auxílio caminhoneiro, parte das emendas do relator ou até um aumento ainda maior do número de beneficiários do Auxílio Brasil (nossas estimativas indicam que o programa pode chegar a 19 milhões de beneficiários, à um custo total de R\$96 bilhões).

Credibilidade. O impacto do teto de gastos nas finanças públicas pode ser dividido em duas partes. O impacto primário consiste na limitação às despesas: o teto impede gastos mais elevados e transforma surpresas positivas de

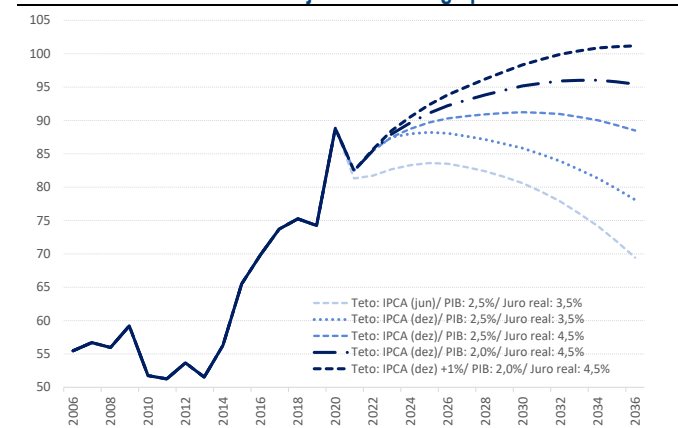
receita em resultados primários melhores. Nesse sentido as mudanças em discussão elevarão o gasto primário em até R\$108 bilhões em 2022. Apesar do impacto não desprezível, o gasto primário ainda ficaria em, no máximo, 18,7% do PIB, patamar inferior aos 19,3% registrados ao final da gestão Temer.

Contudo, uma parcela relevante do benefício do teto de gastos está no seu impacto na expectativa dos agentes econômicos. Se a regra for crível, conseguirá ancorar a expectativa para a trajetória futura das despesas públicas, o que por sua vez se refletirá em taxas de juros mais baixas. O afrouxamento circunstancial da regra do teto coloca em xeque a credibilidade da âncora fiscal brasileira, com reflexos nas condições financeiras e no crescimento.

Partindo de um dos maiores patamares de endividamento público dentre as economias emergentes, a trajetória de longo prazo da dívida brasileira se mostra bastante sensível as hipóteses de juro neutro e PIB potencial. A estabilização da dívida brasileira se tornará uma tarefa desafiadora se voltarmos para os patamares de juro real experimentados há alguns anos (gráfico 9).

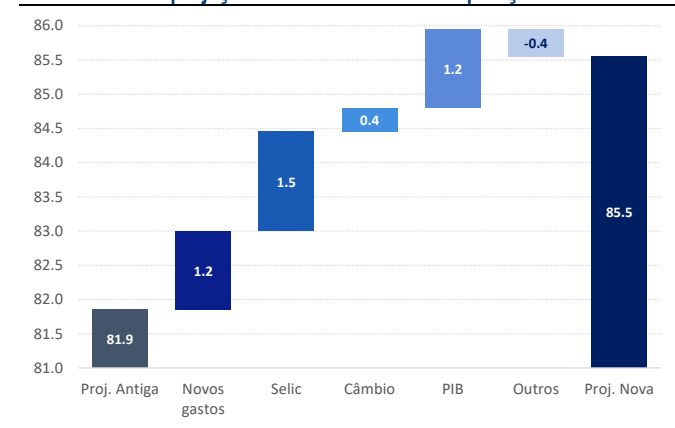
Dívida mais alta. Mas o impacto da perda de credibilidade não se limita à exercícios teóricos de longo prazo. À luz das mudanças fiscais, revisamos nossa projeção para a dívida bruta em 2022 de 81,9% para 85,5%. A PEC dos Precatórios elevará os gastos federais, aumentando o déficit primário de -0,3% para -1,2%, em 2022. Mas essa mudança explica apenas parte no ajuste feito nos nossos números. A deterioração dos parâmetros macroeconômicos para o próximo ano, com juro mais alto, câmbio mais depreciado e crescimento menor, já impactarão as métricas de endividamento público, explicando uma parcela relevante da nossa revisão para 2022 (gráfico 10).

Gráfico 9: Dívida Bruta/PIB - Trajetórias de longo prazo



Fonte: Banco Central e BTG Pactual

Gráfico 10: Nova projeção de DBGG/PIB - Decomposição



Fonte: Banco Central e BTG Pactual

Política Monetária - Ainda mais contracionista

Novo ritmo. Conforme esperado em nosso relatório Pré-Copom (*“Reunião do Copom: Novas circunstâncias”*), o Comitê de Política Monetária alterou seu plano de voo e optou por elevar a taxa Selic em 150 pontos-base em sua reunião de outubro, levando a taxa básica para 7,75% a.a. O comunicado pós-decisão não mudou nossa visão para a próxima reunião. Seguimos antevendo uma alta de 150 pontos-base em dezembro. O fato é que o Copom considerou o ritmo de outubro como o mais adequado para garantir a convergência da inflação para as metas. Por fim, a avaliação do comitê sobre o cenário e suas projeções condicionais mais recentes confirmam que a taxa Selic se moverá para o território de dois dígitos no início do próximo ano, avançando ainda mais no território contracionista.

Atividade econômica: Ligeiramente abaixo das expectativas. Sobre a atividade econômica, a comunicação recente do Copom observou que indicadores divulgados desde sua última reunião mostram uma evolução ligeiramente abaixo das expectativas. Segundo a ata, indicadores da produção industrial e do comércio apresentaram resultados negativos e abaixo do esperado. O comitê já vinha trabalhando com um cenário de crescimento mais modesto que o consenso em 2021. Mas, de fato, os sinais estão mais fracos na margem. Reduzimos recentemente nossa expectativa para o 3º tri de 0,5% para 0,2% t/t (a.s.). Vale ressaltar que entendemos que os riscos de racionamento

ou problemas de ponta no fornecimento de energia elétrica em 2021 são agora nulos. Assim, a revisão se deveu aos números abaixo das expectativas para o mês de agosto. A pergunta em questão agora é como evoluirá a expectativa do crescimento do comitê para o próximo ano. No relatório de inflação, o Copom publicou uma expectativa acima do consenso à época (2,1% vs. 1,6%, segundo o Focus). Na ata de outubro, o comitê manteve uma visão mais positiva à frente. Mas, as incertezas continuam crescendo com respeito à economia mundial e, particularmente, doméstica na margem que, além da trajetória de juros bem mais restritiva, continuam trazendo um viés ainda negativo para o balanço de riscos mesmo depois de nossa revisão mais recente de 1,2% para 0,4% (ver seção de atividade para detalhes).

Inflação: Ainda em deterioração. Os dados de alta frequência seguiram surpreendendo para cima e indicando inflação elevada para serviços e persistência na inflação de bens industriais, que ainda se somam a pressões significativas sobre componentes voláteis. Nesse contexto, as últimas projeções condicionais apresentadas pelo Copom colocam a inflação de 2021-22 ainda mais distantes do centro da meta. No cenário básico publicado na reunião de outubro, com trajetória “Selic Focus” e taxa de câmbio a partir de R\$5,60/US\$ (evoluindo pela PPC), as projeções de inflação estão agora em 9,5% para 2021, 4,1% para 2022 e 3,1% para 2023 (versus 8,5%, 3,7% e 3,2%, anteriormente). Esse cenário considera que a taxa Selic sobe para 8,75% a.a. neste ano, 9,75% a.a. durante 2022 (terminando o ano em 9,5%) e cai para 7% a.a. em 2023. Mas é importante ressaltar que o comitê considerou que temas fiscais elevaram o risco de desancoragem das expectativas, aumentando a assimetria altista em seu balanço de riscos. De fato, as expectativas de inflação mostraram sensível reação nas últimas semanas, após a deterioração recente do quadro fiscal, após o governo enviar ao Congresso uma proposta de mudança no teto de gastos para aumentar o espaço fiscal no próximo ano em um ponto percentual do PIB. As projeções para o ano de 2022 subiram sensivelmente (de 4,1% para 4,6%), porém mesmo as expectativas de prazos mais longos foram afetadas. Apesar de tímidas, tais revisões (as projeções de 2023-24 moveram-se de 3,25% e 3,00% para 3,27% e 3,07%, respectivamente) precisam ser monitoradas. Em suma, o quadro inflacionário ainda segue em deterioração, trazendo pressão para a política monetária.

“Policy guidance”: Ainda mais contracionista. Em sua reunião de outubro, o Copom afirmou que o ritmo de ajuste implementado é o mais adequado diante da deterioração no balanço de riscos e do aumento de suas projeções. Mas, a ata revelou que o Copom avaliou cenários com ritmos de ajuste maiores do que o 1,50 ponto percentual implementado em sua reunião de outubro. Todavia, prevaleceu a visão de que o ritmo atual é consistente, neste momento, com a convergência da inflação para a meta em 2022. Por fim, cabe ressaltar que o Copom seguiu dando ênfase ao ano de 2022 em seu horizonte relevante, e disse ter escolhido uma trajetória de elevação de juros compatível com a convergência da inflação nesse período. Nas atuais circunstâncias, e apesar dos aumentos de juros esperados para este e o próximo ano, entendemos que o IPCA de 2022 deve ficar acima da meta em 4,6%. Por fim, para a próxima reunião, a linguagem não se alterou e o comitê antevê outro ajuste da mesma magnitude e enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados. Assim, a ata sugere riscos de aceleração do ritmo, a depender da evolução do cenário doméstico.

150 pontos-base em direção aos dois dígitos. Em suma, o Copom entregou uma alta de 150 pontos-base em sua reunião do último mês, conforme nossa última expectativa. Seguimos esperando mais uma alta de 150 pontos-base na reunião de dezembro. Considerando a comunicação da reunião e nossa avaliação do cenário macro, antevemos agora uma Selic terminal de 11,75% a.a. no início de 2022, após outra elevação de 150 pontos base em fevereiro e uma alta de 100 pontos base em março. Dito isso, assim como nos últimos meses, vemos riscos predominantemente altistas para essa projeção, a depender dos sinais da política fiscal da atual administração e do comportamento das expectativas de inflação.

Covid-19 e Vacinação – Melhora local, mas novos surtos no mundo

Pandemia continua arrefecendo no Brasil. Em outubro, o país registrou o menor número de casos e óbitos acumulados para um mês desde abril de 2020, quando o vírus ainda estava se disseminando pela primeira vez. Além disso, o Brasil adentrou novembro com as médias móveis de casos e óbitos rodando em níveis bastante mais baixos (em 9,9 mil e 232, respectivamente) se comparadas à situação vista alguns meses atrás no pico da pandemia (~72 mil casos e ~3 mil mortes). Em paralelo, essa melhora se reflete nas taxas de ocupação das UTIs que, após queda

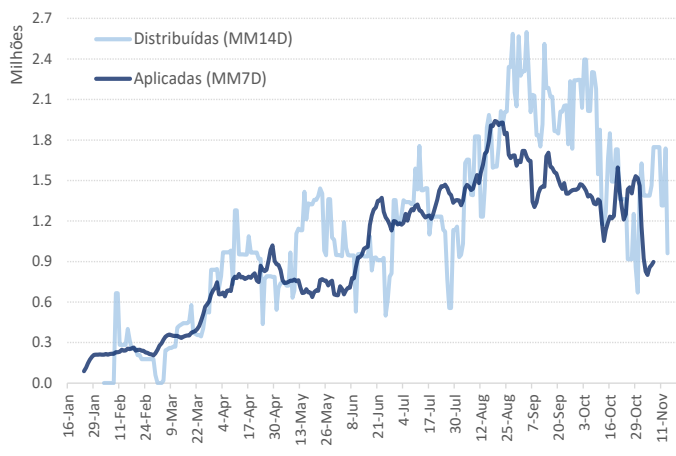
disseminada em todo o país, se encontram em patamares bastante satisfatórios (23 estados estão abaixo dos 50%) mesmo com a desativação de leitos para tratar de pacientes com coronavírus.

Imunidade sendo reforçada. Mais de 160 milhões de brasileiros já receberam pelo menos uma dose, dos quais 120 milhões foram totalmente imunizados, correspondendo a 75% e 56% da população total do país ou 90% e 67% do público-alvo (maiores de 12 anos). Graças à baixa rejeição da população local, o Brasil já possui uma parcela de parcialmente imunizados superior à de países que começaram suas campanhas mais cedo como Alemanha, Israel, Reino Unido e Estados Unidos. E apesar da porcentagem de habitantes completamente imunizados no Brasil ainda ser inferior à maioria dos países desenvolvidos, devido principalmente à adoção de um intervalo mais longo entre as doses da Pfizer e AstraZeneca, caminhamos para superar a marca dos EUA de 57% nos próximos dias. Além disso, avançamos consideravelmente na aplicação da dose de reforço nos grupos mais vulneráveis ao COVID, com cerca de 40% dos maiores de 70 anos já tendo recebido a terceira dose.

Novos surtos localizados no mundo. Enquanto isso, a onda de contaminações impulsionada pela disseminação da variante Delta e o surgimento de uma nova subvariante ainda trazem preocupações. De fato, ao passo que houve uma melhora nos números de infecções e óbitos em partes da Ásia e das Américas, novos surtos localizados em países do Leste Europeu, com destaque para a Rússia, o alto nível de casos no Reino Unido e a quarta onda que atinge a Alemanha postergam o tão sonhado fim da pandemia. No que tange às cadeias globais de suprimento, a gradual retirada de restrições em países do Sudeste Asiático (como Malásia, Taiwan e Vietnã) tem permitido a reabertura de fábricas de insumos, bens intermediários e manufaturas essenciais para a produção mundial. No entanto, focos isolados de contaminação tem se multiplicado em diferentes províncias da China, levando o governo a decretar restrições drásticas ao funcionamento de atividades produtivas e mobilidade em meio a sua política de tolerância zero contra o coronavírus, prejudicando a retomada econômica da segunda maior economia do mundo e maior parceiro comercial do Brasil.

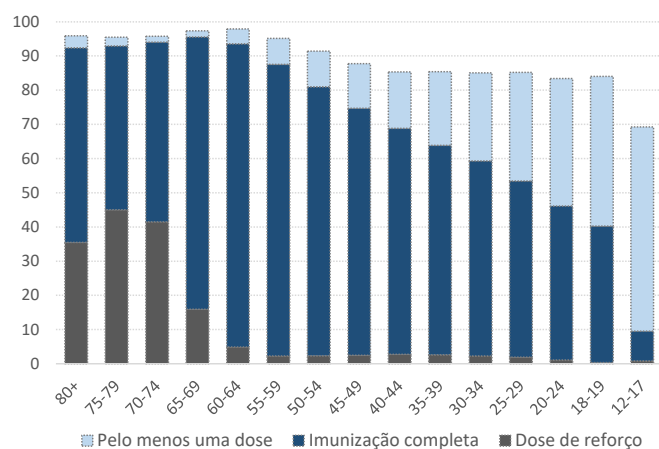
Fim da pandemia? Mesmo com o avanço da variante Delta ao redor do mundo, o Brasil continuou em uma tendência positiva. Por sua vez, a campanha nacional de imunização está em uma fase em que os mais jovens estão completando seu ciclo vacinal e os mais idosos estão recebendo uma dose de reforço. Assim, em meio a uma baixa rejeição da população à vacina, é provável que ao final de novembro já tenhamos uma porcentagem da população completamente imunizada similar à maioria dos países desenvolvidos. Somando todos esses fatores, os indícios são de que poderemos considerar a pandemia no Brasil como um (terrível) evento do passado em um futuro breve, em especial se os eventos de fim de ano (que tendem a aumentar bastante o contato social) não tiverem repercussões significativas.

Gráfico 11: Vacinas distribuídas aos estados (10 dias a frente) vs. aplicadas diariamente no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde, Coronavirusbra1 e BTG Pactual

Gráfico 12: Porcentagem da população vacinada por faixa etária no Brasil (%)



Fonte: Ministério da Saúde, DataSUS e IBGE.

Tabela 1: 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	1.22	-4.06	5.00	0.40
PIB Nominal (US\$ bi)	2,468	2,459	1,795	1,802	2,065	1,914	1,872	1,441	1,592	1,653
PIB Nominal (R\$ bi)	5,332	5,779	5,996	6,269	6,585	7,004	7,389	7,448	8,641	9,355
Agricultura (% a/a)	8.36	2.79	3.31	-5.22	14.15	1.31	0.63	1.96	2.50	2.00
Indústria (% a/a)	2.17	-1.51	-5.76	-4.57	-0.50	0.72	0.37	-3.48	5.50	-0.20
Serviços (% a/a)	2.75	0.99	-2.73	-2.22	0.77	2.09	1.66	-4.46	4.50	0.60
Consumo Privado (% a/a)	3.47	2.25	-3.22	-3.84	1.98	2.37	2.19	-5.45	5.00	0.70
Consumo Governo (% a/a)	1.51	0.81	-1.44	0.21	-0.67	0.79	-0.45	-4.68	1.00	0.70
Investimentos (% a/a)	5.83	-4.22	-13.95	-12.13	-2.56	5.23	3.36	-0.78	14.00	-4.10
Exportações (% a/a)	1.83	-1.57	6.82	0.86	4.91	4.05	-2.38	-1.76	6.30	1.40
Importações (% a/a)	6.67	-2.27	-14.19	-10.34	6.72	7.74	1.13	-9.95	15.30	3.90
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	12.50	12.10
Taxa de desemprego (% média)	7.20	6.78	8.30	11.25	12.77	12.26	11.93	13.25	13.50	12.40
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	9.70	4.60
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	1.52	5.31	18.06	5.49	8.00	6.22	5.53	2.63	16.00	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	7.50	4.90
IGP-M (% a/a, fim de período)	5.51	3.69	10.54	7.17	-0.52	7.50	7.30	23.14	18.80	5.90
Taxa Selic (% fim de período)	10.00	11.75	14.25	13.75	7.00	6.50	4.50	2.00	9.25	11.75
Taxa Selic (% média)	8.32	10.96	13.48	14.18	10.14	6.58	6.03	2.88	4.81	11.46
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	44.0	47.0
Exportações (US\$ bi) – BP	241.5	224.0	189.9	184.3	218.0	239.5	225.8	210.7	288.3	279.0
Importações (US\$ bi) – BP	241.1	230.7	172.5	139.7	160.7	196.1	199.3	178.3	244.3	232.0
Conta Corrente (US\$ bi)	-80.0	-101.7	-54.8	-24.5	-22.0	-51.5	-65.0	-25.9	-15.0	-21.0
Conta Corrente (% PIB)	-3.20	-4.10	-3.20	-1.40	-1.10	-2.70	-3.50	-1.80	-0.90	-1.30
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	3.40	3.80
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	5.60	5.60
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	2.16	2.35	3.34	3.48	3.19	3.66	3.95	5.16	5.42	5.65
Contas Fiscais										
Resultado Primário (R\$ bi)	91.3	-32.5	-111.2	155.8	-110.6	-108.3	-61.9	-703	-47.0	-108.6
Governo Central (R\$ bi)	75.3	-20.5	-116.7	-159.5	-118.4	-116.2	-88.9	-745.3	-143.4	-122.6
Governos Subnacionais (R\$ bi)	16.3	-7.8	9.7	4.7	7.5	3.5	15.2	38.7	92.1	9.4
Empresas Estatais (R\$ bi)	-0.3	-4.3	-4.3	-1.0	0.4	4.4	11.8	3.6	4.3	4.7
Resultado Primário (% PIB)	1.70	-0.56	-1.86	-2.48	-1.68	-1.55	-0.84	-9.44	-0.54	-1.16
Resultado Nominal (% PIB)	-2.96	-5.95	-10.22	-8.98	-7.77	-6.96	-5.79	-13.63	-5.68	-8.97
Dívida Líquida (% PIB)	30.5	32.59	35.64	46.14	51.37	52.77	54.57	62.70	58.08	63.83
Dívida Bruta (% PIB)	51.54	56.28	65.5	69.84	73.72	75.27	74.26	88.83	82.46	85.49

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

Alejo Costa

Argentina & Mexico

Alejo.Costa@btgpactual.com

+54 11 3754-0945

Bruno Balassiano

bruno.balassiano@btgpactual.com

+ 55 21 3262-9637

Sofia Ordoñez

Argentina & Mexico

Sofia.Ordonez@btgpactual.com

+54 11 3754-0913

Bruno Delalibera

bruno.delalibera@btgpactual.com

+55 11 3383-7113

Munir Jalil

Colombia & Peru

Munir.Jalil@btgpactual.com

+57 1 927-65-29

Bernardo Fernandes

bernardo.fernandes@btgpactual.com

+55 21 3262-9059

Pablo Cruz

Chile

pablo.cruz@btgpactual.com

+562 2587-5903

Iana Ferrão

iana.ferrao@btgpactual.com

+55 11 3383-3453

Sebastián Piña

Chile

sebastian.pina@btgpactual.com

+562 2587-5903

Fabio Serrano

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.