



NTN-B

Hora dos vencimentos longos

19 de fevereiro de 2026

BTG Pactual Macro Strategy

Álvaro Frasson
Brasil – BTG Pactual S.A.



NTN-B: hora dos vencimentos longos

Razões da tese:

1. Emerging Markets: juros reais no Brasil mais elevados que seus pares
2. Inconsistência Fiscal: custo do refinanciamento é incompatível com trajetória dívida/PIB
3. Política Monetária: ciclo de juros é favorável para redução dos juros reais
4. Prêmio de Risco: historicamente elevado

Como explorar a oportunidades?

1. Vencimentos preferidos
2. Retornos esperados

Emerging Markets: no Brasil, juros reais mais elevados que seus pares

Assimetria entre juros reais longos e risco de *default* sinalizam oportunidades para o investidor estrangeiro.

Ao regredir o *spread* de juros reais de longo prazo pelo seus respectivos riscos de crédito soberano, vemos que o Brasil apresenta um importante descolamento em comparação a uma cesta de economias emergentes. Dado o atual nível de CDS, o juro real de longo prazo brasileiro poderia ser significativamente menor.

Brasil vs Emergentes

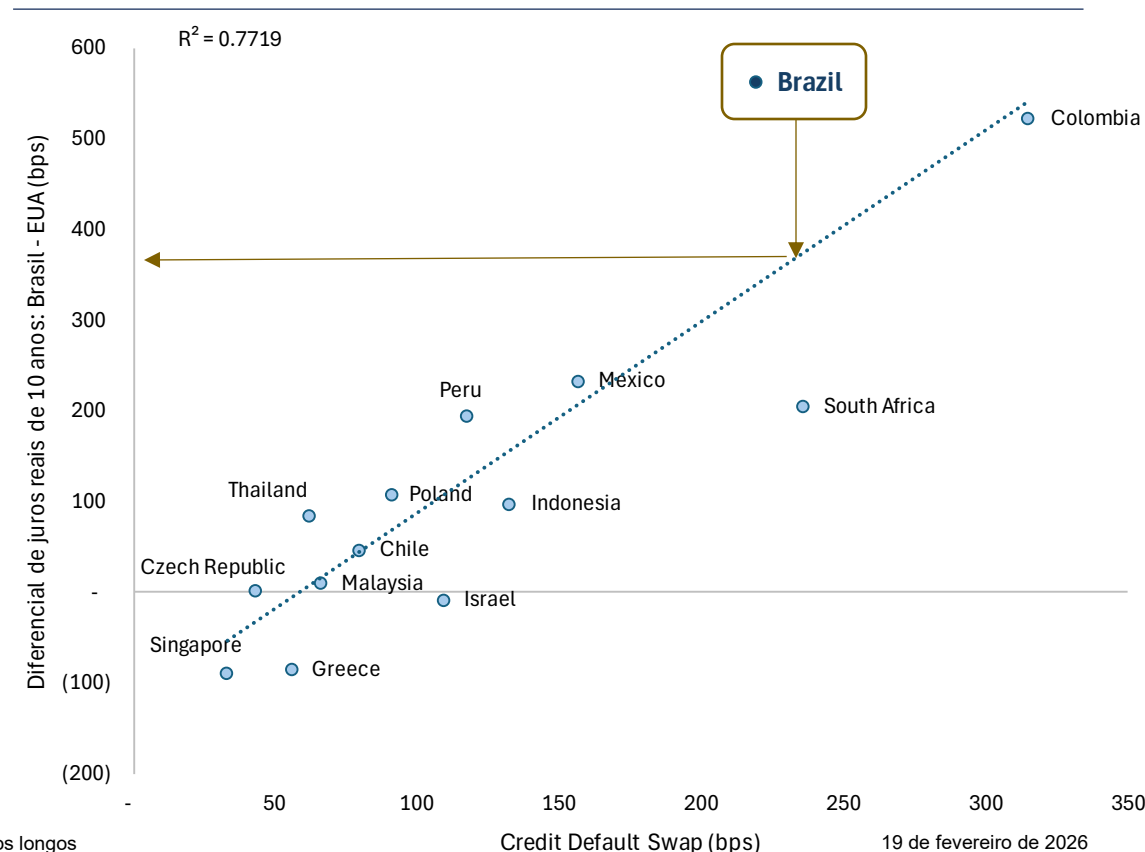
Juro reais soberanos de 10 anos (%)

Country	Real 10Y	Spread vs US	CDS 10Y	Spread / CDS
Brazil	7.44	564	219	2.6
Colombia	7.04	524	315	1.7
Mexico	4.14	234	156	1.5
South Africa	3.86	206	235	0.9
Peru	3.76	196	117	1.7
Poland	2.89	109	91	1.2
Indonesia	2.79	99	132	0.7
Thailand	2.66	86	62	1.4
Chile	2.28	48	80	0.6
Malaysia	1.91	11	66	0.2
Czech Republic	1.83	3	43	0.1
Israel	1.73	(7)	109	-0.1
Greece	0.96	(84)	56	-1.5
Singapore	0.92	(88)	33	-2.7

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual.

Brasil vs Emergentes

Juro reais soberanos de 10 anos (%) vs Credit Default Swap 10 anos (pts)

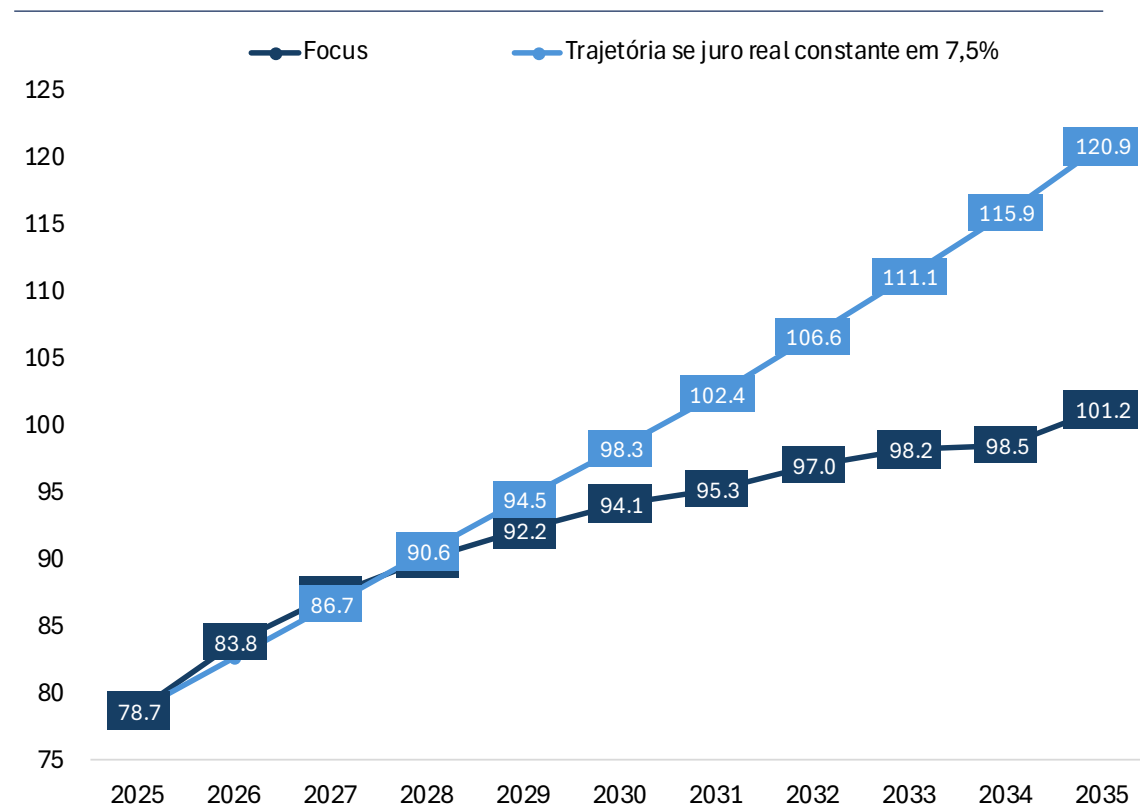


Inconsistência Fiscal: custo da dívida pública é insustentável

Atual nível de juro real extrapola dívida/PIB para 100% em menos de 5 anos.

Mesmo com o PIB crescendo, em média, 3% a.a. nos últimos anos, o país não consegue gerar superávit primário. As estimativas de mercado para a trajetória dívida/PIB são preocupantes, mas se estimarmos uma trajetória usando apenas o atual juro real constante ao longo do tempo (e considerando crescimento do PIB potencial e atingimento das metas primárias) a dívida/PIB alcança 100% em menos de 5 anos.

Trajectoria da Dívida Bruta (% PIB)
Focus vs Juro real constante em 7,5%



Resultado Primário que estabiliza a relação Dívida/PIB
(% PIB)

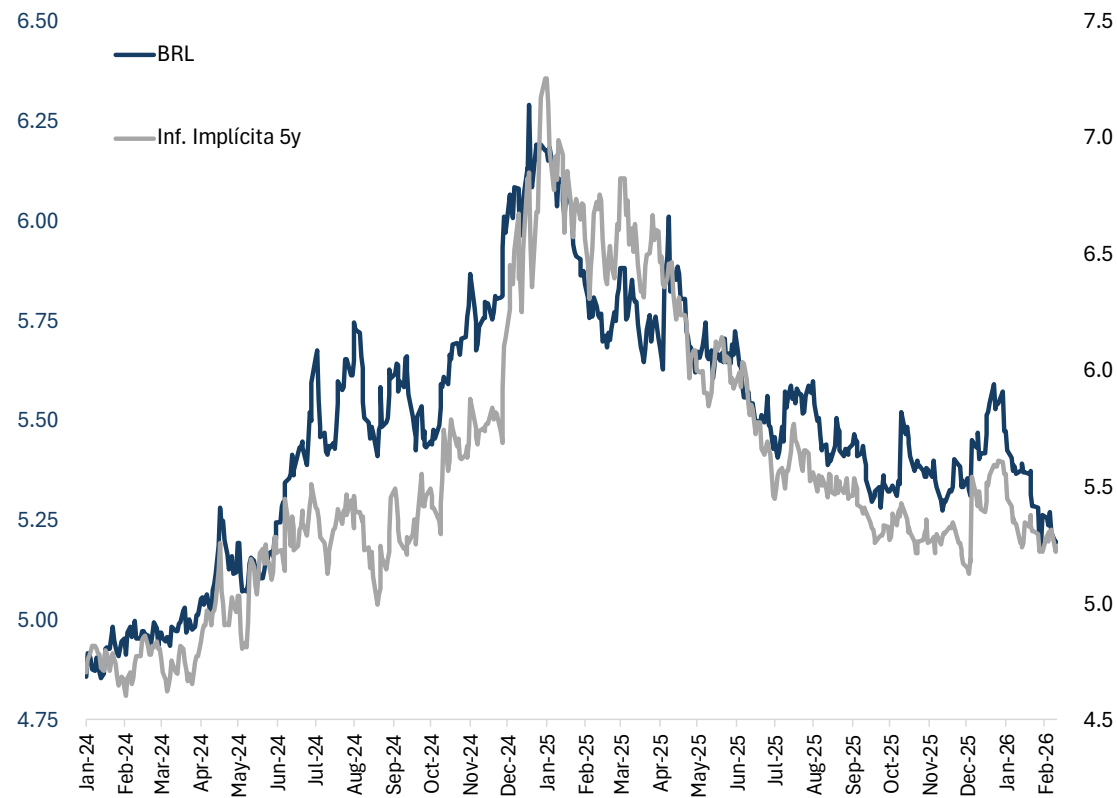
Dívida Bruta (% PIB)	79%	Custo Real de Refinanciamento da Dívida (%)				
		9.5%	8.5%	7.5%	6.5%	5.5%
PIB (% a/a)	1.0%	6.6%	5.8%	5.1%	4.3%	3.5%
	1.3%	6.4%	5.6%	4.9%	4.1%	3.3%
	1.5%	6.2%	5.4%	4.7%	3.9%	3.1%
	1.8%	6.0%	5.2%	4.4%	3.7%	2.9%
	2.0%	5.8%	5.0%	4.2%	3.5%	2.7%
	2.3%	5.6%	4.8%	4.0%	3.3%	2.5%
	2.5%	5.4%	4.6%	3.8%	3.1%	2.3%
	2.8%	5.2%	4.4%	3.6%	2.9%	2.1%
	3.0%	5.0%	4.2%	3.4%	2.7%	1.9%

Política Monetária: *timing* favorável para redução dos juros reais

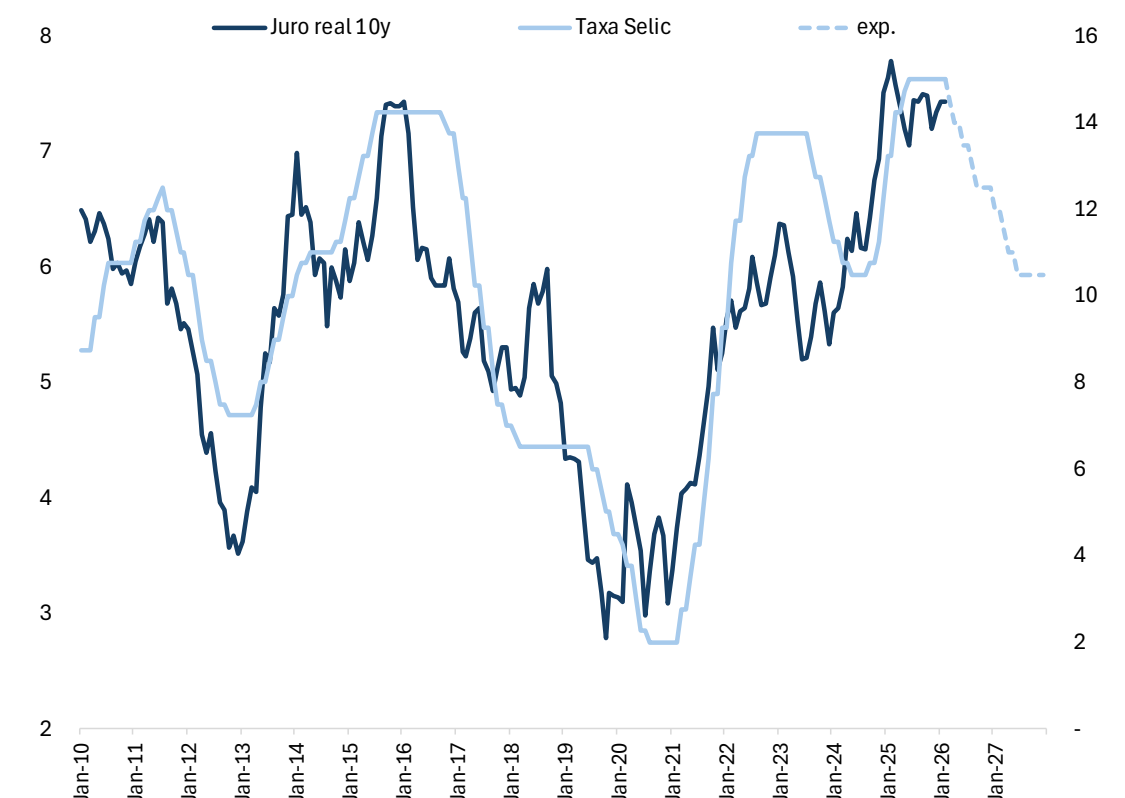
Enfraquecimento global do dólar US promoveu forte queda das expectativas de inflação

A importante reancoragem das expectativas de inflação no Brasil teve mais correlação com a depreciação do dólar americano do que a desaceleração da atividade doméstica. Mesmo assim, o Banco Central do Brasil já sinalizou o início do ciclo de corte de juros em março deste ano, fato que deve contribuir para a redução dos prêmios de riscos de longo prazo da economia brasileira.

USDBRL vs Inflação Implícita de 5 anos (% a/a)



Juro real de 10 anos vs Taxa Selic (% a/a)

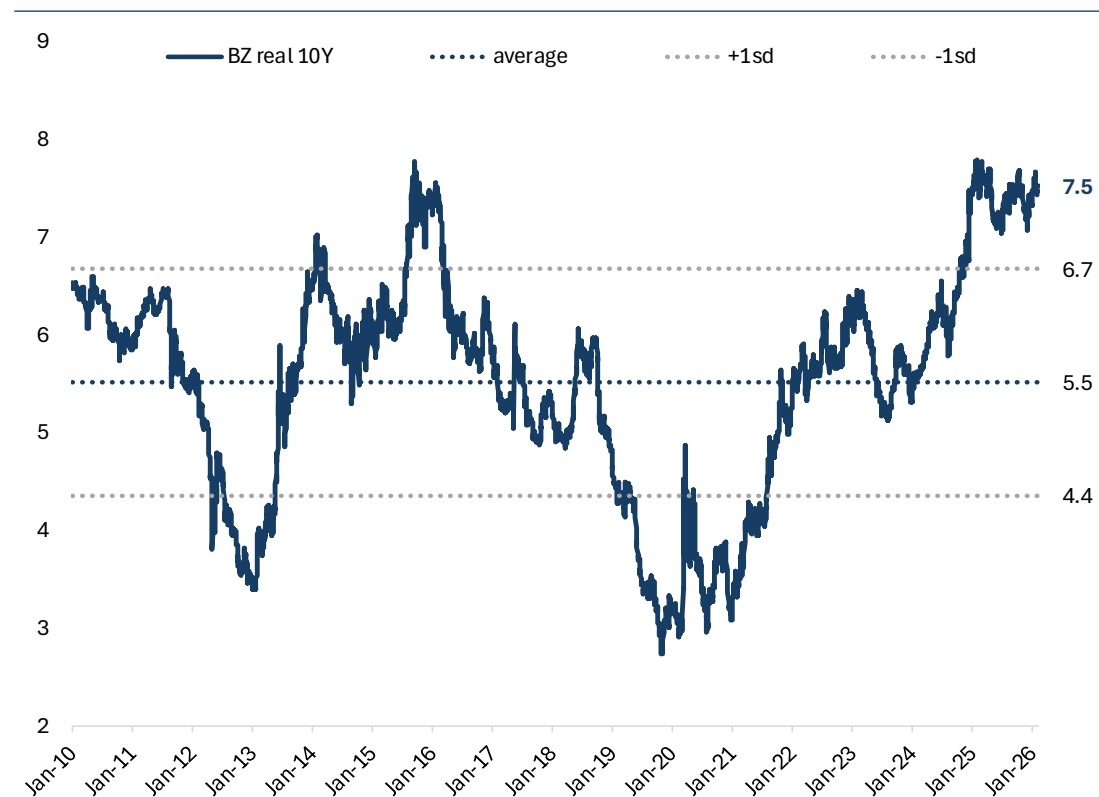


Prêmio de Risco: historicamente elevado

Nível corrente dos juros reais longos está no mesmo patamar da Crise de 2015-16, e por período mais prolongado.

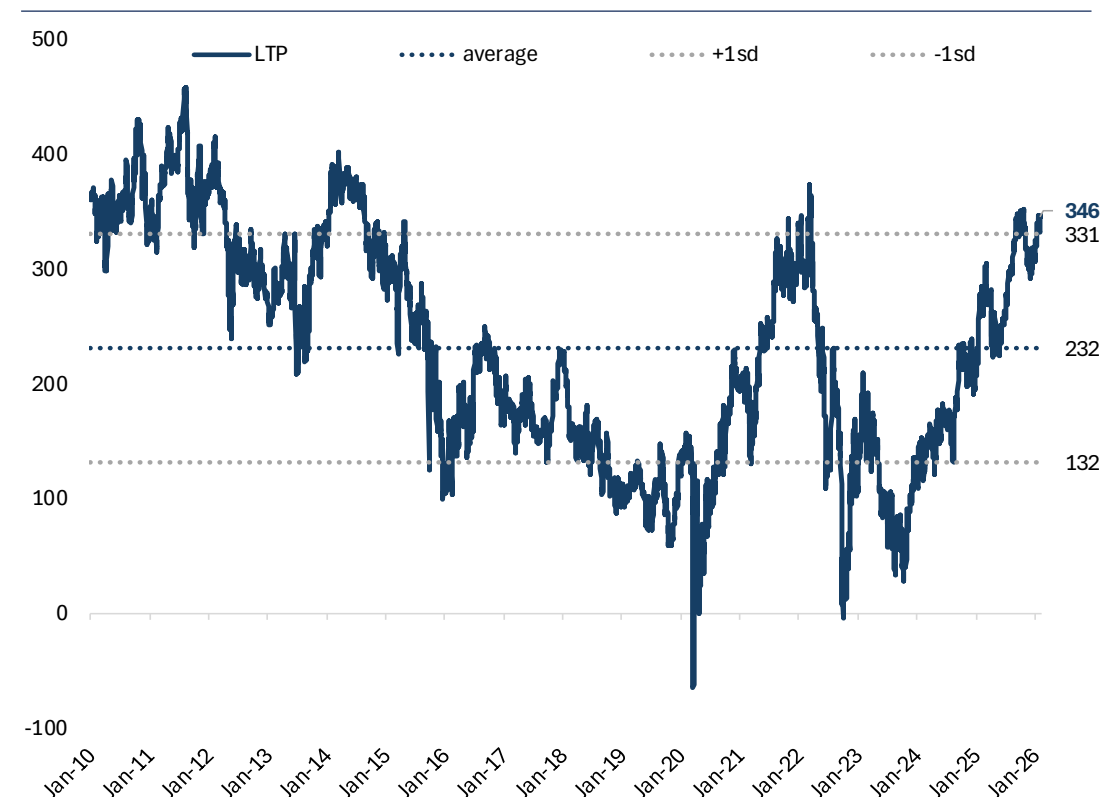
Buscamos calcular um prêmio de risco soberano doméstico para as taxas de juros reais de longo prazo. Do juro real de 10 anos de *duration*, subtraímos o juro real americano de mesma *duration* e o *credit default swap* do Brasil, a fim de excluir importantes variáveis de risco externo que compõe as taxas de juros soberanas de economias emergentes. Neste exercício, o *long-term risk premium* está a um desvio-padrão da média histórica.

Taxa de Juros Reais de 10 anos (% a/a)



Prêmio de Risco de Longo Prazo (LTP)

LTP = Juro real Brasil 10Y – Juro real US 10Y – CDS Brazil 10Y



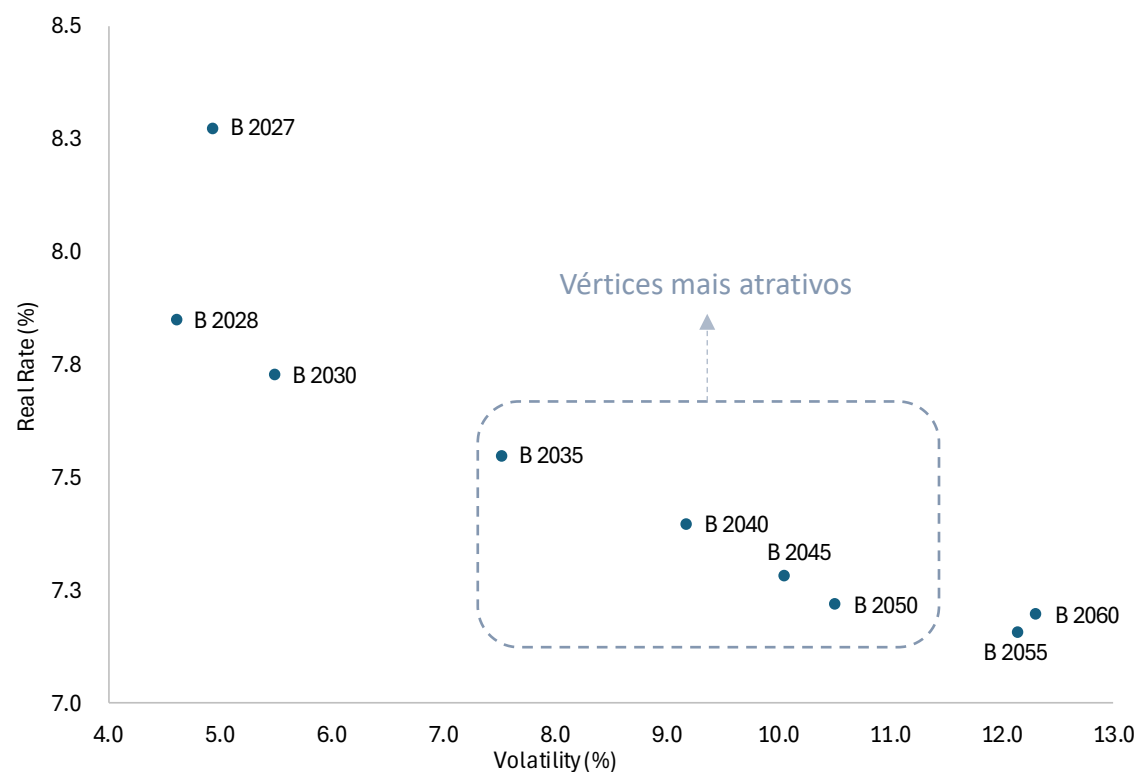
NTN-B: *duration* entre 7 e 12 anos

Vencimentos entre 2035 e 2050 capturam, neste momento, o melhor retorno ajustado ao risco.

Ainda que a relação esteja invertida, ou seja, onde títulos mais longos (mais volatilidade) estão pagando taxas de juros reais menores que os vencimentos mais curtos, entendemos que aplicar em vértices longos, sobretudo antes do ciclo de corte de juros e de um ambiente político que demandará narrativas fiscais prospectivas mais responsáveis podem trazer retornos expressivos via ganhos de marcação à mercado com o fechamento dos prêmios mais longos.

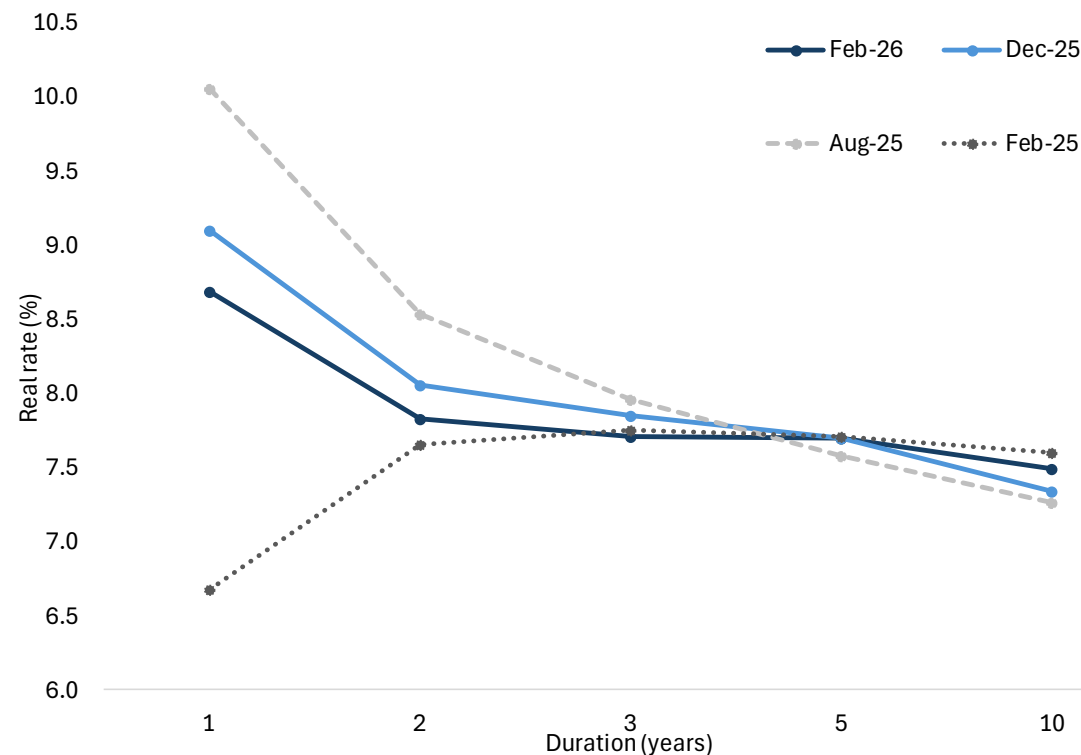
NTN-B: Risco vs Retorno

Juro reais (%) vs volatilidade anualizada (%)



NTN-B: Curva de Juros Real

(%)



NTN-B: Retornos esperados devem superar o CDI

Assumindo uma inflação esperada de 4,0% e um fechamento de 50 bps no juro real, retorno pode chegar a ~16% a/a.

Considerando uma Selic média de 13,5% nos próximos 12 meses, atualmente o carregamento do IPCA de 4% + 7,5% de juros reais não superam o CDI. Contudo, um pequeno fechamento no juro real longo (*duration* ~10 anos), para 7,0% por exemplo, supera o retorno esperado do CDI mesmo se o IPCA reancorar para a meta de inflação de 3,0%. No cenário mais otimista, onde o juro real se aproxima dos níveis neutros em razão de uma mudança de postura fiscal, os retornos na NTN-B mais longas serão significativamente expressivos.

NTN-B 2045: Retornos Esperados*
Próximos 12 meses (%)

		NTN-B 2045: Taxa de Juro Real (%)								
		8.5	8.0	7.5	7.0	6.5	6.0	5.0	4.5	
Expectativa de Inflação - 12 meses (%)	Meta de Inflação	3.0	1.5	6.1	10.7	15.3	19.9	24.5	33.7	38.3
		3.5	2.0	6.6	11.2	15.8	20.4	25.0	34.2	38.8
		4.0	2.5	7.1	11.7	16.3	20.9	25.5	34.7	39.3
		4.5	3.1	7.7	12.3	16.9	21.5	26.1	35.3	39.9
		5.0	3.6	8.2	12.8	17.4	22.0	26.6	35.8	40.4
		5.5	4.2	8.8	13.4	18.0	22.5	27.1	36.3	40.9
		6.0	4.7	9.3	13.9	18.5	23.1	27.7	36.8	41.4

* Área vermelha: retornos esperados para o próximos 12 meses da NTN-B 2045 performa abaixo do CDI. Área verde: NTN-B 2045 performa acima do CDI.

Disclaimer

Este relatório foi preparado e distribuído pela área de derivativos do WM do Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição somente no Brasil sob circunstâncias permitidas pela regulamentação vigente. Nada neste relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas as circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este relatório possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste relatório são críveis e dignos de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados do BTG Pactual S.A.

Nenhuma garantia ou declaração, tanto expressa quanto implícita, é provida em relação à exatidão, abrangência ou confiabilidade das informações aqui contidas, com exceção das informações referentes ao BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas. Também não tem o intuito de ser uma declaração completa ou um resumo sobre os ativos, mercados ou estratégias abordadas no documento. Em todos os casos, investidores devem conduzir suas próprias investigações e análises antes de pro-ceder ou deixar de proceder qualquer ação relacionada aos valores mobiliários analisados neste relatório.

BTG Pactual S.A. não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. BTG Pactual S.A. tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. BTG Pactual S.A. não tem obrigações fiduciárias com os destinatários deste relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária.

O presente relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício do seu próprio julgamento. Opiniões, estimativas e projeções expressas aqui constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data na qual foi preparada e por isso, está sujeito a mudanças sem aviso e pode diferir ou ser contrário a opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual, BTG Pactual S.A. e suas afiliadas ou subsidiárias como resultado do uso de diferentes hipóteses e critérios.

Preços e disponibilidade de instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a mudanças sem aviso.

A análise contida aqui é baseada em diversas hipóteses. Diferentes hipóteses podem ter resultados substancialmente diferentes.

Os analistas responsáveis pela preparação deste relatório podem interagir com a mesa de operações, mesa de vendas e outros departamentos, com o intuito de reunir, sintetizar e interpretar informações de mercado. BTG Pactual S.A. não está sob a obrigação de atualizar ou manter atualizada a informação contida neste relatório.

BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do BTG Pactual S.A. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

Os ativos mencionados neste relatório podem não estar disponíveis para venda em todas as jurisdições ou para certas categorias de investidores. Opções, derivativos e futuros não são adequados a todos os investidores e a negociação desses tipos de instrumentos é considerada arriscada. Hipotecas e ativos lastreados em títulos de crédito podem envolver alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta às taxas de juros ou outras variáveis de mercado. Performance passada não é indicação de resultado futuro. Se um instrumento financeiro é cotado em uma moeda que não a do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar de forma adversa o valor, o preço ou o retorno proveniente de qualquer ativo mencionado nesse documento e o leitor deve considerar o risco relacionado ao descaçamento de moedas.

Este relatório não leva em consideração objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades especiais de nenhum investidor em particular. Investidores devem buscar orientação financeira baseada em suas particularidades antes de tomar qualquer decisão de investimento baseadas nas informações aqui contidas. Para recomendações de investimento, execução de ordens de negociação ou outras funções correlacionadas, os clientes devem contatar seus representantes de vendas locais. O BTG Pactual S.A., suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do presente relatório.

Qualquer preço apresentado neste relatório possui caráter informativo e não representa avaliação individual do valor de mercado do ativo ou outro instrumento. Não há garantias de que qualquer transação pode ou pôde ter sido efetuada nos preços apresentados neste relatório. Os preços eventualmente apresentados não necessariamente representam os preços contábeis internos ou os preços teóricos provenientes de avaliação por modelos do BTG Pactual S.A. e podem estar baseados em premissas específicas. Premissas específicas assumidas pelo BTG Pactual S.A. ou por terceiros podem ter resultados substancialmente diferentes.

Este relatório não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito do BTG Pactual S.A.. Informações adicionais acerca dos instrumentos financeiros mencionados nesta apresentação estão disponíveis sob consulta, as dúvidas devem ser encaminhadas para BTG Pactual CTVM S.A. (+55 11 3383-2638), Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3477, 14º andar, São Paulo, SP, Brasil, 04538-133.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx