10 de julho de 2023

Pesquisa Macroeconômica

Brasil – Visão Macro

Julho de 2023



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 Martins
bruno-s.martins@btgpactual.com
+55 21 3262-4414

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

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

Pedro Oliveira
pedro-h.oliveira@btgpactual.com

Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com

btg pactual

Macroeconomic Research
Macro View

Relatório Macro Mensal

Julho de 2023

Resumo - Incerteza externa pode limitar o movimento recente de melhora no ambiente doméstico

Revisão altista devido à melhora recente nas condições financeiras. A recente melhora nas condições financeiras domésticas, refletida em nossa projeção de queda mais acentuada da taxa de juros real ex-ante (atingindo 5,2% no final de 2024, ante 6,5% no nosso último relatório), nos levou a revisar a projeção de crescimento do PIB de 1,9% para 2,2% em 2023, e de 0,7% para 1,0% em 2024. Apesar da revisão altista, continuamos cautelosos com a atividade econômica, para a qual esperamos desaceleração à frente mesmo em um ambiente de resiliência no mercado de trabalho.

Nossas projeções para o IPCA de 2023 e 2024 foram revisadas de 4,9% e 4,0% para 4,8% e 3,8%, respectivamente. A revisão em nossa previsão para 2023 resulta principalmente de uma atualização em nosso cenário de combustíveis. Quanto à nossa previsão para 2024, a revisão resulta de alguns fatores: menor inércia inflacionária resultante de revisões baixistas anteriores na projeção para 2023, expectativas de inflação marginalmente mais baixas para 2024 e uma revisão para baixo de nossas projeções para o BRL.

Revisamos nossa projeção de taxa de câmbio para o fim deste ano para R$4,80/US$, ante projeção anterior de R$5,10/US$. A revisão decorre da incorporação do cenário de aprovação da reforma tributária do consumo ainda este ano. Por ora, nosso cenário fiscal ainda não incorpora o aumento de carga tributária pretendido pelo governo para entregar a trajetória de resultado primário estabelecida. Isso poderia apreciar o câmbio ainda mais até o fim do ano. A redução adicional do risco País mais do que compensaria a diminuição adicional do diferencial de juros americano e doméstico.

Revisamos nossa projeção para a dívida bruta ao final deste ano, de 76,0% para 74,8% do PIB, com base na perspectiva mais positiva para a Selic e para o crescimento econômico em 2023. Em junho, a agência de rating S&P Global Ratings revisou a perspectiva da nota de crédito soberano brasileiro de neutro para positivo, e a confirmação do nosso cenário, bem como a aprovação da reforma tributária, podem levar a um *upgrade* ao final deste ano. Contudo, apesar da melhora na margem, mantemos nossa percepção de que a receita gerada pelas medidas anunciadas até o momento é insuficiente, e o governo não conseguirá entregar as metas de primário estabelecidas para os próximos anos.

Vemos o tom geral e a estratégia do Copom revelado em sua comunicação de junho apontando para um corte de 25pb na reunião de agosto, conforme já esperávamos desde nosso Relatório Pré-Copom de junho ("Início de ciclo à vista"). Porém, pode haver espaço para um movimento inicial maior (50pb), dada a atual postura amplamente restritiva da taxa básica, especialmente se tivermos uma reancoragem mais rápida e profunda das expectativas, após a reunião do CMN, e se esta for acompanhada por melhora adicional das medidas de núcleo e de uma desaceleração mais evidente da economia.

Tabela 1: Histórico das mudanças nas projeções em relação ao último relatório mensal

	2023					2024				
	PIB Real (% a/a)	IPCA* (% a/a)	Taxa Selic** (% p.a.)	Câmbio (R$/US$)	Res. Primário (% PIB)	PIB Real (% a/a)	IPCA* (% a/a)	Taxa Selic (% p.a.)	Câmbio (R$/US$)	Res. Primário (% PIB)
Anterior	1.90	4.90	12.00	5.10	-0.78	0.70	4.00	10.50	5.20	-0.44
Atual	**2.20**	**4.80**	**12.00**	**4.80**	**-0.79**	**1.00**	**3.80**	**9.50**	**5.00**	**-0.47**

*As projeções do IPCA de 2023 e 2024 foram revisadas ao longo do mês. **Taxa Selic em 2023 foi revisada ao longo do mês. Fonte: BTG Pactual

DISCLAIMERS PERTINENTES A ESTE RELATÓRIO INICIAM NA PÁGINA 17
Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com a(s) companhia(s) coberta(s) neste relatório. Por esta razão,investidores devem estar cientes de eventuais conflitos de interesse que potencialmente possam afetar osobjetivos deste relatório. Investidores devem considerar este relatório apenas como mais um fator no processo de tomada de decisão de seus investimentos. Qualquer Cidadão Norte-Americano Especificado como US Person(USP) que receber este relatórioe desejar realizar uma operação com valores mobiliários analisados neste relatório, deverão fazê-lo com o BTG Pactual US Capital, LLC - 212-293-4600, 601 Lexington Avenue. 57º andar, Nova York NY 10022.

Sumário Executivo

Como já destacado na edição anterior deste boletim, tivemos, desde maio, um conjunto de notícias positivas na economia que animou o mercado e levou a bolsa para perto de 120 mil pontos, acompanhado de forte queda da curva de juros e valorização do Real.

No período recente, dois fatos importantes merecem destaque: a decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN), no final de junho, de manter a meta de inflação em 3% a.a. até 2026 e a aprovação em dois turnos da reforma tributária dos impostos indiretos na Câmara dos Deputados no início deste mês.

A manutenção da meta de inflação em 3%, bem como do intervalo de tolerância em 1,5 ponto percentual, acalmou o mercado e reduziu imediatamente as expectativas de inflação para os próximos quatro anos. A única mudança implementada pelo CMN foi definir que, a partir de 2025, a meta de inflação passará a ser contínua, ou seja, o Banco Central passará a ter flexibilidade formal para definir o prazo de convergência da inflação para a meta. Essa manutenção da meta de inflação encerrou de maneira positiva um debate, iniciado no final de janeiro e pelo próprio governo, que havia resultado em forte desancoragem das expectativas de inflação até maio.

Por sua vez, a aprovação da reforma tributária na Câmara ocorreu na véspera do recesso parlamentar, em uma quinta-feira à noite, com uma margem de votos muito superior àquela necessária para aprovação de uma Emenda Constitucional. A implementação da reforma tributária dos impostos indiretos com a criação do Imposto sobre o Valor Adicionado (IVA), federal (CBS) e dos governos subnacionais (IBS), depende ainda da aprovação no Senado Federal no segundo semestre, além da aprovação de Leis Complementares até 2025. Assim, depois de sua regulamentação, o CBS terá uma transição rápida de dois anos a partir de 2026 e o IBS passará por um longo período de transição, de 2026 a 2032.

A aprovação do IVA no início de julho reforçou a percepção do mercado de que parece haver uma boa vontade do Congresso Nacional em contribuir com medidas da área econômica do governo, ao mesmo tempo em que o Congresso não parece disposto a sancionar mudanças nas reformas econômicas aprovadas nos últimos anos, uma percepção que foi importante para a recente mudança do outlook da nota de risco soberana do Brasil, de neutro para positivo, pela Standards & Poor's (S&P).

Adicionalmente, muitas das mudanças da pauta econômica ainda necessitarão de uma intensa discussão com o Congresso Nacional, como foi a recente aprovação das mudanças no funcionamento do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF). No início do ano, o governo tentou mudar o funcionamento do CARF por Medida Provisória (MP), favorecendo a Receita Federal no caso de empate nos julgamentos de contenciosos tributários nesse conselho. O Congresso não aceitou a proposta e, no final, a MP foi transformada em um Projeto de Lei que passou por uma mudança substancial, com a redução expressiva do custo da dívida dos contribuintes nos casos de empate (que terão a suspensão das multas e dos juros no caso de pagamento do débito em até 12 meses). Isso significa que o potencial de arrecadação dessa mudança será muito inferior ao que o governo projetou no início do ano e mostra que, apesar da boa vontade do Congresso com a agenda econômica, o governo não tem maioria para aprovar medidas que impliquem, por exemplo, aumento expressivo de arrecadação, que será necessário para o cumprimento da meta de primário.

A conjunção de uma pauta legislativa mais positiva com a redução, nas últimas quatro semanas, das projeções de inflação para 2023 e para os próximos quatro anos na pesquisa FOCUS melhorou o cenário de corte de juros esperado pelo mercado. Há pouco mais de um mês, o consenso do mercado era que a taxa de juros Selic permaneceria acima de 10% até o final de 2024. Esse consenso mudou e, agora, os economistas apostam em taxa de juros de um dígito no final do próximo ano e, nos contratos de juros futuros, a taxa Selic de um dígito aconteceria ainda mais cedo, perto do final do primeiro semestre de 2024. No nosso cenário, seguimos com uma taxa de juros de 12% a.a. para o final deste ano, com o início do ciclo de flexibilização em agosto, entre 25 e 50pb, sendo que esse corte maior dependerá de uma nova queda nas expectativas de inflação até a reunião do Banco Central no início de agosto.

De qualquer modo, uma taxa de juros mais baixa se reflete em um cenário de maior crescimento: 2,2% este ano e 1% no próximo, ante 1,9% e 0,7% no nosso boletim macro anterior. Esse crescimento esperado poderá ser revisado a depender do ritmo de cortes da taxa Selic ao longo dos próximos meses e início do próximo ano. Nosso cenário de crescimento reflete, hoje, muito mais o

impacto de juros na economia do que o efeito de uma mudança do PIB potencial, que é difícil capturar nos modelos econométricos.

Um cenário de juros mais baixos e crescimento maior melhora também os indicadores fiscais. O nosso cenário de crescimento da dívida, que chegou a ser de 8 pontos do PIB no acumulado de 2023 e 2024, passou para 5 pontos do PIB, mesmo assumindo que o governo não conseguirá cumprir as metas de primário que foram anunciadas em conjunto com o novo arcabouço fiscal. Por exemplo, a meta de primário do governo central para o próximo ano é "zero", mas, em nossas projeções trabalhamos com um déficit primário de R$ 81,6 bilhões para o governo central e de R$ 53,4 bilhões para o setor público. Se o governo conseguir cumprir a meta de primário, a trajetória da dívida será melhor que nossos números atuais.

Nos últimos 30 dias, o maior fator de risco para o nosso cenário vem da incerteza sobre a desaceleração da economia americana. Os mercados local e internacional têm reagido com muita volatilidade aos dados recentes da economia americana, que não mostram sinais claros de desaceleração. A mediana das expectativas dos membros do FOMC para a Fed funds rate (FFR) passou de 5,1% para 5,6%, com o início de um ciclo de cortes de juros muito gradual apenas no próximo ano. Um aumento mais forte da FFR ou sua manutenção em um patamar restritivo por um período mais longo poderiam trazer alguma turbulência ao cenário doméstico e afetar o ritmo de cortes da taxa de juros Selic.

Mansueto Almeida

Internacional - Taxas de juros elevadas por mais tempo

Luiza Paparounis ● luiza.paparounis@btgpactual.com

A política monetária norte-americana deve permanecer restritiva por um período prolongado. Na última reunião do FOMC, o comitê optou por uma "pausa estratégica" no ciclo de aumento das taxas de juros, indicando uma moderação no ritmo de aperto. Essa pausa foi acompanhada por uma comunicação com tom *hawkish*, juntamente com atualizações altistas nas projeções dos membros no SEP (*Summary of Economic Projections*). A mediana das expectativas para a *Fed funds rate* (FFR) passou de 5,1% para 5,6%, o que implicaria duas altas adicionais de 25 pontos-base (pb), em resposta ao aumento da projeção do núcleo do PCE para 2023, de 3,6% para 3,9%, além da revisão do crescimento do PIB de 2023, de 0,4% para 1,0%, e de uma expectativa de desemprego ajustada para 4,1% (anteriormente 4,6%). É importante pontuar que o *dot plot* (gráfico com a distribuição dos votos individuais dos membros) indicou um relevante apetite do comitê por apertos adicionais na taxa de juros, com 16 dos 18 membros esperando pelo menos mais um aumento, e 12 participantes sinalizando pelo menos duas altas adicionais. Além disso, espera-se que a FFR permaneça em um nível restritivo por um período prolongado, com a mediana das expectativas em 4,6% para 2024, enquanto o mercado futuro precifica uma taxa em torno de 4,2%.

O risco de recessão na economia americana continua no radar. Replicando o modelo utilizado pelo *Federal Reserve* de Nova Iorque para projetar a probabilidade de recessão nos próximos 12 meses, com base no diferencial de juros da curva futura dos títulos do Tesouro americano (*Treasury* 10Y-3M), estimamos uma probabilidade de 70,6% de recessão nos próximos 12 meses. No entanto, no curto prazo, os principais índices econômicos mensais utilizados pelo *National Bureau of Economic Research* para datar recessões (*Payroll*, nível de emprego, Renda Pessoal ex – transferências, Consumo Pessoal Real, Vendas no Varejo Real e Produção Industrial) continuam apontando para uma economia em expansão, mesmo que em ritmo moderado, especialmente no mercado de trabalho. Vale ressaltar que os dados do 2T23 divulgados até o momento indicam um arrefecimento no consumo das famílias, que após avançar 4,2% t/t anualizado no PIB do 1T23 deve crescer em torno de 1,0% t/t anualizado no 2T23. Para o segundo semestre, esperamos que o movimento de expansão destes índices perca força, com um crescimento abaixo do potencial, mas ainda em patamar positivo, impactado de forma mais clara pelos efeitos defasados da política monetária. Por outro lado, acreditamos que o setor de serviços deve continuar mostrando alguma resiliência devido ao processo de substituição do consumo de bens por serviços, ao mercado de trabalho apertado e à queda nos preços dos combustíveis, o que alivia a pressão sobre a renda das famílias.

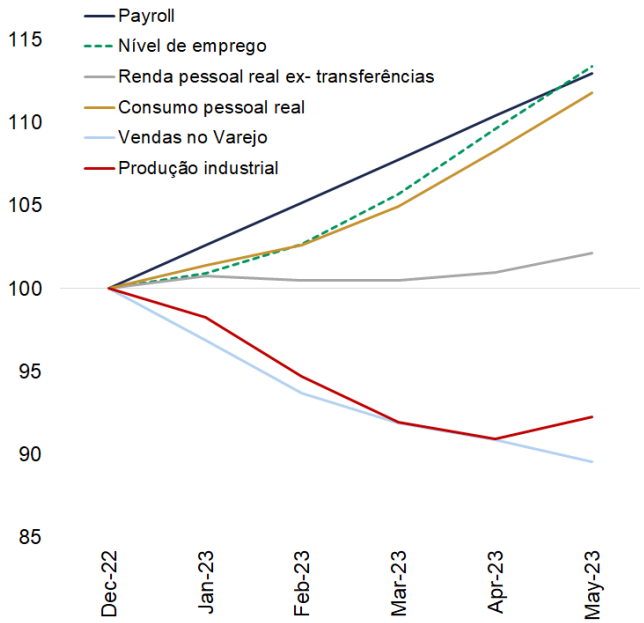
Os índices de inflação estão mostrando um processo de desaceleração mais lento do que o esperado pelo Fed. A alta base de comparação com 2022 e a deflação nos preços de energia têm contribuído para reduções mais evidentes no índice agregado de inflação. No entanto, a média do ritmo mensal do núcleo do PCE e do CPI nos últimos seis meses foi de 0,4% m/m, o que corresponde a uma média móvel anualizada de aproximadamente 5,0%, patamar ainda considerado incompatível com o mandato do Fed.

Dessa forma, considerando a disposição dos dirigentes por novos aumentos e os dados ainda resilientes, esperamos que o FOMC eleve a FFR em 25pb nas reuniões de julho e setembro, encerrando o ciclo com uma taxa terminal de 5,6%. É importante ressaltar que há uma incerteza elevada em relação ao movimento de setembro, e sua concretização dependerá do desempenho dos indicadores divulgados nos próximos meses, especialmente do núcleo de inflação e mercado de trabalho, além do possível aperto adicional nas condições de crédito derivado do episódio dos bancos. No entanto, reforçamos que a taxa deve permanecer em um nível contracionista por um período prolongado, sem espaço para cortes em 2023.

Na Zona do Euro, o tom mais duro dos membros do Banco Central Europeu reforça nossa previsão de mais dois aumentos de 25pb, em julho e setembro. Apesar da perda de ímpeto da atividade econômica, com dois trimestres consecutivos de queda marginal do PIB (4T22 e 1T23), os riscos altistas para a inflação no curto prazo devido às pressões salariais decorrentes da taxa de desemprego historicamente baixa, somados às pressões no setor de serviços com a chegada do verão têm sido mais enfatizados nas últimas comunicações dos dirigentes do BCE. Os membros do Conselho do BCE têm vocalizado a necessidade de atingir um nível suficientemente restritivo e mantê-lo por um período prolongado a fim de cumprir o mandato de estabilidade de preços. Portanto, esperamos que a taxa de depósitos atinja 4,0% em setembro, o que implicará em dois aumentos adicionais de 25pb.

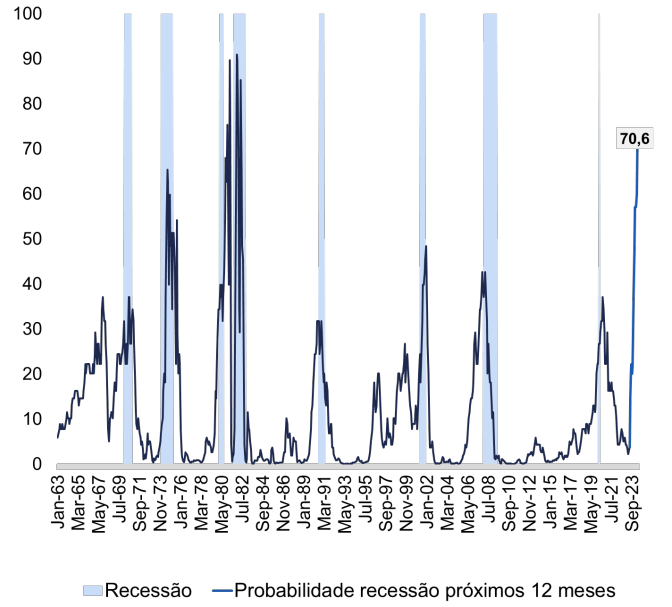
A economia chinesa continua mostrando sinais de enfraquecimento. Os dados de maio e os indicadores antecedentes de atividade econômica em junho indicam um 2T23 mais fraco do que o previsto anteriormente, com desaceleração também no consumo das famílias, embora este continue impulsionando o crescimento. A decepção em relação ao crescimento tem aumentado a pressão sobre o governo chinês para a introdução de estímulos econômicos no segundo semestre. Em junho, o Banco Popular da China (PBoC) reduziu suas principais taxas de juros de referência em 10pb, sinalizando uma postura pró-crescimento, mas com ações ainda tímidas. Consideramos altamente improvável que a economia chinesa não atinja a meta de crescimento pelo segundo ano consecutivo, o que significa que novas medidas devem ser adotadas. Dessa forma, os agentes de mercado esperam que sejam anunciados aumentos nos gastos com infraestrutura, regras mais flexíveis para a aquisição de moradias e a emissão de títulos especiais direcionados para ajudar os governos locais durante a reunião do Politburo em julho.

Gráfico 1: Principais indicadores mensais economia americana (trimestral anualizado MM3M)



Fonte: BEA, BLS, FRED e BTG Pactual

Gráfico 2: Probabilidade de recessão economia americana (UST10Y - UST3M)



Fonte: Federal Reserve NY, Bloomberg e BTG Pactual

Atividade Econômica - Melhora recente nas condições financeiras eleva perspectiva de crescimento

Bruno Martins ● bruno.martins@btgpactual.com ● +55 21 3262 4414

Revisão altista devido à melhora recente nas condições financeiras. A recente melhora nas condições financeiras domésticas, refletida em nossa projeção de queda mais acentuada da taxa de juros real ex-ante (atingindo 5,2% no final de 2024, ante 6,5% no nosso último relatório), nos levou a revisar a projeção de crescimento do PIB de 1,9% para 2,2% em 2023, e de 0,7% para 1,0% em 2024. Apesar da revisão altista, continuamos cautelosos com a atividade econômica, para a qual esperamos desaceleração à frente mesmo em um ambiente de resiliência no mercado de trabalho. A contínua desaceleração no mercado de crédito bancário e a estabilidade do endividamento das famílias em um patamar muito elevado trazem preocupações sobre os desdobramentos de um eventual cenário de aperto no mercado de trabalho. Por outro lado, o setor de serviços segue em expansão devido aos estímulos fiscais ainda presentes, à queda recente da inflação corrente e ao saldo remanescente de poupança acumulada a partir das fortes transferências de renda durante a pandemia.

Para o 2T23, os dados já reportados para o mês de abril mostraram atividade fraca, com queda de 1,6% m/m (a.s.) no comércio varejista ampliado, queda de 0,6% m/m (a.s.) na produção industrial e queda de 1,6% m/m(a.s.) no setor de serviços. Além disso, alguns indicadores sinalizam atividade anêmica também no mês de maio, a despeito de uma ligeira melhora em relação ao mês de abril, com indicadores de confiança ainda em patamares baixos, desaceleração nas concessões de crédito e recuperação apenas

marginal do setor industrial, que foi beneficiado pela redução de tributos para o setor automotivo e subiu 0,3% m/m (a.s.) no mês. Já o mês de junho parece ser de retomada, com expressiva melhora na confiança dos consumidores e dos empresários dos setores de comércio e serviços. Além disso, a queda da inflação corrente deve contribuir para o crescimento dos rendimentos reais e do consumo das famílias no curto prazo. Já o setor agrícola deve mostrar forte retração de 6,4% t/t (a.s.) no 2T23 devido à base muito forte do 1T23. Assim, projetamos queda de 0,2% t/t (a.s.) no crescimento do PIB no 2T23, apesar do crescimento esperado de 0,2% t/t (a.s.) para o setor industrial e de 0,4% t/t (a.s.) para o setor de serviços.

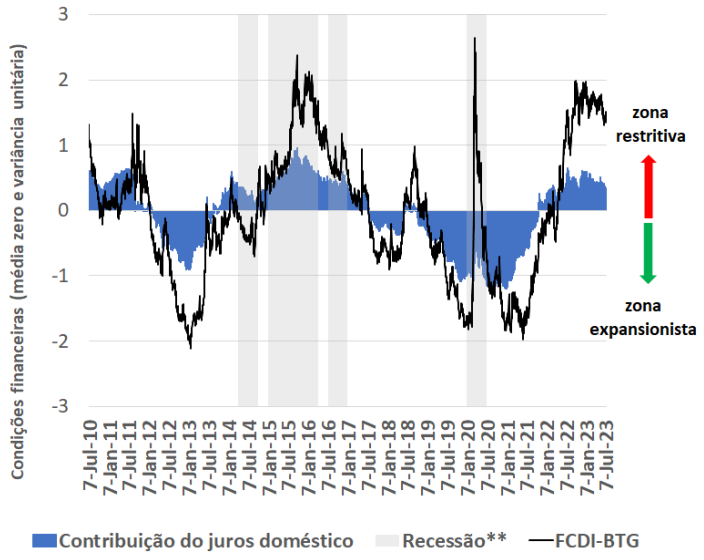
Aprovado o novo arcabouço fiscal, as incertezas continuam sobre a capacidade do governo de entregar as metas de superávit primário estabelecidas, que exigirá um aumento expressivo de arrecadação com elevação de carga tributária, tarefa nada fácil diante de um ambiente de desaceleração da atividade econômica. Algumas propostas de estímulo (natureza fiscal e parafiscal) já começam a surgir e, caso sejam implementadas e/ou expandidas, podem dificultar uma melhora mais consistente nas condições financeiras no curto prazo, condição essencial para o crescimento mais forte e sustentável da economia. O nosso indicador de condições financeiras segue melhorando na margem, mas permanece em patamar restritivo (ver gráfico 3). Caso os resultados primários indiquem uma melhora na trajetória para a dívida púbica no médio prazo, as condições financeiras tendem a melhorar de forma significativa, abrindo espaço para novas revisões altistas para o crescimento do PIB nos próximos dois anos.

Viés de alta por questões estruturais. As surpresas positivas na atividade econômica desde a reabertura da economia têm suscitado questionamentos acerca de um aumento do produto potencial brasileiro. Existem fatores que corroboram essa visão, como as reformas estruturantes realizadas nos últimos anos e o rápido processo de digitalização da economia. Alguns indicadores de produtividade do trabalho, entretanto, não corroboram essa visão. Entendemos ser muito difícil medir esse efeito, já que choques conjunturais relevantes aconteceram ao longo desse processo, como a mudança no hábito de consumo das famílias após o isolamento social, a rápida e inesperada recuperação nos preços das commodities em BRL e os gigantescos estímulos fiscais e monetários implementados durante a pandemia. Além disso, a resiliência da atividade econômica tem acontecido em diversos países, dificultando a interpretação de que algo especial esteja acontecendo na economia brasileira. Assim, mesmo entendendo haver um viés de alta para a atividade econômica doméstica por questões estruturais não-observáveis, preferimos ser conservadores até que evidências empíricas mais robustas indiquem que, de fato, há um aumento do crescimento potencial do país.

Apesar da boa geração de empregos no setor de serviços, rendimentos decepcionam. Os dados do Caged mostraram criação de 335 mil empregos formais nos meses de abril e maio, uma queda de 30% em relação ao mesmo período de 2022 e de 17,8% em relação à média para o mesmo bimestre entre 2004 e 2014, período de expansão do mercado de trabalho. No entanto, o setor de serviços segue bastante resiliente, com geração líquida de 188 mil empregos no bimestre, queda de 20,8% em relação a 2022, porém uma alta de 42,1% em relação à média observada para o mesmo bimestre entre 2004 e 2014. Já os dados da PNADC indicam um mercado de trabalho um pouco mais fraco, na margem, com crescimento de 575 mil pessoas ocupadas no trimestre encerrado em maio em relação ao trimestre encerrado em março, queda de 74,3% em relação ao mesmo período de 2022, sendo 144 mil novos empregos com carteira assinada, queda de 80,7% em relação à geração de empregos formais no mesmo período de 2022. Já os rendimentos médios reais seguem decepcionando, com queda de 0,5% (a.s.) no trimestre encerrado em maio em relação ao trimestre encerrado em março, e alta anual de 6,5% (a/a) em maio ante 7,3% (a/a) no trimestre encerrado em março. Assim, apesar do crescimento no número de pessoas ocupadas, a massa salarial apresenta apenas um pequeno crescimento real de 0,1% no trimestre encerrado em maio em relação ao trimestre encerrado em março, indicando desaceleração importante mesmo em um cenário de queda expressiva da inflação corrente (ver gráfico 04). A taxa de participação permanece em níveis muito baixos e ajuda a sustentar a queda na taxa de desemprego, que fechou o trimestre encerrado em maio em 8,1% (a.s.). Por enquanto, mantemos a nossa projeção para a taxa de desemprego de 8,7% para o final de 2023 e de 9,1% para o final de 2024, com a expectativa de reversão parcial da queda na taxa de participação.

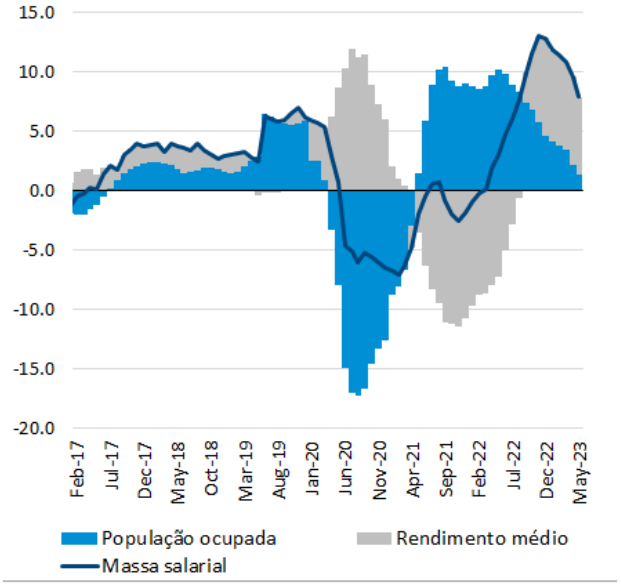
Crédito: segue a piora gradual nas condições de crédito bancário. Continuamos com o entendimento de que a desaceleração no crédito bancário, por ora, é condizente com o atual ciclo de aperto da política monetária. No entanto, além da piora nos indicadores de inadimplência e nas concessões de crédito nos meses de abril e maio, o nosso indicador diário de condições financeiras sugere uma piora adicional nas condições de crédito bancário no mês de junho. Entendemos que, na ausência de programas relevantes de direcionamento de crédito, a tendência para os próximos trimestres é de impulso negativo vindo do mercado de crédito bancário, reforçando a nossa expectativa de desaceleração da atividade. Com relação ao crédito privado, o nosso indicador diário de condições financeiras segue mostrando melhora na margem, apesar do patamar ainda bastante restritivo.

Gráfico 3: Indicador de Condições Financeiras do BTG Pactual*



Fonte: CVM, Anbima, BCB, Bloomberg e BTG Pactual. *Normalização: média zero e variância unitária **Duas quedas consecutivas no PIB trimestral

Gráfico 4: Decomposição da massa salarial habitual (a/a, real)



Fonte: IBGE e BTG Pactual. Médias trimestrais.

Inflação - O cenário de inflação continuou a evoluir favoravelmente

Bruno Balassiano ● bruno.balassiano@btgpactual.com ● +55 21 3262 9637

O cenário de inflação continuou a evoluir favoravelmente ao longo das últimas semanas. A inflação apresentou forte desaceleração no IPCA-15 de junho, impulsionada pela deflação no segmento de alimentação no domicílio e pelo arrefecimento da inflação de itens administrados e de bens industriais. A prévia de junho veio um pouco acima do esperado, com a maior parte da surpresa sendo explicada por aluguel e condomínio – itens relativamente voláteis dentre o segmento de serviços. A despeito da surpresa, acreditamos que a composição do IPCA-15 veio próxima das expectativas, com uma desaceleração relevante na média dos núcleos e uma redução significativa em indicadores de difusão. Assim, acreditamos que as últimas leituras de inflação, apesar de não trazerem surpresas benignas adicionais, confirmam amplamente a melhora na dinâmica observada em maio. Esperamos que essa dinâmica mais favorável persista nos próximos meses.

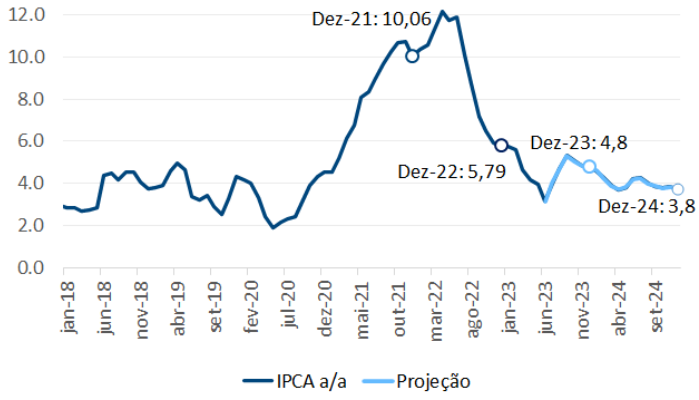
O centro da meta de inflação foi mantida em 3%. Nos últimos meses, a melhora nas perspectivas para o cenário de inflação e declarações feitas por membros do próprio governo vinham alimentado a expectativa de que o governo optaria por manter o centro da meta de inflação em 3% (ao contrário do que era discutido no 1T do ano), o que vinha resultando em uma gradual redução das expectativas de inflação de longo prazo. Em sua última reunião, o CMN (Conselho Monetário Nacional) confirmou essa expectativa, mantendo o centro da meta em 3% e o intervalo de 1,5pp para cada lado. Isso resultou em uma rodada adicional de revisões para baixo, com a mediana das expectativas de mercado para 2025 e 2026 caindo de 4% para 3,6% e 3,5%, respectivamente (segundo a pesquisa Focus do Banco Central), o que representa um passo importante na consolidação da credibilidade da política monetária. A redução nas expectativas de inflação, além de reduções recentes em nossa estimativa de IPCA para 2023 e em nossa estimativa para o BRL de 2023 e 2024, nos levaram a revisar para baixo nossa previsão para o IPCA de 2024.

Incertezas residuais foram resolvidas nas últimas semanas. No início do mês, a Petrobras anunciou uma redução de 5,3% nos preços da gasolina para compensar parcialmente a alta de impostos federais em julho. A redução de preços vem na sequência de um corte anterior anunciado em meados de junho. As dúvidas acerca da magnitude da compensação foram uma fonte importante de incerteza ao longo dos últimos meses, resultando em alto grau de dispersão nas projeções de mercado para o IPCA de julho.Os cortes de preços eventualmente anunciados não foram suficientes para compensar inteiramente a alta de impostos (seria necessária uma redução de 18%).

Embora o primeiro corte de preços já estivesse incluído em nosso cenário de junho, o segundo, anunciado na última semana, não estava, resultando em uma redução de 10pb em nossa previsão de IPCA para 2023. Não esperamos novos ajustes nos preços praticados pela Petrobras pelo restante do ano.

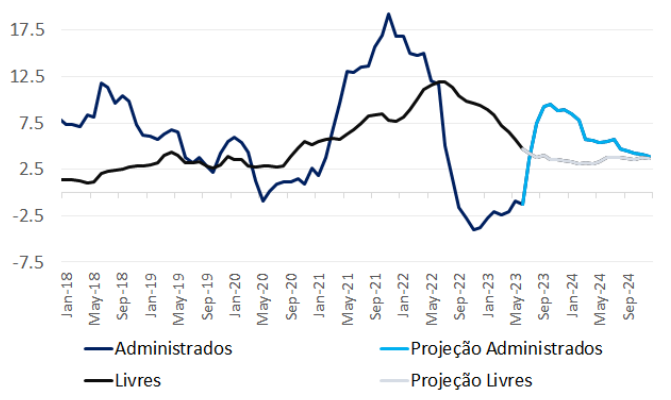
Nossas projeções para o IPCA de 2023 e 2024 foram revisadas de 4,9% e 4,0% para 4,8% e 3,8%, respectivamente. A revisão em nossa previsão para 2023 resulta principalmente de uma atualização em nosso cenário de combustíveis, com a incorporação do corte de preços da gasolina anunciado pela Petrobras. Quanto à nossa previsão para 2024, a revisão foi resultado de alguns fatores: menor inércia inflacionária resultante de revisões baixistas anteriores na projeção para 2023, expectativas de inflação marginalmente mais baixas para 2024 e uma revisão para baixo de nossas projeções para o BRL (ver seção de contas externas) - estávamos aguardando a confirmação da manutenção da meta de inflação em 3% antes de fazer alterações em nossa projeção para 2024. Esses vetores baixistas foram parcialmente compensados por uma expectativa maior de crescimento do PIB para 2024 (consulte a seção de atividade econômica).

Gráfico 5: IPCA acumulado em 12 meses (%, efetivo vs. projeção)



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Gráfico 6: IPCA acumulado em 12 meses, abertura (%, efetivo vs. projeção)



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Setor Externo - Câmbio alcançaria patamar próximo a R$4,60/US$ com avanço da agenda tributária

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

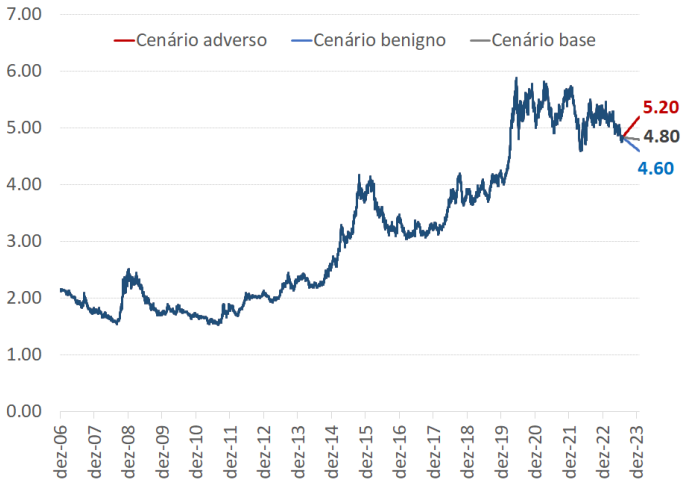
Revisamos nossa projeção de taxa de câmbio para o fim deste ano para R$4,80/US$, ante projeção anterior de R$5,10/US$. A taxa de câmbio alcançou R$4,79/US$ no fim de junho, apreciando quase 10% no semestre (frente aos R$5,29/US$ do fim de 2022). Foi a maior apreciação do Real no 1S desde 2016. Na comparação com os países pares – emergentes e/ou exportadores de commodities - a moeda brasileira foi uma das que mais apreciou no período (Gráfico 8). A apreciação cambial foi mais significativa a partir de meados de março. Em um primeiro momento, o câmbio seguiu o movimento externo com a dissipação do risco de uma crise bancária global e, posteriormente, reagiu principalmente à melhora do ambiente doméstico, com: a aprovação de um arcabouço fiscal com enforcement mais forte pela Câmara; sinalizações mais concretas do Congresso de que não iria retroceder em pautas importantes que já passaram pelo crivo do Parlamento; surpresas positivas com crescimento da atividade e inflação; sinalização de que a meta de inflação não seria alterada (confirmada na última semana de junho); e o avanço da reforma tributária. De fato, na comparação com a última semana de março, o Real apreciou quase 7% em um contexto em que a cotação do dólar frente às demais moedas de países desenvolvidos (DXY) permaneceu relativamente estável (oscilando em torno de 102 pontos), assim como o índice de preços das commodities (oscilou ao longo do 2T23, mas terminou o semestre em patamar próximo ao da última semana de março). O diferencial de juros doméstico e externo de 1 ano diminuiu quase 250 pontos-base, enquanto o diferencial de juros mais longos recuou quase 300 pontos base (pb). Entre os fundamentos do câmbio, o risco País foi aquele com a maior contribuição para a apreciação do Real no 2T23, com o CDS de 10 anos diminuindo de ~350 pontos no fim de março para ~280 pontos no fim de junho. Grande parte dessa redução decorre da melhora do cenário doméstico.

No nosso último relatório mensal, havíamos destacado que o avanço da agenda tributária teria potencial de apreciar a taxa de câmbio para patamar inferior a R$4,80/US$ no fim de 2023. Por agenda tributária, estávamos nos referindo a medidas de aumento de carga tributária para a entrega da trajetória de resultado primário estabelecida na nova regra fiscal, além da reforma tributária do consumo. Incorporando a expectativa de aprovação da reforma tributária dos impostos indiretos ainda este ano, que nos parece ser o cenário mais provável, revisamos nossa projeção de taxa de câmbio para o fim de 2023 para R$4,80/US$, ante projeção anterior de R$5,10/US$. Por ora, nosso cenário fiscal ainda não incorpora o aumento de carga tributária pretendido pelo governo para entregar a trajetória de resultado primário estabelecida na apresentação do novo arcabouço fiscal. Em um cenário alternativo, em que o governo consegue esse aumento de carga, estimamos que a taxa de câmbio poderia apreciar ainda mais até o fim do ano, para níveis mais próximos a R$4,60/US$. A redução adicional do risco País mais do que compensaria a diminuição adicional do diferencial de juros americano e doméstico. Para 2024, revisamos nossa projeção de taxa de câmbio de R$5,20/US$ para R$5,00/US$.

Superávit comercial segue batendo recordes. No primeiro semestre, o saldo comercial totalizou US$45,5bilhões, recorde para o período (34% superior ao do mesmo período de 2022). O maior saldo comercial no semestre decorre de uma redução das importações (-6,3% a/a) e aumento das exportações (+2,1% a/a). O destaque do lado das exportações é o crescimento do quantum exportado, que tem mais do que compensado a redução dos preços dos produtos. O forte aumento da safra agrícola este ano e a maior produção de petróleo contribuem para o resultado. A redução das importações é explicada principalmente pela queda dos preços, em particular de bens intermediários (62% do total de importações). O quantum importado recuou apenas ligeiramente no semestre, também puxado principalmente por bens intermediários. Contribuiu para conter a redução do quantum importado o forte aumento do volume importado de bens de capital – com destaque para veículos e maquinários voltados para o setor agrícola – e de consumo duráveis – com destaque para automóveis. No acumulado em 12 meses até junho, o superávit comercial totalizou US$73bilhões, compatível com nossa projeção de US$72bilhões em 2023 (vs US$62bilhões em 2022) – terceiro ano consecutivo de recorde. Embora os dados sigam compatíveis com nossa expectativa de superávit no fim do ano, destacamos viés positivo para nossa projeção. Para os dados de balança comercial do Banco Central, que consideram as importações de pequeno valor por pessoa física e de criptoativos, projetamos saldo de US$56bilhões, superior aos US$44bilhões de 2022. Esse é o saldo usado para computar o resultado em TC e é o que se reflete no fluxo comercial. Por fim, vale destacar que nossa expectativa é de que o fluxo comercial siga robusto no 2S23, após leve desaceleração em maio e junho. Entendemos que a apreciação do câmbio para patamar inferior a R$5,00/US$ nos últimos meses levou os importadores a antecipar fechamento de contratos de câmbio e exportadores a aguardar um pouco mais para fechar os contratos – movimento observado em outros períodos de movimentos mais intensos do câmbio.

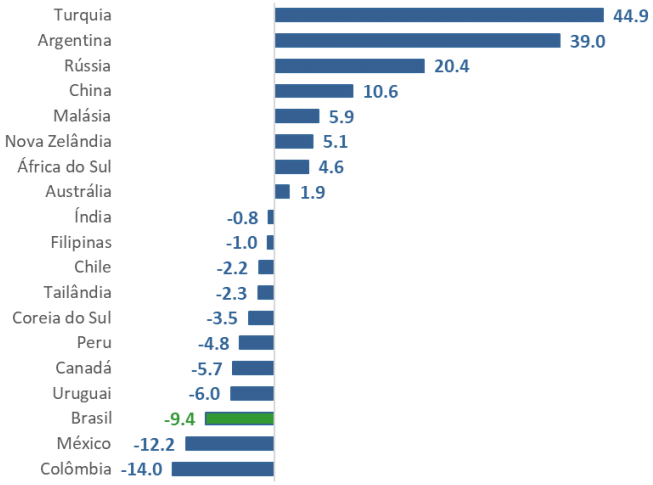
Transações correntes e IDP seguem compatíveis com nossas projeções. Mantemos nossa projeção de redução do déficit em transações correntes em US$43bilhões (2,1% do PIB) em 2023, ante US$57bilhões (3,0% do PIB) em 2022. A redução do déficit em transações correntes (TC) decorrerá, sobretudo, do maior superávit da balança comercial. O investimento estrangeiro direto no País (IDP) segue desacelerando, mas continua superior ao déficit em TC e compatível com nossa projeção de US$85bilhões em 2023 (vs US$92bilhões em 2022). Ainda em relação à conta financeira, um dos destaques na margem é a volta para o terreno positivo dos investimentos estrangeiros em carteira, com destaque para ações. Os dados da B3 mostram entrada de investimento estrangeiro de R$10 bilhões em junho. Os dados parciais de junho do balanço de pagamentos também mostram ligeira entrada de investimento estrangeiro para títulos de renda fixa no País após dois meses consecutivos de saídas. A melhora do cenário local ao longo do 2T23, o nível ainda elevado dos juros domésticos, o avanço de pautas econômicas importantes no Congresso (como a Reforma Tributária), que tem potencial de reduzir ainda mais o risco País e desencadear *upgrade* no rating do Brasil, devem contribuir para a atração desses investimentos estrangeiros para o País nos próximos meses.

Gráfico 7: Cenários base, benigno e adverso para o câmbio



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Gráfico 8: Variação da taxa de câmbio no 1S23 (%, moeda doméstica/US$)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Política Fiscal - Cenário de curto prazo melhora, mas lição de casa ainda precisa ser feita

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

Curto prazo melhor. Nosso cenário fiscal de curto prazo melhorou na margem. Reduzimos nossa projeção para a dívida bruta ao final deste ano, de 76,0% do PIB para 74,8%. A revisão é explicada principalmente pela redução na nossa projeção para a Selic em 2023, que resulta em um custo da dívida mais baixo, e um crescimento econômico mais alto para o ano. A expectativa de um câmbio mais apreciado ao final de 2023 também impacta nossa projeção, já que reduz o valor em Reais da dívida externa.

Agenda legislativa. O novo arcabouço fiscal foi aprovado no Senado. A Casa flexibilizou alguns pontos do texto aprovado na Câmara, ao excluir as despesas com FUNDEB, FCDF e ciência e tecnologia do teto de gastos. Dessa lista, a última modificação é a mais preocupante, já que se trata de despesas sem regra de crescimento preestabelecida, e com critérios de definição amplos. Contudo, o texto retornará à Câmara, e esperamos que ao menos essa alteração seja revertida.

Adicionalmente, a reforma tributária foi aprovada na Câmara dos Deputados e segue para o Senado. Em linhas gerais, a PEC propõe a criação de um IVA dual, a partir da unificação do Pis/Cofins na Contribuição sobre Bens e Serviços (CBS), e do ICMS e ISS no Imposto sobre Bens e Serviços (IBS). A reforma deve ser aprovada até o fim do ano.

***Upgrade* à vista?** Em junho, a agência de rating S&P Global Ratings revisou a perspectiva da nota de crédito soberano brasileiro de neutro para positivo (a nota foi mantida em BB-, três níveis abaixo do grau de investimento). Segundo a agência, a revisão foi fruto dos sinais mais pragmáticos na condução de política econômica, bem como os avanços da agenda de reformas dos últimos anos e as surpresas positivas recorrentes com o crescimento econômico e os números fiscais do país.

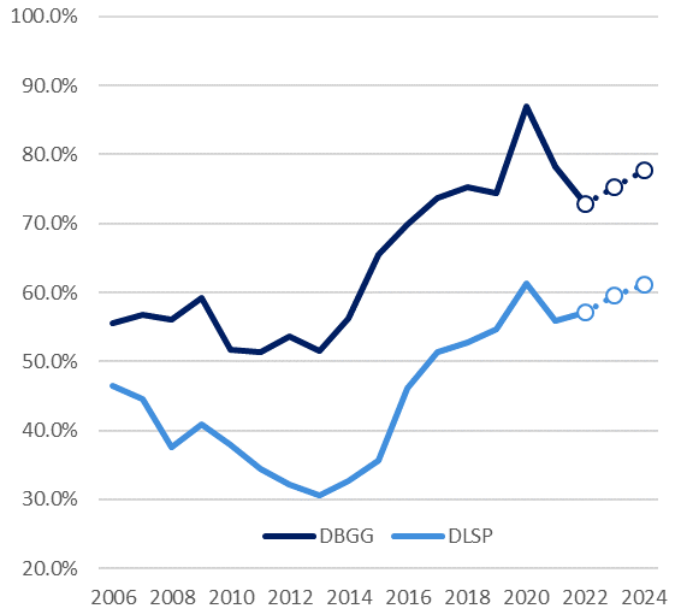
Para um futuro *upgrade*, a S&P destacou que irá monitorar (i) o crescimento econômico, (ii) a dinâmica fiscal e (iii) o avanço da agenda de reformas. Como as projeções da agência para as variáveis destacadas são mais pessimistas do que o nosso cenário base, acreditamos que a nota do crédito soberano brasileiro poderá ser revisada para cima até o final do ano. Ademais, a aprovação da reforma tributária também seria determinante nesse processo.

Lição de casa a fazer. Contudo, apesar dos ventos mais favoráveis na margem, mantemos nossa percepção de que a receita gerada pelas medidas anunciadas até o momento é insuficiente para compensar o aumento de despesas contratado para os próximos anos e entregar as metas de primário estabelecidas.

O acórdão do julgamento do STJ sobre a exclusão dos benefícios de ICMS da base de cálculo do IRPJ/CSLL deixou claro que o tema deverá gerar pouca receita nova para o governo. As empresas que constituírem reserva de lucro, e não distribuírem o ganho oriundo das isenções fiscais na forma de dividendos, poderão continuar excluindo o benefício da base de cálculo do imposto de renda. Ademais, o governo regulamentou a tributação de encomendas de pequeno valor, mas acabou ampliando a isenção para todas as importações inferiores a US$50,00, desde que as empresas se enquadrem nos pré-requisitos da Receita Federal. As importações pagarão ICMS, mas o imposto estadual não impacta as finanças do governo federal.

O não cumprimento das metas de primário nos parece o cenário base implícito nos preços dos ativos domésticos hoje. Contudo, espera-se que as metas sejam mantidas nos valores atuais, e os gatilhos acionados por esse descumprimento sejam respeitados. Uma condução diferente do novo arcabouço nos próximos anos pode levar o mercado a precificar um aumento do risco fiscal. Por outro lado, se nos próximos meses ficar claro que o governo conseguirá arrecadar o montante necessário para atingir ao menos a meta de primário estabelecida para 2024, acreditamos em uma descompressão adicional de riscos nos ativos financeiros domésticos.

Gráfico 9: Dívida pública (% PIB)



Fonte: BCB e BTG Pactual

Gráfico 10: Resultado primário do setor público consolidado (% PIB)



Fonte: BCB e BTG Pactual

Política Monetária - Porta aberta, ciclo de afrouxamento à frente

Claudio Ferraz ● claudio.ferraz@btgpactual.com ● +55 21 3262 9758

Reunião de agosto na mira. O COPOM confirmou as expectativas e manteve a taxa de juros Selic em 13,75% a.a. em sua última reunião. O foco das atenções neste encontro era o grau de suavização esperado para a comunicação do comitê. Nesse sentido, o Copom reafirmou que a conjuntura atual "requer parcimônia e cautela na condução da política monetária". Dito isso, informou que uma parcela "predominante" do comitê avaliou iniciar um processo parcimonioso de inflexão na próxima reunião. Por fim, a divulgação de uma projeção condicional do IPCA em 2025 (em 3,1%) próxima da meta no Relatório Trimestral de Inflação (RTI), além do tom benigno da coletiva de imprensa, reforçaram nossa impressão de início de ciclo de cortes da Selic em agosto. Por enquanto, vemos o tom geral e a estratégia do Copom apontando para um ciclo que se inicia com um corte de 25pb, conforme já esperávamos desde nosso Relatório Pré-Copom de junho ("Início de ciclo à vista"). Porém, pode haver espaço para um movimento inicial maior (de 50pb), dada a atual postura amplamente restritiva da taxa básica, especialmente se tivermos uma reancoragem mais rápida e profunda das expectativas, após a reunião do CMN, e se esta for acompanhada por melhora adicional das medidas de núcleo e de uma desaceleração mais evidente da economia.

Atividade econômica e inflação: Surpresas positivas. O Banco Central (BC) fez uma revisão da sua estimativa do PIB de 2023 no RTI, após a surpresa com o desempenho da economia no 1º tri. Assim, o BC revisou sua projeção de crescimento para 2,0%, versus 1,2% anteriormente. Sua estimativa de hiato também ficou mais fechada, mas segue trajetória de abertura ao longo do ano. De fato, apesar da surpresa positiva, o BC destacou a desaceleração tanto dos componentes da demanda doméstica como dos componentes mais cíclicos da oferta no PIB do 1º tri. Além disso, o BC continua tendo um cenário prospectivo de desaceleração à frente. Concordamos com tal avaliação e, apesar de nossa revisão para o crescimento este ano, ainda vemos risco de um crescimento abaixo do consenso em 2024 (para maiores detalhes ver a seção de atividade). Quanto à inflação, a comunicação de junho reconheceu que o IPCA voltou a surpreender para baixo em mais um trimestre. Além disso, o RTI notou que além da surpresa nos resultados divulgados, houve revisão da projeção de junho (de 0,29% no Relatório anterior, para -0,08% no atual). Com isso, a projeção do RTI para a inflação acumulada no tri encerrado em agosto encontra-se em meros 0,46%. De fato, a nossa estimativa atual é ligeiramente inferior (0,37%). Por fim, a estimativa do IPCA na projeção condicional para 2025 foi atualizada e caiu de 3,2% para 3,1% (e 2,9% para preços livres), grosso modo em linha com a meta de inflação (3%), mesmo seguindo a evolução da Selic do Focus – um sinal de espaço de ação para o BC.

Comunicação: Porta aberta. O Copom afirmou em sua ata de junho que a conjuntura atual "requer parcimônia e cautela na condução da política monetária". Além disso, de forma unânime, alertou que "flexibilizações" exigem confiança na trajetória do processo de desinflação, uma vez que processos prematuros podem ensejar reacelerações do processo inflacionário e, consequentemente, levar a uma reversão do próprio relaxamento. Dito isso, uma parcela "predominante" do comitê avaliou que "a continuação do processo desinflacionário em curso, com consequente impacto sobre as expectativas, pode permitir acumular a confiança necessária para iniciar um processo parcimonioso de inflexão na próxima reunião". Por outro lado, uma parte do Copom se mostrou mais cautelosa, querendo observar maior reancoragem das expectativas longas e acumular mais evidências de desinflação nos componentes mais sensíveis ao ciclo. Por fim, na coletiva de imprensa do RTI, o Presidente Campos Neto afirmou que o comunicado "deixou a porta aberta" para flexibilização. Além disso, mencionou que a divisão/dissidência dos votos vai ser conhecida e ficar explícita na reunião de agosto. Campos Neto também se referiu a questão do juro neutro como um tema de longo prazo, lembrando que a taxa de juros (Selic) nominal está muito alta, assim como a taxa de juros real. Em outras palavras, o saldo da comunicação do comitê em junho manteve nossa percepção sobre o início do ciclo de cortes do Copom em agosto.

CMN - Meta de inflação mantida em 3%; agora contínua. Outra boa notícia de junho foi a decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN). Após um longo período de incertezas, o CMN confirmou as expectativas e decidiu ratificar a meta de inflação para 2024-25 em 3% e definir a meta para 2026 também em 3%. A faixa de tolerância também permaneceu em 1,5% (ou seja, um intervalo de 1,5% a 4,5%). Finalmente, de acordo com o Ministro da Fazenda, Fernando Haddad, o horizonte de política monetária continuará sendo definido pelo Banco Central e, a partir de 2025, a meta será contínua, significando o fim da meta de ano-calendário. Os procedimentos de prestação de contas ainda precisam ser definidos nesse novo quadro, de acordo com o Ministro, mas a carta aberta será anual (ou mais frequente).

De acordo com nossa pesquisa pré-Copom, divulgada em 15 de junho, caso o CMN decidisse manter a meta em 3%, aproximadamente 71% dos entrevistados (115 participantes, principalmente do mercado local) previram uma redução na projeção do IPCA para 2024, com uma pequena vantagem percentual (próxima a 30%) para o grupo que esperava uma queda de 15-30 pontos-base na margem. O panorama foi bastante semelhante para a projeção do IPCA em 2025. Aparentemente, parte desse processo foi antecipada na recente pesquisa Focus, mas é provável que ocorra uma convergência adicional (mesmo que parcial) das expectativas.

Início do ciclo em breve. Em suma, a comunicação de junho confirmou nosso cenário mais recente a respeito dos próximos passos do BC. Ou seja, cortes da Selic começarão a partir da próxima reunião de agosto. Por enquanto, vemos o tom e a estratégia do Copom apontando para um ciclo que se inicia com um corte de 25pb, diante do sinal de uma parcela predominante do comitê mencionando um processo parcimonioso de inflexão. Porém, pode haver espaço para um movimento inicial maior (50pb), dada a atual postura amplamente restritiva da taxa básica, especialmente se tivermos uma reancoragem mais rápida e profunda das expectativas, especialmente após a decisão do CMN, e se esta for acompanhada por melhora adicional das medidas de núcleo e de uma desaceleração mais evidente da economia. Por fim, diante de nossa revisão do cenário para inflação em 2024-25, fruto da decisão do CMN e da perspectiva de reancoragem de expectativas reduzimos nossa Selic terminal para 9,5%. Maior resistência das medidas de núcleo e mudanças no cenário fiscal, alterando a percepção recente de redução de riscos, levariam a um cenário mais conservador.

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



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Atividade Econômica										
PIB Real (%, a/a)	-3.55	-3.28	1.32	1.78	1.22	-3.28	4.99	2.90	2.20	1.00
PIB Nominal (US$ bi)	1,795	1,802	2,064	1,914	1,871	1,475	1,648	1,919	2,150	2,307
PIB Nominal (R$ bi)	5,996	6,269	6,585	7,004	7,389	7,610	8,899	9,915	10,642	11,303
Agricultura (%, a/a)	3.31	-5.22	14.15	1.31	0.42	4.17	0.28	-1.74	11.50	1.70
Industria (%, a/a)	-5.76	-4.57	-0.50	0.72	-0.67	-2.97	4.78	1.62	0.70	1.10
Serviços (%, a/a)	-2.73	-2.22	0.77	2.09	1.51	-3.74	5.22	4.16	2.00	0.95
Consumo Privado (%, a/a)	-3.22	-3.84	1.98	2.37	2.60	-4.56	3.69	4.28	2.50	1.50
Consumo Governo (%, a/a)	-1.44	0.21	-0.67	0.79	-0.49	-3.69	3.46	1.53	1.40	1.20
Investmentos (%, a/a)	-13.95	-12.13	-2.56	5.23	4.03	-1.75	16.49	0.89	-1.50	-0.50
Exportações (%, a/a)	6.82	0.86	4.91	4.05	-2.56	-2.29	5.87	5.54	2.50	1.00
Importações (%, a/a)	-14.19	-10.34	6.72	7.74	1.33	-9.48	12.03	0.81	-1.00	1.50
Mercado de Trabalho										
Taxa de desemprego (%, fim de período)	9.10	12.20	11.90	11.70	11.10	14.20	11.10	7.90	8.70	9.10
Taxa de desemprego (%, média)	8.63	11.65	12.85	12.38	11.98	13.78	13.49	9.51	8.60	8.80
Inflação & Taxa de Juros										
IPCA (%, a/a, fim de período)	10.67	6.29	2.95	3.75	4.31	4.52	10.06	5.79	4.80	3.80
IPCA Administrado (%, a/a, fim de período)	18.06	5.49	8.00	6.22	5.53	2.63	16.90	-3.83	9.00	4.00
IPCA Livres (%, a/a, fim de período)	8.50	6.54	1.34	2.91	3.88	5.18	7.69	9.39	3.40	3.70
IGP-M (% a/a, fim de período)	10.54	7.17	-0.52	7.50	7.30	23.14	17.78	5.45	-2.60	3.80
Taxa Selic (%, fim de período)	14.25	13.75	7.00	6.50	4.50	2.00	9.25	13.75	12.00	9.50
Taxa Selic (%, média)	13.48	14.18	10.14	6.58	6.03	2.88	4.59	12.63	13.35	10.29
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio										
Balança Comercial (US$ bi) – BP	17.4	44.5	57.3	43.4	26.5	32.4	36.4	44.2	56.0	50.0
Exportações (US$ bi) – BP	189.9	184.3	218.0	239.5	225.8	210.7	284.0	340.3	348.0	330.0
Importações (US$ bi) – BP	172.5	139.7	160.7	196.1	199.3	178.3	247.6	296.2	296.0	280.0
Conta Corrente (US$ bi)	-54.8	-24.5	-22.0	-51.5	-65.0	-24.5	-27.9	-57.0	-43.0	-46.0
Conta Corrente (% PIB)	-3.05	-1.36	-1.07	-2.69	-3.47	-1.69	-1.74	-3.0	-2.10	-2.19
Investimento Direto no País (US$ bi)	64.7	74.3	68.9	78.2	69.2	37.8	46.4	91.5	85.0	85.0
Investimento Direto no País (% PIB)	3.60	4.13	3.34	4.08	3.69	2.61	2.89	4.77	4.15	4.05
Reservas Internacionais (US$ bi)	356.5	365.0	374.0	374.7	356.9	355.6	362.2	324.7	345.0	345.0
Taxa de Câmbio (R$/US$, fim de período)	3.90	3.26	3.31	3.87	4.03	5.20	5.57	5.29	4.80	5.00
Taxa de Câmbio (R$/US$, média)	3.34	3.48	3.19	3.66	3.95	5.16	5.40	5.17	4.95	4.90
Contas Fiscais										
Resultado Primário (R$ bi)	-111.2	-155.8	-110.6	-108.3	-61.9	-703.0	64.7	126.0	-84.5	-53.4
Governo Central (R$ bi)	-116.7	-159.5	-118.4	-116.2	-88.9	-745.3	-35.9	54.9	-100.5	-81.6
Governos Subnacionais (R$ bi)	9.7	4.7	7.5	3.5	15.2	38.7	97.7	64.9	10.63	22.58
Empresas Estatais (R$ bi)	-4.3	-1.0	0.4	4.4	11.8	3.6	2.9	6.1	5.32	5.64
Resultado Primário (% PIB)	-1.86	-2.48	-1.68	-1.55	-0.84	-9.24	0.73	1.27	-0.79	-0.47
Resultado Nominal (% PIB)	-10.22	-8.98	-7.77	-6.96	-5.81	-13.34	-4.31	-4.64	-7.36	-6.72
Dívida Líquida (% PIB)	35.64	46.14	51.37	52.77	54.70	61.37	55.82	57.06	59.84	61.93
Dívida Bruta (% PIB)	65.50	69.84	73.72	75.27	74.44	86.94	78.29	72.87	74.84	77.87

Fonte: BTG Pactual

Macroeconomic Research Analysts

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

Claudio Ferraz
Head Brazil
+55 21 3262-9758
Claudio.Ferraz@btgpactual.com

Bruno Balassiano
+55 21 3262-9637
bruno.balassiano@btgpactual.com

Bruno Martins
+55 21 3262-4414
Bruno.Martins@btgpactual.com

Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com

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

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

Pedro Oliveira
+55 11 3383-9167
pedro-h.oliveira@btgpactual.com

Laura Florez
+57 1 307-80-90
laura.florez@btgpactual.com

Alejo Costa
+54 11 3754-0945
Alejo.Costa@btgpactual.com

Sofia Ordoñez
+54 11 3754-0913
Sofia.Ordonez@btgpactual.com

Munir Jalil
+57 1 927-65-29
Munir.Jalil@btgpactual.com

Pablo Cruz
+562 2587-5903
pablo.cruz@btgpactual.com

Sebastían Piña
+562 2587-5903
sebastian.pina@btgpactual.com

Disclosures

Required Disclosure

Esse relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A.
Os números contidos nos gráficos de performance referem-se ao passado; performance passada não é indicador de performance futura.

Analyst Certificate

Cada analista responsável integralmente ou parcialmente pelo conteúdo desse relatório de pesquisa e certifica que:
(i) todas as opiniões expressas refletem precisamente sua visão pessoal sobre os ativos ou títulos citados no relatório, sendo qualquer recomendação preparada de maneira independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas;

(ii) Nenhuma parcela de sua remuneração foi, é ou será relacionada a recomendações específicas ou opiniões expressas neste relatório de análise.

Analistas de valores mobiliários que contribuiram para esse relatório não estão registrados / qualificados como analistas de valores mobiliários junto a NASD e NYSE e portanto não estão sujeitos às restrições contidas nas regras da NASD e da NYSE relacionadas a comunicação com companhias cobertas, aparições em público e negociação de ativos mantidos em suas contas.

Parte da compensação do analista advém do lucro do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou suas afiliadas, consequentemente, receitas advêm de transações realizados pelo Banco BTG Pactual e/ou suas afiliadas.

O analista responsável por este relatório é certificado de acordo com a regulamentação Brasileira e aparece em posição de destaque, sendo esse o primeiro nome da lista de assinaturas encontrada na página inicial desse relatório. Analistas certificados estão identificados em negrito no mesmo local mencionado.

Global Disclaimer

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A (“BTG Pactual S.A.”) para distribuição somente no Brasil, sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. BTG Pactual S.A. é o responsável pela distribuição desse relatório no Brasil. Nada nesse relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.
Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste relatório são críveis e dignos de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG Pactual S.A.
Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordados no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de proceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analizados neste relatório.
BTG Pactual S.A. não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. BTG Pactual S.A. tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. BTG Pactual S.A. não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária.
O presente relatório não deve ser considerada pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data na qual foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual, BTG Pactual S.A. e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios.
Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso.
A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.
Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual S.A. não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste relatório.
BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiadas do BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.
Os ativos mencionados neste relatório podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descasamento de moedas.
Este relatório não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseadas nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. O BTG Pactual S.A., suas empresa afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do presente relatório.
Qualquer preço apresentado neste relatório possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste relatório. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços contábeis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual S.A. e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual S.A. ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes.
Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual S.A.. Informações adicionais acerca dos instrumentos financeiros mencionados nesta apresentação estão disponíveis sob consulta, as dúvidas devem ser encaminhadas para BTG Pactual CTVM S.A. (+55 11 3383-2638), Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3477, 14º andar, São Paulo, SP, Brasil, 04538-133.