

Pesquisa Macroeconômica

Brasil – Visão Macro

Junho de 2025

Mansueto Almeida
Economista-chefe
mansueto.almeida@btgpactual.com
+55 11 3383-9856

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

Samuel Pessoa
samuel.pessoa@btgpactual.com
+55 11 3089-8209

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

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

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

Francisco Lopes
francisco.lopes@btgpactual.com

Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com
+55 11 3383-3245

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



Relatório Macro Mensal

Junho de 2025

Resumo - Sinais incipientes de desaceleração na atividade e inflação

O crescimento de 1,4% t/t (a.s.) do PIB no 1T25 foi resultado da forte recuperação dos segmentos menos dependentes das políticas fiscal e monetária, ou àqueles que possuem uma dinâmica própria associada a mudanças estruturais na economia. Nos segmentos mais cíclicos, a desaceleração tem sido consistente com a transmissão esperada da política monetária. Nosso cenário base considera um pouso suave da economia até o final de 2026, com o PIB crescendo 1,9% em 2025 e 1,5% em 2026, mas continuamos a ver riscos crescentes de uma desaceleração mais intensa da atividade ao longo de 2026.

Nossas projeções para o IPCA de 2025 e 2026 seguem em 5,3% e 4,5% respectivamente. Ao longo do último mês, nossa projeção para o IPCA de 2025 foi revisada de 5,6% para 5,3% devido a surpresas sucessivas nas leituras de inflação de curto prazo e melhora nas perspectivas para a inflação de industriais e alimentos.

Perspectiva positiva para a balança comercial, mas risco fiscal permanece como principal driver para o câmbio em 2026. A balança comercial deve se fortalecer nos próximos trimestres, contribuindo para a redução do déficit em transações correntes em 2025 e 2026 — tendência já sinalizada nos dados mais recentes. Mantemos nossa projeção de taxa de câmbio em R\$5,60/US\$ no fim de 2025. Para 2026, o cenário permanece binário. Em um ambiente externo mais favorável, sinais críveis de compromisso do próximo governo com reformas e ajuste fiscal poderiam levar o câmbio a níveis próximos de R\$4,80/US\$.

Revisamos nossa projeção para o primário do governo central em 2025 de -R\$75 bilhões para -R\$65 bilhões (-0,6% para -0,5% do PIB), impulsionada pela arrecadação mais forte em maio. Excluindo os precatórios fora da meta, o resultado é compatível com o intervalo de tolerância da regra fiscal. Nossa projeção para este ano já incorpora R\$6 bilhões em novas receitas de IOF. Apesar das incertezas sobre as novas medidas de arrecadação, avaliamos como baixa a probabilidade de descumprimento da meta de 2025. A discussão, contudo, ganha maior relevância no esforço fiscal de 2026. Para o próximo ano, revisamos nossa projeção de -R\$110 bilhões para -R\$100 bilhões, incorporando R\$15 bilhões em receitas de IOF e tributação sobre apostas eletrônicas.

Selic: ajuste final em junho e manutenção ao longo de 2025. Revisamos nossa projeção para a próxima reunião do Copom e passamos a incorporar uma elevação adicional de 25pb, com a Selic permanecendo em 15% até o fim de 2025. A comunicação anterior deixou a decisão em aberto e condicionada à evolução dos dados. Desde então, os indicadores divulgados apontaram atividade resiliente e inflação de serviços ainda elevada, em um contexto de expectativas desancoradas, o que reforça a necessidade de um ajuste residual. Esperamos que a comunicação pós-reunião mantenha o foco em cautela e flexibilidade, evitando a adoção de forward guidance, e preservando margem para eventual reavaliação da calibragem, conforme a evolução dos dados.

DISCLAIMERS PERTINENTES A ESTE RELATÓRIO INICIAM NA PÁGINA 21

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 os objetivos 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 relatório e 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.

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

	2025					2026				
	PIB Real	IPCA	Taxa Selic ¹	Câmbio	Res. Primário - Gov. Central	PIB Real	IPCA	Taxa Selic	Câmbio	Res. Primário - Gov. Central
	(% a/a)	(% a/a)	(% p.a.)	(R\$/US\$)	(R\$bi)	(% a/a)	(% a/a)	(% p.a.)	(R\$/US\$)	(R\$bi)
Anterior	1.70	5.30	15.00	5.60	-75.4	1.50	4.50	12.00	5.50	-109.6
Atual	1.90	5.30	15.00	5.60	-64.9	1.50	4.50	12.00	5.50	-100.1

¹ Nossa projeção de taxa Selic para 2025 foi alterada de 14,75% para 15,00% p.a. em nosso relatório da Reunião do Copom de Junho (13 de junho). Fonte: BTG Pactual

Sumário Executivo

Havia um consenso inicial de que o choque tarifário promovido por Trump teria efeitos desinflacionários sobre a economia global. A expectativa era de que o aumento da incerteza provocaria uma redução nos investimentos, com consequente queda na demanda agregada e, portanto, no crescimento econômico global em 2025. De fato, o FMI, em resposta ao choque tarifário, reduziu sua previsão de crescimento da economia mundial de 3,3% para 2,8%, uma queda de 0,5 ponto percentual (pp). Para a economia americana, espera-se que haja redução do crescimento econômico e elevação da inflação.

No entanto, a desaceleração ainda não se concretizou. O Fed de Atlanta estima crescimento anualizado de 3,5% no 2T25, revertendo a contração do 1T25. No primeiro semestre, a economia americana avança 1,8%, ligeiramente abaixo do potencial de 2%. Mesmo com tarifas elevadas, não há sinais claros de repasse para os preços ao consumidor, e o mercado de trabalho segue resiliente. Na China, a inflação segue negativa e a balança comercial começa a refletir o enfraquecimento da demanda interna. Na Europa, o BCE cortou a taxa de depósito em 25 pb, para 2,0%, acumulando 200 pb de afrouxamento no ciclo, diante de projeções que apontam CPI abaixo da meta: 2,0% em 2025, 1,6% em 2026 e retorno a 2% em 2027.

No Brasil, a atividade doméstica tem apresentado processo lento de desaceleração dos componentes cíclicos, tanto na indústria, quanto nos serviços. O bom desempenho no primeiro trimestre refletiu principalmente a forte recuperação dos setores exógenos da economia, com destaque para a indústria extrativa mineral e agricultura. O resultado acima do esperado nesses segmentos nos levou a revisar para cima a projeção de crescimento para 2025, de 1,7% para 1,9%. A desaceleração dos setores cíclicos reflete os impactos da política monetária restritiva. No segundo trimestre, os setores exógenos ainda virão fortes, mas, a partir do segundo semestre de 2025 a economia entra em estagnação relativa. Para os quatro trimestres encerrados no segundo trimestre de 2026, o crescimento do PIB deverá ser de 1% ante os quatro trimestres imediatamente anteriores. Não alteramos nossa previsão de crescimento de 1,5% em 2026. Assim, nosso cenário base prevê um pouso suave, após a economia rodar por três anos na casa de 3% ao ano, claramente acima do crescimento potencial.

Mantemos uma perspectiva positiva para a balança comercial, mas avaliamos que o risco fiscal continuará sendo o principal determinante da taxa de câmbio em 2026. A balança comercial deve se fortalecer nos próximos trimestres, contribuindo para a redução do déficit em transações correntes em 2025 e 2026 — tendência já sinalizada nos dados mais recentes. Reiteramos a expectativa de superávits comerciais estruturalmente elevados nos próximos anos, sustentados pelo aumento da produção de commodities e pelo impacto positivo da nova política tarifária dos EUA. A recuperação das contas externas é consistente com nossa projeção de câmbio em R\$5,60/US\$ ao final de 2025. A continuidade da valorização do dólar no cenário global representa um risco baixista para essa projeção. Para 2026, mesmo com um ambiente externo mais favorável, a dinâmica do câmbio seguirá predominantemente determinada pela ancoragem das expectativas fiscais.

Ao longo do último mês, as leituras de inflação surpreenderam predominantemente para baixo, com as surpresas concentradas principalmente no segmento de bens industriais. A inflação de serviços confirmou a esperada desaceleração do núcleo mais amplo, que, no entanto, ainda permanece em patamar elevado de 6,8% ao ano. Essa moderação foi explicada quase integralmente por itens mais sensíveis a choques de custo, como alimentação no domicílio e conserto de veículos. Por outro lado, os componentes da inflação de serviços mais ligados à dinâmica do mercado de trabalho ainda não apresentam sinais consistentes de arrefecimento. Inclusive, o IPCA de maio registrou uma alta expressiva na difusão da inflação de serviços, sugerindo aumento da disseminação das pressões inflacionárias nesse grupo. Nesse contexto, revisamos nossa projeção para o IPCA de 2025 de 5,6% para 5,3% enquanto a estimativa para 2026 foi mantida em 4,5%.

Diante desse cenário de inflação de serviços ainda pressionada, sem sinais mais consistentes de desaceleração, atividade resiliente e de expectativas desancoradas, avaliamos que será necessário um ajuste residual de 25pb na reunião do Copom desta semana, com a Selic permanecendo em 15,0 % até o final do ano. Com a esperada moderação da demanda ao longo do segundo semestre de 2025, projetamos que a inflação de serviços deverá iniciar trajetória mais consistente de convergência no início de 2026, criando espaço para o início do ciclo de flexibilização no primeiro trimestre do próximo ano.

O maior risco ao nosso cenário de pouso suave é que o longo ciclo monetário restritivo desencadeie um evento de crédito com repercussões sistêmicas, resultando em desaceleração mais brusca da atividade. Nossa avaliação é que enquanto a economia estiver em funcionamento regular, as empresas, mesmo as médias, conseguem administrar a deterioração do passivo e manter suas operações. No entanto, esse equilíbrio é frágil e pode ser revertido diante de choques de liquidez ou deterioração mais rápida das condições financeiras. Em sentido oposto, também monitoramos o risco de reativação cíclica no segundo semestre, impulsionada por medidas de expansão fiscal e do crédito. A liberação dos precatórios prevista para julho — da ordem de R\$70 bilhões —, os impactos do novo crédito consignado para trabalhadores formais do setor privado e a possível adoção de medidas fiscais com viés expansionista em função do calendário eleitoral podem reacelerar a demanda agregada, dificultando o processo de desinflação.

Do lado fiscal, os dados de arrecadação continuam fortes, o que reforça a expectativa de cumprimento da meta de primário em 2025. No entanto, o risco fiscal deste ano está concentrado no lado da despesa — em especial, na compatibilização do crescimento das despesas obrigatórias com o limite de gastos do arcabouço fiscal. Esse desafio se estende para 2026, quando o calendário eleitoral pode intensificar a pressão por medidas como a ampliação do Bolsa Família, somando-se ao esforço necessário para atingir a meta do próximo ano. Sem receitas adicionais, estimamos que será necessário um ajuste fiscal de R\$ 55 bilhões para alcançar o piso da banda da meta em 2026 (déficit zero), o que torna ainda mais relevante a coordenação entre política monetária e fiscal no horizonte à frente.

Mansueto Almeida

Internacional - Dados de inflação não demonstram sinais claros de impactos tarifários, mas incerteza segue elevada

Luiza Paparounis • luiza.paparounis@btgpactual.com • +55 11 3383-3245

O primeiro semestre vai se encerrando com mais clareza sobre a magnitude das políticas econômicas da nova administração, porém ainda com muitas dúvidas relacionadas aos seus possíveis impactos econômicos. Após um início de 2T25 marcado pela elevação das tarifas médias para níveis acima de 25%, negociações e alguns recuos reduziram o nível tarifário, que, ainda assim, permanece no maior patamar desde 1930.

Apesar da manutenção das tarifas em patamares elevados, não há sinais claros de repasse para os preços ao consumidor até o momento, enquanto o mercado de trabalho e consumo nos EUA seguem resilientes. Os dados de inflação de maio surpreenderam positivamente: o CPI subiu apenas 0,08% m/m (2,35% a/a), com o núcleo em 0,13% m/m (2,8% a/a), ambos abaixo do consenso. A leitura mostrou fraqueza generalizada entre bens e serviços. O PPI também veio abaixo do esperado (0,13% m/m no *headline* e 0,14% m/m no núcleo). Acreditamos que a postergação do repasse tarifário possivelmente se deve à elevada incerteza sobre o nível final das tarifas, com empresas utilizando estoques acumulados no 1T para adiar ajustes, que podem ocorrer via preços ou mão de obra.

Com isso, projetamos que o núcleo do PCE avance 0,13% m/m em maio. Se confirmado, a média móvel anualizada de três meses cairia para 1,4%, o menor nível desde 2020. No entanto, parte dessa leitura benigna decorre da deflação dos preços de serviços financeiros — que compõem cerca de 7% do PCE — impactados pelo fraco desempenho dos mercados acionários no início do ano. Esse efeito, contudo, tende a ser revertido à medida que gestores recebem remuneração ligada ao desempenho dos portfólios no fim do 2T e início do 3T. Adicionalmente, entendemos que o repasse tarifário ainda deve ocorrer gradualmente nos próximos meses.

Em maio houve a criação de 139 mil vagas de emprego, acima do consenso (125 mil), com destaque para o setor de serviços (145 mil), puxado por lazer e hospitalidade. A taxa de desemprego aumentou para 4,24% (ante 4,19% em abril), e os salários aceleraram (+0,42% m/m), sugerindo que o mercado de trabalho permanece saudável. Indicadores antecedentes como JOLTS e ISM apontam, no entanto, para uma economia operando com menor rotatividade e atividade industrial ainda impactada pela incerteza tarifária.

Na esfera do crescimento, após o 1T25 registrar PIB negativo (-0,24% t/t anualizado), o *GDPNow* do Fed de Atlanta projeta uma alta de 3,5% t/t anualizado para o 2T25. Parte dessa forte aceleração decorre da reversão do impacto negativo observado na balança comercial no início do ano, com a estimativa atual apontando contribuição positiva de 2,1 p.p. das exportações líquidas (em contraste com a contribuição negativa de -4,9 p.p. no 1T25). No lado do consumo, a projeção é de contribuição total próxima de 1,8p.p., dos quais 1,3 p.p. decorrem do consumo das famílias. Na direção oposta, estoques devem contribuir negativamente com a leitura, retirando -0,4p.p. do resultado.

O déficit comercial dos EUA caiu para US\$61,6 bilhões em abril, refletindo queda expressiva nas importações da China, enquanto a tarifa média efetiva aumentou de 3,8% para 7,1% entre março e abril. Estimativas do CBO (Congressional Budget Office) sugerem que as tarifas podem reduzir o déficit fiscal (primário) em até US\$2,5 trilhões em dez anos, enquanto o pacote tributário do Congresso deve ampliá-lo em US\$2,4 trilhões. Combinados, os efeitos deixariam o déficit primário de 2034 levemente abaixo do cenário-base do CBO. Porém, essas estimativas contam com a expiração, em 2028, de parte dos impostos cortados. Nesse sentido, nossas estimativas indicam que caso os cortes de impostos sejam renovados, a Dívida PIB poderia alcançar nível próximo de 125% em 2034.

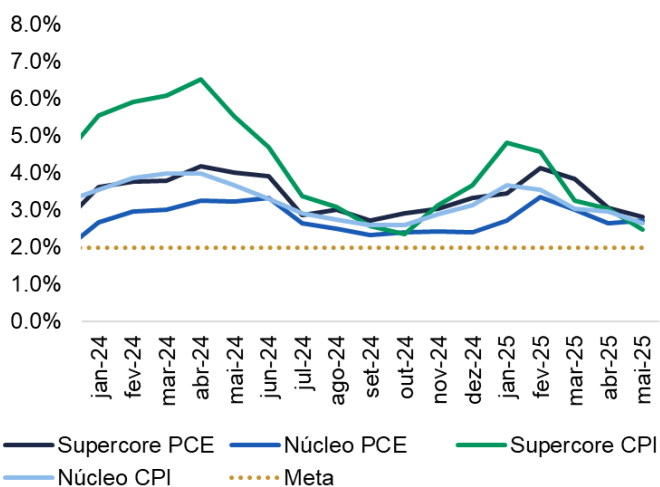
Na esfera tarifária, a menos de um mês do fim da pausa de 90 dias nas tarifas universais (prevista para 9 de julho), apenas o Reino Unido firmou um acordo com os EUA. O secretário do Tesouro, Scott Bessent, afirmou que a suspensão pode ser estendida a países que negociam "em boa fé". Contudo, o ritmo das negociações desacelerou após a Corte de Comércio Internacional dos EUA decidir que o governo excedeu sua autoridade ao usar a Lei de Poderes Econômicos de Emergência Internacional (IEEPA) para impor tarifas. A decisão ordenou a suspensão das tarifas de 10% universais, da sobretaxa de 20% sobre importações chinesas ligadas ao fentanil e das tarifas de 25% sobre produtos de México e Canadá que não cumprem o USMCA. Ainda assim, a Corte de Apelações autorizou a manutenção temporária das tarifas (até 31 de julho) enquanto o caso é analisado, e possivelmente levado à Suprema Corte. Se confirmada, a decisão limitaria a capacidade da atual administração de aplicar tarifas unilaterais amplas, reforçando a necessidade de recorrer a instrumentos legais já consolidados (como a Seção 232 para impor novas tarifas setoriais). No curto prazo, isso poderia aliviar expectativas inflacionárias para 2025 e provocar revisões altistas nas projeções de crescimento.

Do lado monetário, mantemos nossa visão de que o FOMC está confortável com a taxa atual e deve mantê-la inalterada até o último encontro de 2025, que ocorrerá em dezembro, quando deverá retomar o ciclo de cortes rumo a um nível mais neutro.

Na China, os dados de inflação seguem em território negativo, refletindo a fraqueza da demanda interna. O índice de preços ao consumidor permanece em -0,1% em termos anuais, pressionado principalmente pela forte deflação nos preços de alimentos e aluguéis. No setor externo, apesar da queda de 34,5% nas exportações para os Estados Unidos, a China continua registrando superávits comerciais expressivos, sinal de que tem conseguido redirecionar suas vendas para outros mercados. O recente acordo entre Estados Unidos e China, que restabelece o comércio de terras raras e permite o ingresso de estudantes chineses em universidades americanas, ajuda a aliviar as tensões bilaterais, embora ainda careça de detalhes sobre sua implementação.

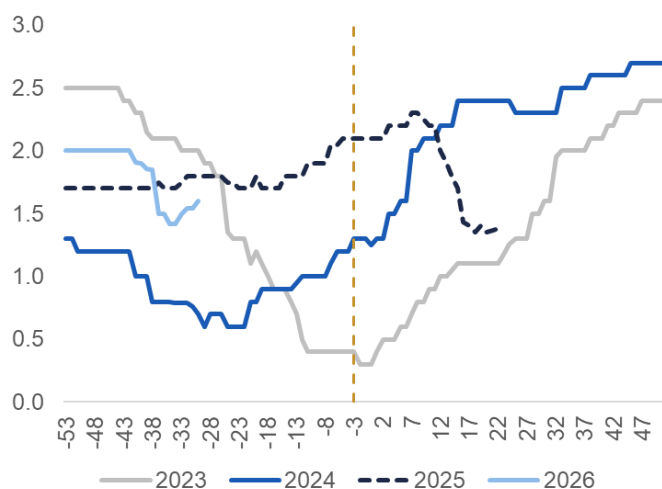
Na Europa, o BCE cortou a taxa de depósito em 25bps, para 2,0%, totalizando 200bps de afrouxamento neste ciclo. A decisão foi sustentada por projeções que indicam inflação abaixo da meta nos próximos anos: o CPI deve encerrar 2025 em 2,0%, cair para 1,6% em 2026 e retornar a 2% apenas em 2027. O BCE considera que a política monetária está agora bem-posicionada, e, em nossa visão, deve manter os juros estáveis nos próximos trimestres, salvo deterioração relevante das condições externas. A incerteza quanto à relação comercial com os EUA persiste: caso Washington mantenha os 10% universais sobre a UE, o bloco já prepara uma lista de retaliações, o que pode reavivar as tensões e pesar sobre crescimento e exportações.

Gráfico 1: Núcleos de Inflação ao Consumidor (MM6M anualizado)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Gráfico 2: Expectativas de crescimento da economia americana: Consenso Bloomberg (1W Janeiro = 0)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Atividade Econômica - Desaceleração nos setores cíclicos reflete os efeitos defasados da política monetária

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

Revisão altista para 2025 (de 1,7% para 1,9%). Apesar do forte crescimento do setor agropecuário, os resultados do PIB do 1T25 vieram ligeiramente abaixo do esperado, especialmente no setor de serviços, sugerindo que o consumo das famílias segue em desaceleração, mesmo com o forte crescimento da massa salarial, reflexo das condições financeiras ainda bastante restritivas. Apesar dos números ligeiramente abaixo do esperado, os fortes resultados nos setores agropecuário e extrativo, inclusive no mês de abril, nos levaram a revisar o crescimento do PIB em 2025 de 1,7% para 1,9%. Nós mantivemos o crescimento de 2026 em 1,5%. A revisão altista do PIB, entretanto, não altera nossa cautela com a evolução da atividade econômica à frente, em que os efeitos defasados da política monetária irão pressionar os setores mais cíclicos da economia.

O crescimento de 1,4% t/t (a.s.) do PIB no 1T25 foi resultado da forte recuperação dos segmentos menos dependentes das condições financeiras locais, ou daqueles que possuem uma dinâmica própria associada a mudanças estruturais na economia. Após apresentarem uma queda de 0,9% t/t (a.s.) no 4T24, esses setores “exógenos” cresceram 2,9% t/t (a.s.) no 1T25, refletindo os resultados do setor agropecuário (+12,2% t/t a.s.), extrativo (+2,1% t/t a.s.), energia & saneamento (+1,5% t/t a.s.), serviços de comunicação & tecnologia da informação (+3,0% t/t a.s.), administração pública, saúde & educação (+0,6% t/t a.s.) e serviços financeiros (+0,1% t/t a.s.). Excluindo os impostos, esses setores, que representam em torno de 40% da economia, cresceram 6,4% em 2023 (vs 1,6% nos cíclicos) e 2,0% em 2024 (vs. 4,1% nos cíclicos). Para 2025 e 2026 esperamos crescimento para os setores “exógenos” de, respectivamente, 2,6% e 2,7%, enquanto esperamos crescimento de 1,4% e 0,7% nos setores cíclicos.

Nos segmentos mais sensíveis a política monetária, os cíclicos, como indústria de transformação, construção civil, comércio, serviços de transporte, atividades imobiliárias e outros serviços, a desaceleração tem sido consistente com os efeitos da política monetária (ver gráfico 3). Esses segmentos cresceram 0,19% t/t (a.s.) em média entre o 4T22 e o 4T23, em que a média da taxa Selic foi de 13,4% a.a. (7,25% a taxa real esperada em 12 meses), acelerando para um crescimento médio de 1,4% t/t (a.s.) entre o 1T24 e o 3T24, quando a média da taxa Selic foi de 10,8% a.a. (6,38% taxa real esperada). Nos últimos dois trimestres, o crescimento médio foi de 0,18% t/t a.s. (+0,31% no 4T24 e +0,05% no 1T25) e nossa expectativa é de um crescimento médio negativo de 0,01% t/t (a.s.) nos próximos quatro trimestres, consistente com a média da taxa Selic que deve ficar em torno de 14,6% (8,4% taxa real esperada).

As pesquisas mensais do IBGE, dados até abril, reforçam a visão de que a política monetária tem cumprido o seu papel. No setor industrial, a desaceleração nos segmentos cíclicos¹ teve início em novembro de 2024, revertendo um ciclo de expansão iniciado em dezembro de 2023. No comércio varejista, as vendas de produtos cíclicos² também têm desacelerado desde novembro de 2024, seguindo a forte elevação no custo do crédito. Mesmo no setor de serviços, que é mais dependente da dinâmica da renda, observamos desde novembro de 2024, uma forte desaceleração nos serviços ofertados às famílias³ (Gráficos 4, 5 e 6).

Para o 2T25, os setores exógenos ainda apresentarão um crescimento robusto de 0,5% t/t (a.s.), levando a um crescimento total do PIB de 0,4% t/t a.s. (+2,2% a/a) no trimestre. A partir do 2S25, com o esgotamento da dinâmica positiva dos setores exógenos, a economia entrará em um período de estagnação. Nos quatro trimestres terminados no 2T26 esperamos crescimento de apenas 1,0% ante os quatro trimestres imediatamente anteriores, com os setores cíclicos crescendo apenas 0,3%. Nossa projeção de crescimento do PIB de 1,5% em 2026 não foi alterada.

Nosso cenário base, portanto, considera um pouso suave da economia até o final de 2026, com crescimento da economia de 1,9% em 2025 e 1,5% em 2026. No entanto, continuamos vendo riscos crescentes de uma desaceleração mais intensa da atividade ao longo de 2026. Mesmo com os diversos estímulos fiscais e creditícios em discussão, entendemos que o grau de aperto monetário tende a predominar, especialmente na conjuntura atual de alto endividamento dos setores público e privado. Por outro lado, alguns fatores estruturais seguem sendo um risco altista para a nossa projeção, como a dinâmica dos setores extrativo e agropecuário, além da resiliência do mercado de trabalho, que parece refletir a reforma trabalhista, o rápido processo de digitalização da economia e algum efeito retenção.

De forma surpreendente, emprego acelera em abril. Nos últimos 5 meses, de dezembro de 2024 até abril 2025, houve uma geração líquida de 373 mil empregos formais (dados do Caged), uma queda de 27,4% em relação à geração líquida de 514 mil empregos para o mesmo período do ano anterior. Na margem, entretanto, a geração de 257,5 mil (+206,9 mil a.s.) empregos formais em abril foi 7,4% superior aos 240 mil empregos gerados em abril de 2024 e muito superior à média de +134,7 mil (a.s.) entre dezembro de 2024 e março de 2025, o que indica surpreendente resiliência do emprego formal em um momento de desaceleração da atividade econômica. Importante ressaltar que os dados do Caged têm apresentado alta volatilidade desde dezembro de 2024, exigindo cautela com os números na margem. Entretanto, a forte geração de 452 mil (a.s.) ocupações em abril, divulgadas na PnadC, mostra um mercado de trabalho ainda aquecido, mesmo diante da desaceleração dos setores cíclicos da economia. Os dados foram ainda mais surpreendentes pela geração de 243 mil (a.s.) ocupações no setor informal, que vinha apresentando perda líquida de empregos desde novembro de 2024, com perda acumulada de 650 mil (a.s.) entre novembro e março. Assim, a taxa de desemprego atingiu 6,3% (a.s.) em abril, após quatro meses estáveis em 6,5% (a.s.), gerando um viés de baixa na nossa projeção de taxa de desemprego de 7,2% no final de 2025.

Nossa visão é que a resiliência do mercado de trabalho está mais associada a questões estruturais, consequência da reforma trabalhista e da rápida digitalização da economia, do que a um processo cíclico de reaceleração da atividade econômica. Além disso, o alto custo de recrutamento e treinamento de mão-de-obra pode gerar maior retenção de trabalhadores, mesmo em um cenário de desaceleração da atividade ("efeito retenção"), situação que gera queda de produtividade do trabalho. Nossa estimativa de 7,6% para a taxa natural de desemprego pode subestimar o impacto dessas mudanças estruturais. Adicionalmente, o mercado de trabalho é um dos últimos mercados a reagir às mudanças no ciclo econômico.

Por outro lado, os rendimentos nominais, que vinham crescendo em torno de 0,9% por mês desde outubro de 2024, desaceleraram para 0,5% m/m em abril, mostrando um esgotamento do repasse do reajuste do salário-mínimo e sinalizando um ritmo mais moderado à frente. Contudo, as próximas leituras serão afetadas pelos reajustes concedidos aos servidores públicos a partir de maio. Na base anual, houve desaceleração no crescimento do salário nominal, de +9,2% a/a para +8,7% a/a, e do salário real, de 4,0% a/a para 3,2% a/a.

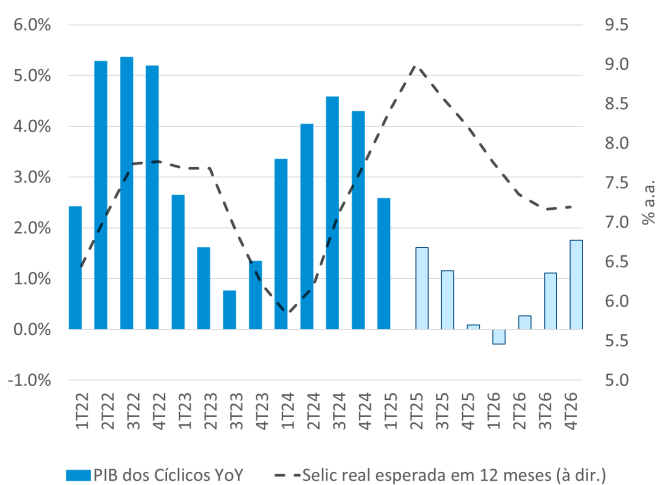
Aumento do IOF eleva o custo de crédito para pequenas e médias empresas. O governo alterou as novas alíquotas de IOF para as operações de crédito, revertendo a alíquota fixa para os parâmetros anteriores. Ainda assim, as novas alíquotas para a parte variável do tributo representarão um custo adicional médio em torno de 1,8 p.p. anuais no custo efetivo de crédito para as operações afetadas pela medida. Esse impacto seria equivalente a uma elevação na taxa básica de juros (Selic) de 1,4 p.p., de 14,75% para 16,15%. Considerando o mercado de crédito como um todo, a mudança no tributo seria equivalente a uma alta na taxa Selic de apenas 0,2 p.p. No entanto, como o impacto da medida é concentrado nas operações de curto prazo, as pequenas e médias empresas, que já vêm sofrendo com o forte aperto nas condições do crédito bancário, serão as mais afetadas, reforçando a nossa cautela com a evolução da atividade econômica a partir do 2S25.

¹ Fabricação de produtos têxteis, vestuário, couro, produtos de madeira, borracha, material plástico, minerais não-metálicos, metalurgia, produtos de metal, informática, eletrônicos & ópticos, máquinas e materiais elétricos, máquinas & equipamentos, automóveis, equipamentos de transporte, móveis, e produtos diversos.

² Considerando como setores cíclicos no varejo: móveis & eletrodomésticos, equipamentos de escritório e informática, veículos & peças e materiais de construção.

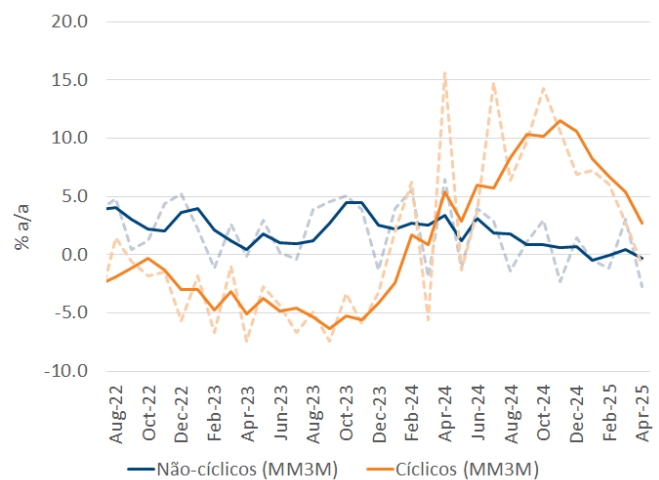
³ Além dos serviços às famílias, incluímos os serviços de telecomunicações, audiovisuais, aluguéis não-imobiliários, transporte rodoviário de passageiros, outros segmentos do transporte terrestre, atividades imobiliárias e outros serviços não especificados, que incluem os serviços de reparo de veículos.

Gráfico 3: Transmissão da política monetária para os segmentos cíclicos do PIB



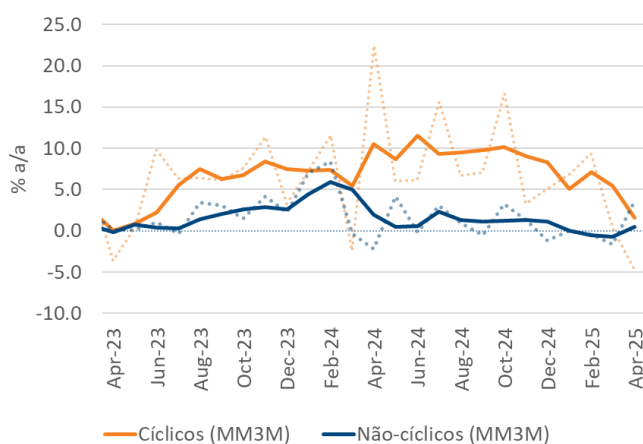
Fonte: IBGE e BTG Pactual

Gráfico 4: Evolução mensal da indústria de transformação



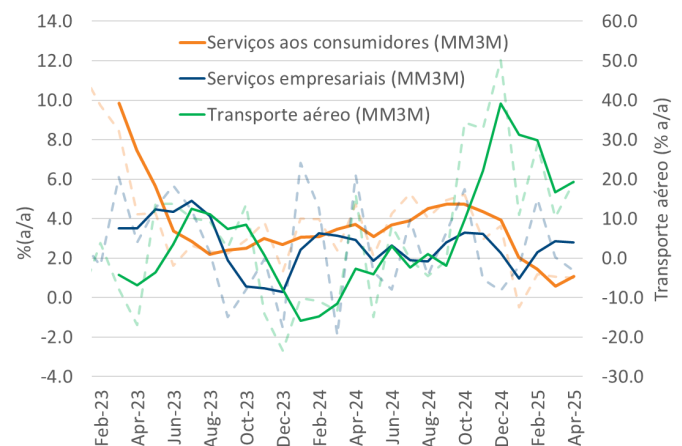
Fonte: IBGE e BTG Pactual

Gráfico 5: Evolução mensal do comércio varejista



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Gráfico 6: Evolução mensal do volume de serviços



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Inflação - Perspectivas para a inflação melhoraram, mas riscos altistas persistem.

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

Ao longo do último mês, as leituras de inflação surpreenderam, predominantemente, para baixo, mas a inflação de serviços segue elevada. O IPCA de maio registrou alta de 0.26% m/m (5,32% a/a), abaixo da mediana das expectativas de mercado (0.32% m/m) e nossa projeção (0,31% m/m). A leitura mais baixa vem na sequência de um resultado também abaixo do esperado para o IPCA-15 de maio. Em ambos os casos, o resultado abaixo do esperado foi explicado principalmente por bens industriais, com surpresas baixistas disseminadas dentro o segmento. Já a inflação de serviços veio ligeiramente abaixo do esperado no IPCA-15 e em linha com as expectativas no IPCA, confirmando a desaceleração antecipada para o núcleo (mais amplo) de serviços subjacentes que, ainda assim, segue em nível elevado. Acreditamos que as leituras recentes de inflação indicam um rápido arrefecimento de pressões inflacionárias relacionadas a repasse cambial, dada a forte apreciação do BRL durante o primeiro semestre deste ano, mas seguem indicando persistência da inflação de serviços.

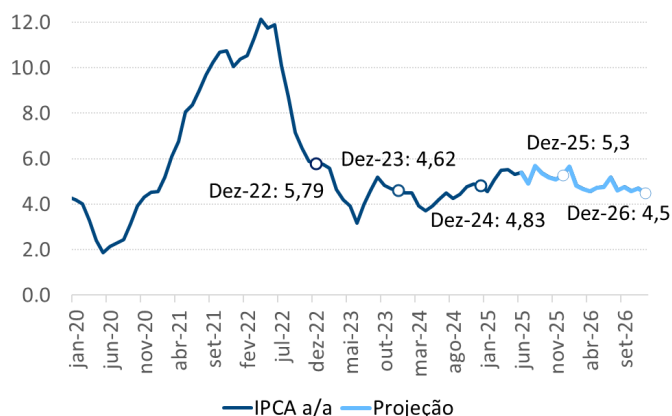
A inflação sazonalmente ajustada, acumulada em 3 meses e anualizada (3M SAA, métrica usual de inflação dessazonalizada acompanhada pelo mercado) desacelerou de 7,7% em abril para 7,1% em maio para o núcleo (mais amplo) de serviços subjacentes, após atingir um pico de 8.6% em dezembro. No entanto, essa desaceleração é explicada em grande parte por segmentos mais sensíveis a repasse de custos (alimentação no domicílio e conserto e veículos, por exemplo). Esperamos que essa tendência persista no curto prazo, com fatores exógenos levando a uma acomodação adicional do núcleo em termos 3M SAA. No entanto, a desaceleração registrada pelo núcleo (mais restrito) de serviços intensivos em trabalho foi mais modesta, caindo de 6,7% em abril para 6,6% em maio (de um pico de 7,1% em fevereiro-março). Dadas as condições apertadas de mercado de trabalho (ver seção de atividade econômica), essa relativa estabilidade tem contribuído para uma percepção mais benigna do cenário de inflação por parte do mercado (e por nós). Dito isso, os componentes da inflação de serviços mais sensíveis à dinâmica de mercado de trabalho ainda não mostram sinais claros de desaceleração. Inclusive, o IPCA de maio trouxe uma alta expressiva da difusão da inflação de serviços, que saltou de 64% para 76% s.a.. Assim, a despeito de alguma acomodação na margem, a inflação de serviços segue elevada e em nível inconsistente com o cumprimento da meta de inflação.

As perspectivas para o cenário inflacionário melhoraram, mas riscos altistas persistem. Como discutido acima, a dissipação de pressões inflacionárias relacionadas a repasse cambial tem ficado mais evidente em todos os indicadores de inflação, incluindo não apenas o IPCA e IPCA-15, mas também o componente de preços no atacado (IPA) dos IGPs. Isso, o enfraquecimento do dólar e a percepção de que a guerra tarifária global em andamento terá um efeito líquido desinflacionário para o Brasil (conforme discutido em nossos últimos relatórios mensais) tem contribuído para uma perspectiva mais benigna para o segmento de bens industriais. Adicionalmente, a apreciação do câmbio durante o 1T deste ano e a perspectiva de preços mais baixos para grãos e proteínas vem melhorando o balanço de riscos para a inflação de alimentos. Esses fatores, além da acomodação do núcleo de serviços subjacente discutida acima, contribuíram para uma redução na mediana das expectativas de mercado para o IPCA de 2025 de 5,50% para 5,25% (de acordo com a pesquisa Focus do Banco Central) desde o nosso último Relatório Macro Mensal. Esperamos que essa tendência de queda para 2025 persista dadas as perspectivas mais favoráveis para a inflação de itens comercializáveis, mas a incerteza fiscal em torno do cenário eleitoral de 2026 e a resiliência do mercado tornam uma queda das expectativas para 2026 menos provável.

Por último, é importante ressaltar que o novo conflito no Oriente Médio representa um risco altista importante para o cenário de inflação. Por enquanto, o impacto em preços de petróleo não parece suficiente para mudar de forma relevante o cenário base de inflação, com o nível atual de cerca de 71USD/barril sendo consistente com um reajuste de 6% no preço da gasolina – o impacto no IPCA seria de cerca de +15pb, algo ainda não incluído em nosso cenário base. No entanto, caso haja uma escalada do conflito que resulte em interrupções no fluxo de petróleo saindo do Golfo Pérsico, as perspectivas para o cenário de inflação poderiam piorar de forma significativa.

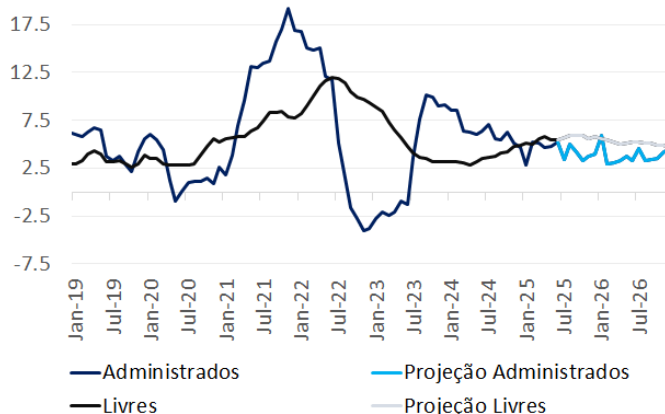
Ao longo do último mês, nossa projeção para o IPCA de 2025 foi revisada de 5,6% para 5,3% enquanto a estimativa para 2026 foi mantida em 4,5%. A revisão de 2025 foi feita em duas partes: revisamos nossa projeção de 5,6% para 5,4% segundo a leitura abaixo do esperado para o IPCA-15 de maio e, posteriormente, fizemos uma redução adicional de 5,4% para 5,3% após a surpresa baixista no IPCA. Essas revisões foram puxadas em grande medida por bens industriais e alimentação no domicílio pelos motivos discutidos nos parágrafos acima. A projeção de serviços ficou praticamente inalterada, mas com uma composição um pouco pior. Não fosse pelo conflito no Oriente Médio, o balanço de riscos para 2025 nos pareceria assimétrico para baixo, mas, com a piora nas perspectivas para o preço do petróleo, essa assimetria baixista já não é mais clara. Já em relação a 2026, a resiliência do mercado de trabalho e persistência de riscos fiscais impedem uma revisão para baixo de nossas projeções.

Gráfico 7: IPCA acumulado em 12 meses (% , efetivo vs. projeção)



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Gráfico 8: IPCA acumulado em 12 meses, abertura (% , efetivo vs. projeção)



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Setor Externo - Perspectiva positiva para a balança comercial, mas risco fiscal permanece como principal driver para o câmbio em 2026

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

Cenário prospectivo para a balança comercial mais favorável. Após superávit de US\$ 74 bilhões em 2024, o saldo recuou para US\$ 63 bilhões em 12 meses até maio, refletindo choques pontuais no início do ano e importações ainda elevadas. Esperamos recuperação nos próximos trimestres, com superávit de US\$ 76 bilhões em 2025 e próximo de US\$ 90 bilhões em 2026.

Já há sinais de moderação do quantum importado, tendência que deve se intensificar com a desaceleração da demanda doméstica no 2S25. Projetamos também melhora dos termos de troca: o índice CRB acumula ligeira alta em relação ao fim de 2024 e, do lado das importações, esperamos intensificação da tendência de queda de preços, à medida que o excedente exportável de manufaturados da China aumente nos próximos trimestres.

As exportações seguem robustas, apesar dos choques temporários do início do ano — atraso na colheita de soja, paradas não programadas de plataformas de petróleo e os embargos impostos à carne brasileira após a confirmação de um caso de gripe aviária em granja comercial. Em relação a este último, o Brasil está em período de observação até 20 de junho e, na ausência de novos casos, poderá retomar negociações com os principais parceiros e iniciar a normalização das exportações já no fim do mês.

Reiteramos a expectativa de superávits comerciais estruturalmente elevados nos próximos anos, sustentados pelo aumento da produção de commodities e pelo impacto positivo da nova política tarifária dos EUA, que favorece o redirecionamento do comércio global. O ambiente geopolítico também acelerou as negociações do acordo Mercosul-União Europeia, com provável implementação parcial já em 2026.

O principal risco para esse cenário é uma expansão da demanda interna acima do esperado, impulsionada por estímulos fiscais ou parafiscais.

Déficit em transações correntes recuará para 2,0% do PIB em 2026. O fortalecimento da demanda doméstica em 2024 pressionou não apenas as importações, mas também as despesas com serviços e rendas. A partir de 2025, no entanto, já se observa recuo relevante nas despesas com rendas, em especial das remessas de lucros e dividendos, e sinais iniciais de moderação em algumas rubricas de serviços. Destaca-se o saldo próximo a zero da rubrica de serviços que engloba as bets, após registrar saída próxima a US\$ 5 bilhões em 2024. Com a esperada desaceleração da atividade econômica, combinada à melhora do saldo comercial, projetamos que o déficit em transações correntes recuará de 2,8% do PIB em 2024 para 2,6% em 2025 e 2,0% em 2026. O Investimento Direto no País (IDP) permanece ao redor de US\$ 70 bilhões em 12 meses e continuará mais do que suficiente para financiar o déficit em conta corrente nos próximos anos.

Mantemos nossa projeção de taxa de câmbio em R\$5,60/US\$ no fim de 2025. Desde meados de maio, o Real apresentou apreciação de ~2,5% (de ~R\$5,70/US\$ para ~R\$5,55/US\$). A valorização reflete majoritariamente fatores externos, notadamente a desvalorização do dólar frente a uma cesta de moedas (o índice DXY recuou ~2,5% no mesmo período) e a alta nos preços das commodities (o índice CRB aumentou ~2,5%).

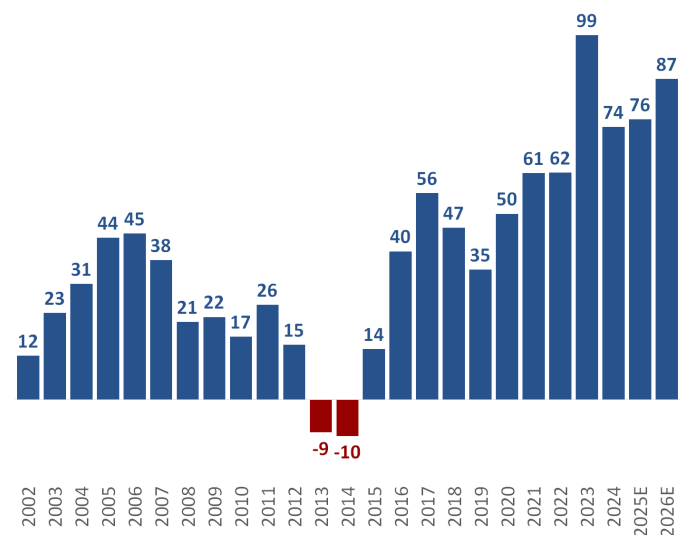
Essa dinâmica está inserida no processo de reavaliação estrutural do papel do dólar como ativo de reserva e instrumento de *hedge*. Com sinais crescentes de desaceleração da economia americana, os mercados passaram a precificar maior probabilidade de uma postura mais cautelosa do Fed no 2S25. Esse movimento reduziu a atratividade do carry trade em dólar e estimulou a busca por moedas de países com fundamentos sólidos e/ou juros reais elevados. Adicionalmente, crescem as preocupações com a sustentabilidade fiscal nos EUA. A combinação entre aumento de gastos e promessas de novos cortes tributários reforçou os receios quanto ao déficit em transações correntes e à trajetória da dívida americana. Esse ambiente contribuiu para o aumento da demanda por proteção cambial contra exposições em dólar, beneficiando o Real no reposicionamento de portfólios.

No acumulado do ano, o DXY recua ~10% e o CRB sobe ~2%, ambos próximos dos níveis que projetamos para o fim de 2025. A continuidade desse movimento — com dólar mais fraco e termos de troca mais favoráveis — abriria espaço para nova apreciação do real. Por outro lado, políticas domésticas expansionistas, como eventual ampliação de gastos no 2S25 (e.g. ampliação do Bolsa Família), atuariam em sentido contrário.

Para 2026, projetamos taxa de câmbio em R\$5,50/US\$, mas o cenário permanece altamente binário. Em um ambiente benigno — com avanço de expectativas de consolidação fiscal por parte do próximo governo — o Real poderia se apreciar para patamares próximos a R\$4,80/US\$. Por outro lado, caso o atual governo intensifique o uso de instrumentos parafiscais ou adote medidas que fragilizem o Orçamento, e o mercado antecipe que o próximo governo não reverterá essa trajetória, o câmbio pode atingir patamares ao redor de R\$7,00/US\$.

Apesar do ambiente externo mais favorável, a ancoragem das expectativas fiscais seguirá como principal determinante da dinâmica da taxa de câmbio em 2026. Nesse contexto, sinais críveis de que o próximo governo terá compromisso com reformas e ajuste estrutural das contas públicas poderiam realinhar a taxa de câmbio a patamares mais consistentes com os fundamentos econômicos domésticos.

Gráfico 9: Balança Comercial (MDIC, US\$bilhões)



Fonte: MDIC e BTG Pactual

Gráfico 10: Cenários para o câmbio em 2026 (R\$/USD)



Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Política Fiscal - Discussão sobre IOF antecipa desafio fiscal de 2026

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

Arrecadação robusta. Dados preliminares de maio apontam que a arrecadação federal superou com folga nossa projeção inicial, voltando a acelerar na comparação interanual. A análise por base tributária mostra que os principais vetores dessa alta foram os tributos ligados ao mercado de trabalho e à renda de ativos financeiros.

Os mesmos dados indicam que o governo arrecadou R\$5 bilhões com a descotização de fundos garantidores — uma receita extraordinária que contribui para reduzir o estoque de instrumentos de política parafiscal. A utilização desses recursos havia sido sinalizada pela primeira vez no último relatório bimestral, mas ainda não estava incorporada em nosso cenário.

Projeções para 2025. Diante do desempenho robusto da arrecadação, revisamos nossa projeção para o resultado primário do governo central em 2025 de -R\$75 bilhões para -R\$65 bilhões (de -0,6% do PIB para -0,5%). Excluindo os precatórios fora da meta, o déficit estimado é de R\$20 bilhões, patamar compatível com o intervalo de tolerância da meta fiscal deste ano ($\pm$ R\$31 bilhões).

Mantivemos as projeções de resultado primário para estados e municípios e empresas estatais em R\$8 bilhões e -R\$8 bilhões, respectivamente. Com isso, nossa estimativa para o déficit primário do setor público consolidado deste ano foi revista de R\$76 bilhões para R\$65 bilhões (de -0,6% do PIB para -0,5%). Já a projeção para a dívida bruta ao final de 2025 permanece em 79,6% do PIB.

Contingenciamento e as novas medidas de arrecadação. No último relatório bimestral, divulgado ao final de maio, o governo revisou para baixo sua projeção de receita primária, retirando do cenário diversas fontes incertas, como receitas com o CARF e a renegociação de concessões ferroviárias. Com isso, foi necessário anunciar um congelamento de R\$30 bilhões em despesas discricionárias e elevar a arrecadação com IOF em R\$20 bilhões em 2025 e R\$40 bilhões em 2026.

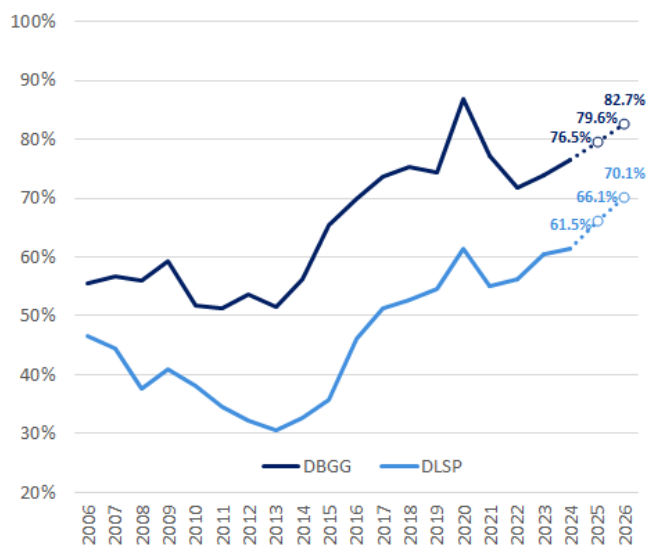
A medida gerou forte reação negativa do setor privado e do Congresso. O ponto mais sensível — que previa elevar a alíquota sobre remessas internacionais de fundos de investimento de 0% para 3,5% — foi revertido em menos de 24 horas. Parte da elevação do IOF sobre crédito também foi suavizada após três semanas. Em substituição, o governo propôs uma medida provisória alterando a tributação de ativos financeiros e fundos de investimento, extinguindo isenções e elevando alíquotas. A MP também propôs a elevação da tributação sobre JCP, um incremento na CSLL de fintechs e a majoração do imposto sobre as bets.

Meta vs limite de gastos. As medidas de arrecadação descritas acima devem continuar enfrentando resistências no Congresso. Contudo, mesmo que o texto não avance no Congresso ou, em um cenário mais extremo, que o decreto do IOF seja derrubado, consideramos baixa a probabilidade de o governo não cumprir a meta de primário deste ano. Há fontes extraordinárias de receita, como os R\$20 bilhões adicionais em dividendos do BNDES e R\$15 bilhões do leilão de excedentes do pré-sal, que podem compensar perdas e abrir espaço para uma eventual reversão do contingenciamento ao longo do segundo semestre.

O risco mais relevante para 2025 está no lado da despesa — mais especificamente, no desafio de compatibilizar o crescimento das despesas obrigatórias com o limite de gastos do arcabouço fiscal. Até o momento, diversos programas sociais vêm apresentando redução no número de beneficiários, com uma economia anualizada estimada em R\$23 bilhões. Contudo, a fila de requerimentos saltou de 1,4 milhão em junho de 2024 para 2,7 milhões em abril de 2025. Tanto a redução no número de beneficiários quanto o aumento da fila coincidem com o período de greve dos peritos do INSS. Uma normalização dessa fila pode gerar uma pressão adicional de até R\$20 bilhões em 12 meses, pressionando as despesas discricionárias e o limite do arcabouço.

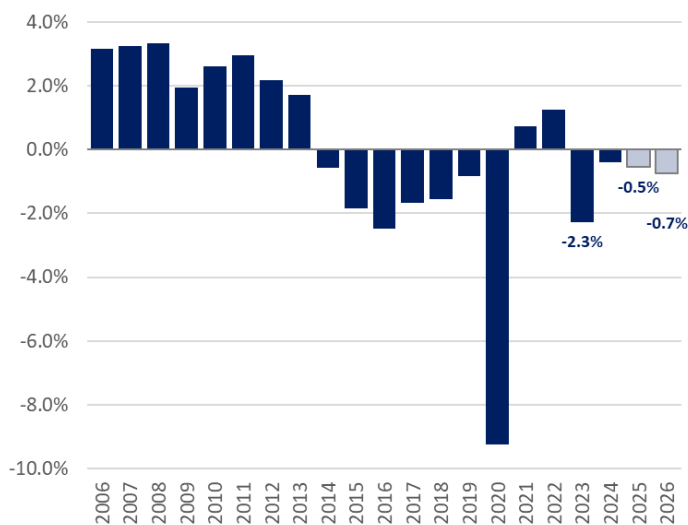
IOF e a meta de 2026. Na nossa visão, a principal motivação para o debate sobre novas receitas, seja via IOF, seja por meio da taxação de ativos financeiros, é a meta fiscal de 2026. Sem receitas adicionais, estimamos a necessidade de encontrar R\$55 bilhões para alcançar o piso da banda da meta (R\$0 bilhões). A versão original do decreto do IOF cobriria boa parte dessa lacuna. Por ora, incorporamos apenas R\$15 bilhões, considerando as alíquotas de IOF em vigor e a tributação sobre apostas eletrônicas, medida que também foi incluída na MP apresentada. Dessa forma, nossa projeção para o déficit primário do próximo ano recuou de R\$110 bilhões, para R\$100 bilhões (de -0,8% do PIB para -0,7%). Para a dívida bruta, mantemos nossa expectativa de um crescimento de 11p.p. ao longo do atual mandato presidencial, atingindo 82,7% do PIB ao final de 2026.

Gráfico 11: Dívida pública (% PIB)



Fonte: BCB e BTG Pactual

Gráfico 12: Resultado primário do setor público consolidado (% PIB)



Fonte: BCB e BTG Pactual

Política Monetária - Alta de 25pb em junho e Selic estável em 15% até o fim de 2025

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

Alta de 25pb em junho. Projetamos elevação adicional de 25 pontos base (pb) na taxa Selic na reunião do Copom de junho. A comunicação oficial do Comitê após a última reunião deixou claro que a reunião de junho estava em aberto, com a calibragem final da política monetária condicionada à evolução dos dados até lá. Desde então, os indicadores de atividade econômica seguiram resilientes, enquanto a inflação de serviços permaneceu pressionada, sem sinais mais consistentes de desaceleração. Esses fatores, somados à persistência da desancoragem das expectativas de inflação, reforçam nossa avaliação de que será necessário um ajuste residual na próxima reunião.

Embora compatível com a comunicação anterior, a manutenção da Selic não nos parece a resposta mais apropriada no atual contexto. Em ambiente de expectativas desancoradas, atividade resiliente e transmissão da política monetária parcialmente obstruída, avaliamos que um ajuste adicional de 25pb é a estratégia mais eficaz para consolidar o processo de desinflação, assegurando a credibilidade do ciclo já implementado e mitigando o risco de necessidade de aperto mais custoso adiante. Seria prematuro interromper o ciclo sem maior evidência de que a política monetária está sendo transmitida de forma suficiente para assegurar a convergência da inflação à meta.

Comunicação pós-reunião aberta e *data dependent*. Esperamos que a comunicação pós-reunião mantenha a ênfase adotada recentemente em cautela e flexibilidade. O recrudesimento do conflito geopolítico entre Israel e Irã amplia o grau de incerteza sobre os preços de energia e se soma a um ambiente já caracterizado por elevada incerteza, expectativas desancoradas e sinais ainda incipientes de moderação da atividade e da inflação de serviços. Nessa conjuntura, ainda que o Copom reitere que os efeitos do ciclo de elevação da taxa Selic já implementado seguem em curso, entendemos que manterá uma postura *data-dependent*, evitando a adoção de *forward guidance*, e preservando margem para eventual reavaliação da calibragem, conforme a evolução dos dados. Adicionalmente, o Comitê deve reforçar que o cenário atual exige a manutenção da política monetária em patamar significativamente contracionista por período prolongado para assegurar a convergência da inflação à meta.

Atividade segue resiliente; moderação ainda incipiente. Os dados de atividade divulgados desde a última reunião do Copom continuam indicando uma economia com demanda aquecida. O mercado de trabalho segue surpreendendo positivamente, o PIB do primeiro trimestre (ex-agro) apontou resiliência da demanda interna, e a desaceleração observada no quantum importado e em outros indicadores foi modesta. Reconhecemos que alguns dados recentes, como as pesquisas mensais do comércio (PMC) e de serviços (PMS), apontam início da transmissão da política monetária nos segmentos mais cíclicos, mas avaliamos que a moderação permanece incipiente e deverá se tornar mais evidente nas próximas divulgações.

Inflação de serviços permanece elevada. O IPCA tem vindo abaixo do esperado nos últimos meses, mas sobretudo por conta dos bens industriais, beneficiados em parte pelo câmbio mais apreciado. A inflação de serviços, mais sensível à política monetária, segue elevada e resiliente. O núcleo (mais amplo) de serviços subjacentes apontou desaceleração em maio, mas esta foi concentrada em componentes com maior sensibilidade a repasse de custos. Já o núcleo de serviços intensivos em trabalho permaneceu estável frente a abril – em patamar ainda desconfortável.

Cenário externo segue incerto. Avaliamos que a nova política tarifária dos EUA tende a ser desinflacionária para o Brasil, principalmente via aumento do excedente exportável da China, com impacto baixista sobre os preços dos bens importados. Até o momento, porém, a queda da inflação de bens industriais reflete, majoritariamente, a apreciação cambial recente. O impacto inicial das tarifas sobre os preços das importações chinesas no Brasil foi altista, possivelmente devido ao aumento da demanda gerado pela antecipação de compras pelos EUA. A expectativa é que o aumento da oferta de bens chineses ganhe tração no segundo semestre. Seguimos monitorando o balanço entre os canais pró e desinflacionários globais, que poderá influenciar o início e a intensidade do ciclo de cortes.

Selic em 15% até o fim de 2025. Projetamos a elevação de 25pb na reunião de junho como a última do ciclo. Acreditamos que, até a reunião de julho, os sinais de moderação da atividade – especialmente nos componentes mais sensíveis à política monetária – estarão mais evidentes, permitindo o encerramento do processo de ajuste. Ao longo do segundo semestre, esperamos desaceleração gradual da atividade, mas avaliamos que o hiato do produto seguirá positivo e que a inflação de serviços em 12 meses permanecerá próxima dos níveis atuais. Com a consolidação da moderação da demanda, estimamos que a inflação de serviços iniciará trajetória mais consistente de convergência no início de 2026, criando condições para o início do ciclo de flexibilização no primeiro trimestre do próximo ano. Ressaltamos, contudo, que uma eventual resposta fiscal expansionista à desaceleração da atividade poderá reduzir a efetividade da política monetária, atrasar o processo desinflacionário e postergar o início do ciclo de cortes.

Oportunidade de reforço da credibilidade. Reconhecemos que há argumentos consistentes tanto para a elevação quanto para a manutenção da taxa Selic na próxima reunião. Por um lado, alguns indicadores de atividade, particularmente aqueles mais sensíveis ao ciclo econômico, têm apresentado sinais iniciais de desaceleração. O Comitê poderia, portanto, optar por encerrar o ciclo de aperto com base na hipótese de que os efeitos defasados da política monetária continuarão a se materializar ao longo dos próximos trimestres. Essa avaliação é refletida na precificação atual do mercado, que atribui probabilidades semelhantes para a manutenção ou para uma elevação adicional da taxa básica. No entanto, avaliamos que o Copom deverá aproveitar este momento para reforçar seu compromisso com a convergência da inflação à meta, realizando um ajuste residual. Em ambiente de expectativas desancoradas e inflação subjacente ainda pressionada, um movimento adicional pode fortalecer a credibilidade da política monetária, contribuindo para a ancoragem das expectativas e para a consolidação do processo de desinflação com menor custo prospectivo.

Tabela 2: Projeções do BTG Pactual para indicadores econômicos (Brasil e cenário internacional)

Indicadores Econômicos										
btgpactual										
Brasil										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Atividade Econômica										
PIB Real (% a/a)	1.32	1.78	1.22	-3.28	4.76	2.90	3.20	3.40	1.90	1.50
PIB Nominal (US\$ bi)	2,064	1,914	1,871	1,475	1,669	1,951	2,193	2,179	2,206	2,457
PIB Nominal (R\$ bi)	6,585	7,004	7,389	7,610	9,012	10,080	10,943	11,745	12,572	13,513
Agricultura (% a/a)	14.15	1.31	0.42	4.17	0.28	-1.74	16.30	-3.20	7.30	0.90
Indústria (% a/a)	-0.50	0.72	-0.67	-2.97	4.78	1.62	1.68	3.30	1.60	-0.20
Serviços (% a/a)	0.77	2.09	1.51	-3.74	5.22	4.16	2.78	3.70	1.40	1.80
Consumo Privado (% a/a)	1.98	2.37	2.60	-4.56	3.69	4.28	3.24	4.80	2.20	2.40
Consumo Governo (% a/a)	-0.67	0.79	-0.49	-3.69	3.46	1.53	3.77	1.90	1.30	2.00
Investimentos (% a/a)	-2.56	5.23	4.03	-1.75	16.49	0.89	-2.98	7.30	4.40	-2.20
Exportações (% a/a)	4.91	4.05	-2.56	-2.29	5.87	5.54	8.92	2.90	4.60	3.60
Importações (% a/a)	6.72	7.74	1.33	-9.48	12.03	0.81	-1.18	14.70	7.60	3.50
Mercado de Trabalho										
Taxa de desemprego (% fim de período)	11.90	11.70	11.10	14.20	11.10	7.90	7.40	6.20	7.20	7.80
Taxa de desemprego (% média)	12.85	12.38	11.98	13.78	13.49	9.51	8.00	6.90	7.00	7.70
Inflação & Taxa de Juros										
IPCA (% a/a, fim de período)	2.95	3.75	4.31	4.52	10.06	5.79	4.62	4.83	5.30	4.50
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	8.00	6.22	5.53	2.63	16.90	-3.83	9.12	4.66	3.90	4.50
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	1.34	2.91	3.88	5.18	7.69	9.39	3.14	4.89	5.70	4.50
IGP-M (% a/a, fim de período)	-0.52	7.50	7.30	23.14	17.78	5.45	-3.18	6.54	2.80	4.50
Taxa Selic (% fim de período)	7.00	6.50	4.50	2.00	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	12.00
Taxa Selic (% média)	10.14	6.58	6.03	2.88	4.59	12.63	13.25	10.92	14.56	13.02
Balanço de Pagamentos & Taxa de Câmbio										
Balança Comercial* (US\$ bi) – BP	57.40	44.35	29.57	35.66	42.31	51.52	92.28	65.84	69.50	81.00
Exportações (US\$ bi) – BP	218.00	239.52	225.79	210.69	283.96	340.20	343.82	339.86	354.00	379.00
Importações (US\$ bi) – BP	160.60	195.17	196.23	175.03	241.65	288.68	251.54	274.01	284.50	298.00
Conta Corrente (US\$ bi)	-25.26	-53.82	-65.00	-24.91	-40.41	-42.16	-27.93	-61.19	-56.00	-46.00
Conta Corrente (% PIB)	-1.22	-2.81	-3.47	-1.69	-2.45	-2.20	-1.29	-2.78	-2.57	-1.97
Investimento Direto no País (US\$ bi)	68.89	78.18	69.17	38.27	46.44	74.61	62.44	71.07	70.00	60.00
Investimento Direto no País (% PIB)	3.34	4.08	3.69	2.59	2.82	3.89	2.88	3.23	3.21	2.57
Reservas Internacionais (US\$ bi)	374.00	374.70	356.90	355.60	362.20	324.70	355.03	356.03	305.00	300.00
Balança Comercial* (US\$ bi) – MDIC	56.04	46.57	35.20	50.40	61.40	61.50	98.90	74.60	76.00	87.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3.31	3.87	4.03	5.20	5.57	5.29	4.85	6.18	5.60	5.50
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	3.19	3.66	3.95	5.16	5.40	5.17	4.99	5.39	5.70	5.50
Contas Fiscais										
Resultado Primário (R\$ bi)	-110.58	-108.26	-61.87	-702.95	64.73	125.99	-249.12	-45.11	-65.23	-100.92
Governo Central (R\$ bi)	-118.44	-116.17	-88.90	-745.27	-35.87	54.95	-264.53	-42.92	-64.93	-100.12
Governo Central (R\$ bi) – meta	-118.44	-116.17	-88.90	-745.27	-35.87	54.95	-264.53	-11.52	-20.83	-45.02
Governos Subnacionais (R\$ bi)	7.50	3.49	15.20	38.75	97.69	64.92	17.68	5.88	7.90	6.67
Empresas Estatais (R\$ bi)	0.36	4.42	11.83	3.57	2.91	6.12	-2.27	-8.07	-8.19	-7.47
Resultado Primário (% PIB)	-1.68	-1.55	-0.84	-9.24	0.72	1.25	-2.28	-0.38	-0.52	-0.75
Resultado Nominal (% PIB)	-7.77	-6.96	-5.81	-13.34	-4.26	-4.57	-8.84	-8.50	-8.91	-8.62
Dívida Líquida (% PIB)	51.37	52.77	54.70	61.37	55.11	56.13	60.43	61.48	66.09	70.11
Dívida Bruta (% PIB)	73.72	75.27	74.44	86.94	77.31	71.68	73.83	76.50	79.57	82.68
Cenário Internacional										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Estados Unidos										
PIB (% 4T/4T)	2.99	2.12	3.35	-1.02	5.72	1.32	3.20	2.53	1.14	1.60
PIB (% acum. no ano)	2.46	2.97	2.58	-2.16	6.06	2.51	2.89	2.80	1.62	1.55
Taxa de Desemprego (%)	4.13	3.91	3.55	6.70	3.94	3.49	3.77	4.09	4.28	4.49
PCE Headline (% a/a)	1.75	2.05	1.43	1.09	4.13	6.56	3.79	2.50	3.11	2.18
PCE Núcleo (% a/a)	1.60	1.90	1.65	1.32	3.57	5.35	4.15	2.81	3.25	2.34
CPI Headline (% a/a)	2.11	1.91	2.29	1.36	7.04	6.45	3.35	2.89	3.19	2.38
CPI Núcleo (% a/a)	1.78	2.18	2.26	1.62	5.45	5.71	3.93	3.24	3.46	2.53
Fed Funds Rate (% midpoint)	1.38	2.38	1.63	0.13	0.13	4.38	5.38	4.38	4.13	3.63
Zona do Euro										
PIB (% y/y)	2.60	1.80	1.60	-6.00	6.30	3.50	0.40	0.72	0.70	1.20
CPI Headline (% y/y)	1.53	1.76	1.19	0.25	2.60	8.36	5.47	2.37	2.06	1.95
CPI Núcleo (% y/y)	1.01	1.01	1.05	0.69	1.45	3.94	4.96	2.86	2.16	2.05
ECB Deposit Rate (%)	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	2.00	4.00	3.00	2.00	1.75

China										
PIB (% y/y)**	6.90	6.70	6.00	2.20	8.40	3.00	5.20	5.00	4.50	4.20
CPI Headline** (% y/y)	1.55	2.13	2.90	2.51	0.92	1.96	0.24	0.24	0.30	1.00
Taxas de juros e moedas**										
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	2.41	2.69	1.92	0.92	1.51	3.88	3.88	4.57	4.25	4.14
USD/EUR - final de período	1.20	1.15	1.12	1.22	1.14	1.07	1.10	1.04	1.15	1.20
CNY/USD - final de período	6.51	6.88	6.96	6.53	6.36	6.90	7.10	7.30	7.20	7.10
Índice DXY	92.12	96.17	96.39	89.94	95.67	103.52	101.33	108.49	97.80	94.40

*A diferença entre o saldo comercial calculado pelo MDIC e pelo BC é explicada, principalmente, pro importações de pequeno valor, criptoativos e Repetro;
** Consenso Bloomberg

Macroeconomic Research Analysts

Mansueto Almeida
Chief Economist

+55 11 3383 9856
mansueto.almeida@btgpactual.com

Iana Ferrão

+55 11 3383 3453
iana.ferrao@btgpactual.com

Samuel Pessoa

+55 11 30898209
samuel.pessoa@btgpactual.com

Bruno Balassiano

+55 21 3262 9637
bruno.balassiano@btgpactual.com

Bruno Martins

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

Luiza Paparounis

+55 11 33833245
luiza.paparounis@btgpactual.com

Fabio Serrano

+55 11 3383 6400
fabio.serrano@btgpactual.com

Pedro Oliveira

+55 11 3383 9167
Pedro-H.Oliveira@btgpactual.com

Francisco Lopes

+55 11 94245 3220
francisco.lopes@btgpactual.com

Laura Florez

+57 (601) 3078090
laura.florez@btgpactual.com

Sofia Ordonez

+54 11 3754 0913
sofia.ordonez@btgpactual.com

Munir Jalil

+57 (601) 9276529
munir.jalil@btgpactual.com

Pablo Cruz

+562 2587 5903
pablo.cruz@btgpactual.com

Sebastian Pina

+562 2587 5442
sebastian.pina@btgpactual.com

Mariana Villabona

+57 (1) 3078090
mariana.villabona@btgpactual.com

Andres Borenstein

+54 11 3754 0908
andres.borenstein@btgpactual.com

Disclosures

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.

Analyst Certificate

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

18. 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 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 S.A./BTG Pactual US. BTG Pactual UK does not distribute summaries of research produced by BTG Pactual S.A..

This report is being distributed in the EEA by BTG Pactual Portugal – Empresa de Investimentos S.A. ("BTG Pactual PT"), which is authorized and regulated by the Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) of Portugal. BTG Pactual PT 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 S.A./BTG Pactual US. BTG Pactual PT does not distribute summaries of research produced by BTG Pactual S.A..

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 Perú"), 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: Where this report is disseminated in the United by BTG Pactual UK, this report 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.

EEA: Where this report is disseminated in the selected countries in the EEA by BTG Pactual PT, this report is issued by BTG Pactual PT only to, and is directed by BTG Pactual PT 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 marketing material under the provisions of Mifid II. 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.

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: Where this report is disseminated in the United by BTG Pactual UK, this report 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.

EEA: Where this report is disseminated in the selected countries in the EEA by BTG Pactual PT, this report is issued by BTG Pactual PT only to, and is directed by BTG Pactual PT 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 marketing material under the provisions of Mifid II. 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.

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: Where this report is disseminated in the United by BTG Pactual UK, this report 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.

EEA: Where this report is disseminated in the selected countries in the EEA by BTG Pactual PT, this report is issued by BTG Pactual PT only to, and is directed by BTG Pactual PT 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 marketing material under the provisions of Mifid II. 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.

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: Where this report is disseminated in the United by BTG Pactual UK, this report 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.

EEA: Where this report is disseminated in the selected countries in the EEA by BTG Pactual PT, this report is issued by BTG Pactual PT only to, and is directed by BTG Pactual PT 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 marketing material under the provisions of Mifid II. 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.

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: Where this report is disseminated in the United Kingdom by BTG Pactual UK, this report 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.

EEA: Where this report is disseminated in the selected countries in the EEA by BTG Pactual PT, this report is issued by BTG Pactual PT only to, and is directed by BTG Pactual PT 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 marketing material under the provisions of Mifid II. 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.