



Brasil

Cenário Macro

Março de 2026



Mansueto Almeida
Economista-chefe

Tiago Berriel
Head de Pesquisa Macro

Iana Ferrão

Ederson Schumanski

Fábio Serrano

Luiza Paparounis





Sumário

Cenário
Global

Setor
Externo

Política
Fiscal

Atividade
Econômica

Inflação

Política
Monetária

Cenário Global: Projetamos crescimento da economia americana de 2,5%, sustentado principalmente pelo consumo das famílias – impulsionado por reembolsos de imposto de renda no início do ano – e por investimentos ligados à infraestrutura de inteligência artificial. Ao mesmo tempo, a inflação segue pressionada, refletindo o repasse de tarifas e a resiliência do setor de serviços, o que tende a limitar o espaço para novos cortes de juros.

Cenário Doméstico:

- **Atividade econômica:** A atividade econômica desacelerou ao longo do segundo semestre de 2025, refletindo principalmente a queda dos investimentos e a estagnação do consumo das famílias. Para 2026, esperamos reaceleração da atividade a partir do 1T, com destaque para a recuperação do consumo das famílias, sustentada por um mercado de trabalho aquecido e pela volta de um impulso fiscal positivo nos próximos trimestres.
- **Inflação:** A manutenção do câmbio nos níveis atuais segue contribuindo para a desinflação de bens industriais. No curto prazo, a inflação de alimentos segue benigna, mas esperamos aceleração à frente. Já serviços permanecem resilientes, refletindo um mercado de trabalho ainda apertado. O balanço de riscos tornou-se mais altista, com o Brent nos níveis atuais podendo adicionar ~40 pb à nossa projeção de IPCA.
- **Setor externo:** Projetamos superávit comercial de US\$75 bilhões em 2026, acima dos US\$68 bilhões de 2025, refletindo a desaceleração das importações, maior produção de commodities e maior diversificação dos mercados de destino. A alta do preço do petróleo representa um risco altista para o saldo comercial. A moderação da atividade doméstica deve contribuir para a redução do déficit em transações correntes.
- **Política fiscal:** A meta fiscal deve ser cumprida novamente em 2026, o que não impedirá a dívida bruta de se elevar em 3 p.p., para 81,7% do PIB. O pagamento de precatórios no 2º bimestre deste ano, além de uma série de medidas sem impacto primário implementadas desde o fim de 2025, manterão a demanda pressionada. A alta do preço do petróleo representa um risco altista para a arrecadação.
- **Política monetária:** À luz da comunicação desde a última reunião e do nosso cenário prospectivo, mantemos a projeção de corte de 50 pb na reunião do Copom em março e Selic terminal em 12% em 2026. Simulando o modelo de inflação do BCB, estimamos que no cenário de referência (Selic do Focus, taxa de câmbio de R\$5,25/US\$ e Brent a US\$80/barril), a projeção de inflação para o 3T27 seria de 3,4%, acima dos 3,2% projetados na reunião de janeiro. Em uma trajetória suavizada para o preço do petróleo, a projeção seria de 3,25%



Macro Global



Luiza Papparounis

luiza.papparounis@btgpactual.com

Francisco Lopes

francisco.lopes@btgpactual.com



Conflito no Oriente Médio aumenta as incertezas

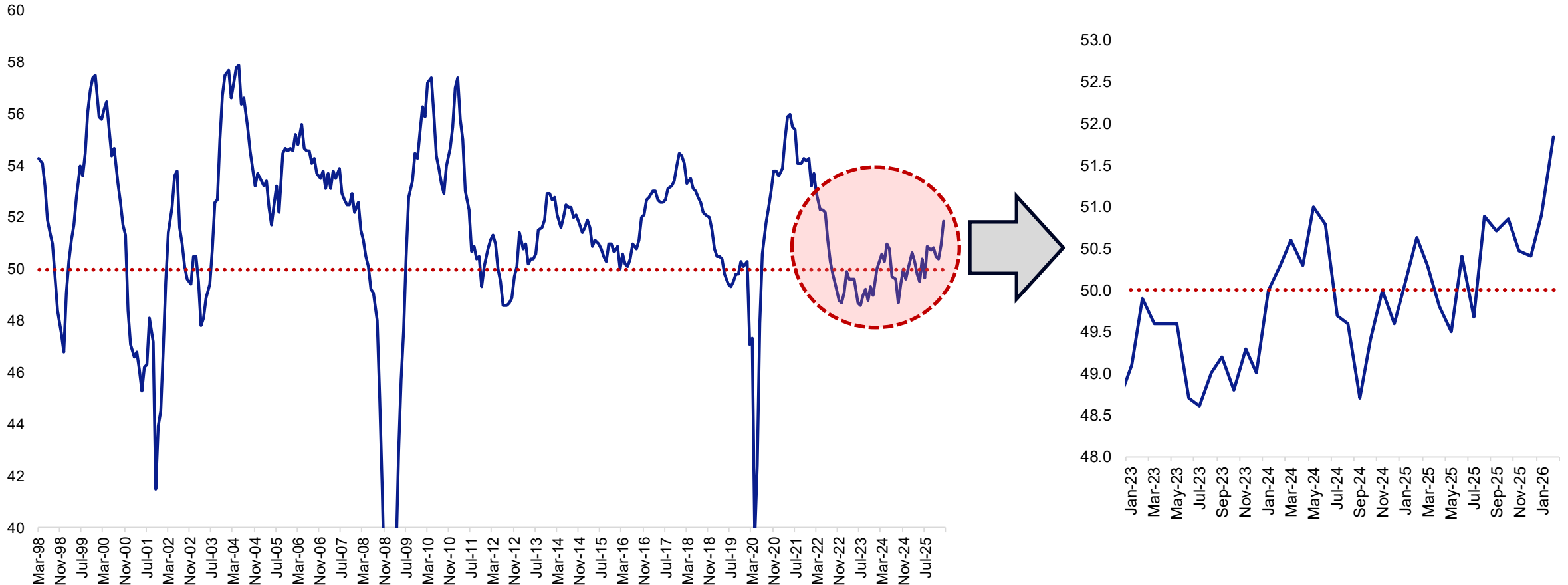
- **A perspectiva para 2026 continua evoluindo à medida que novas informações surgem.** O conflito recente entre os EUA e o Irã desencadeou uma nova onda de incerteza em torno dos preços de energia e das condições financeiras globais. Embora a situação permaneça bastante fluida, a economia dos EUA deve estar entre as menos afetadas, enquanto China e Europa tendem a sentir pressões relativamente maiores.
- **Ainda assim, esperamos crescimento do PIB em torno de 2,5% nos EUA em 2026.** O consumo deve permanecer como o principal motor da atividade. No primeiro semestre do ano, a demanda das famílias deve receber um impulso relevante devido ao volume elevado de reembolsos de imposto de renda. Ao mesmo tempo, o investimento continua sendo sustentado pela expansão da infraestrutura ligada à inteligência artificial
- **No campo da inflação, o repasse tarifário está se tornando cada vez mais visível.** O núcleo do CPI de janeiro reforçou a percepção de pressão sobre bens. Ao mesmo tempo, enquanto o núcleo do CPI mostrou desaceleração mais clara, atingindo 2,5% a/a em janeiro, o núcleo do PCE permanece mais pressionado, em 3,0% a/a, refletindo principalmente pressões persistentes em serviços financeiros e serviços de recreação. **Diante da combinação de crescimento robusto do PIB, estabilização do mercado de trabalho e riscos altistas para a inflação, vemos menos espaço para novos cortes de juros.**
- **No caso da China,** o país está atualmente em período de *blackout* de dados devido ao Ano Novo Lunar. Ainda assim, os anúncios da reunião das Duas Sessões sobre as metas econômicas trouxeram poucas novidades. As autoridades reforçaram que não há urgência em estimular a demanda doméstica, que continua sem sinais claros de recuperação. Em vez disso, a prioridade segue sendo a corrida tecnológica e a busca por segurança energética, agenda que pode ganhar ainda mais importância diante do conflito entre EUA e Irã.
- **Na Zona do Euro,** o debate recente tem se concentrado no risco de inflação abaixo da meta, com alguns países já registrando leituras de CPI consistentemente inferiores a 2%. No entanto, a região também pode estar entre as mais expostas à alta dos preços de gás e petróleo, o que aumenta o risco de um cenário de estagflação. Em termos regionais, o crescimento do PIB deve apresentar composição distinta, com maior contribuição da Alemanha, enquanto a Espanha tende a perder parte do protagonismo observado nos últimos anos.

Global Macro: Economia global inicia o ano com tom positivo

- O PMI manufatureiro atingiu em fevereiro seu nível mais alto desde 2022, sinalizando fortalecimento da atividade industrial e um cenário de crescimento mais robusto para 2026.

Global PMI Manufatura

(50 pontos = neutro)

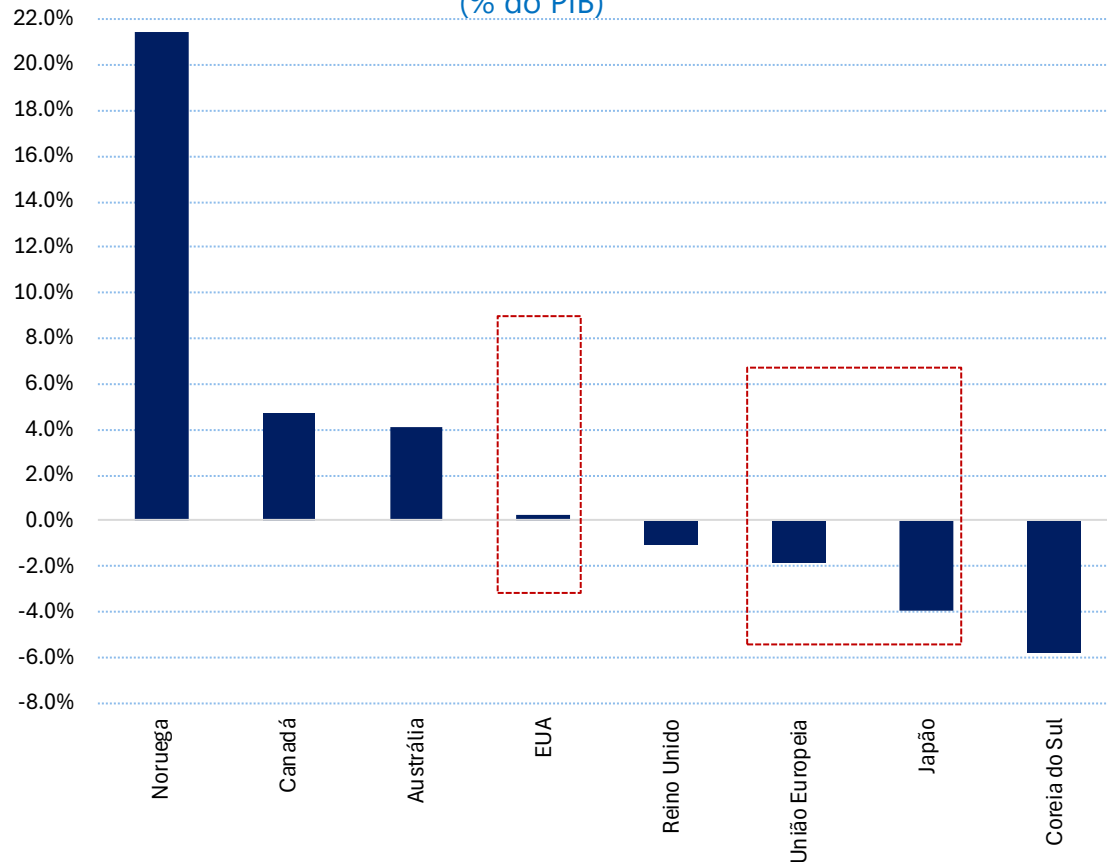


Fonte: S&P Global e BTG Pactual

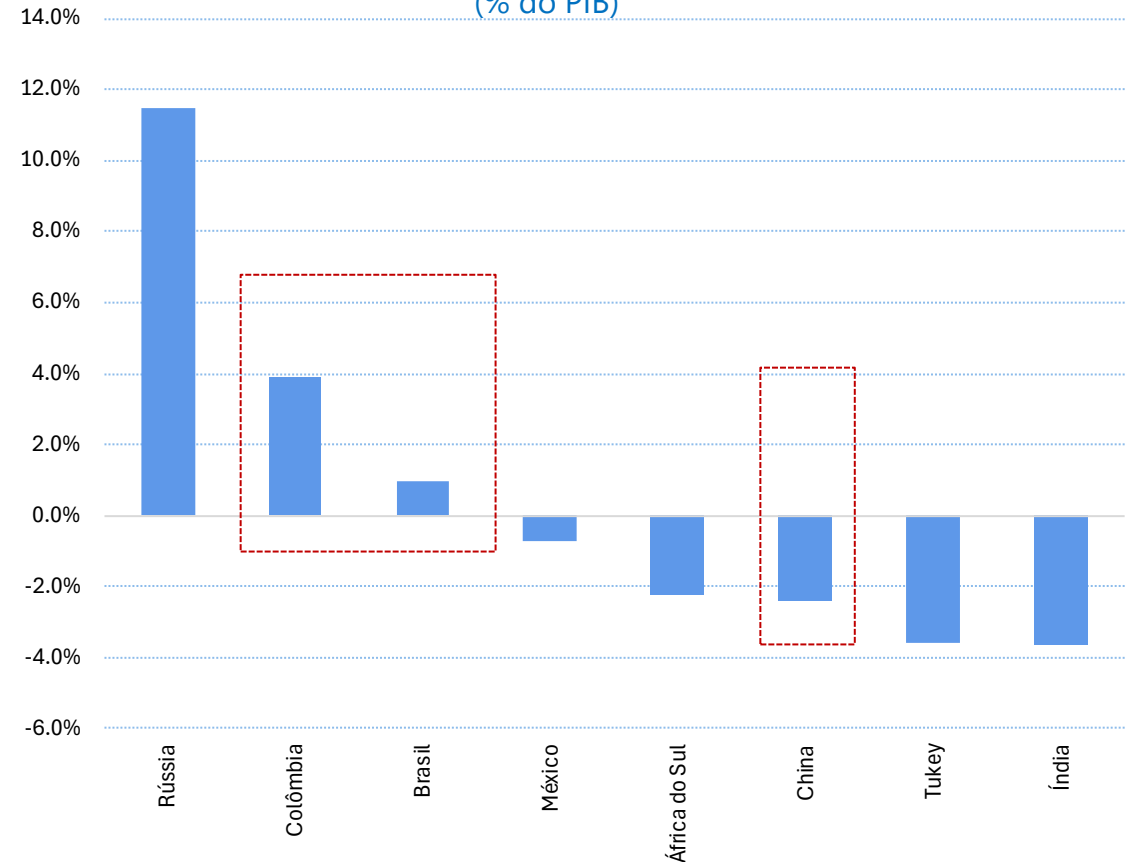
Global Macro: Choque de Energia

- No entanto, o conflito entre EUA e Irã, dependendo de sua duração e do nível que os preços do petróleo atingirem, pode levar economias importadoras líquidas de petróleo a cenários de estagflação, com pressões inflacionárias via energia combinadas a crescimento mais fraco.

Exportações Líquidas – Energia/Petróleo (DM)
(% do PIB)



Exportações Líquidas – Energia/Petróleo (EM)
(% do PIB)

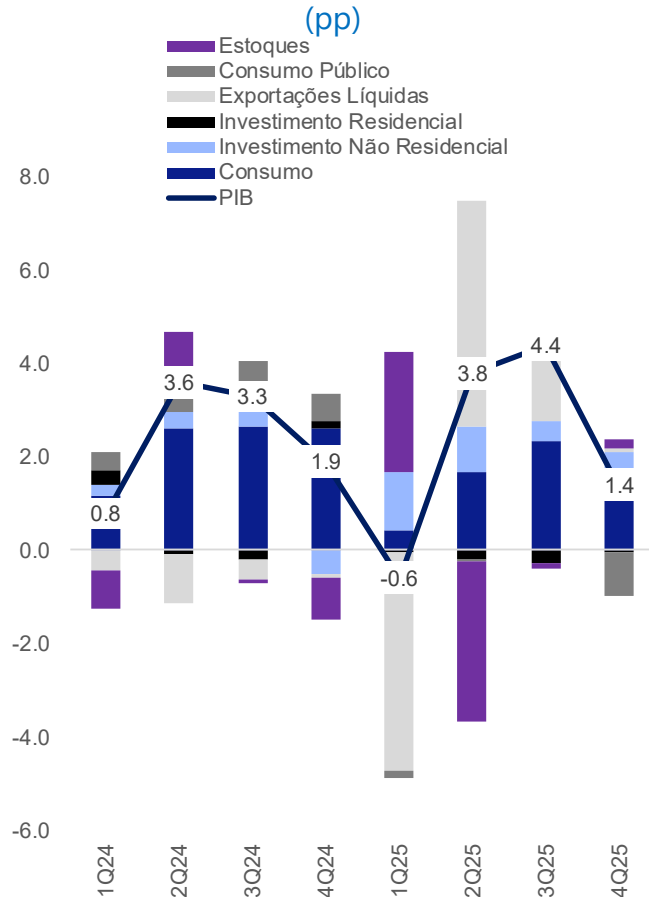


Fonte: IMF, UN Comtrade e BTG Pactual.

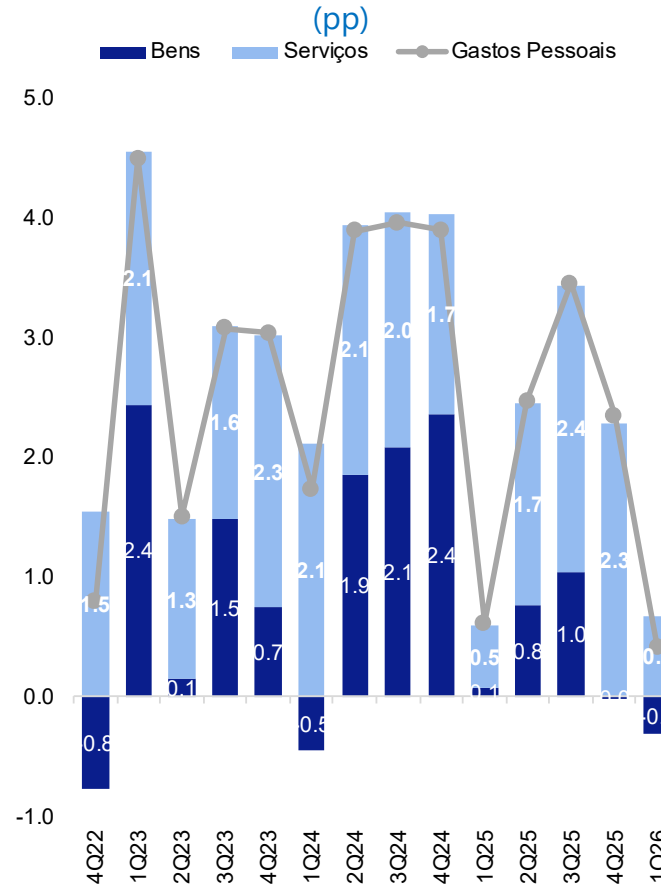
EUA: Atividade Econômica

- O PIB do 4T surpreendeu negativamente, com alta de 1,4% t/t saar. No entanto, a principal surpresa veio do componente de gastos do governo, afetado pelo shutdown, que subtraiu 0,9 pp do crescimento e deve gerar um efeito de compensação no 1T. O investimento relacionado à inteligência artificial contribuiu, em média, com 0,8 pp para o PIB em 2025 e deve continuar desempenhando um papel central na expansão da economia em 2026.

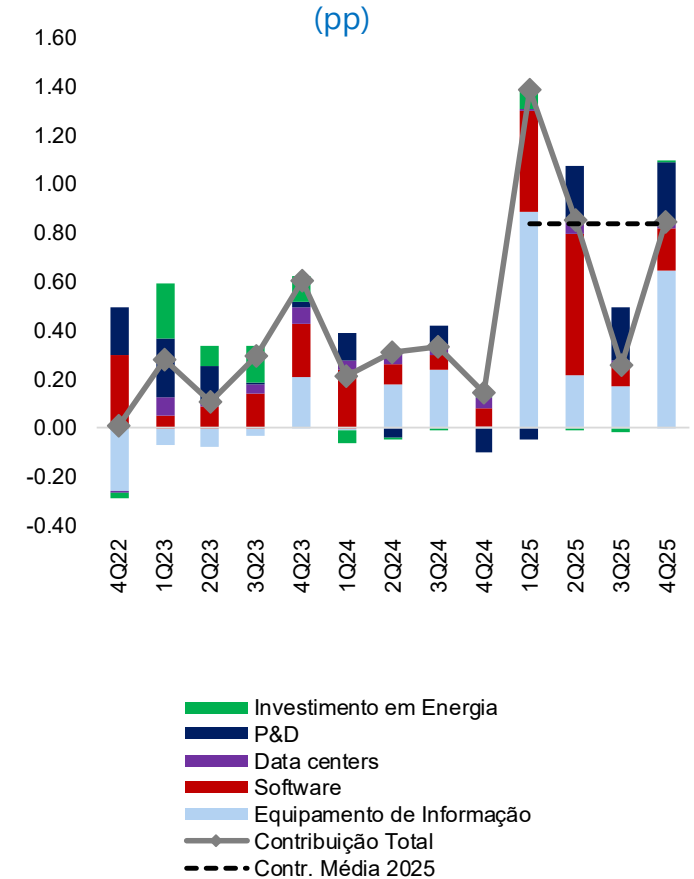
PIB: Contribuição por componente



Consumo das Famílias



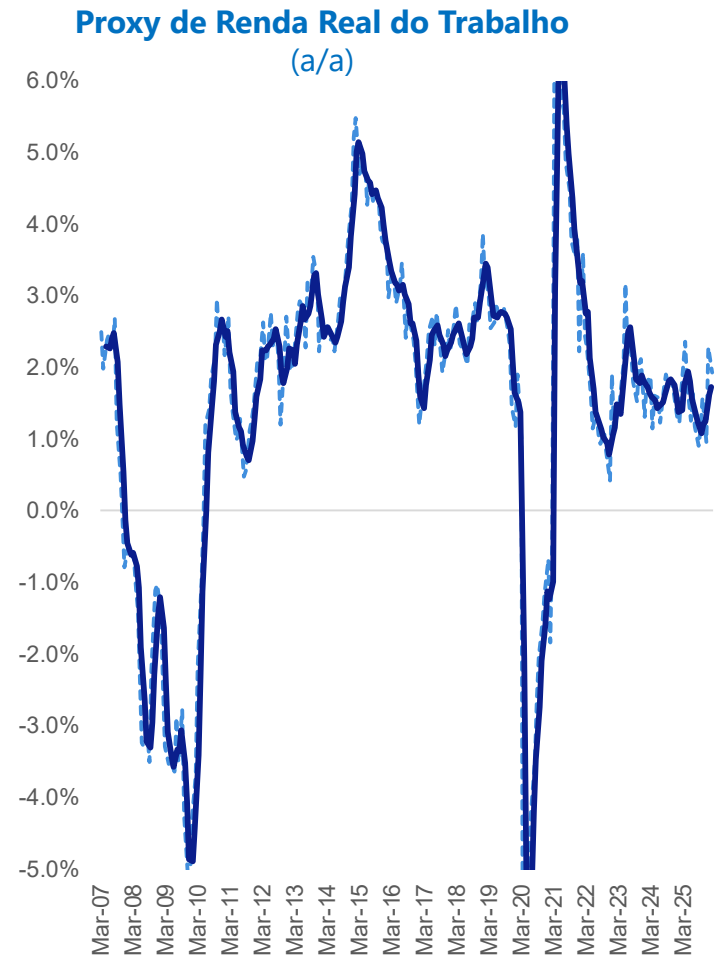
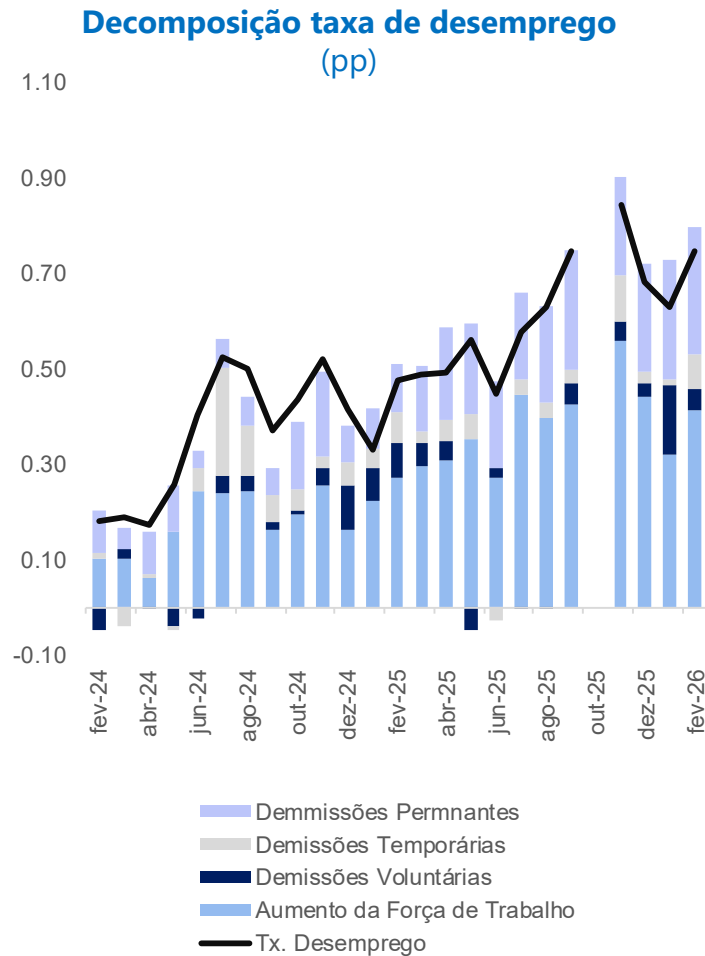
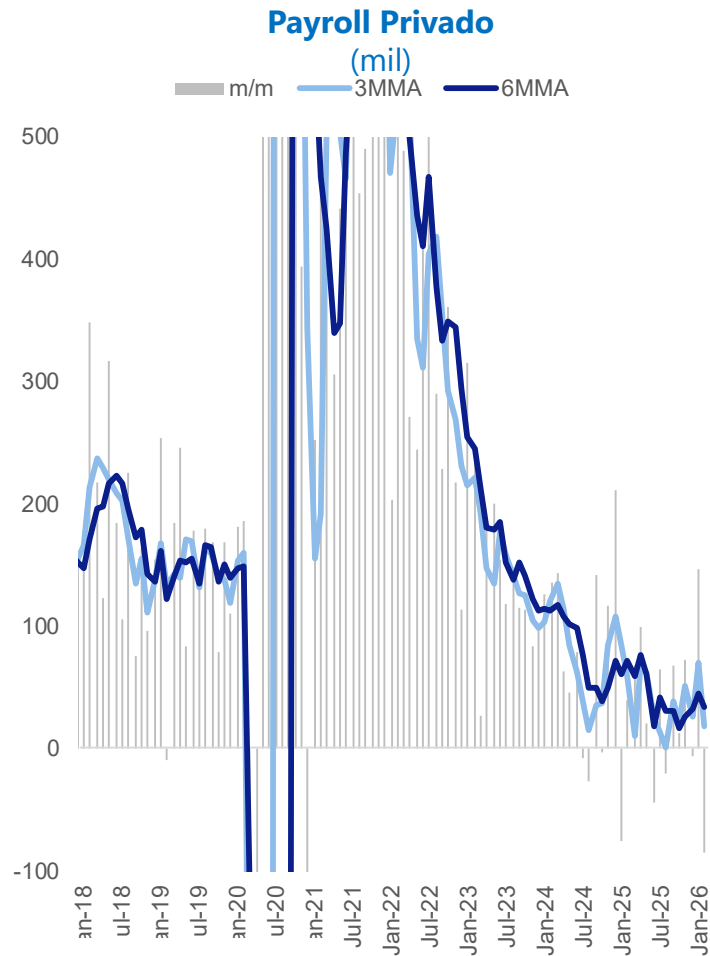
Contribuição do CAPEX relacionado à IA para o PIB



Fonte: BEA e BTG Pactual.

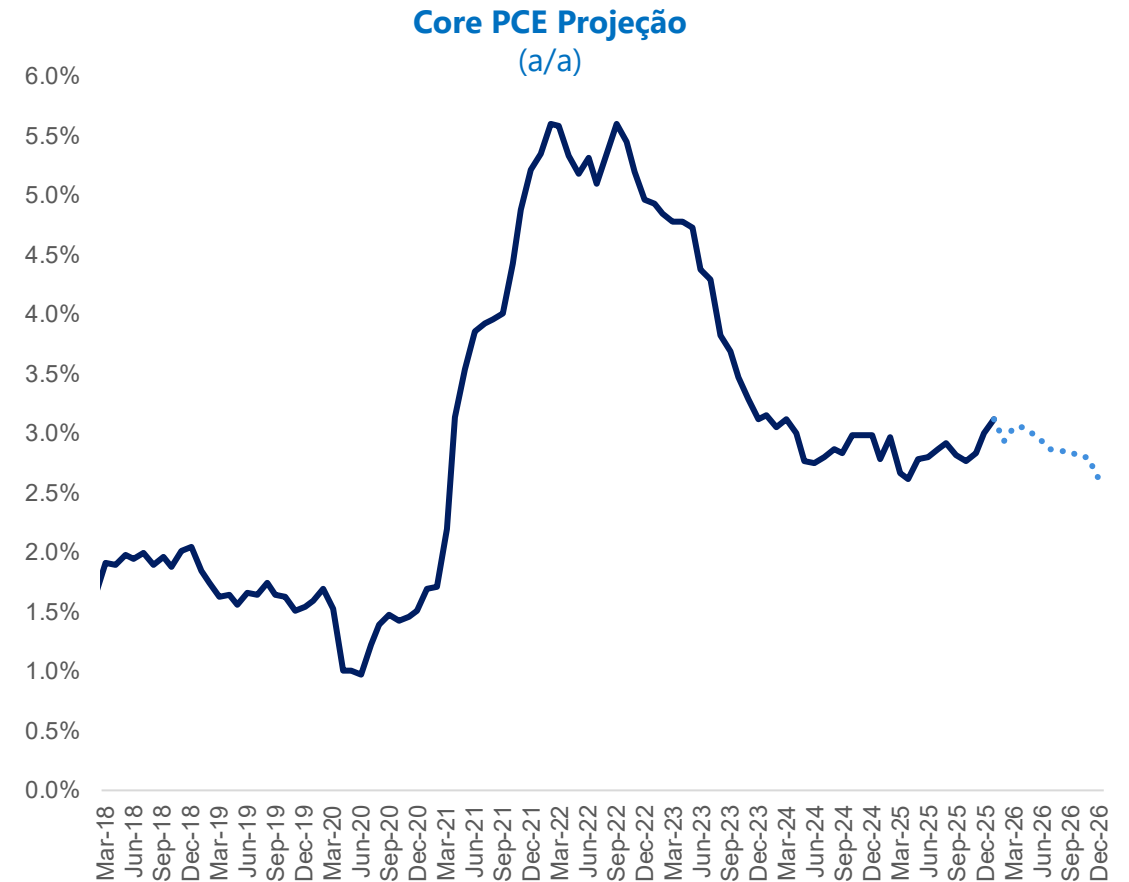
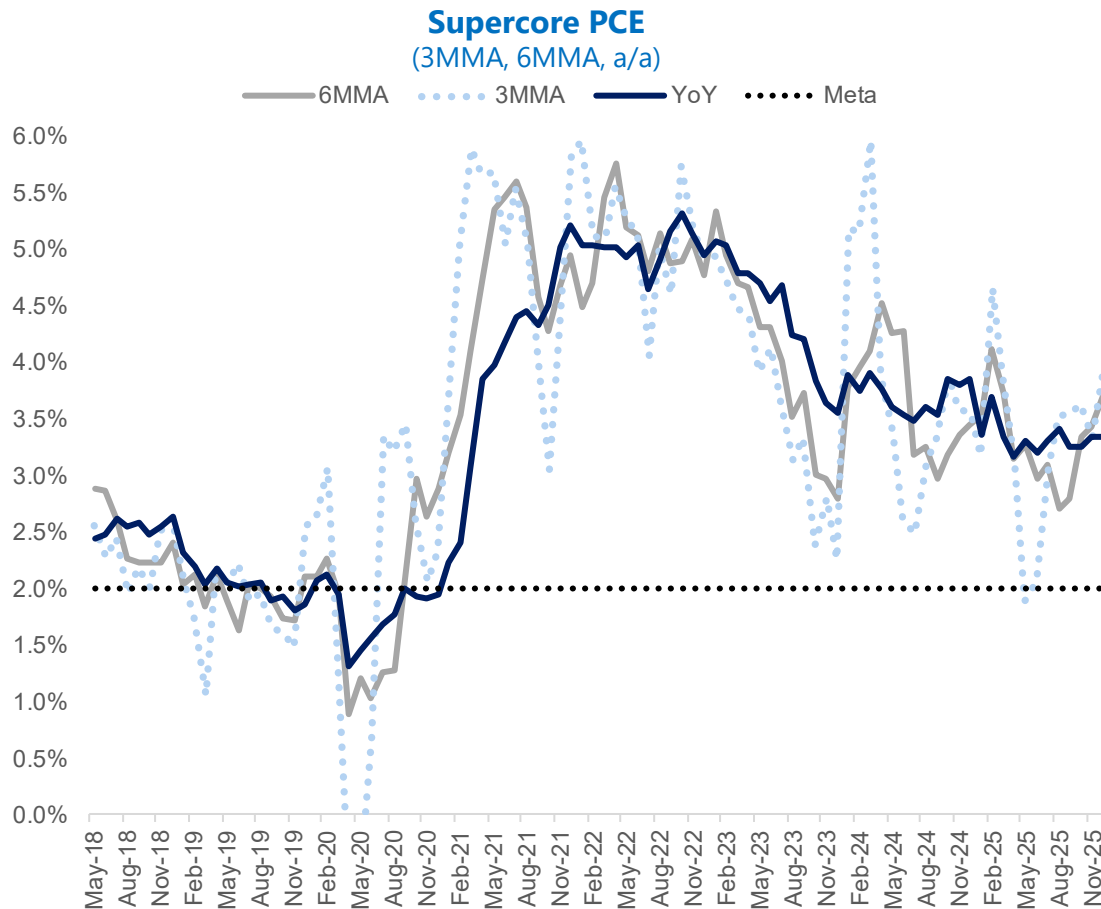
EUA: Mercado de Trabalho

- O mercado de trabalho está mostrando sinais mistos no início do ano. O crescimento do payroll surpreendeu com forte criação de empregos em janeiro e uma queda acentuada em fevereiro, tornando o momento atual ainda mais difícil de interpretar.



EUA: Inflação

- Embora o núcleo do CPI esteja rodando mais próximo da meta, o mesmo não ocorre com o núcleo do PCE. Na verdade, vemos mais riscos altistas do que baixistas, já que a inflação persistente em serviços e preços mais elevados de bens continuam pressionando os dados. Esperamos que o núcleo do PCE permaneça próximo de 3% a/a até quase o quarto trimestre.



EUA: Política Monetária

- Considerando a média entre diferentes cenários de regras de Taylor, em um contexto no qual a inflação permanece acima da meta e o mercado de trabalho se estabiliza nos níveis atuais, novos cortes de juros parecem menos prováveis no curto prazo.

Média Regra de Taylor

(Média da regra de Taylor Rule, da balanced-approach, regra inercial, e regra da primeira diferença)

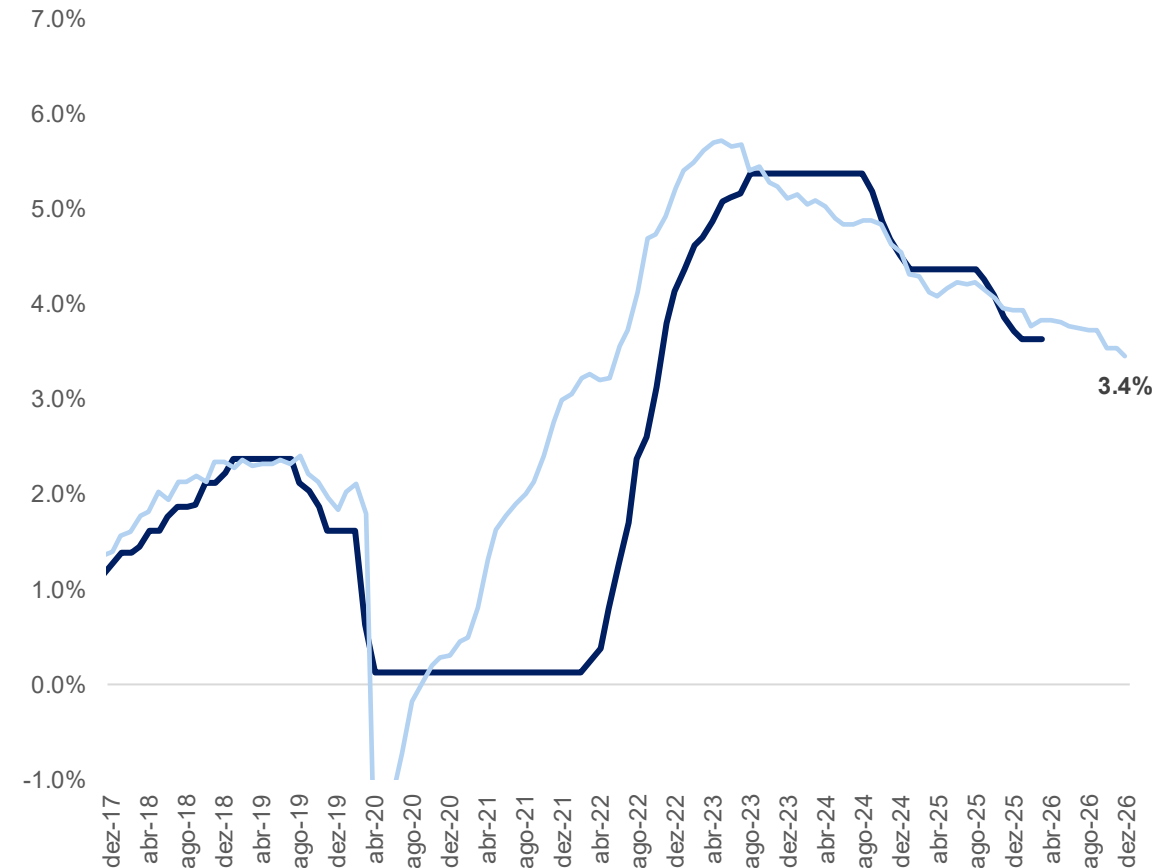
($r^* = 1\%$, $UR^* = 4.2\%$)

		Taxa de Desemprego					
		4.00%	4.25%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%
Core PCE	2.00%	3.1%	3.0%	2.8%	2.6%	2.5%	2.3%
	2.25%	3.4%	3.3%	3.1%	2.9%	2.7%	2.6%
	2.50%	3.7%	3.5%	3.4%	3.2%	3.0%	2.9%
	2.75%	4.0%	3.8%	3.7%	3.5%	3.3%	3.2%
	3.00%	4.3%	4.1%	3.9%	3.8%	3.6%	3.4%
	3.25%	4.6%	4.4%	4.2%	4.1%	3.9%	3.7%
	3.50%	4.9%	4.7%	4.5%	4.4%	4.2%	4.0%
	3.75%	5.1%	5.0%	4.8%	4.6%	4.5%	4.3%
	4.00%	5.4%	5.3%	5.1%	4.9%	4.8%	4.6%

Trajetória utilizando a média entre as regras de Taylor

($r^* = 1\%$, $UR^* = 4.2\%$)

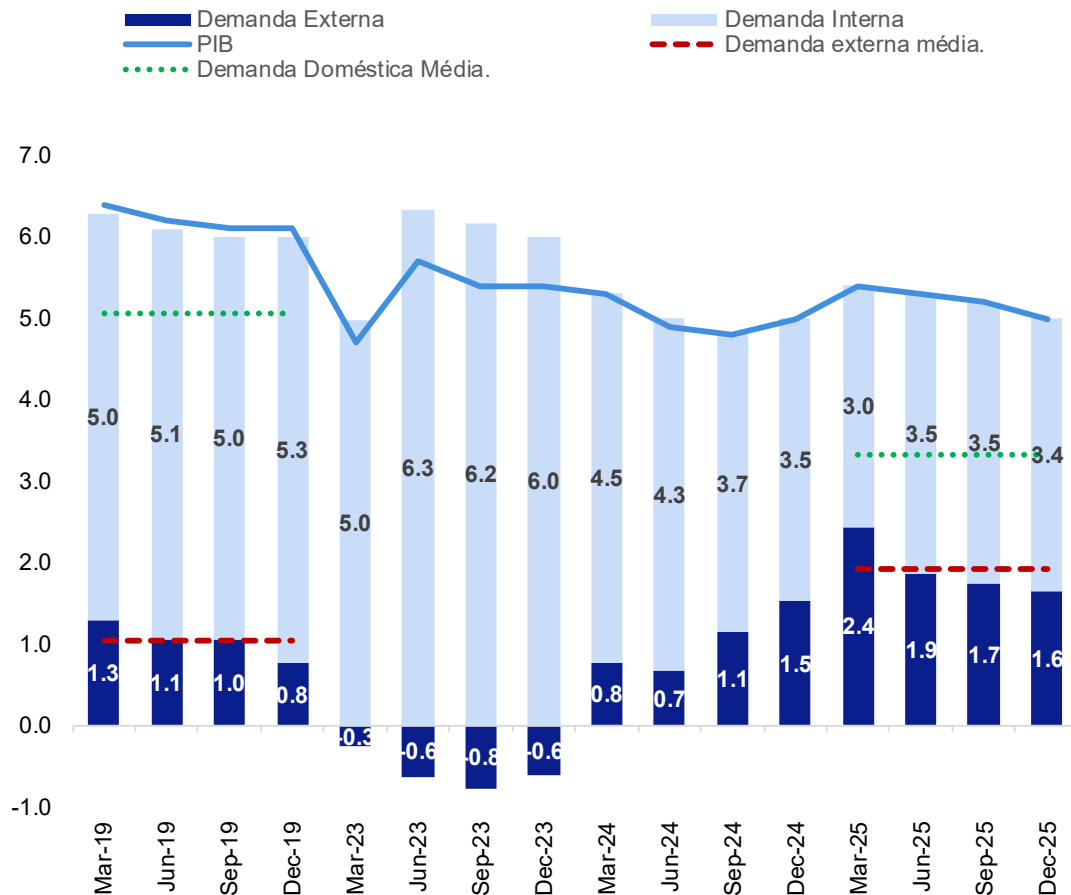
— FFR — Average Taylor Rule



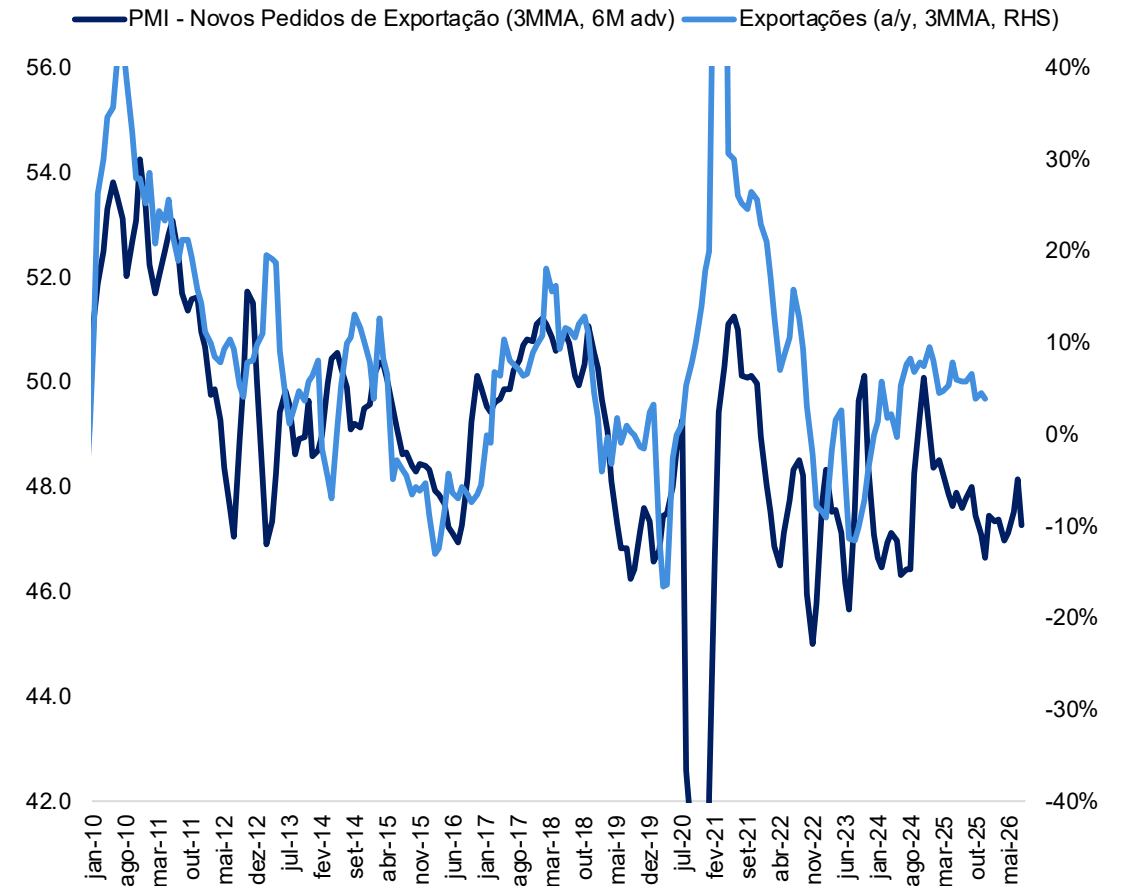
China: Demanda doméstica sem sinais de recuperação

- A demanda doméstica mostrou poucos sinais de recuperação em 2025, com a contribuição das exportações líquidas para o PIB aumentando de cerca de 1 pp antes da pandemia para quase 2 pp em 2025. Para 2026, na ausência de estímulos mais contundentes à demanda interna, a economia deve continuar dependente da demanda externa para sustentar o crescimento.

PIB: Contribuição por componente

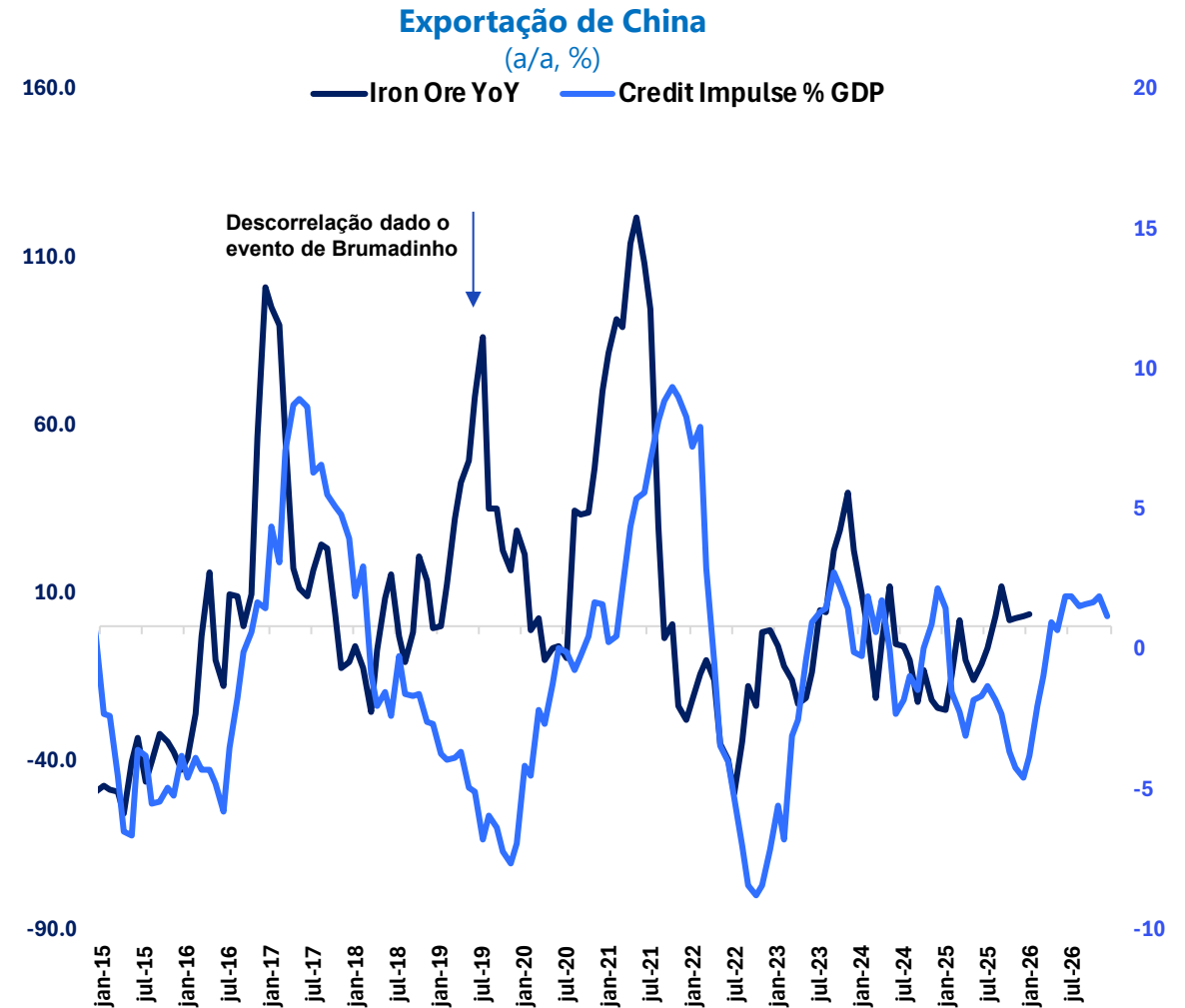
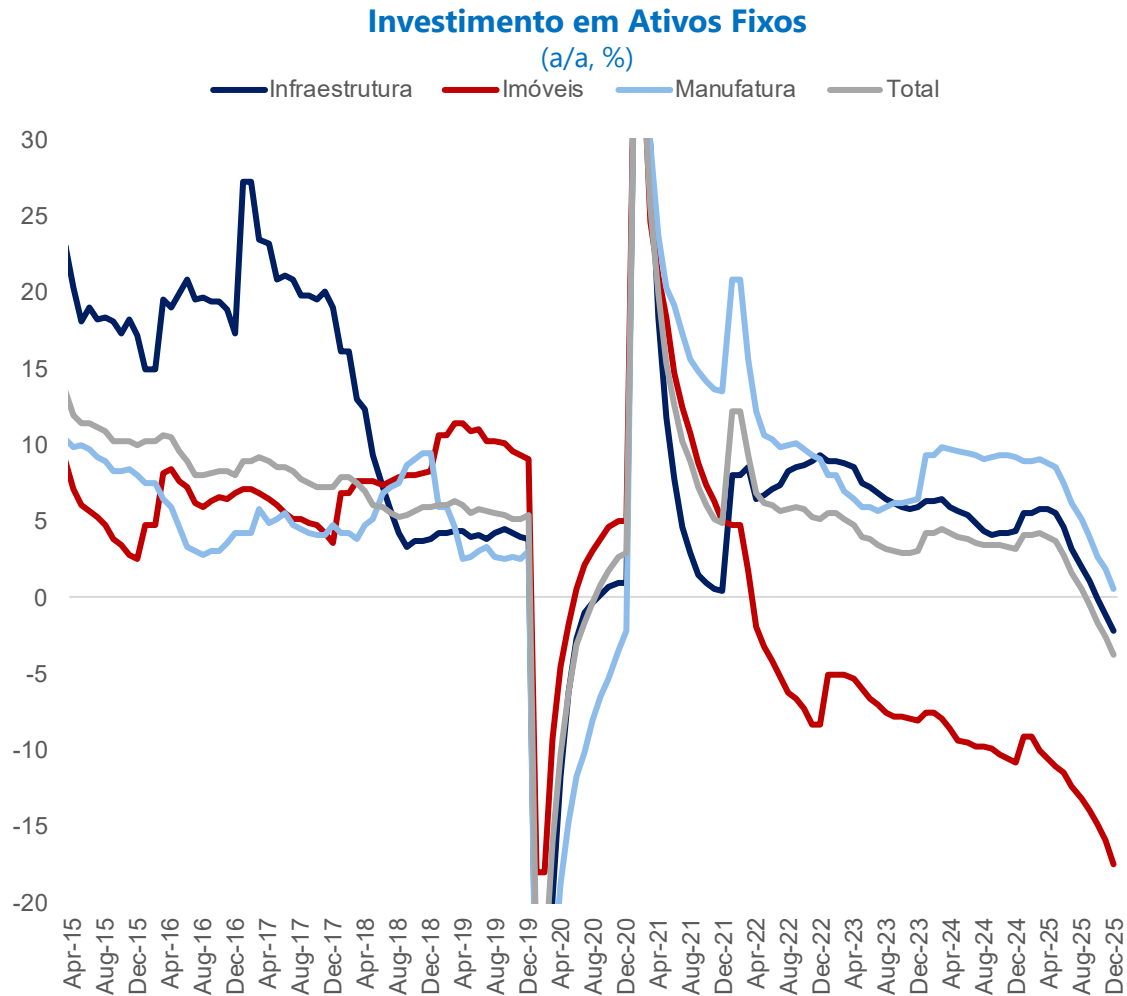


Exportação de China



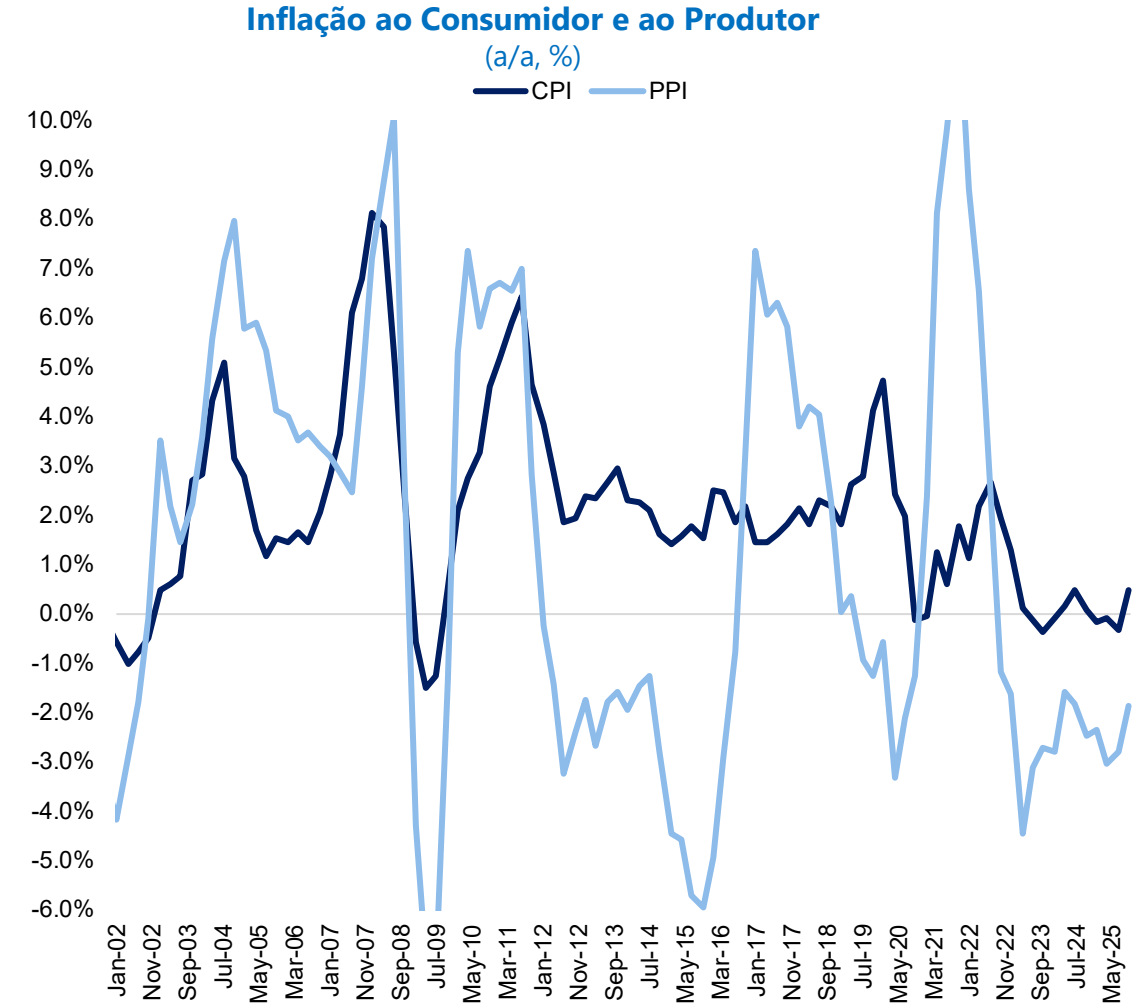
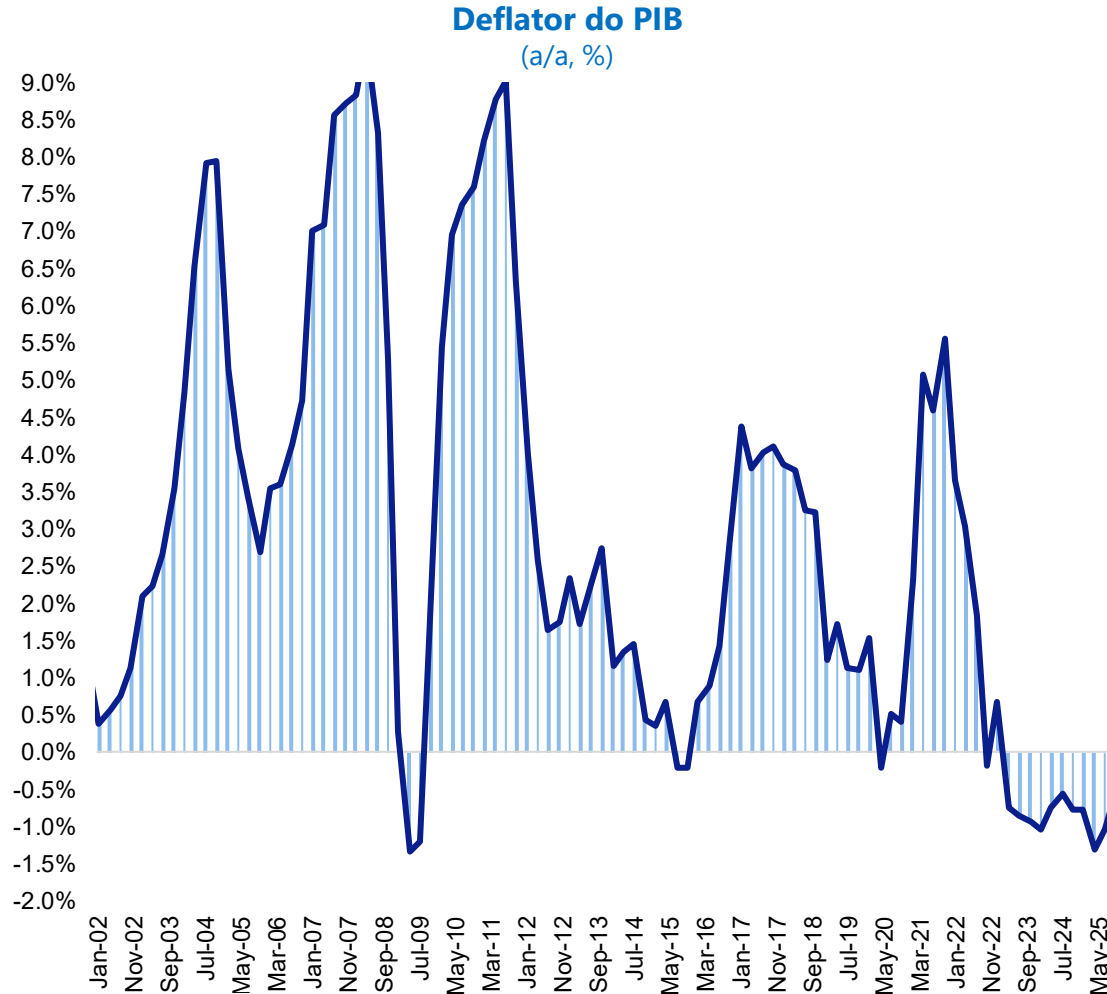
China: Investimento Fixo e Impulso de Crédito

- O investimento em ativos fixos atingiu os menores níveis historicamente baixos, mesmo em setores nos quais o governo demonstrou maior apoio ao longo do ano. O impulso de crédito, embora tenha mostrado alguma melhora recente, ainda permanece próximo de 0%, indicando condições financeiras pouco expansionistas para sustentar uma recuperação mais forte do investimento.



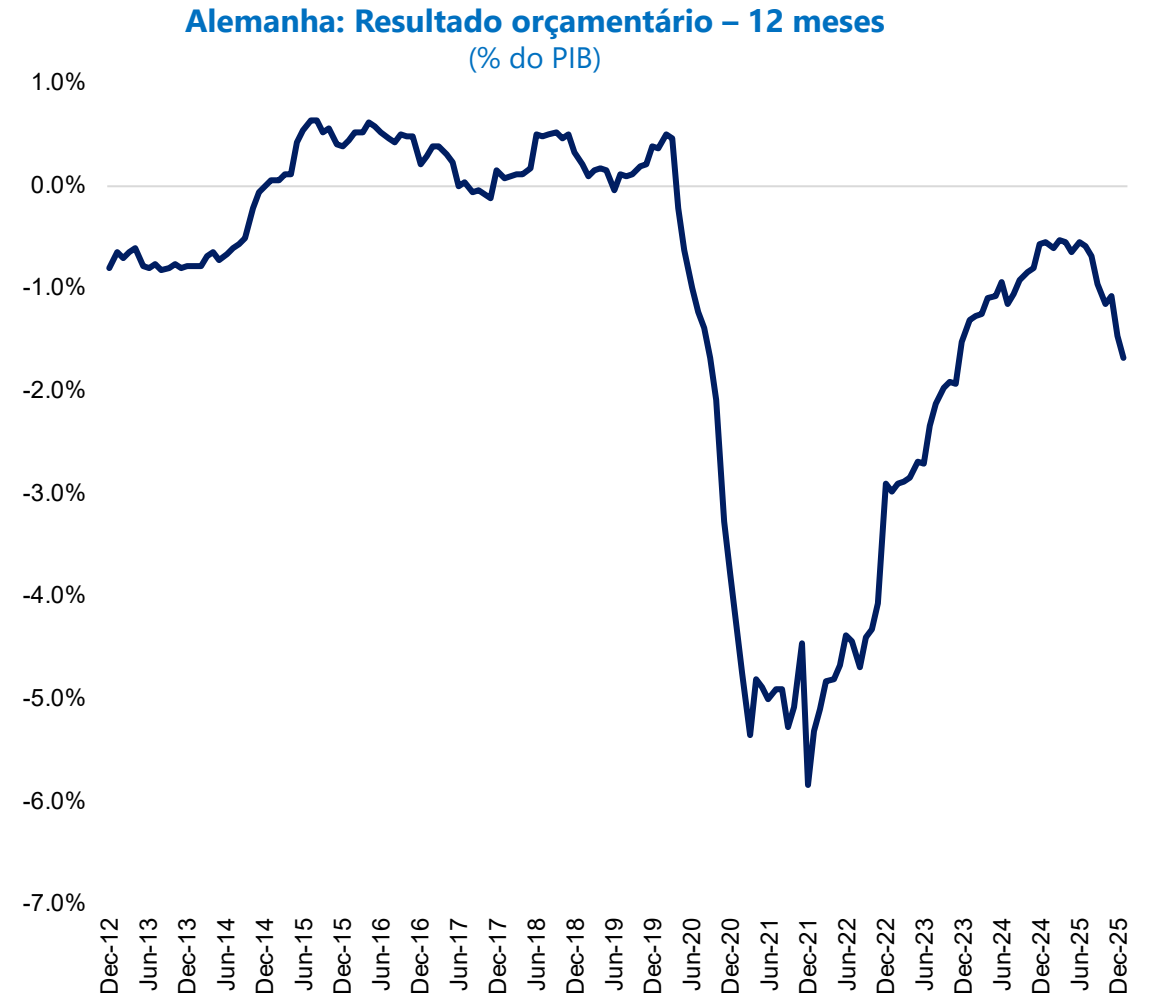
China: Inflação

- A história de baixa inflação na China continua. Mesmo com CPI e PPI mostrando alguma recuperação na margem, o deflator do PIB permanece em território negativo desde o final de 2022, refletindo pressões desinflacionárias persistentes na economia.



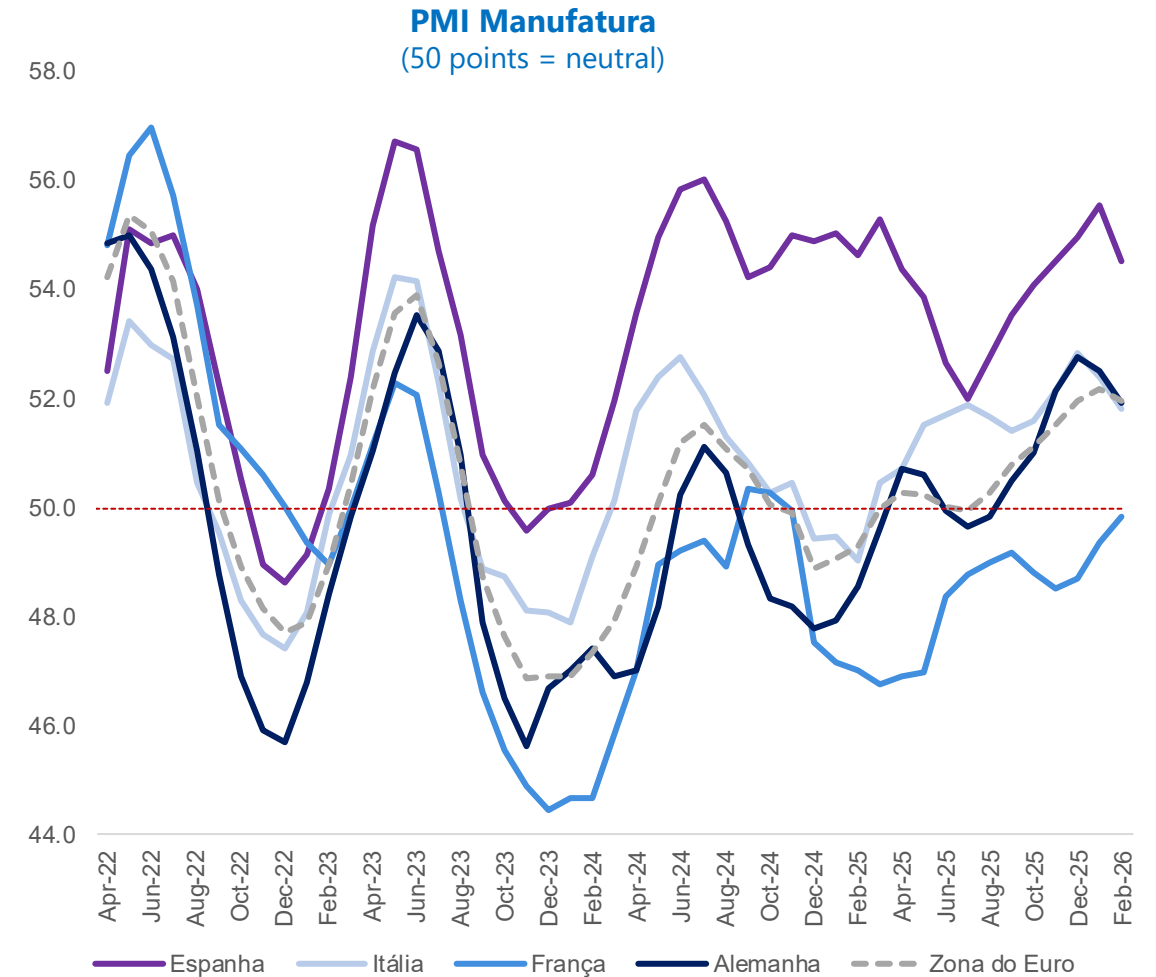
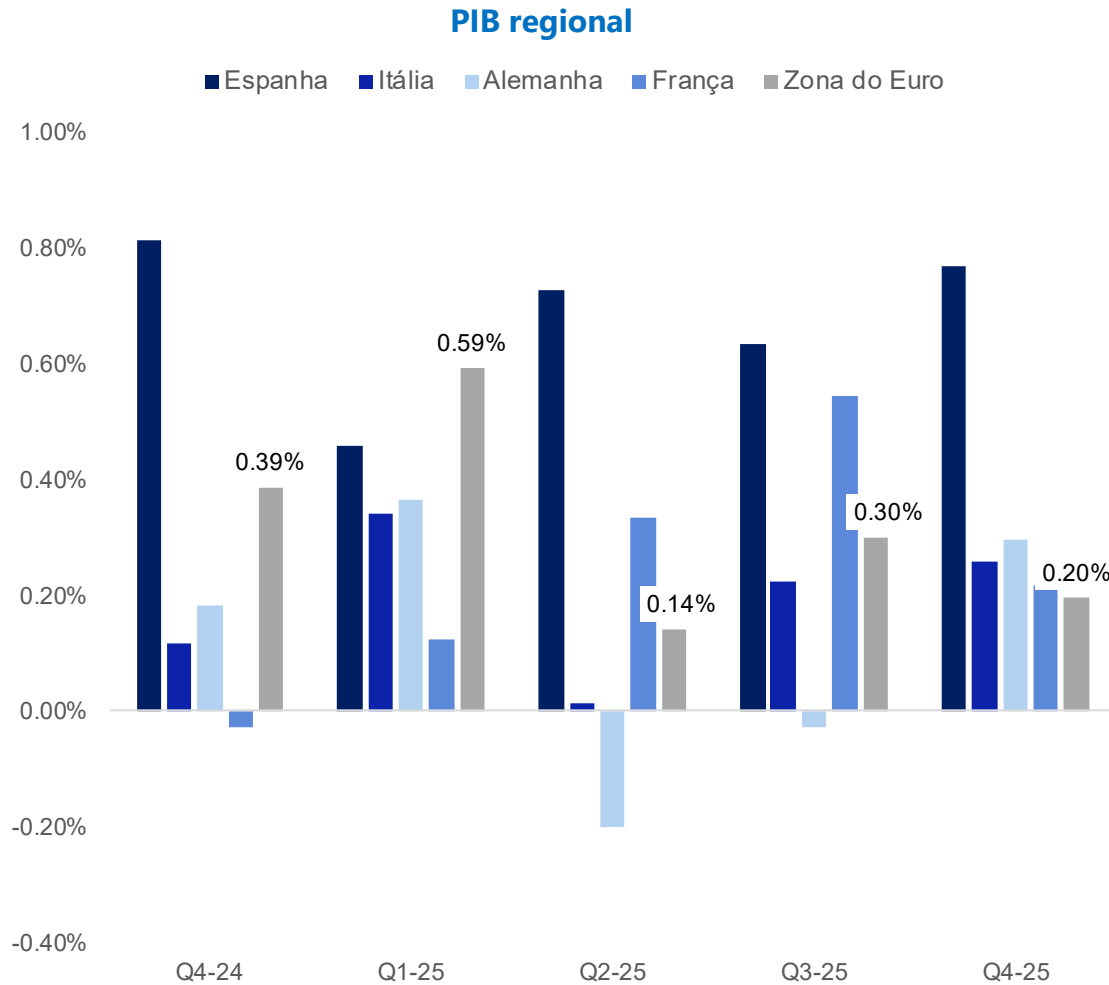
Zona do Euro: Um novo vento favorável para o crescimento

- Os déficits fiscais mais elevados da Alemanha devem atuar como um fator positivo para o país e, conseqüentemente, para a Europa. No entanto, não esperamos um multiplicador fiscal elevado, uma vez que os gastos estão concentrados em defesa e infraestrutura.



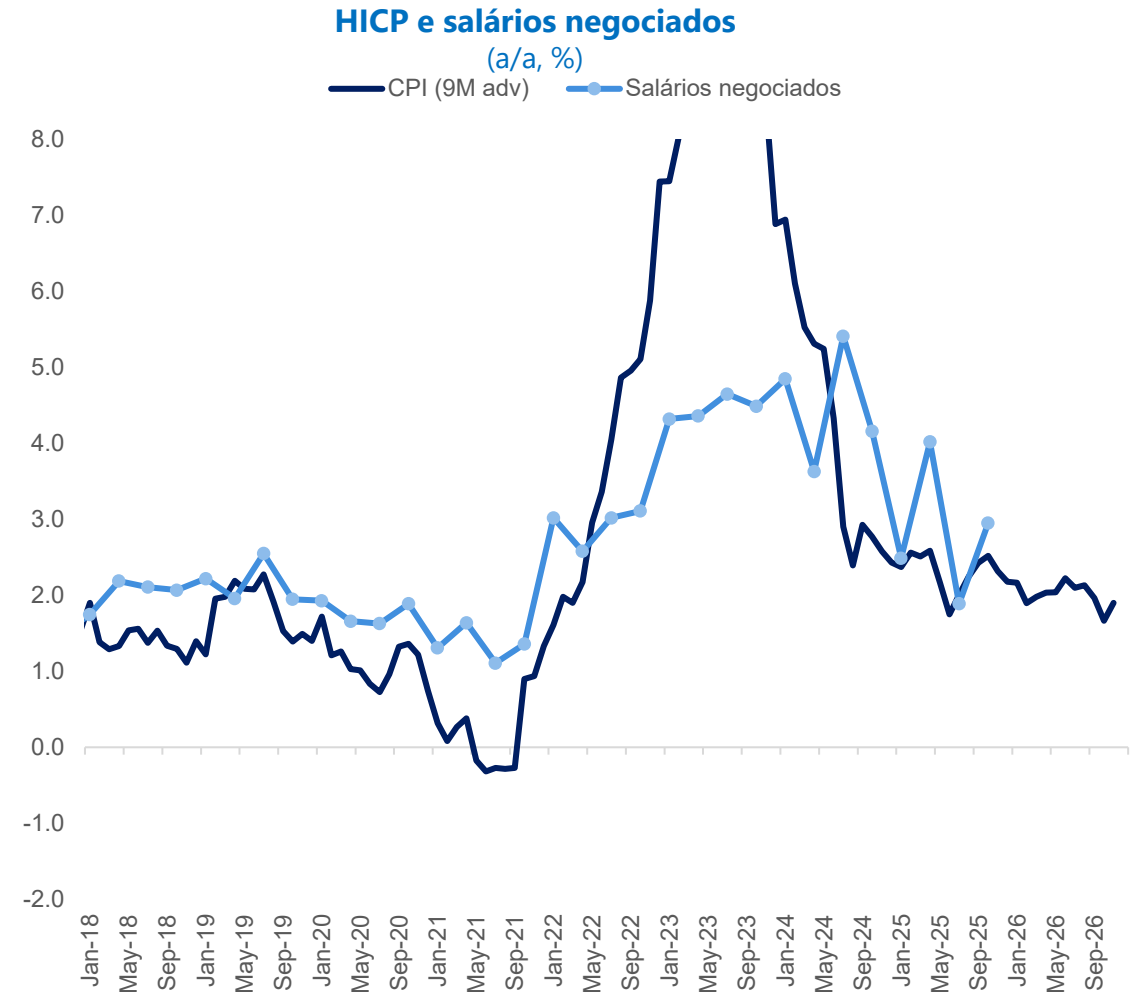
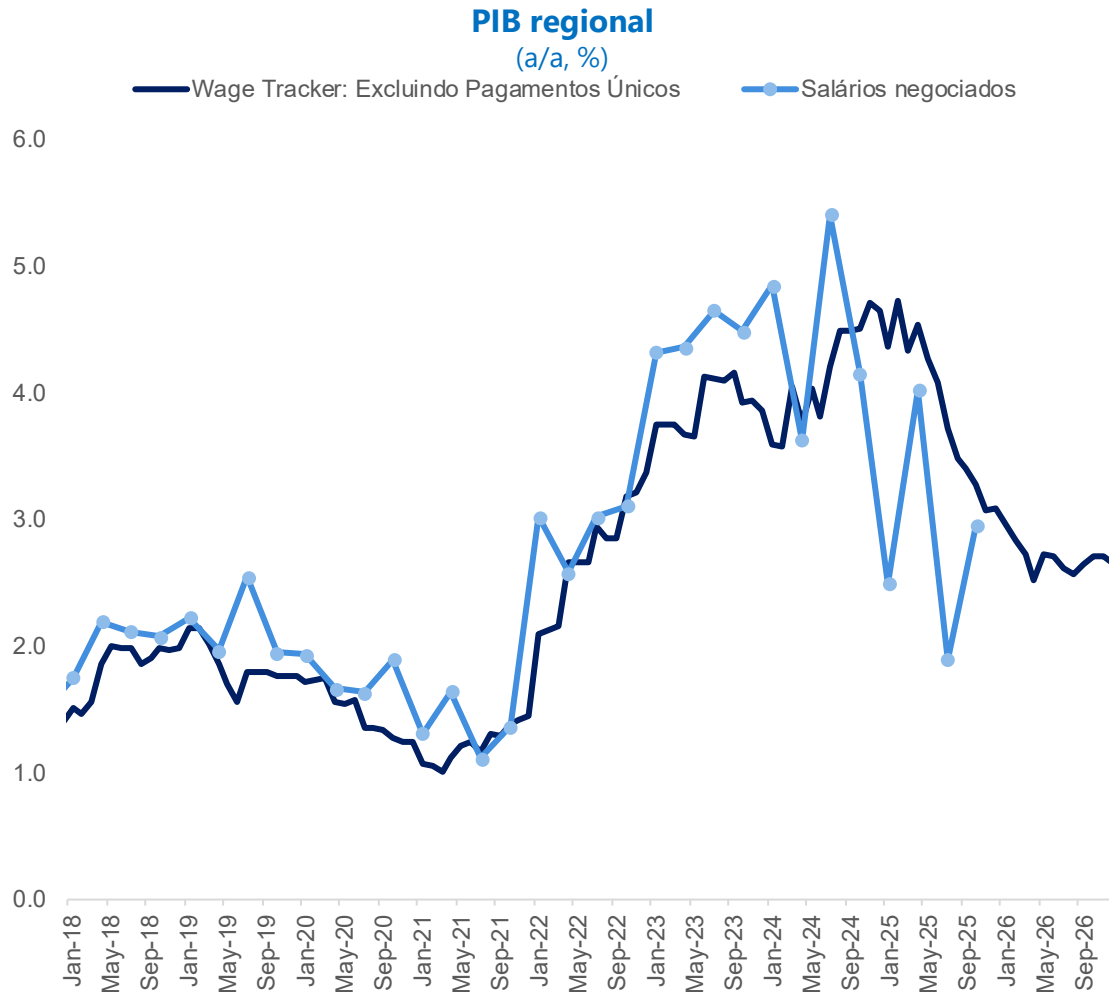
Zona do Euro: A composição regional do crescimento deve mudar em 2026

- Embora a Espanha tenha sustentado o crescimento na Europa e superado o desempenho de seus pares nos últimos trimestres, a Alemanha permaneceu como o principal ponto de fraqueza da região. Para 2026, esperamos uma mudança na composição do crescimento europeu, com maior contribuição da economia alemã.



Zona do Euro: Há risco de inflação abaixo da meta?

- Ao mesmo tempo, o debate na região tem se concentrado no risco de inflação abaixo da meta, com alguns países já registrando leituras de CPI consistentemente abaixo de 2%. No entanto, a Europa também pode estar entre as regiões mais expostas à alta dos preços de gás e petróleo, o que aumenta o risco de um cenário de estagflação caso o choque energético se mostre persistente.





Setor Externo



Iana Ferrão

iana.ferrao@btgpactual.com



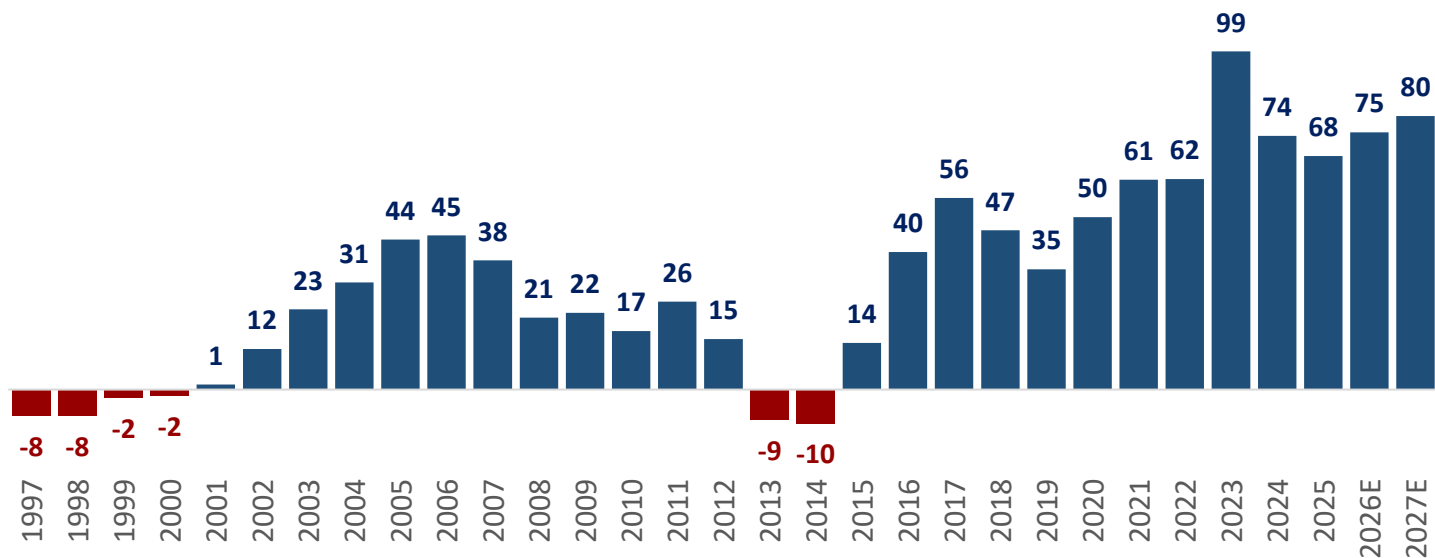
Superávit comercial mais elevado e menor déficit em transações correntes em 2026 e 2027

- **Projetamos superávit comercial de US\$75 bilhões em 2026 e US\$80 bilhões em 2027.** O aumento frente aos US\$68 bilhões de 2025 decorre de: (i) desaceleração das importações; (ii) maior produção de commodities, com destaque para o petróleo; (iii) diversificação dos mercados de destino.
- **Alta do preço do petróleo é risco positivo para a balança comercial.** Com Brent em US\$80/barril ao longo do horizonte de projeção, o superávit subiria para US\$84 bilhões em 2026 e US\$90 bilhões em 2027 (+US\$8,5 bilhões e +US\$10,2 bilhões, respectivamente).
- **Déficit em transações correntes (TC): acomodação na margem.** A desaceleração da atividade doméstica tem resultado em uma acomodação das importações e das despesas com serviços. Com o aumento do superávit comercial e a moderação das despesas com serviços, projetamos redução do déficit em TC para 2,7% do PIB em 2026 e 2,5% em 2027, frente aos 3,0% de 2025. O IDP (investimento direto no país) seguirá mais do que suficiente para financiar o déficit, como observado nos últimos 11 anos.
- **Saída de dólares em 2025 foi a segunda maior da série histórica, mas 2026 começa favorável.** O fluxo cambial foi negativo em US\$32 bilhões em 2025, resultado muito pior que o dos anos anteriores, refletindo menor fluxo comercial, forte aumento dos investimentos brasileiros no exterior e ampliação das despesas com rendas. O investimento estrangeiro no Brasil apresentou recuperação em relação a 2024, mas permaneceu modesto na comparação histórica. Em contraste, o primeiro bimestre de 2026 apresentou o maior fluxo financeiro em 13 anos, refletindo a realocação global de portfólios no início do ano, com maior alocação em mercados emergentes. Por estar concentrado em portfólio, trata-se de fluxo mais volátil e sujeito a reversão.
- **Mantemos a projeção de taxa de câmbio em R\$ 5,20/US\$ no fim de 2026.** Avaliamos que o dólar deve permanecer estruturalmente mais fraco em 2026. A leitura combina: (i) incerteza quanto à condução da política externa e comercial americanas; (ii) condições financeiras menos restritivas nos EUA; e (iii) maior propensão a *hedge* e diversificação de exposição a USD por investidores globais. A recalibração dos riscos domésticos no horizonte 2026/27, em meio à aproximação do ciclo eleitoral e à elevada incerteza quanto ao cenário político/econômico, limita apreciação mais significativa do Real.

Superávit comercial aumentará para US\$75 bilhões em 2026

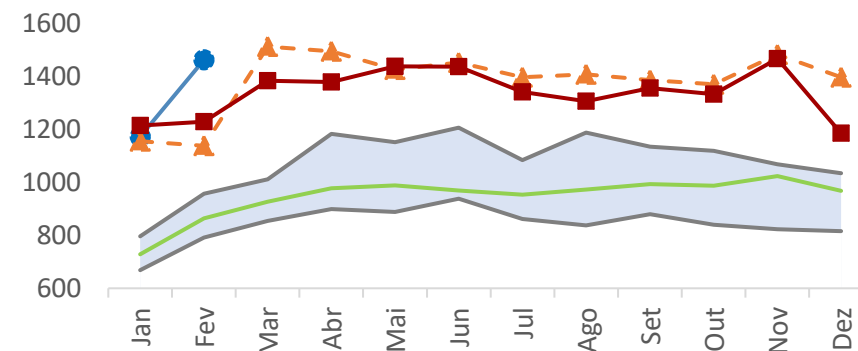
- A aceleração do saldo comercial na margem decorre da combinação de maior dinamismo das exportações e moderação do *quantum* importado – movimento que esperamos que se prolongue ao longo deste ano.
- Para 2026, projetamos aumento do superávit para US\$ 75 bilhões, em função de: (i) **Desaceleração das importações**; (ii) **Maior produção de commodities, com destaque para o petróleo**; e (iii) **Ampliação de novos mercados**.

Saldo da balança comercial (MDIC)
(US\$bilhões)

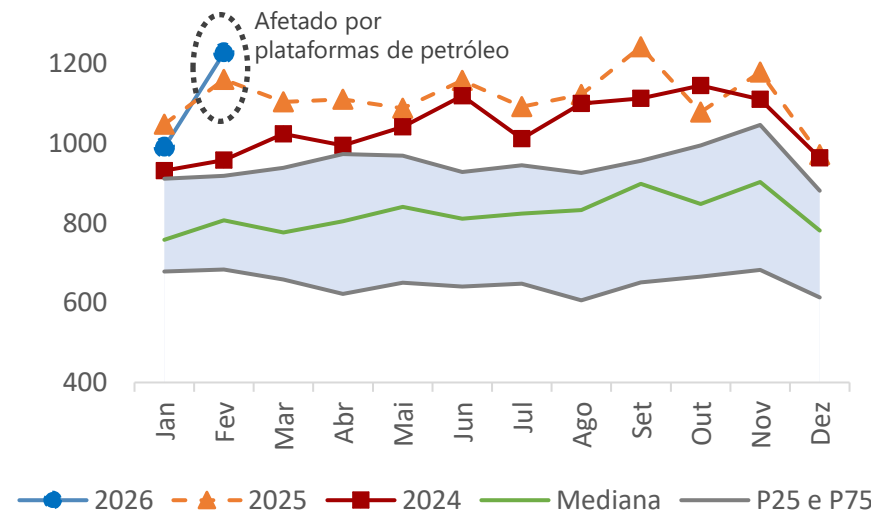


Fonte: MDIC e BTG Pactual

Exportações
(média diária, US\$milhões/du)



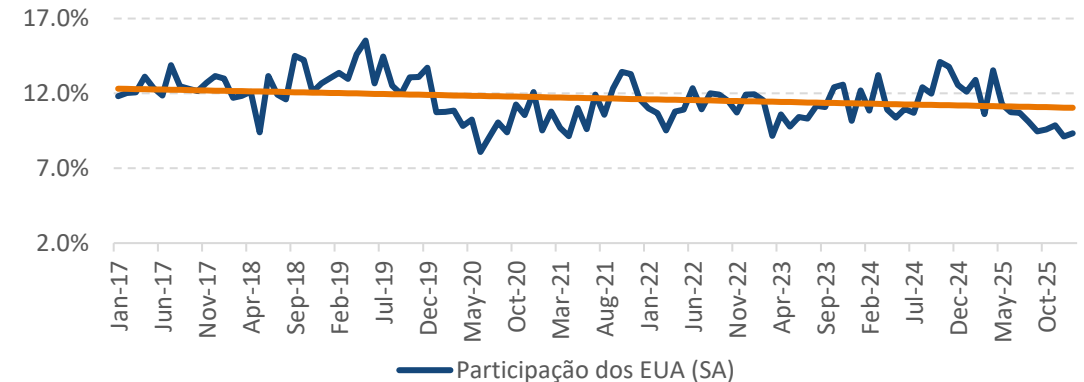
Importações
(média diária, US\$milhões)



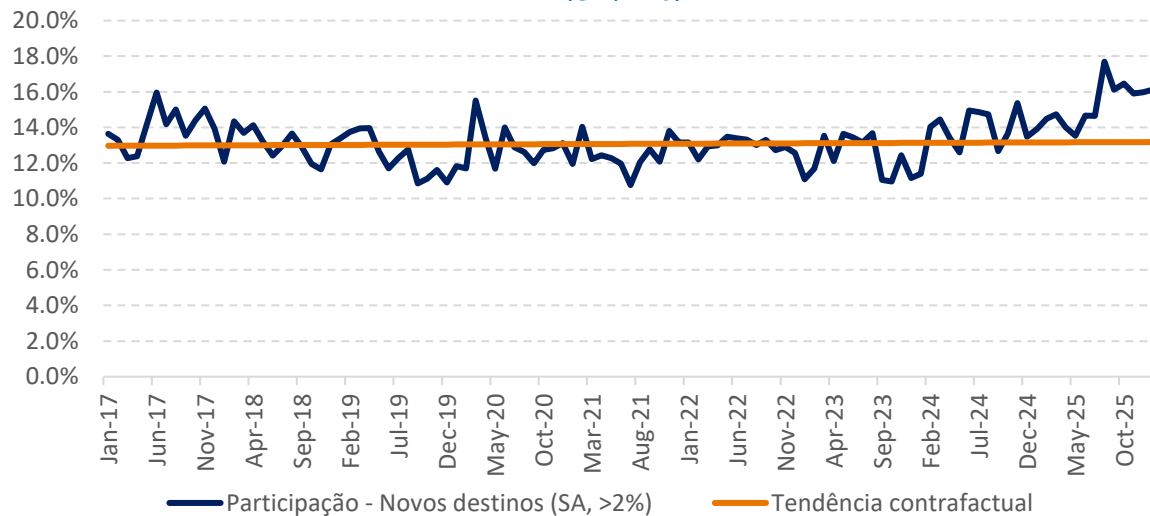
Tarifas dos EUA aceleram a diversificação das exportações brasileiras

- A alta das tarifas de importação dos EUA aceleraram a diversificação das exportações brasileiras: a participação de “novos destinos*” aumentou após o choque e seguiu acima da tendência contrafactual, mesmo após a redução parcial para alguns produtos, sugerindo redirecionamento de vendas para mercados antes marginais.
- A participação dos EUA nas exportações totais brasileiras diminuiu para nível abaixo do contrafactual no pós-tarifa.

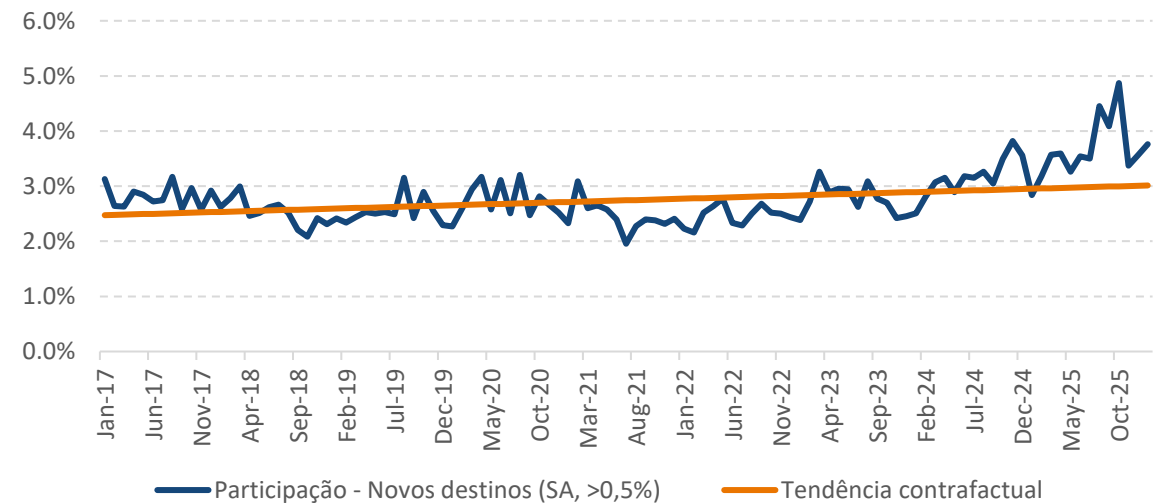
Participação dos EUA nas exportações brasileiras (SA, 0,5%)



Participação de novos destinos nas exportações brasileiras (SA, 2%)



Participação de novos destinos nas exportações brasileiras (SA, 0,5%)

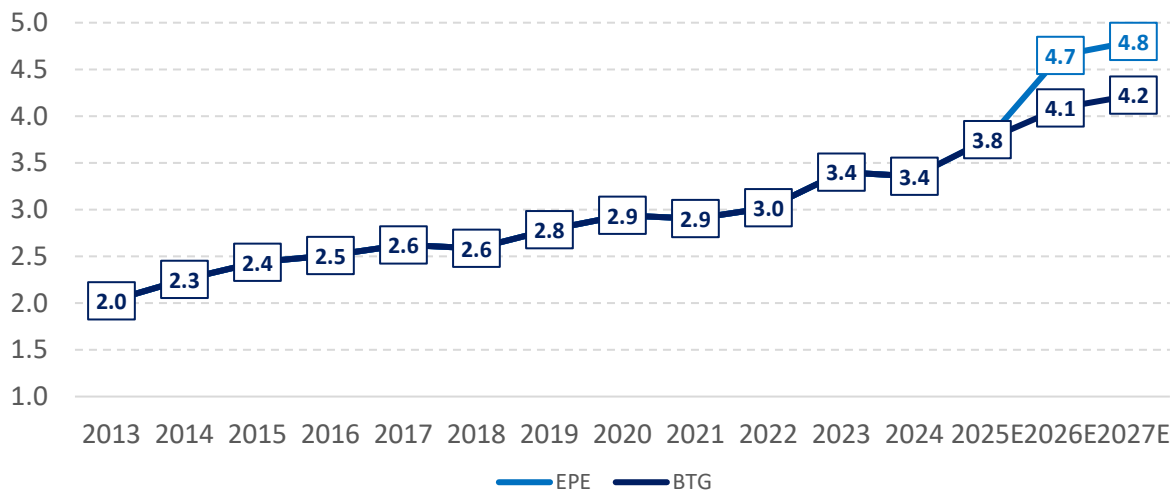


*“Novo mercado”: destino com participação média pré-tarifas baixa (inferior a 0,5% do total ou 2%) e que aumenta sua participação após ago/25. Para reduzir ruído, consideramos apenas os 20 maiores novos destinos (por ganho/nível). O resultado é robusto a definições alternativas.

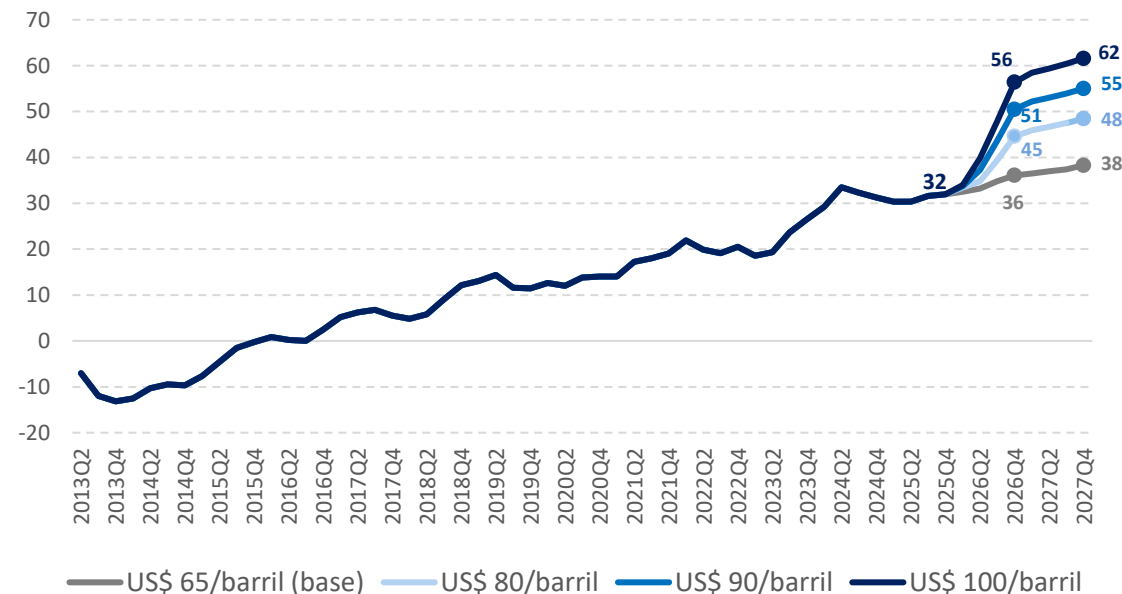
Preço do Brent em US\$80/barril elevaria saldo comercial em US\$9bi

- A produção de petróleo acelerou no 2S25 e atingiu o recorde histórico de 4 milhões de barris/dia nos últimos meses do ano e deve crescer 10% em 2026. Com isso, projetamos aumento do superávit da balança de petróleo e derivados para US\$36 bilhões em 2026, ante US\$32 bilhões em 2025.
- Caso o Brent seja de US\$80/barril no horizonte de projeção*, o superávit aumentaria em US\$8,5 bilhões em 2026, para US\$45 bilhões, elevando o saldo comercial total do país para cerca de US\$84 bilhões. Em um cenário de Brent a US\$100/barril, o superávit total poderia alcançar US\$95 bilhões em 2026.

Projeções para produção de petróleo (milhões de barris/dia)



Balança comercial de petróleo e derivados – cenários alternativos para preços do Brent (US\$ bilhões, US\$/barril)



Impacto estimado da alta do preço de petróleo Brent sobre a balança comercial (Variação, US\$ bilhões)

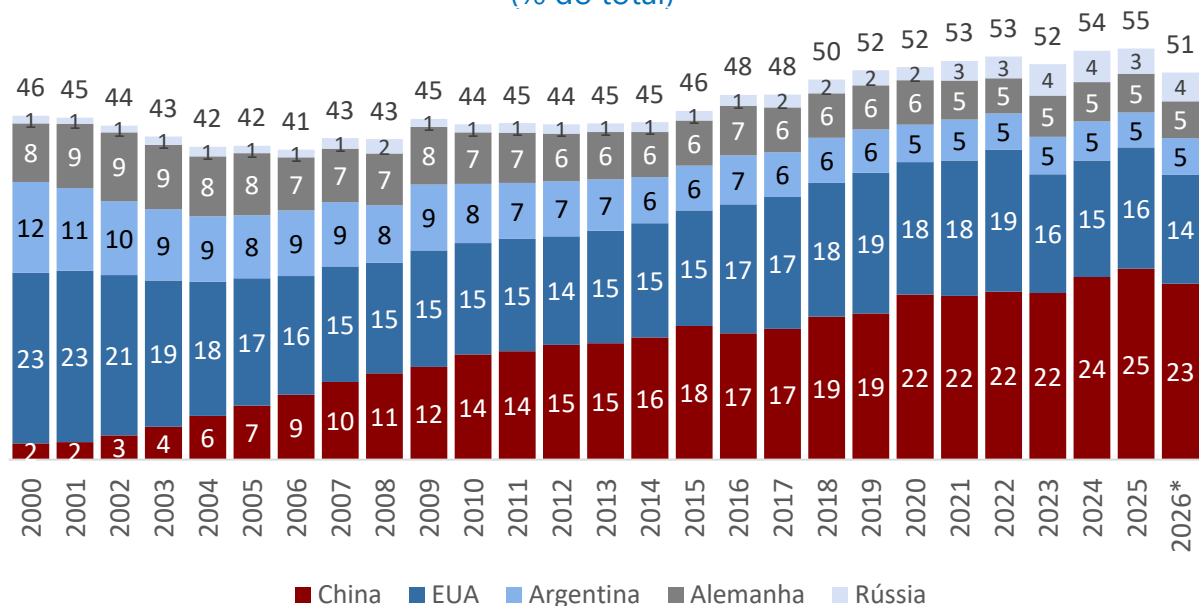
Brent (US\$/barril)	2026	2027
80	8.5	10.2
90	14.4	16.7
100	20.3	23.3

*Nosso cenário base considera Brent médio de US\$65/barril.

Importações da China podem reforçar a desinflação de bens industriais no Brasil em 2026

- O aumento da participação da **China** nas importações brasileiras, combinado com a forte queda dos preços de seus produtos após o pico de 2022, contribuiu de forma relevante para a **desinflação de bens industriais no Brasil**.
- Vale destacar que a deflação observada em 2022 teve caráter predominantemente corretivo, enquanto, em 2023 e 2024, a queda dos preços passou a refletir fatores mais estruturais, como normalização das cadeias globais, excesso de capacidade industrial chinesa e maior competitividade externa. Em 2025, os preços ficaram relativamente estáveis no ano, mas, na margem, há sinais de retomada da tendência de queda observada em 2023–24, o que, se materializada, pode contribuir para a continuidade do efeito desinflacionário dos bens importados à frente.

Principais países de destino das importações brasileiras
(% do total)



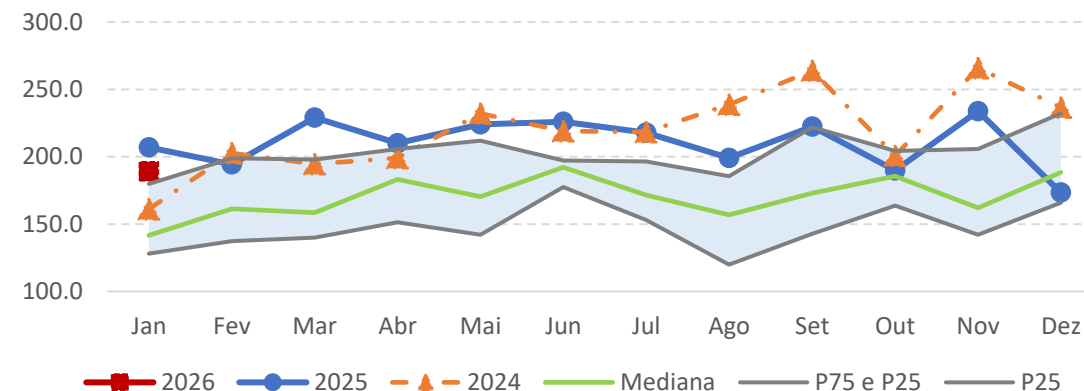
Preço de importação da China
(índice, com média 2006 = 100)



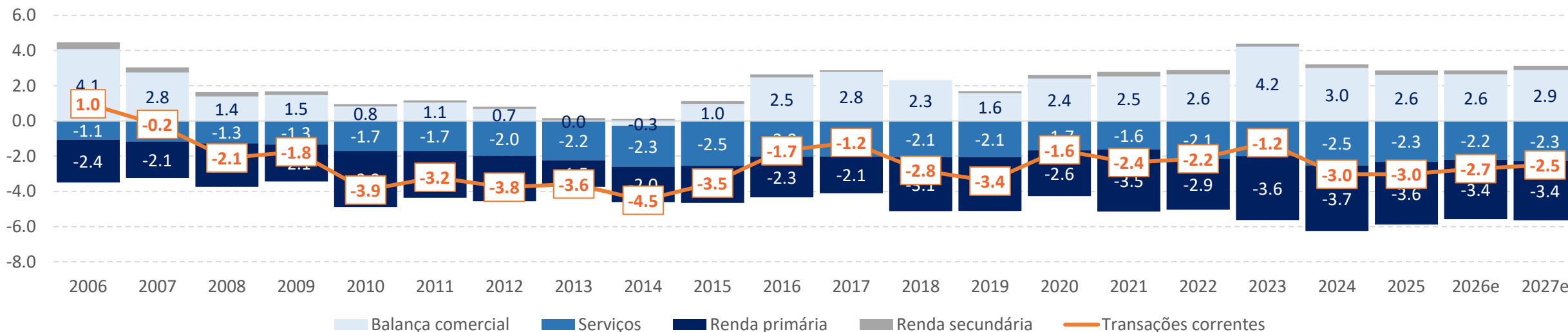
Déficit em transações correntes (TC): acomodação na margem

- A desaceleração da atividade doméstica tem resultado em uma acomodação das importações e das despesas com serviços. Com a moderação dessas rubricas e aumento das exportações, projetamos ligeira redução do déficit em TC para US\$ 68 bilhões (2,7% do PIB) em 2026 e US\$ 63 bilhões (2,5% do PIB) em 2027, frente aos US\$ 69 bilhões (3,0% do PIB) de 2025.

Despesas líquidas com serviços (US\$ bilhões)



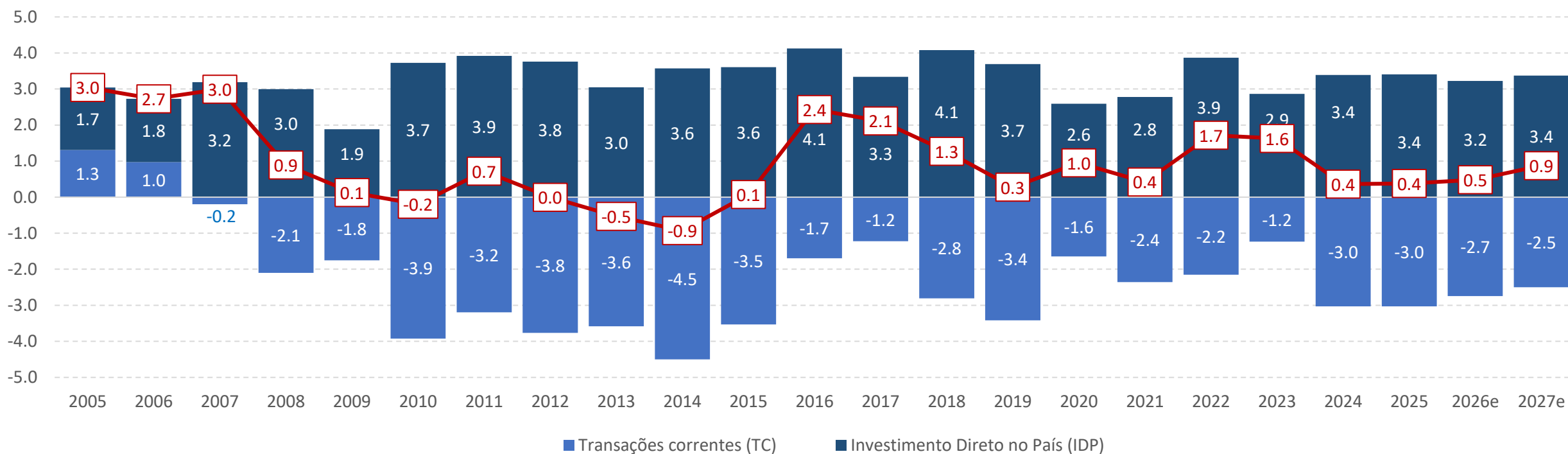
Transações correntes desagregadas (% do PIB)



IDP seguirá financiando o déficit em transações correntes

- Com o aumento do superávit comercial e a moderação das despesas com serviços, projetamos redução do déficit em TC para 2,7% do PIB em 2026 e 2,5% em 2027. O IDP (investimento direto no país) seguirá mais do que suficiente para financiar o déficit, como observado nos últimos 11 anos.

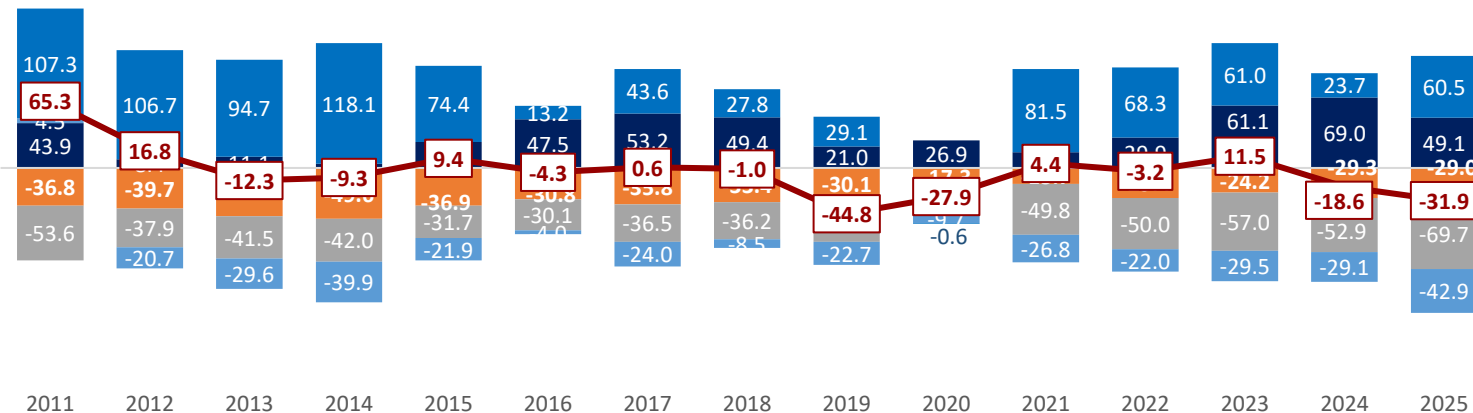
Transações correntes + IDP - Necessidade de financiamento externo
(% do PIB)



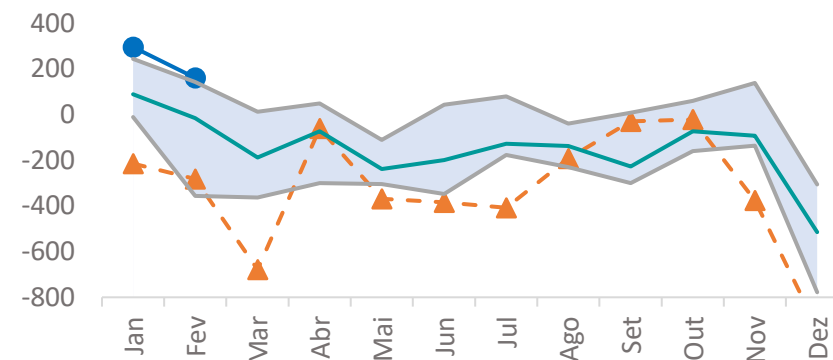
Saída de dólares em 2025 foi a segunda maior da série histórica, mas 2026 começa favorável

- O fluxo cambial foi negativo em US\$32 bilhões em 2025, resultado muito pior que o dos anos anteriores, refletindo **menor fluxo comercial, ampliação das despesas com rendas e aumento dos investimentos brasileiros no exterior** (em parte puxado pelas compras de criptoativos). O investimento estrangeiro no Brasil apresentou recuperação em relação a 2024, mas permaneceu modesto na comparação histórica.
- O início de 2026 apresentou o maior fluxo financeiro em 13 anos, refletindo a realocação global de portfólios no início de 2026, com maior alocação em mercados emergentes.

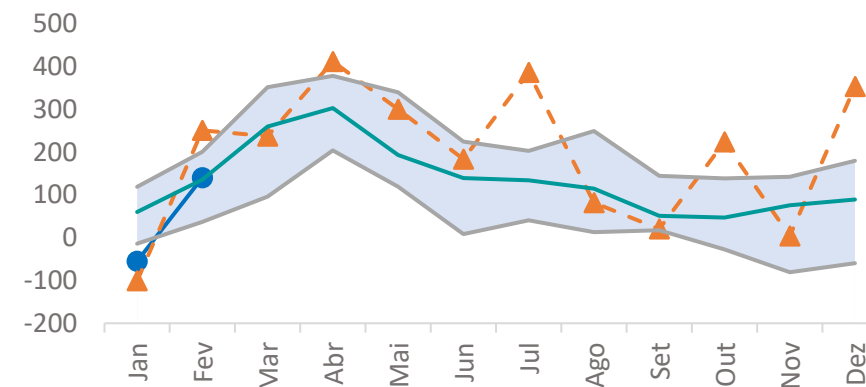
Fluxo cambial líquido, com desagregação do fluxo financeiro
(US\$bilhões)



Fluxo financeiro
(média diária, US\$milhões/du)



Fluxo comercial
(média diária, US\$milhões)



● 2026 ▲ 2025 — Mediana — P75 e P25

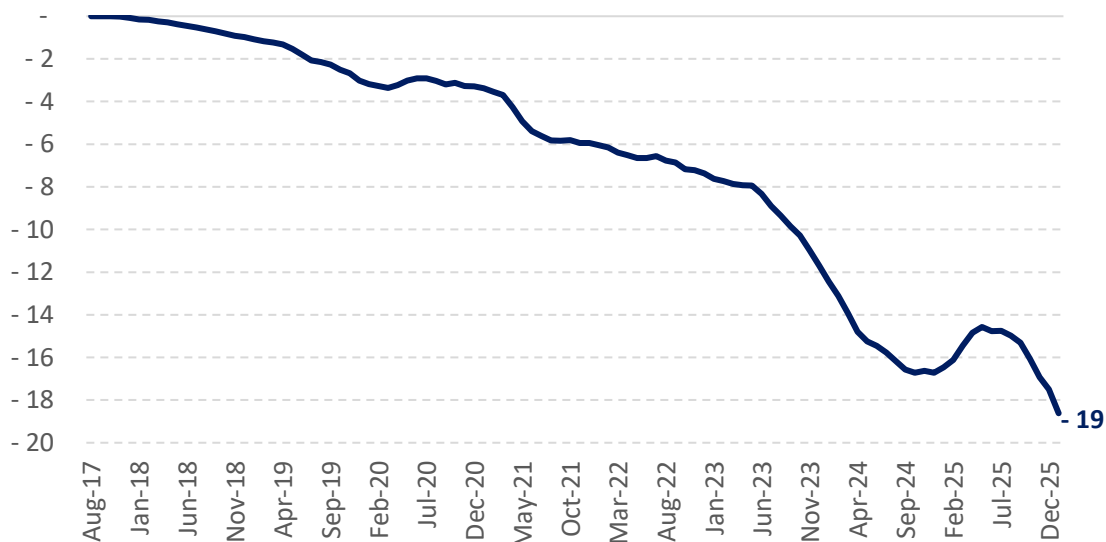
■ Fluxo comercial ■ Serviços ■ Rendas primária e secundária ■ Capitais brasileiros ■ Capitais estrangeiros ■ Fluxo cambial líquido

Fonte: Banco Central e BTG Pactual

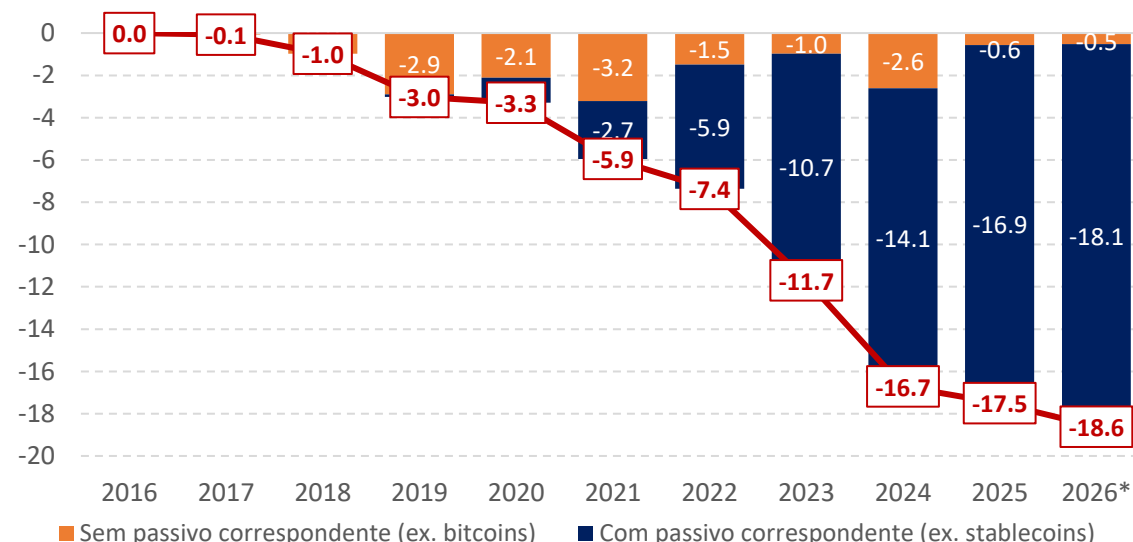
Criptoativos aceleram na margem; transparência do uso final deve aumentar em 2026

- Os investimentos brasileiros em criptoativos voltaram a acelerar a partir de meados de 2025, alcançando US\$19bilhões em 12M até jan/26, com predominância de stablecoins, que, segundo FMI e BCE, são utilizadas majoritariamente para "crypto trades".
- Embora o BC observe apenas a compra via contrato de câmbio, sem visibilidade sobre o uso final, avaliamos que eventual subestimação do déficit em transações correntes (TC) tende a ser limitada, dado o uso predominante desses ativos (para "crypto trades") e a existência de fontes complementares de informação para as TC. A nova regulamentação das prestadoras de serviços de ativos virtuais, do fim de 2025, deve ampliar a transparência sobre o uso final dos criptoativos como *stablecoins* e abre espaço para eventual incidência de IOF; à alíquota de 3,5%, a arrecadação potencial seria da ordem de R\$3 bilhões.

Ativos externos líquidos em criptoativos – acumulado em 12M
(US\$ bi)



Ativos externos líquidos em criptoativos – anual
(US\$ bi)





Política Fiscal



Fábio Serrano

fabio.serrano@btgpactual.com



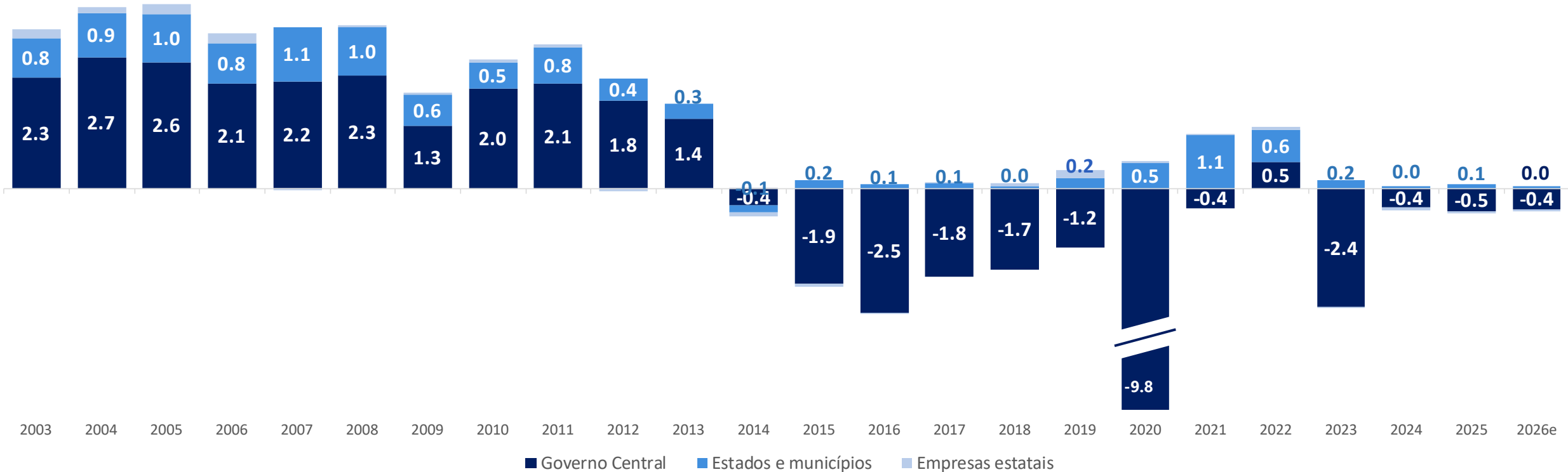
Cumprimento da meta não impede avanço da dívida

- Para 2026, projetamos déficit de R\$57,1 bi (0,4% do PIB), com superávit de R\$0,5 bi para governos regionais e déficit de R\$7,8 bi para estatais. A meta deverá ser cumprida novamente, com déficit primário do governo central de R\$49,8 bi (superávit ajustado de R\$8,1 bi). O mercado de trabalho ainda resiliente deve sustentar a arrecadação, apesar da desaceleração da atividade e da inflação. Medidas já aprovadas de aumento de tributos e redução de benefícios tributários, além de receitas extraordinárias (como dividendos do BNDES e leilões de petróleo), também devem reforçar a receita.
- O efeito de primeira ordem do choque de petróleo causado pelo conflito no Oriente Médio é positivo para a arrecadação pública. Estimamos que um aumento de US\$10 no preço médio do barril de petróleo, mantidas as demais premissas constantes, eleva a receita líquida do governo central em R\$15,3 bilhões. Caso o preço médio do barril se estabilize em US\$80 (ante nossa hipótese original de US\$65 e câmbio médio de R\$5,20/US\$), o impacto total sobre a receita líquida seria de R\$23 bilhões (0,2% do PIB), reduzindo o déficit projetado de R\$49,8 bilhões para R\$27 bilhões (-0,2% do PIB). Contudo, a pressão política por medidas compensatórias também pode aumentar, anulando parcialmente ou totalmente esse efeito.
- O crescimento real da despesa primária do governo central deve acelerar para 4,9% em 2026, refletindo o aumento do limite de gastos e a expansão de despesas fora do teto. O 1S26 tende a ser mais pressionado, com pagamento de precatórios no 2º bimestre e maior concentração de emendas no 2T.
- Além disso, medidas sem impacto primário direto já implementadas devem injetar recursos na economia em 2026, incluindo isenção de IRPF, programas de crédito imobiliário e programas sociais como Gás do Povo e Luz do Povo.
- Entre os principais riscos para 2026, monitoramos a expansão de políticas semelhantes e o avanço de propostas com impacto fiscal relevante em meio ao calendário eleitoral. As finanças estaduais também serão importantes: o investimento dos estados segue um ciclo eleitoral claro e deve crescer com funding abundante, tanto de recursos em caixa quanto de empréstimos contratados.
- Por fim, a dívida bruta deve continuar em trajetória de alta. Projetamos aumento de 3 p.p. em 2026, para 81,7% do PIB, acumulando 10 p.p. no atual ciclo presidencial. Um crescimento do gasto federal semelhante ao observado sob o teto de gastos poderia reduzir o juro real longo em ~150 bps, chegando a ~250 bps com ajuste adicional de estados e municípios, contribuindo de maneira relevante para a estabilização da dívida à frente.

Meta de primário de 2026 deverá ser cumprida

- Projetamos déficit de R\$57 bilhões (0,4% do PIB) para o setor público em 2026, com déficit de R\$50 bilhões no governo central e R\$8 bilhões nas estatais, e um superávit de R\$1 bilhão em estados e municípios.
- No critério ajustado, com exclusão de R\$58 bilhões em despesas, o governo central teria superávit de R\$8 bilhões, dentro da banda da meta para 2026 (meta de R\$34,3 bilhões e limite inferior em déficit zero).

Resultado Primário do Setor Público (% PIB)



Fonte: BCB e BTG Pactual

Medidas tributárias já em vigor e receitas extraordinárias serão essenciais para o cumprimento da meta

- Mesmo assumindo estimativas mais conservadoras para as principais medidas de receita, o espaço até o limite inferior da meta permite acomodar até R\$34,3 bilhões. Somado ao empoçamento de R\$24 bilhões em despesas, esse colchão deve garantir o cumprimento da meta.

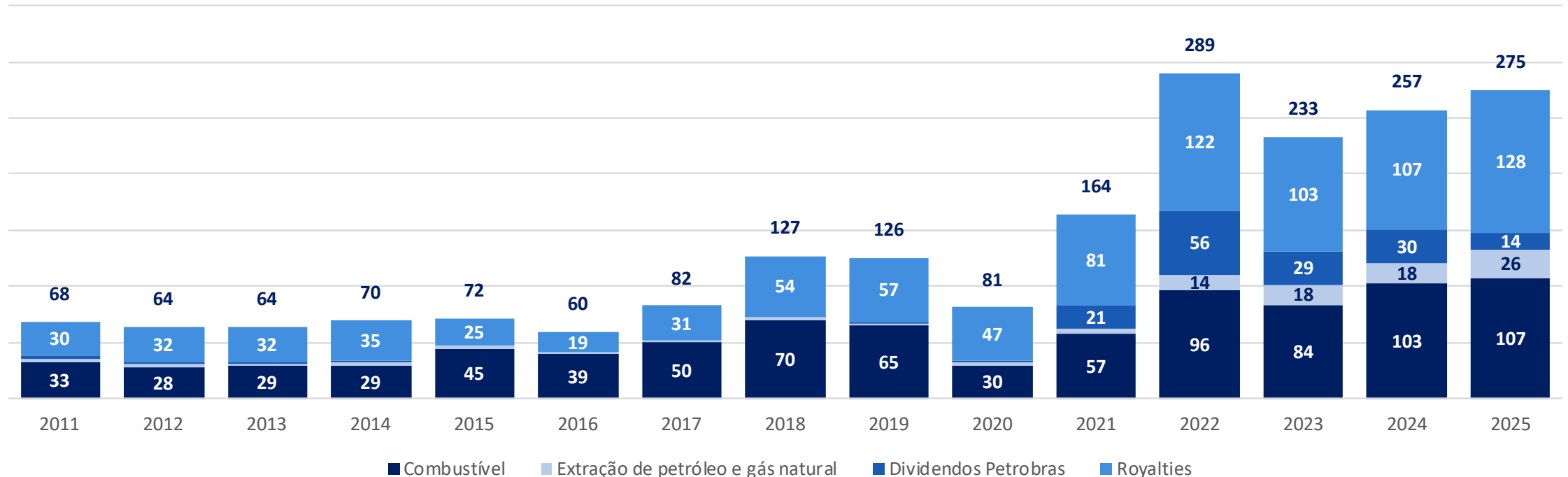
Principais Medidas de Receita para 2026 – Orçamento vs. Projeção BTG

Medida	R\$ bilhões		
	LOA 2026	BTGP	Dif.
Receitas Extraordinárias	112.1	74.1	-38.0
Dividendos	54.1	54.1	0.0
Leilão de Petróleo	31.0	10.0	-21.0
Transações tributárias	27.0	10.0	-17.0
Majoração de impostos	84.3	74.5	-9.8
Redução benefício tributário	19.8	10.0	-9.8
IOF	18.0	18.0	0.0
Majoração de Imposto de Importação	14.0	14.0	0.0
Limitação ao uso de compensações tributárias	10.0	10.0	0.0
Fase out da desoneração da folha	8.0	8.0	0.0
Fim do PERSE	7.5	7.5	0.0
CSLL mínima (15%) - grandes multinacionais	3.4	3.4	0.0
Majoração de IRRF sobre JCP	2.5	2.5	0.0
Majoração de CSLL de fintechs	0.8	0.8	0.0
Majoração de tributação sobre GGR de bets	0.3	0.3	0.0
-	196.4	148.6	-47.8

Alta de \$10 no petróleo eleva receita líquida em R\$15,3 bilhões, mas pode aumentar pressão por compensações

- Estimamos que um aumento de \$10 no preço médio do barril de petróleo, mantidas as demais premissas constantes, eleva a receita líquida do governo central em R\$15,3 bilhões.
- Caso o preço médio do barril se estabilize em \$80 (ante nossa hipótese original de \$65 e câmbio médio de R\$5,20/US\$), o impacto total sobre a receita líquida seria de R\$23 bilhões (0,2% do PIB), reduzindo o déficit projetado de R\$50 bilhões para R\$27 bilhões (-0,2% do PIB).

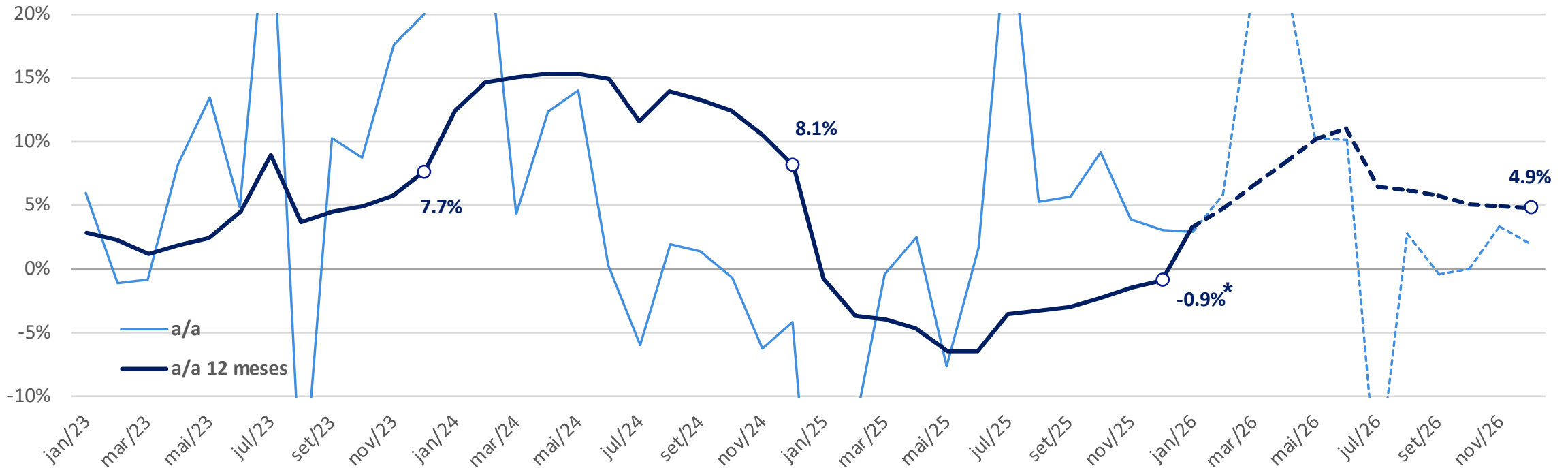
Arrecadação Federal – Setor de Petróleo e Derivados (R\$ bilhões)



Despesa primária acelera no ano, com maior pressão no 1S26

- Crescimento real da despesa primária do governo central deve acelerar em 2026, puxado pelo aumento do limite de gastos e pela expansão das despesas não incluídas no teto.
- 1S26 será mais pressionado, com mudança no calendário de pagamentos de precatórios (de jul/25 para mar–abr/26) e maior concentração de emendas no 2T.

Crescimento Real da Despesa Primária do Governo Central (% a/a)



* Realocando a despesa de precatórios de dez/23 para jan/24, quando os recursos efetivamente chegaram à economia.

Medidas parafiscais são risco para o ano eleitoral; ações já implementadas devem injetar R\$88 bi na economia

- O espaço para novas despesas primárias dentro do limite de gastos e da meta fiscal é limitado; revisões desses limitadores exigiriam aprovação do Congresso.
- Medidas parafiscais são mais fáceis de implementar, apesar de terem, em média, impacto mais diluído no tempo. Medidas já implementadas devem injetar R\$88 bi (0,6% do PIB) na economia em 2026.

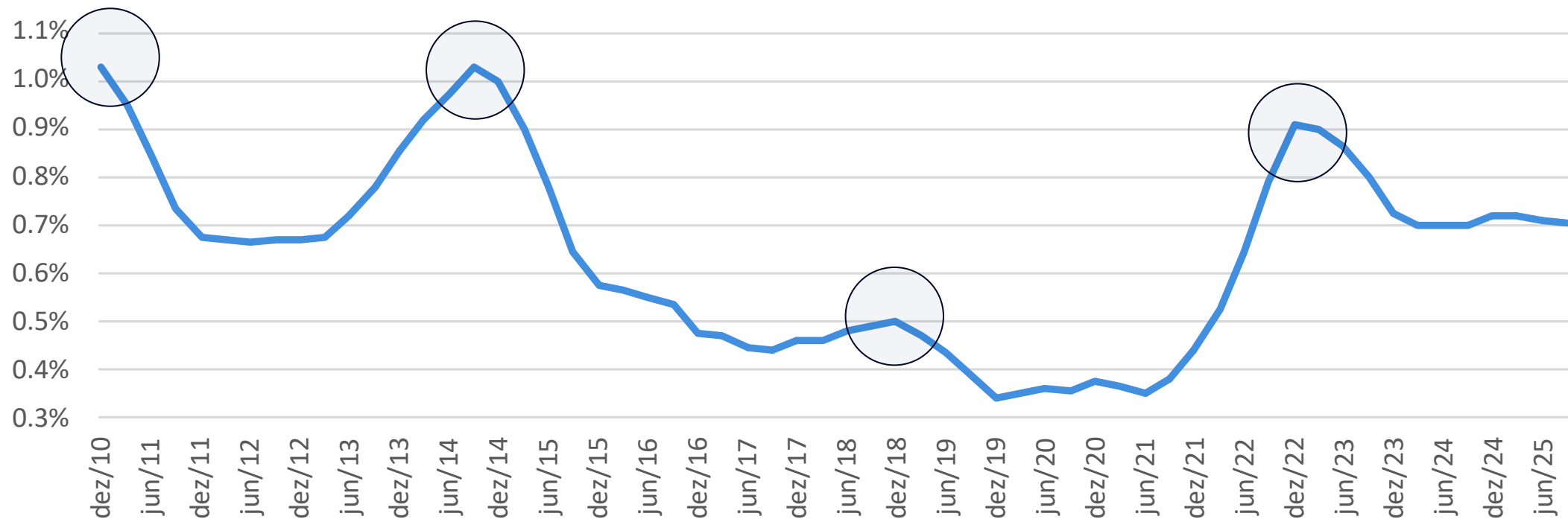
Medidas já implementadas devem injetar R\$88 bi (0,6% do PIB) na economia em 2026

Programa	Status	Δ 25-26 (R\$ bi)	Δ 25-26 % PIB
Medidas já implementadas		88.1	0.6%
Consignado	Início: mai/25	24.0	0.2%
Isenção IRPF	Início: jan/26	31.0	0.2%
Gás do Povo	Início: nov/25	1.6	0.0%
Luz do Povo	Início: jul/25	4.3	0.0%
Reforma Casa Brasil	Início: nov/25	13.9	0.1%
MCMV – Faixa 4 (nova modalidade)	Início obras: 1S26	7.7	0.1%
Novo Modelo de Crédito Imobiliário	Ao longo de 2026	22.3	0.2%
Saque Aniversário	Restrições: nov/25 Saque: dez/25 e fev/26	-16.7	-0.1%

Ano eleitoral impulsionará investimento estadual

- Investimento dos estados segue ciclo eleitoral claro: acelera a partir do 2S do ano pré-eleitoral e atinge pico no fim do ano eleitoral.
- Maior disponibilidade de recursos reforçar esse ciclo, mas restrições de execução podem limitar a expansão. Mas dados até o 3T25 mostram investimento estadual ligeiramente abaixo do padrão histórico.s pode

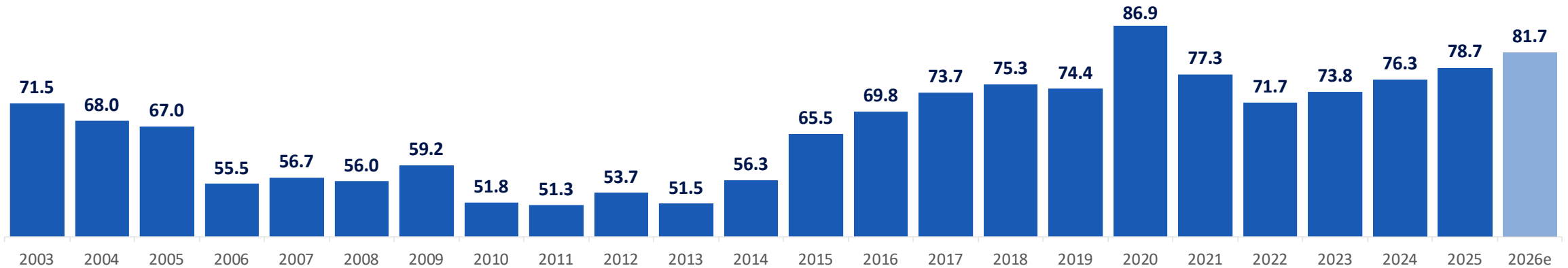
Investimento dos Estados (% PIB)



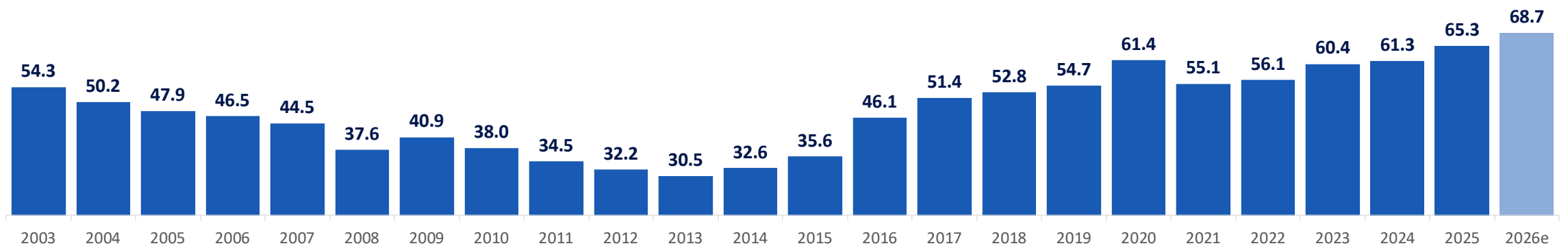
Dívida bruta deve subir 10 p.p. ao longo deste ciclo presidencial

- Com um primário aquém do necessário para estabilizar a dívida e um déficit nominal ainda elevado, a DBGG deve continuar em trajetória de alta. Projetamos um aumento de 3pp em 2026, acumulando cerca de 10pp de alta ao longo de quatro anos.

Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)



Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)





Atividade Econômica



Ederson Schumanski

Ederson.Schumanski@btgpactual.com

Fonte: +55 (11) 3383 3453

Bruno Martins

Bruno-S.Martins@btgpactual.com

Fonte: +55 (21) 3262 4728

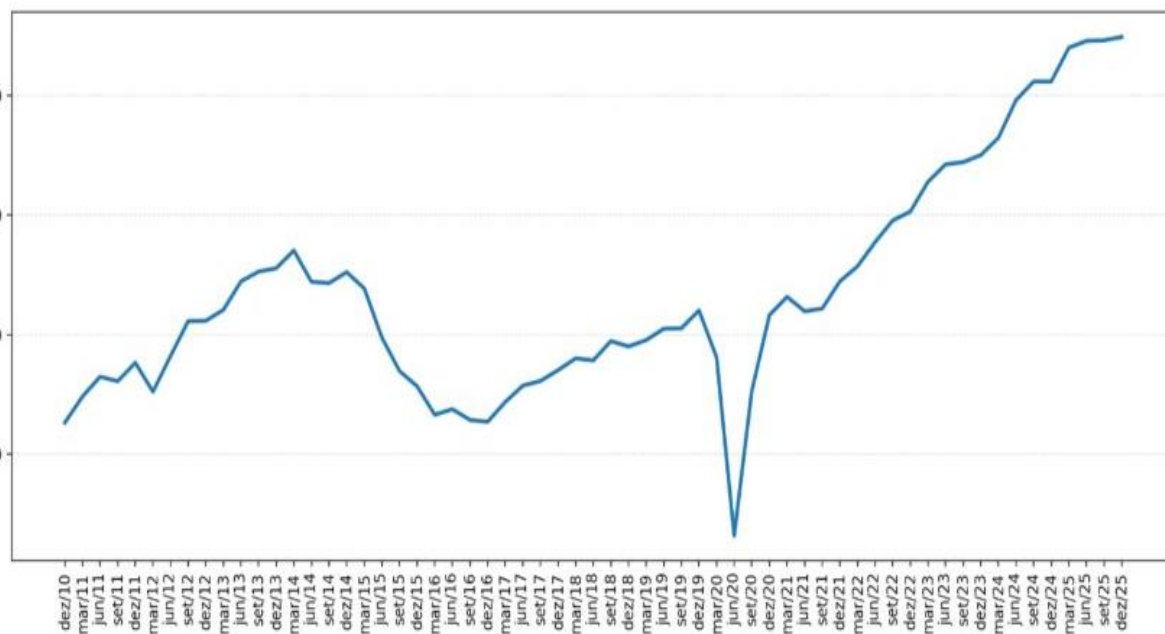


Atividade Econômica

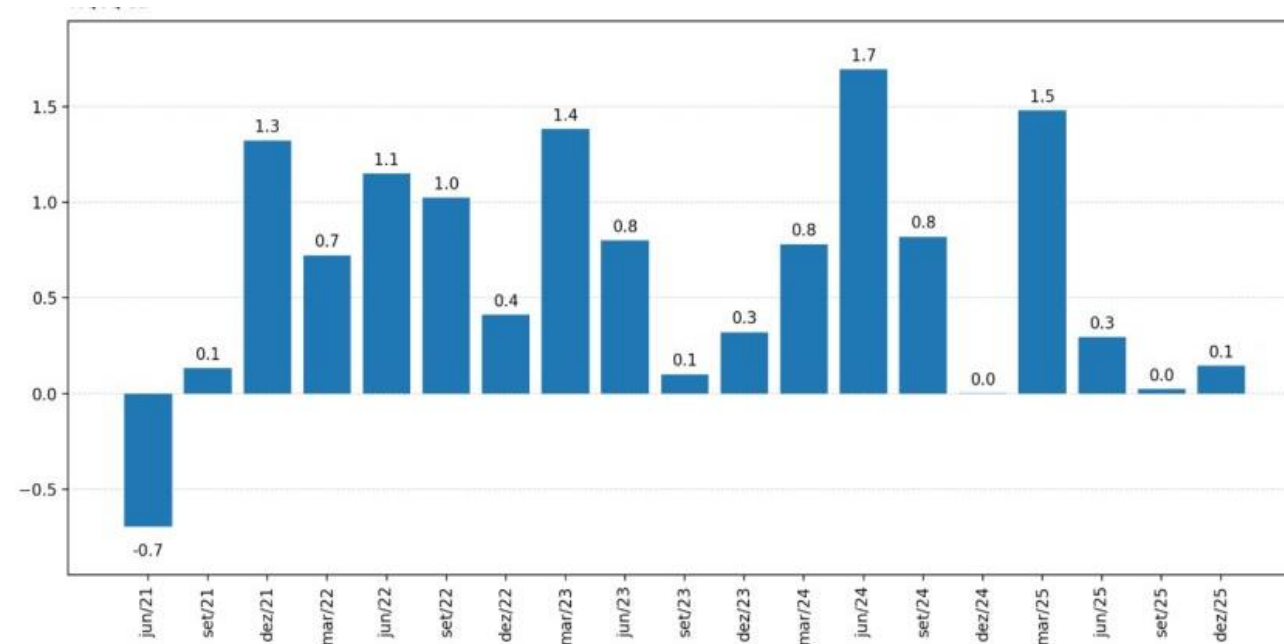
- Desaceleração da atividade econômica iniciada no segundo trimestre do ano passado, se intensificou no segundo semestre;
- Demanda doméstica com retração na segunda metade do ano passado, com destaque para queda de investimentos e estagnação do consumo das famílias;
- Mercado de trabalho seguiu resiliente nos últimos meses, com destaque para nova mínima da taxa de desemprego com ajuste sazonal;
- Com mercado de trabalho aquecido, rendimentos voltaram a acelerar desde o final do ano passado;
- Esperamos reaceleração da atividade econômica a partir do primeiro trimestre, com destaque para consumo das famílias;
- Impulso fiscal voltando a ser positivo e um mercado de trabalho aquecido contribuirão para acelerar a economia nos próximos trimestres.

- Desaceleração da economia em curso desde o 2025Q2

PIB - Índice



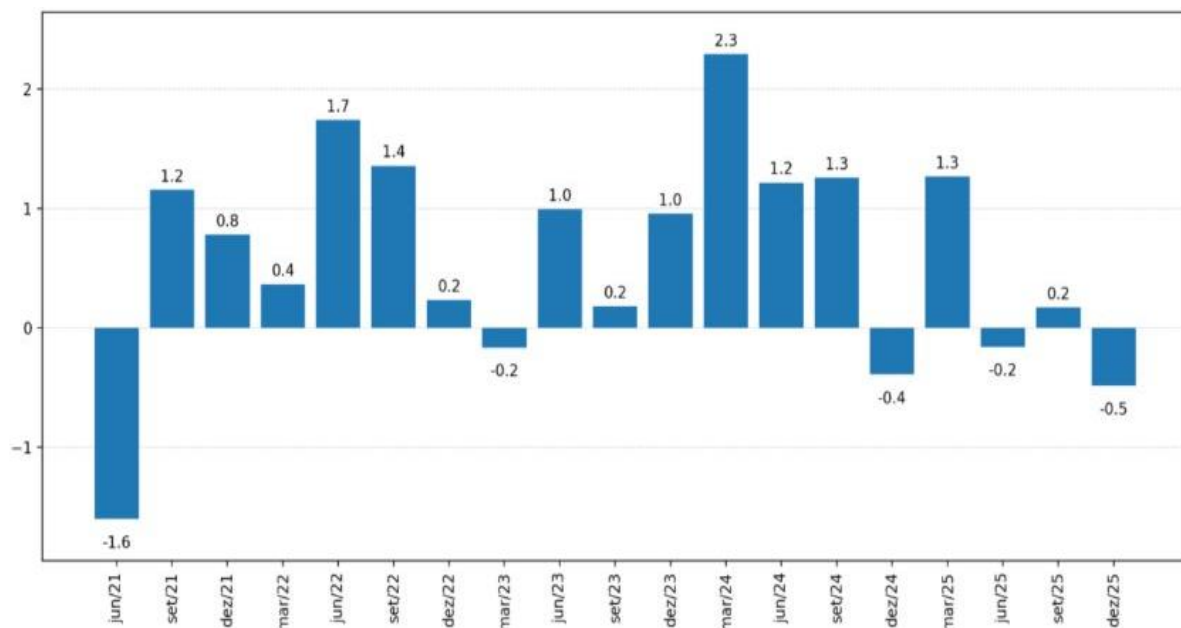
PIB - t/t a.s.



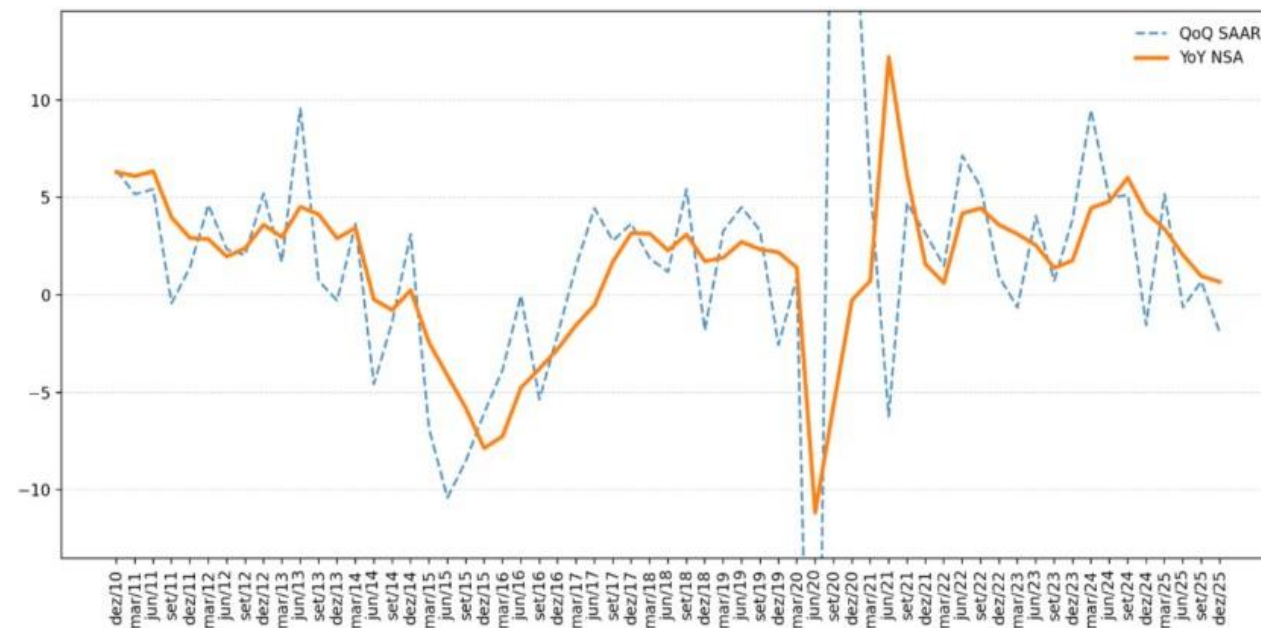
PIB - Demanda Doméstica

- Desaceleração da economia em curso desde o 2025Q2, com destaque para demanda doméstica

Demanda Doméstica Final (C+I+G ex estoques)



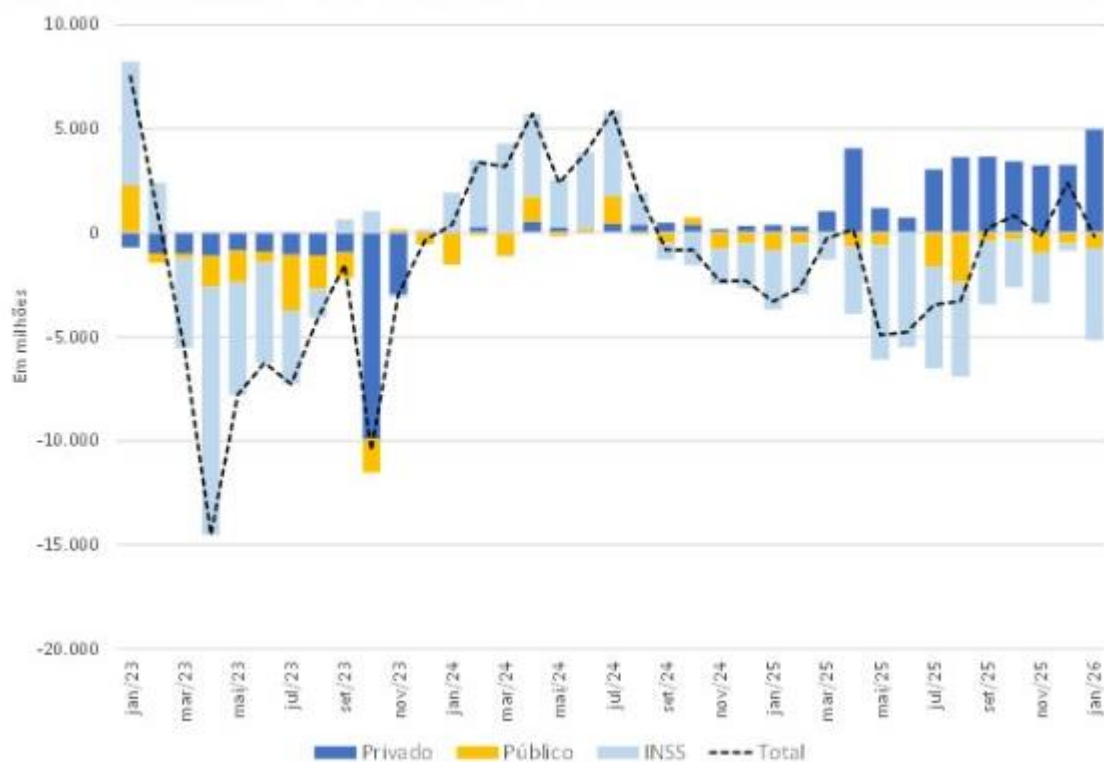
Demanda Doméstica Final (C+I+G ex estoques) t/t a.s e a/a n.a.s



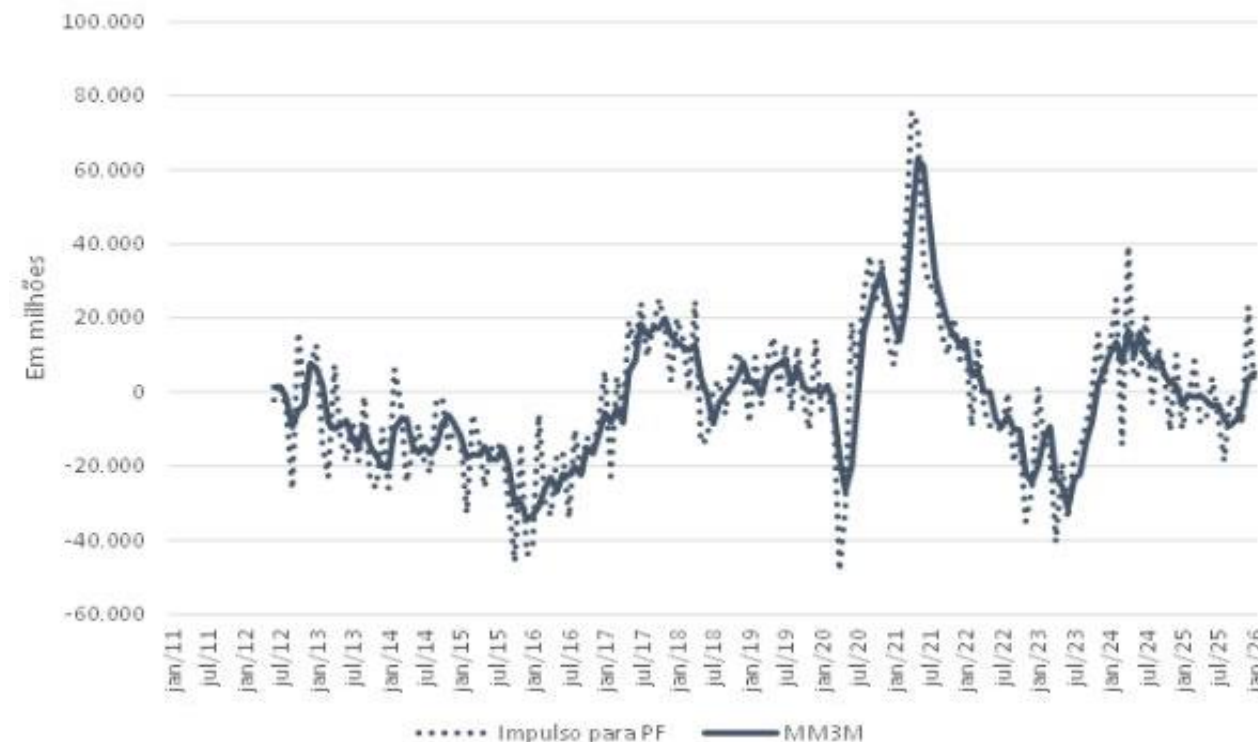
Crédito – Impulso

- Consignado ganhando tração. Impulso de crédito negativo ao longo de 2025 se tornou positivo

Impulso no crédito consignado



Impulso de crédito para PF



Impulsos Fiscais

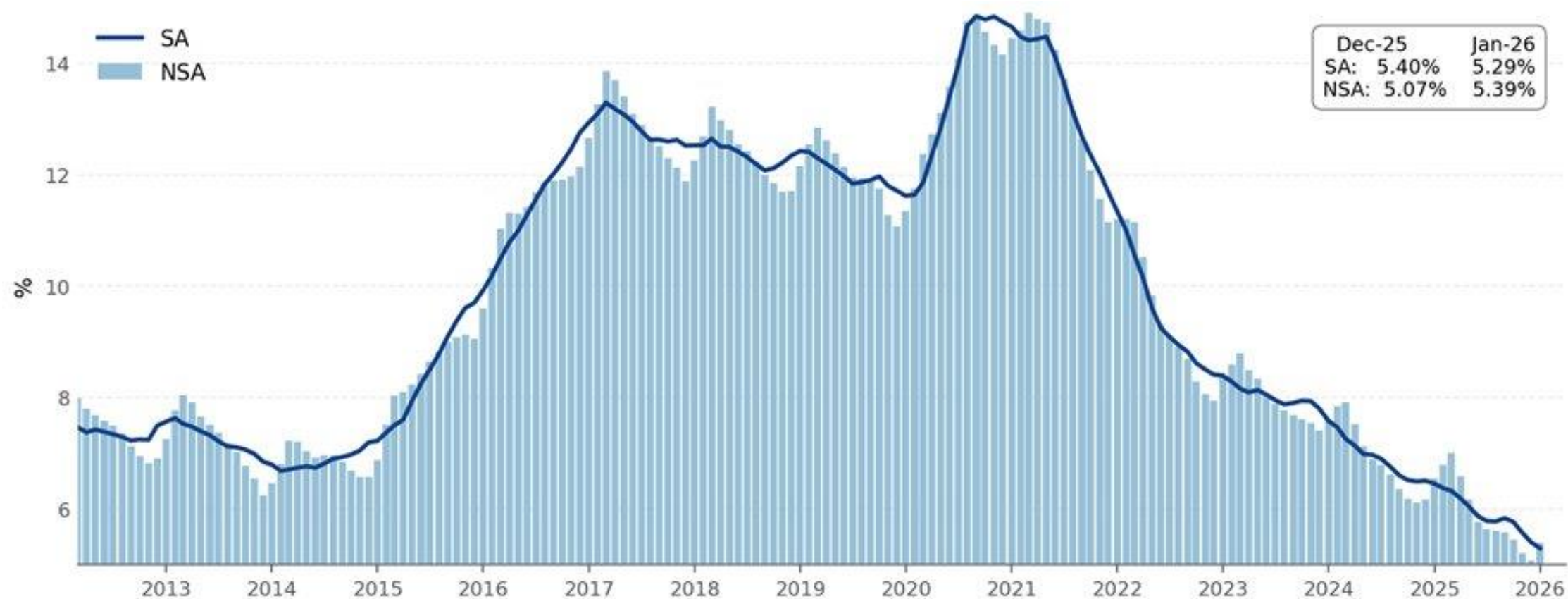
- Impulsos fiscais e mercado de trabalho resiliente acelerarão da atividade no primeiro semestre.

Novos programas governamentais

Programa	Status	Δ 25-26 (R\$ bi)	Δ 25-26 % PIB
Medidas já implementadas		88.1	0.6%
Consignado	Início: mai/25	24.0	0.2%
Isenção IRPF	Início: jan/26	31.0	0.2%
Gás do Povo	Início: nov/25	1.6	0.0%
Luz do Povo	Início: jul/25	4.3	0.0%
Reforma Casa Brasil	Início: nov/25	13.9	0.1%
MCMV – Faixa 4 (nova modalidade)	Início obras: 1S26	7.7	0.1%
Novo Modelo de Crédito Imobiliário	Ao longo de 2026	22.3	0.2%
Saque Aniversário	Restrições: nov/25 Saque: dez/25 e fev/26	-16.7	-0.1%
Medidas em discussão		-	-
Redução de IPVA	PEC protocolada na Câmara	70.0	0.5%
Gratuidade de ônibus	Em estudo pela Fazenda	65.0	0.5%
Redata – Serviços de datacenter	Apresentado na Câmara, regime de urgência	2.5	0.0%
REIQ – Indústria petroquímica	PL no Senado, já aprovada pela Câmara	2.1	0.0%
Piso salarial - professores rede privada	PL apresentado na Câmara	n.d.	n.d.
Isenção de IR para policiais	Em avaliação pela oposição	n.d.	n.d.
Desoneração da folha para compensar 6x1	Em avaliação por bancada temática	n.d.	n.d.
Novo modelo para o consignado INSS	Esperado para 1S26	n.d.	n.d.
Programa Compra Assistida	Em estudo	n.d.	n.d.

PNAD – Taxa de Desemprego

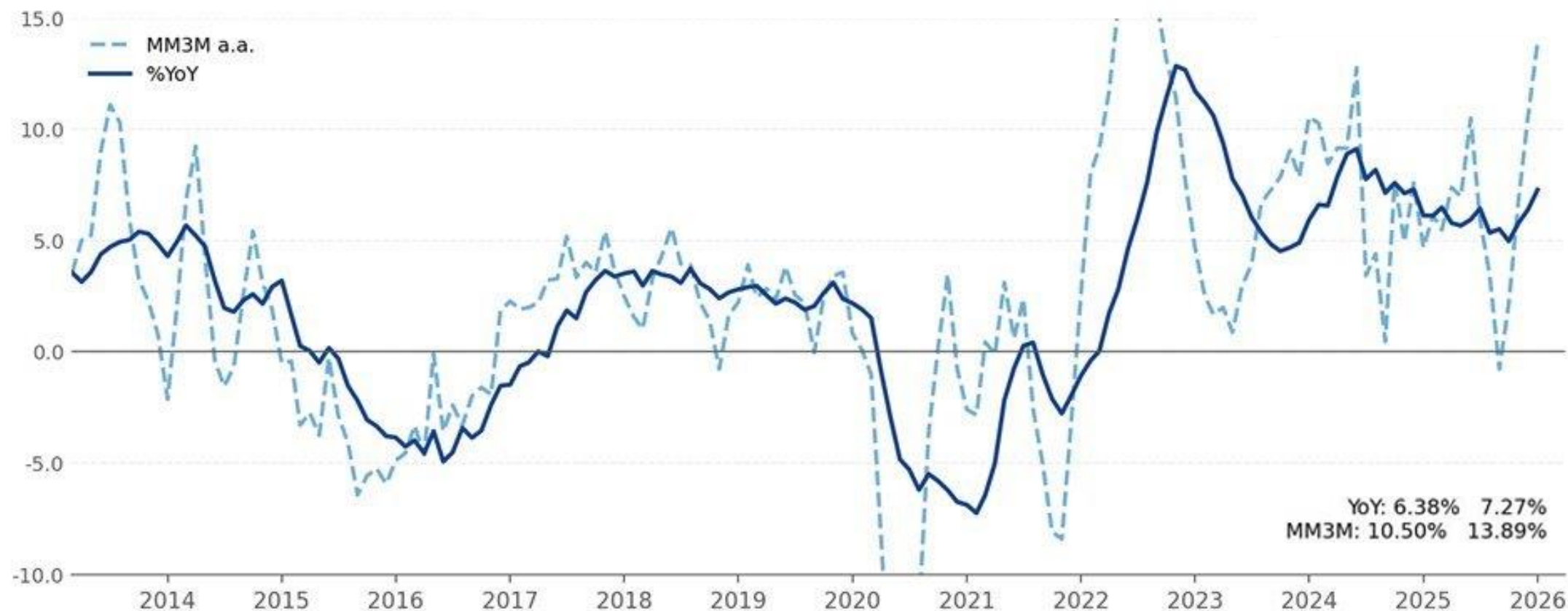
- Após estabilizar no 2025Q3, desemprego voltou a recuar no final do ano passado...



PNAD – Massa real de salários

- Após alguma acomodação, massa real de salários voltando a acelerar nos últimos meses.

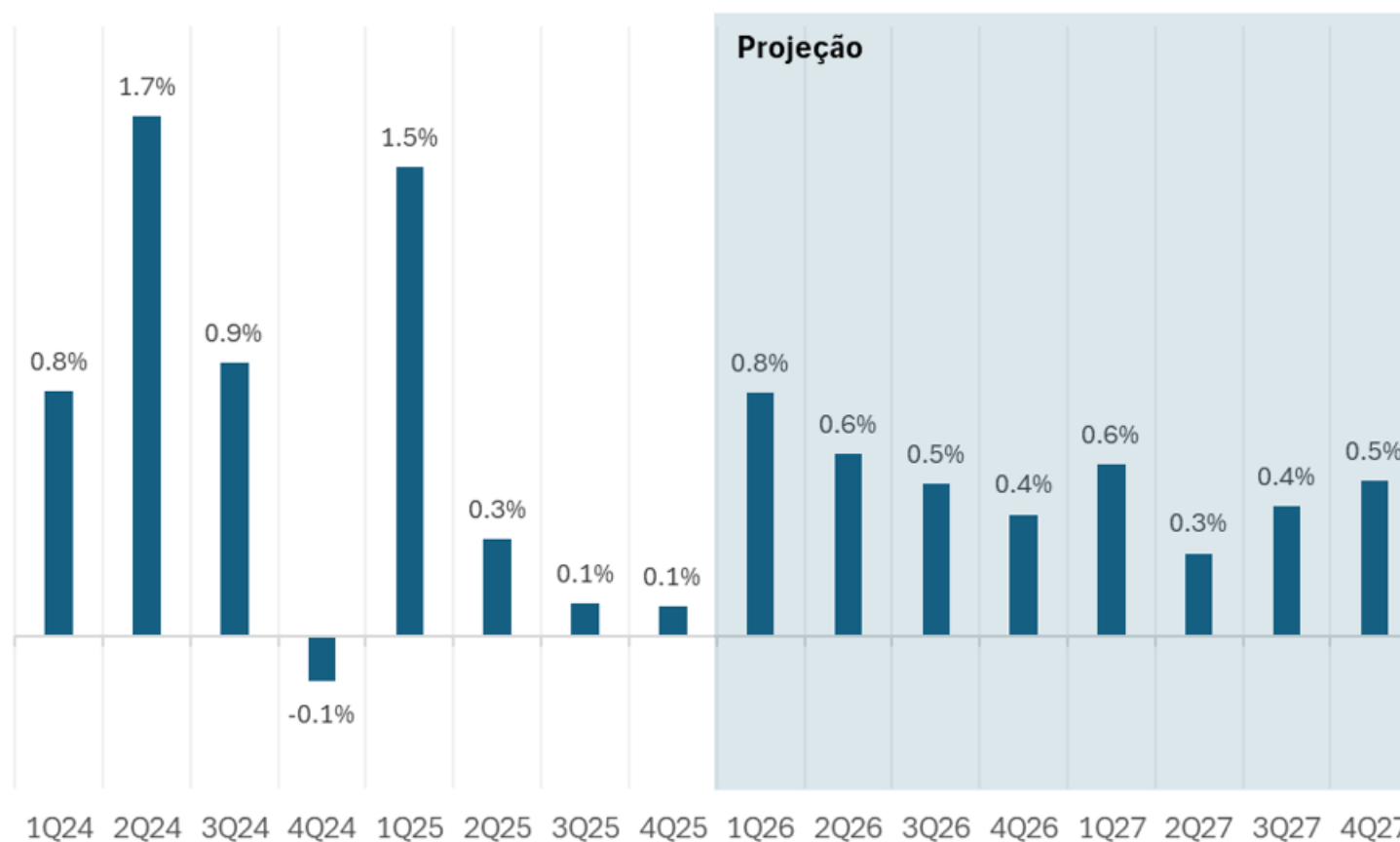
Massa Real Habitual – variação % a/a



Projeções do PIB

- Aceleração da atividade econômica no primeiro semestre por impulso fiscal.

Crescimento do PIB (T/T)



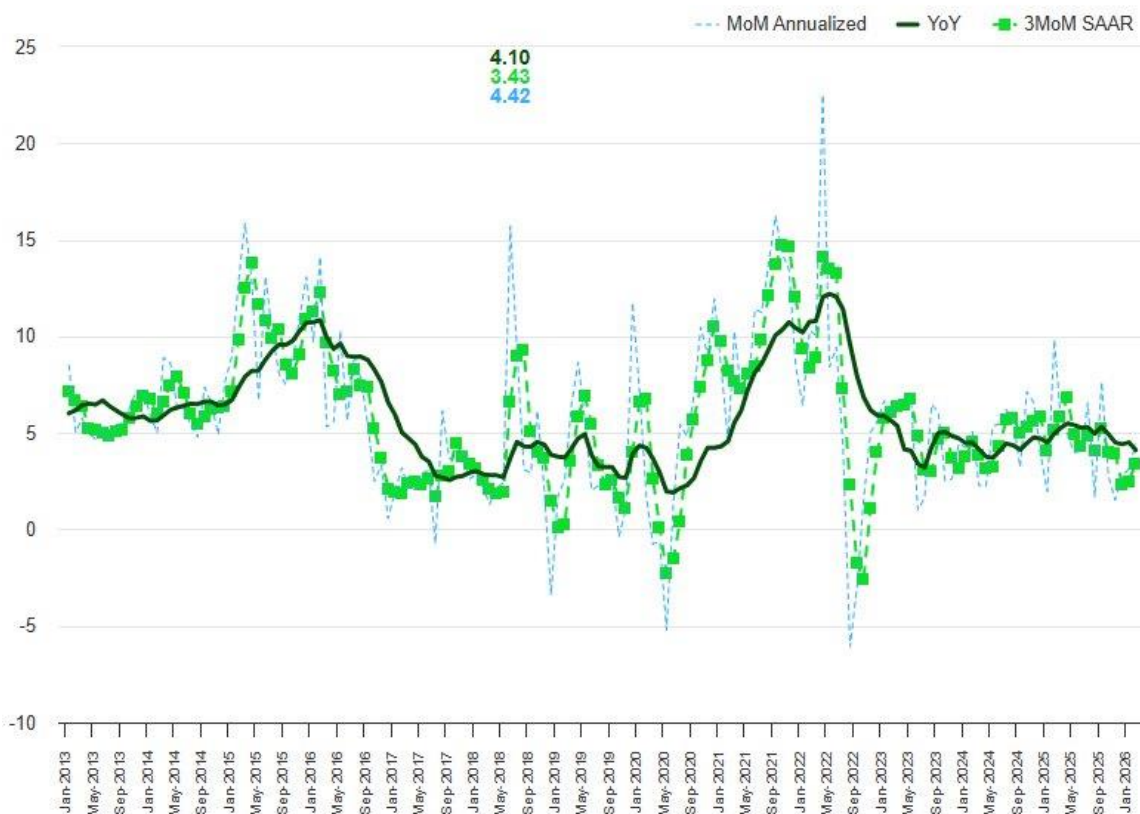
Inflação

- Consolidação da desinflação a partir de maio do ano passado, mas sendo puxado pela parte de bens (destaque industriais e, principalmente, alimentação no domicílio);
- Manutenção da taxa de câmbio no patamar atual segue contribuindo para desinflação de bens industriais, mas menos pronunciada do que vimos ao longo de 2025;
- Alimentação no domicílio segue benigno no curto prazo, rodando abaixo da sazonalidade. Para frente, veremos aceleração, sendo puxado por proteínas e produtos in natura;
- Serviços continua sendo o grupo mais resiliente, em linha com um mercado de trabalho apertado e expectativas desancoradas. Não esperamos melhora adicional neste ano e permaneça acima do nível compatível com a meta;
- Riscos que estavam assimétricos para baixo viraram. Petróleo no nível atual traz viés altista na nossa projeção do ano em cerca de +40 bps. Ainda não incorporamos alta de gasolina no nosso cenário e nem um repasse permanente do petróleo para os preços livres.

IPCA-15

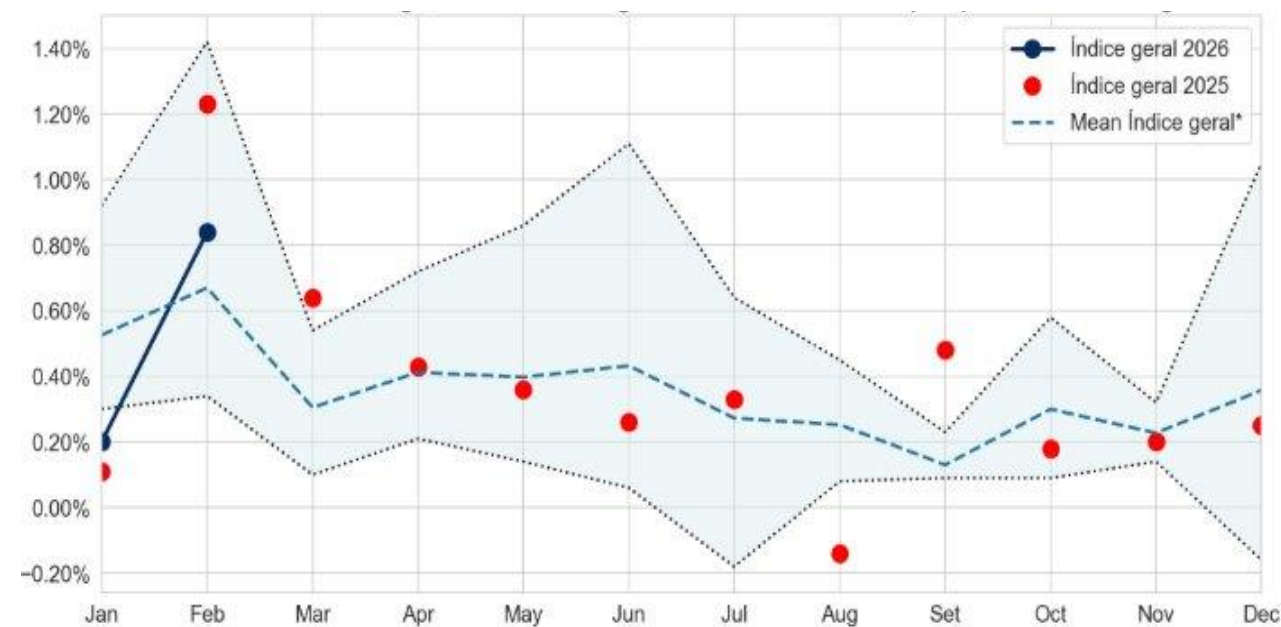
- Acumulado em doze meses saindo de 5% para abaixo de 4% a partir de março.

IPCA-15



Índice geral – (100%)

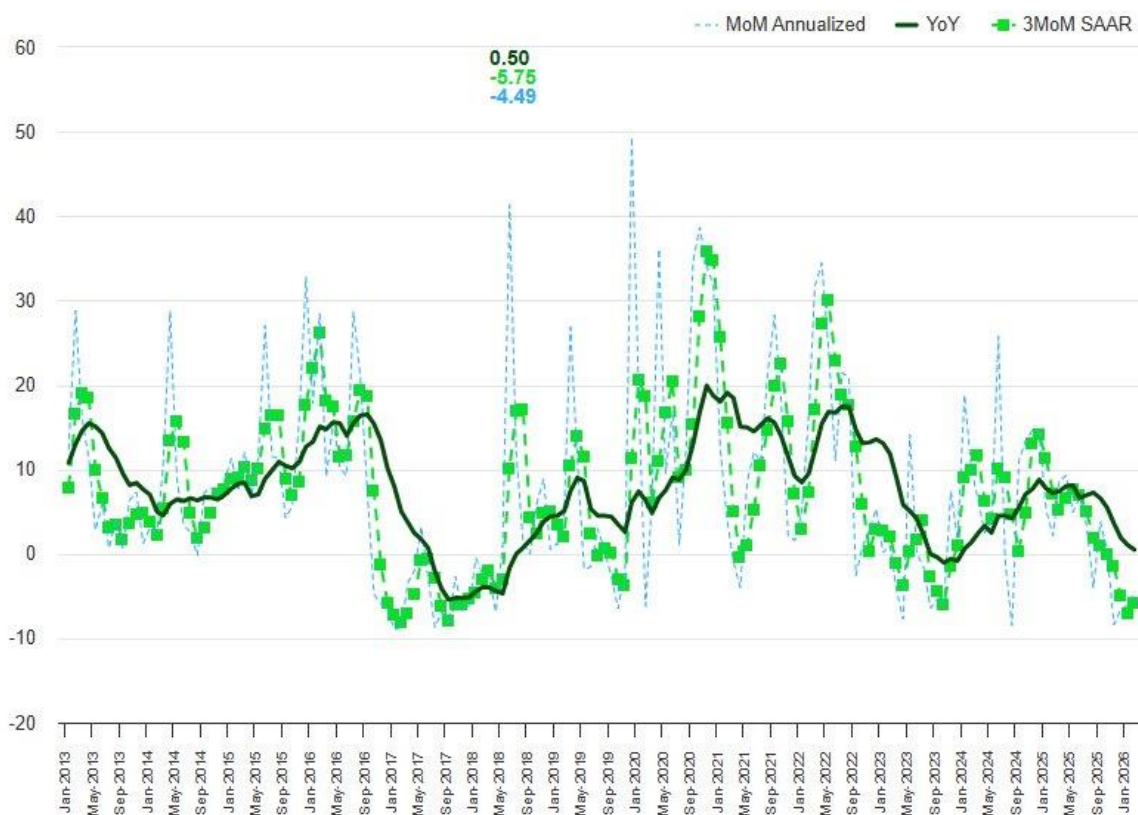
Varição m/m, *ajuste sazonal e media baseados nos dados pré pandemia



Alimentação no Domicílio

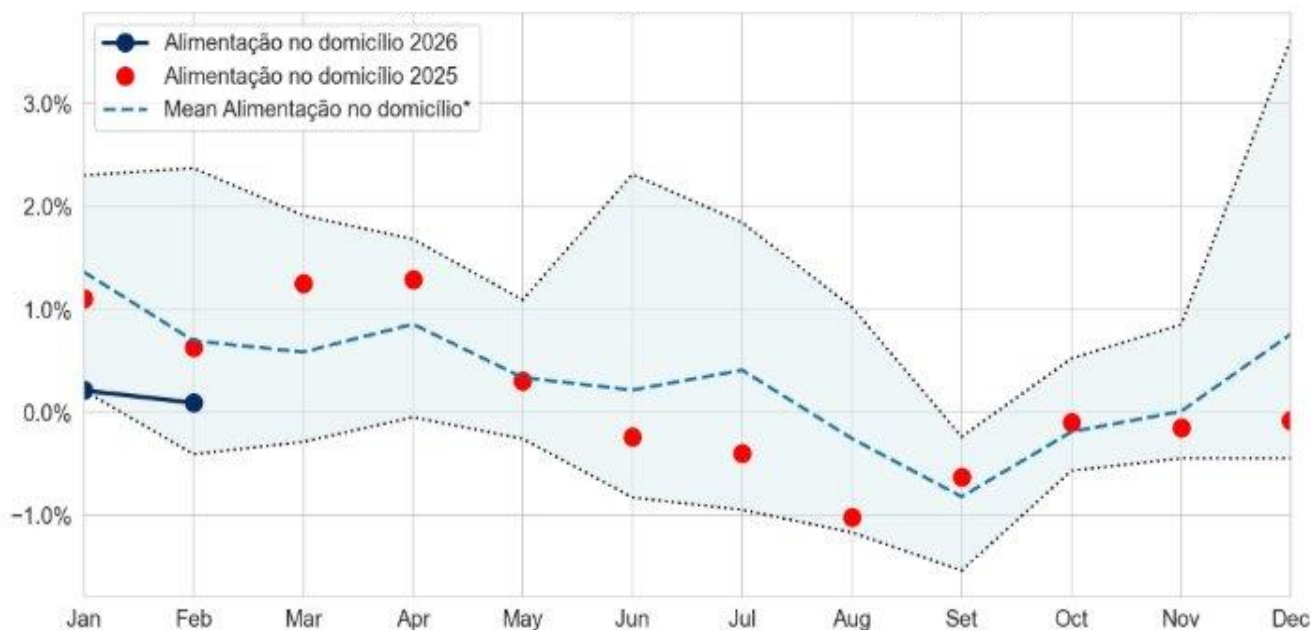
- Principal fonte de desinflação no último ano e rodando abaixo da sazonalidade

IPCA-15 – Alimentação no domicílio



Alimentação no domicílio (15,31%)

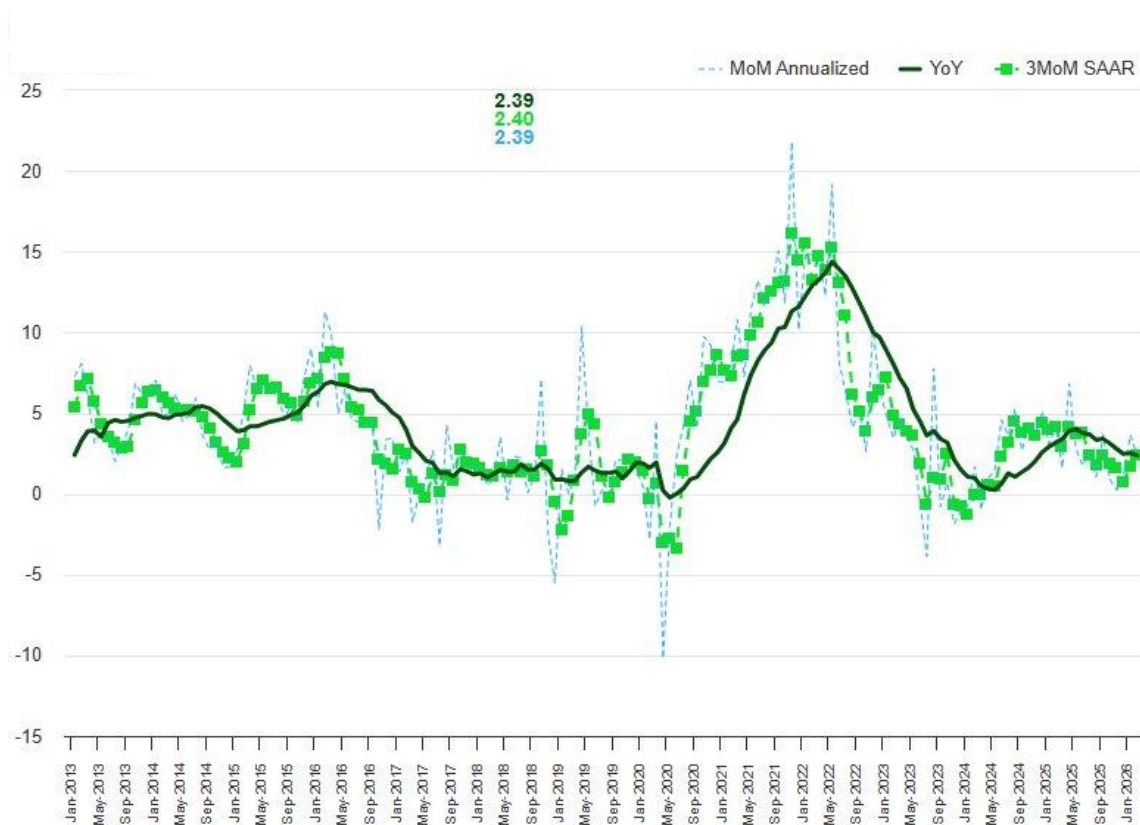
Variação m/m, *ajuste sazonal e media baseados nos dados pré pandemia



Bens Industriais (ex higiene pessoal, fumo e etanol)

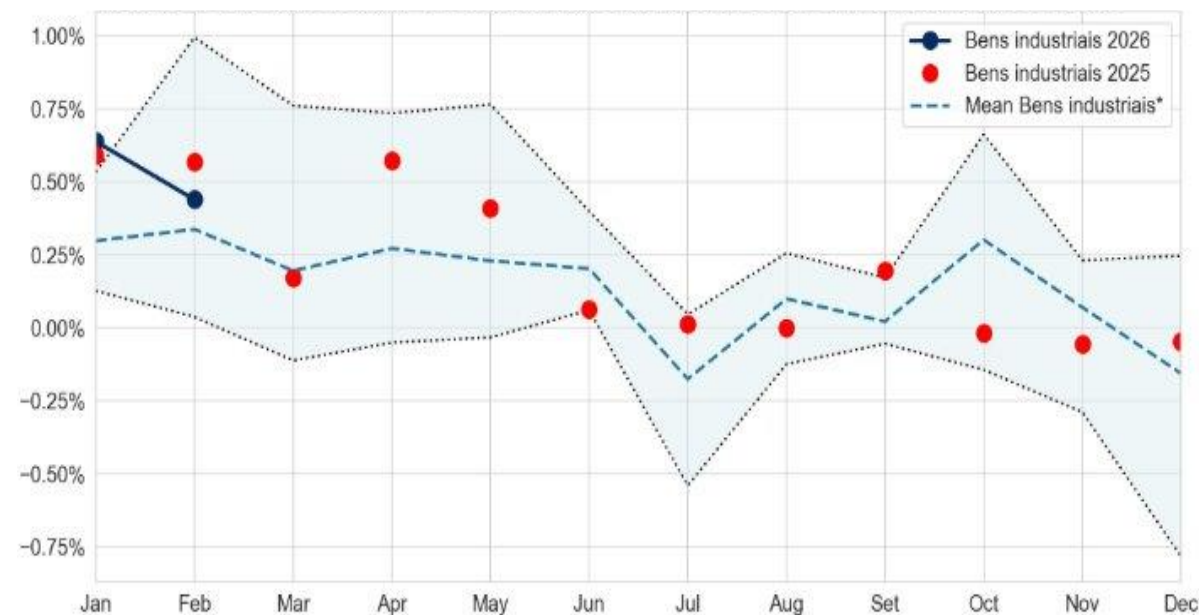
- Desinflação relevante de bens industriais, mas mais pressionado desde dezembro.

IPCA-15 – Bens industriais



Bens industriais (22,34%)

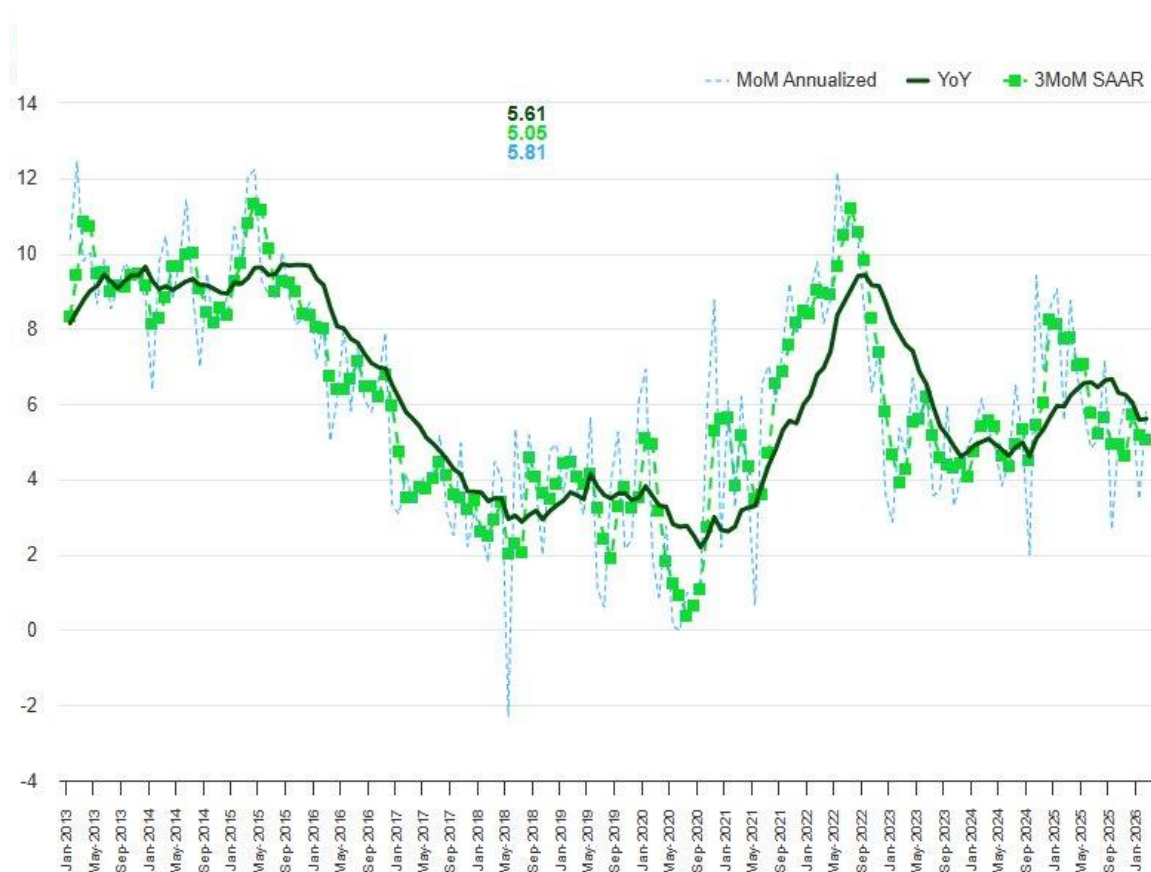
Varição m/m, *ajuste sazonal e media baseados nos dados pré pandemia



Serviços Subjacentes

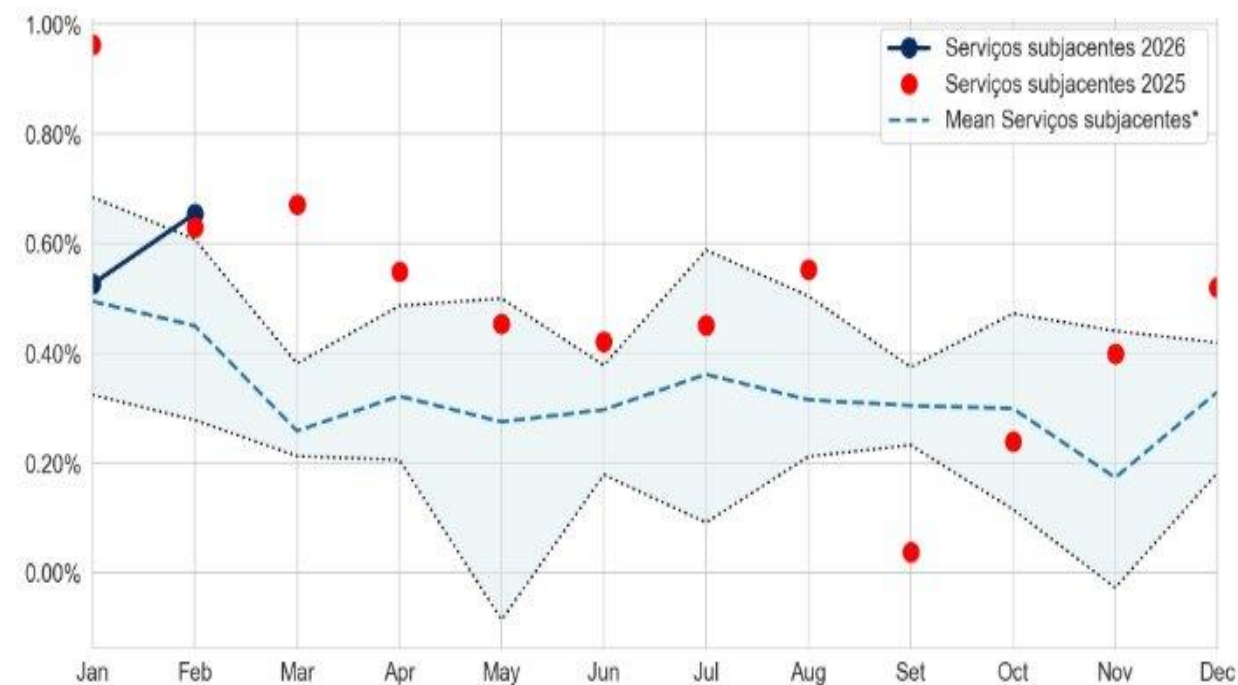
- Serviços mais resiliente não deve convergir para nível compatível com a meta.

IPCA-15 – Serviços subjacentes



Serviços subjacentes (21,66%)

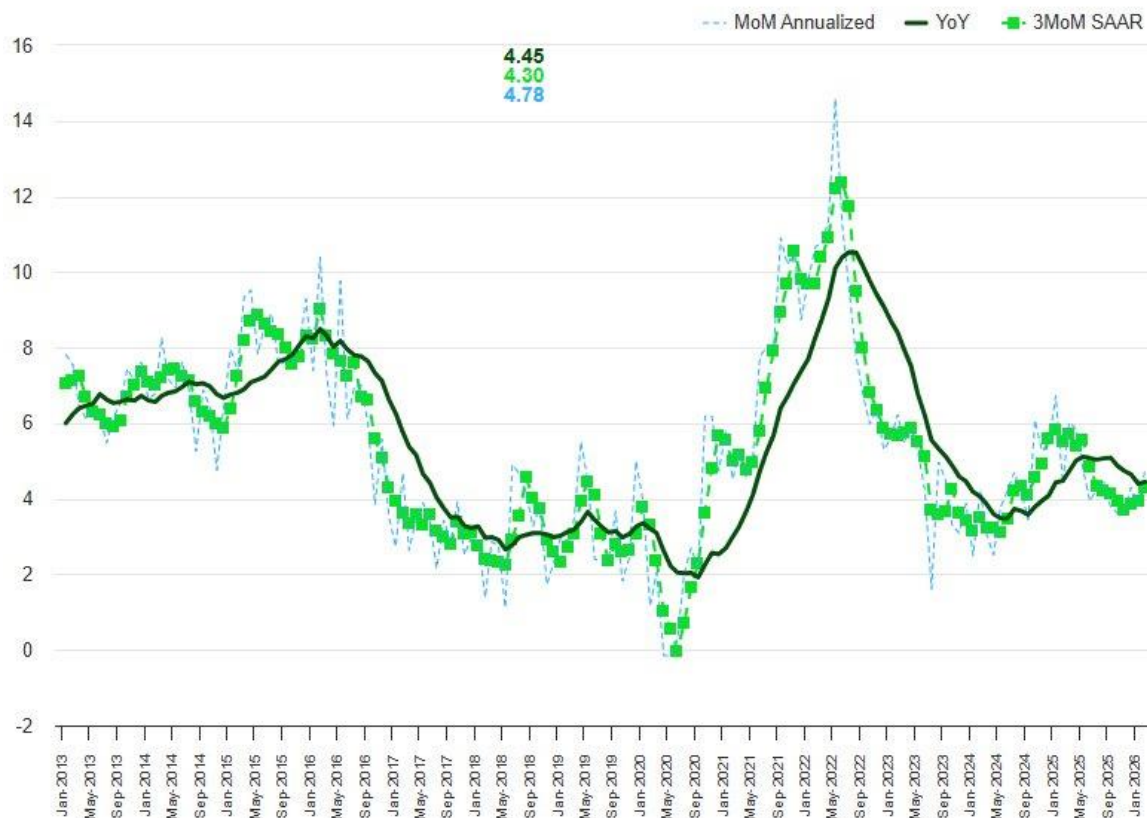
Variação m/m, *ajuste sazonal e media baseados nos dados pré pandemia



Média - Núcleos

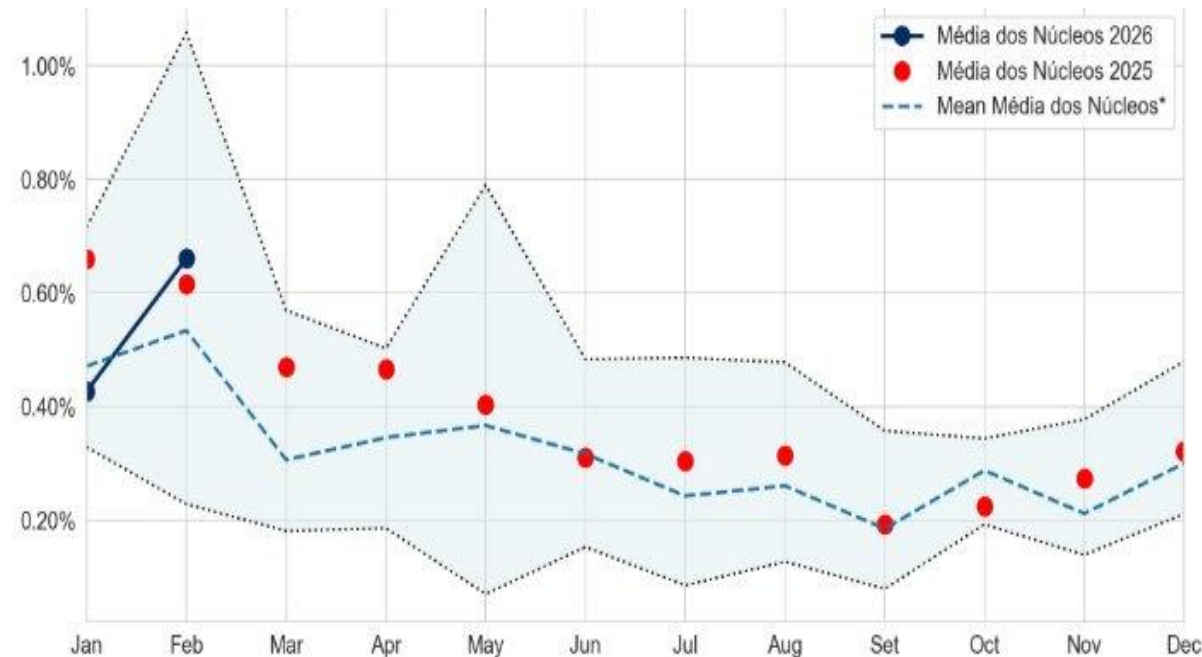
- Desinflação iniciada no meio de 2025 se estabilizando próximo de 4,0%.

IPCA-15 – Média dos núcleos acompanhados



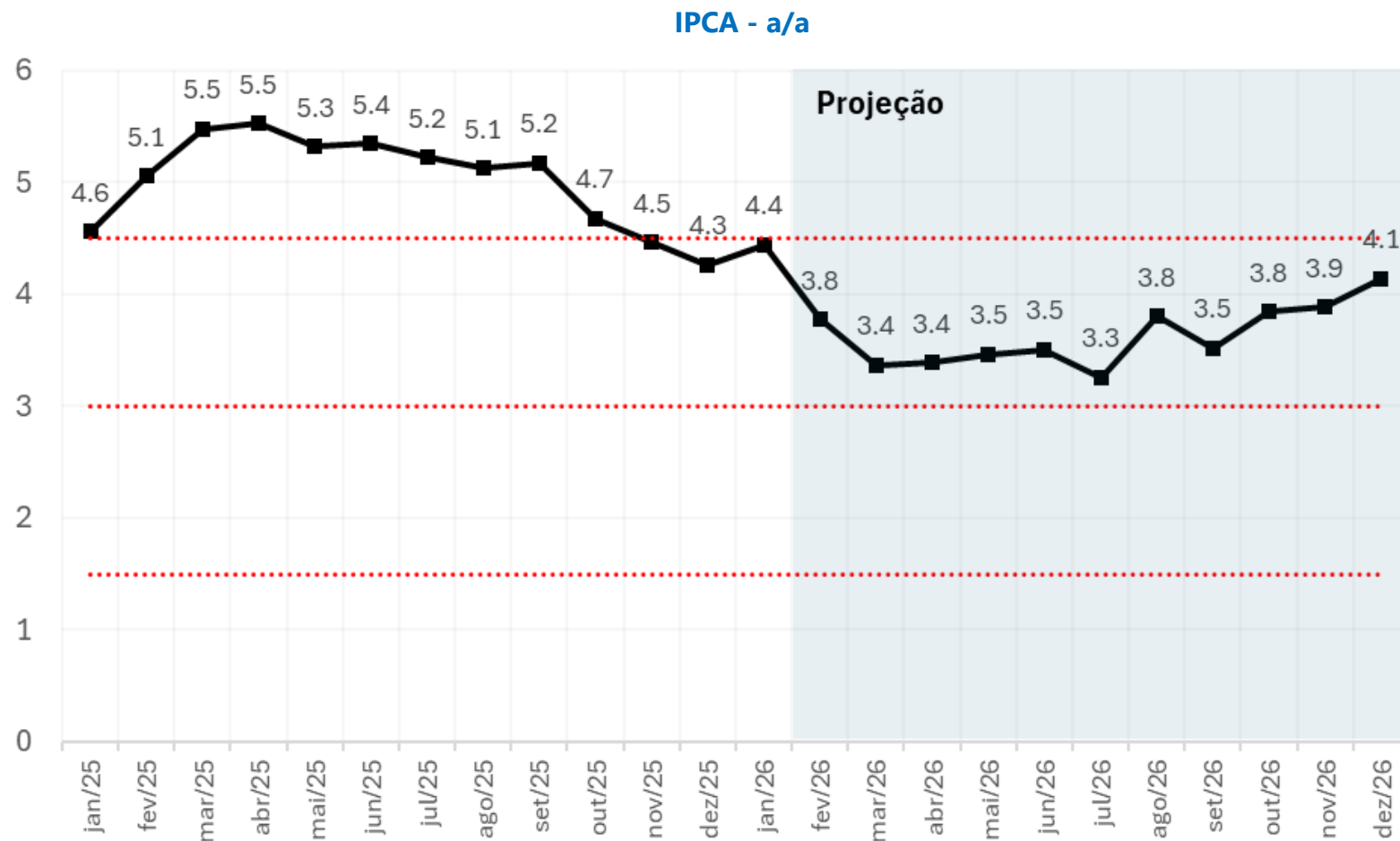
Média dos Núcleos

Varição m/m, *ajuste sazonal e media baseados nos dados pré pandemia



Projeção IPCA

- Projetamos IPCA de 4,1% e 3,8% para 2026 e 2027.





Política Monetária



Iana Ferrão

iana.ferrao@btgpactual.com

Início do ciclo de afrouxamento monetário em março com corte de 50pb

- O comunicado da reunião de janeiro trouxe sinalização explícita do início do ciclo de flexibilização monetária em março.
- À luz da comunicação desde a última reunião e do nosso cenário prospectivo, **mantemos a projeção de corte de 50 pontos-base (pb)** na reunião do Copom **em março**, com manutenção desse ritmo nas reuniões subsequentes e **Selic terminal em 12% em 2026**. Eventual aceleração do ritmo de cortes nas reuniões seguintes ocorreria apenas se o conjunto de evidências reforçar, de forma mais ampla, um cenário de convergência mais confortável da inflação.
- Do ponto de vista do arcabouço de projeções do BC, nossas estimativas indicam que, no cenário de **Selic constante**, o modelo projeta **inflação abaixo da meta** no horizonte relevante, compatível com início do ciclo de afrouxamento.
- No **cenário de referência**, com Selic do Focus, taxa de câmbio de **R\$5,25/US\$** e Brent a **US\$80/barril**, estimamos que a projeção de inflação desta reunião de março para o 3T27 (horizonte relevante de política monetária) seria de **3,4%**, acima dos 3,2% projetados na reunião de janeiro. Em uma **trajetória suavizada para o preço do petróleo – hipótese que consideramos mais adequada no contexto atual** – a projeção seria ligeiramente menor, de **3,25%**.

Alta recente do petróleo eleva a projeção no cenário de referência para 3,4%

- Caso o BC utilize a metodologia usual para a trajetória futura do preço do petróleo – isto é, seguindo a curva futura nos próximos 6 meses e posteriormente crescimento de 2% a.a. – e adote taxa de câmbio de **R\$5,25/US\$***, a hipótese de Brent próximo de **US\$80/barril*** elevaria a projeção de inflação do **cenário de referência** desta reunião de março para **3,4% no 3T27** (horizonte relevante de política monetária), acima dos **3,2% projetados na reunião de janeiro**. No cenário de **Selic constante** – que deveria voltar a ser apresentado nesta reunião – a projeção ficaria em torno de **2,85%**, abaixo da meta.
- Os cenários acima consideram expectativas de inflação Focus inalteradas. Em um cenário de referência alternativo, com taxa de câmbio de **R\$5,30/US\$, petróleo a US\$80/barril e leve alta das expectativas de inflação no Focus para 2026 (3,95%)**, mantendo as demais expectativas inalteradas, a projeção de inflação permaneceria próxima a **3,4%** no horizonte relevante. Um câmbio mais depreciado ou desancoragem mais pronunciada das expectativas de inflação elevaria a projeção do modelo, afastando-a mais da meta.

Projeções de inflação no modelo do BC

Simulações (%), com Brent a US\$80/barril

Cenário	4T26	1T27	2T27	3T27	4T27	1T28
COPOM de janeiro (BRL 5.35 e Selic Focus)	3.40	3.20	3.21	3.17	3.10	3.00
COPOM de março (BRL 5.25 e Selic Focus)	3.79	3.71	3.51	3.38	3.27	3.22
Selic Constante (BRL 5.25)	3.62	3.43	3.11	2.85	2.57	2.33

Projeções de inflação para o 3T27 (%)

Cenários alternativos para câmbio e Focus de inflação; Brent a US\$80/barril

BRL \ Focus inflação 2026/2027	4.3/4	3.95/3.8	3.9/3.8	3.8/3.65	3.6/3.5
5.60	3.86	3.61	3.60	3.46	3.29
5.40	3.74	3.49	3.48	3.34	3.17
5.30	3.68	3.43	3.42	3.28	3.11
5.25	3.65	3.40	3.38	3.24	3.07
5.20	3.62	3.37	3.35	3.21	3.04
5.10	3.55	3.30	3.29	3.15	2.98

* Valor próximo à média da primeira metade da janela de dez dias úteis utilizada pelo BC como referência para o câmbio.

Cenário alternativo com trajetória suavizada para o petróleo pode ser mais apropriado neste momento

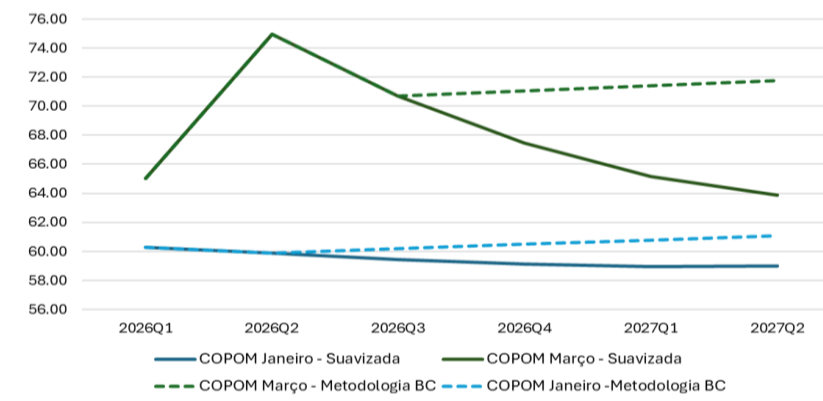
- Avaliamos, contudo, que a **metodologia usual do BC para a trajetória do petróleo não é a mais adequada diante de um choque geopolítico expressivo no preço do petróleo**. Ela implica propagar um nível mais elevado de preços ao longo do horizonte de projeção, mesmo quando o choque é potencialmente temporário – como a própria curva de mercado sugere. Nesse contexto, o impacto inflacionário no horizonte relevante da política monetária pode ser superestimado.
- Avaliamos ser mais apropriado** o BC apresentar um cenário alternativo, considerado mais provável, com **trajetória suavizada** – estratégia semelhante à adotada na reunião de março de 2022, na guerra da Ucrânia. Naquele episódio, o Copom assumiu que o preço do petróleo seguiria a curva futura até o fim de 2022 e apenas depois +2% a.a. No contexto atual, **entendemos que seguir a curva por cerca de 15 meses seria uma hipótese mais adequada**.

Hipóteses para trajetória do preço do petróleo no horizonte relevante

Metodologia do BC: o ponto de partida para o preço do petróleo é a média dos 10 dias úteis fechada na semana anterior ao Copom. Posteriormente, o preço segue a curva futura de mercado pelos seis meses seguintes e depois cresce a 2% a.a.

Suavização: o preço segue a curva futura de mercado pelos **15 meses** seguintes e depois cresce a 2% a.a.

Cenários alternativos para trajetória do preço do petróleo no horizonte relevante *
(WTI, US\$/barril)



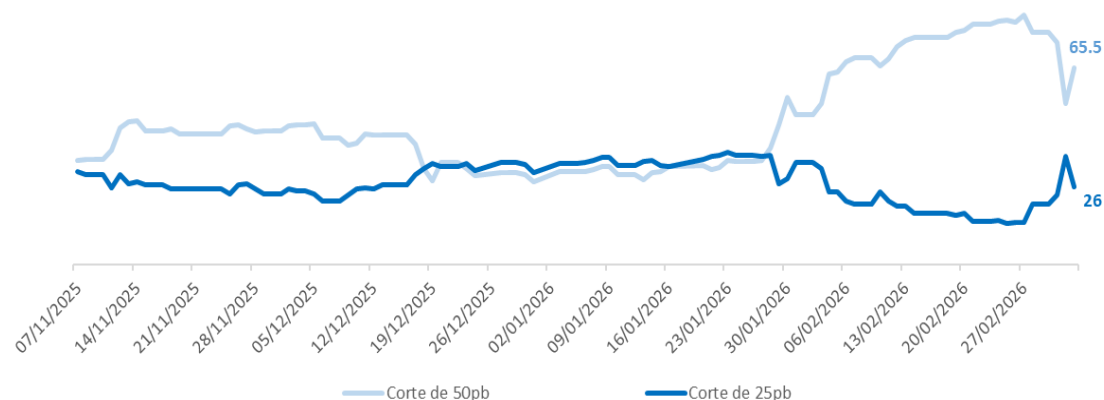
Projeções de inflação para o 3T27 no modelo do BC – cenários alternativos para preço de petróleo

	Metodologia BC ¹	Suavizado ²
COPOM Janeiro (BRL 5.35)	3.17	3.20
COPOM Março (Oil 80, BRL 5.25)	3.38	3.25
COPOM Março (Oil 90, BRL 5.25)	3.61	3.48
COPOM Março (Oil 100, BRL 5.25)	3.77	3.56

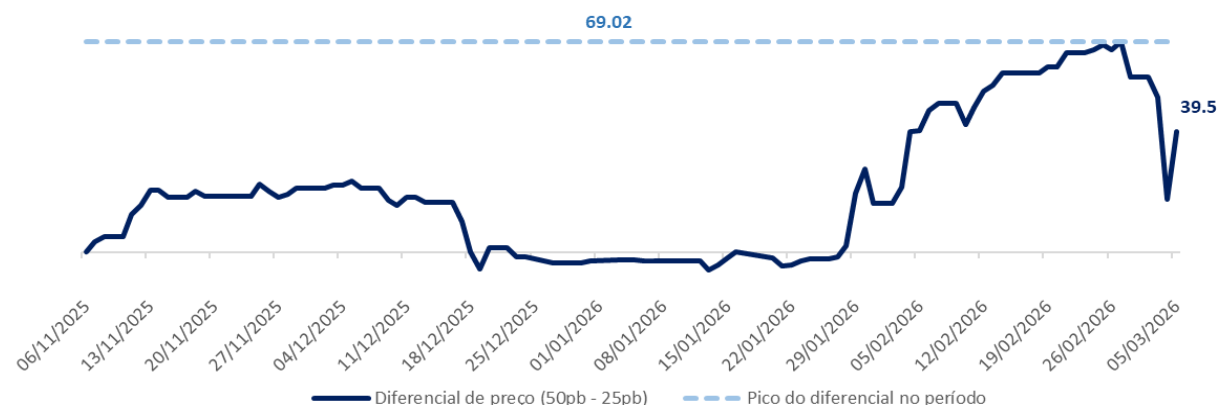
Mercado sugere probabilidade implícita próxima de 65% para -50 pb em março

- A combinação de alta do petróleo e surpresas altistas para a política monetária, via atividade e inflação, reduziu a convicção do mercado em um corte de 50 pb na reunião de março e elevou a demanda por proteção para um cenário mais conservador, de 25 pb. Ainda assim, **o corte de 50 pb permaneceu como cenário mais provável ao longo de todo o período**, e, após a comunicação recente do diretor de política monetária do BC, Nilton David, voltou a ganhar força, com o preço da opção de 50 pb subindo para 65,5, versus 26 na de 25 pb, sugerindo probabilidades implícitas próximas de 65% e 26%*, respectivamente.
- Dado que o mercado passou a atribuir maior probabilidade implícita a um corte de menor magnitude para a reunião de março, o diferencial de preço entre as opções de 50 pb e 25 pb chegou a se estreitar de forma relevante. Após a comunicação recente do Banco Central, porém, o mercado voltou a reforçar o cenário de 50 pb, o que se refletiu na reabertura desse diferencial, para 39,5.

Copom mar/26: preços das opções de corte da Selic



Copom mar/26: diferencial de preço entre as opções de 50 pb e 25 pb



* O preço da opção não deve ser interpretado automaticamente como probabilidade. Ele pode ser lido como uma probabilidade implícita apenas se a estrutura do contrato tiver payoff binário padronizado no evento do Copom. Ainda assim, trata-se de uma aproximação, e não de uma probabilidade estatística pura, já que o preço também pode refletir desconto, prêmio de risco, liquidez e outras imperfeições de mercado.

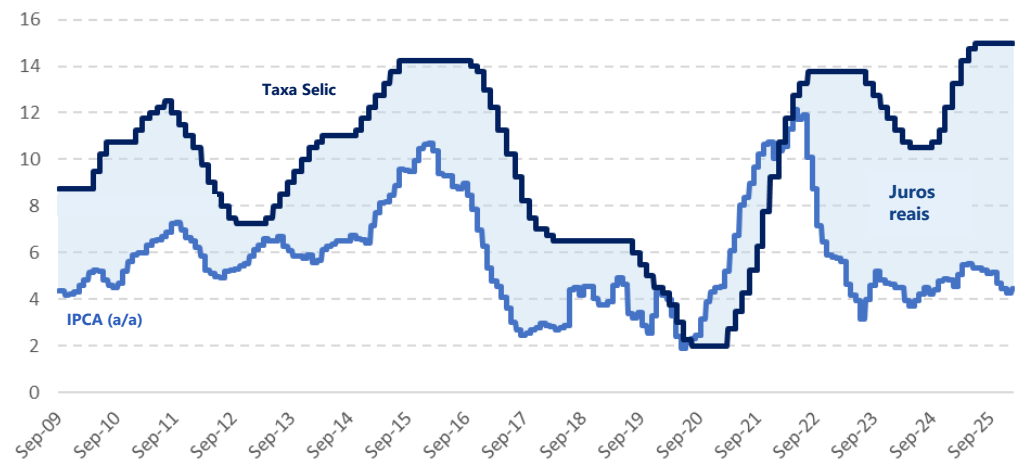
Duração dos ciclos monetários no Brasil

Ciclo		Selic no início do ciclo (%)	Selic no fim do ciclo (%)	Corte		Estabilidade	Alta		Magnitude da primeira decisão do ciclo	Magnitude da última decisão do ciclo	Presidentes do BC
Início	Fim			Magnitude	Duração	Duração	Magnitude	Duração			
Mar-04	Apr-04	16.50	16.00	50pb	1 mês				-25pb	-25pb	
Apr-04	Sep-04	16.00	16.00			5 meses			0pb	0pb	
Sep-04	May-05	16.00	19.75				375pb	8 meses	25pb	25pb	
May-05	Sep-05	19.75	19.75			4 meses			0pb	0pb	
Sep-05	Sep-07	19.75	11.25	850pb	24 meses				-25pb	-25pb	
Sep-07	Apr-08	11.25	11.25			7 meses			0pb	0pb	Henrique Meirelles
Apr-08	Sep-08	11.25	13.75				250pb	5 meses	50pb	75pb	
Sep-08	Jan-09	13.75	13.75			4 meses			0pb	0pb	
Jan-09	Jul-09	13.75	8.75	500pb	6 meses				-100pb	-50pb	
Jul-09	Apr-10	8.75	8.75			9 meses			0pb	0pb	
Apr-10	Jul-10	8.75	10.75				200pb	3 meses	75pb	50pb	
Jul-10	Jan-11	10.75	10.75			6 meses			0pb	0pb	
Jan-11	Jul-11	10.75	12.50				175pb	6 meses	50pb	25pb	
Aug-11	Oct-12	12.50	7.25	525pb	14 meses				-50pb	-25pb	
Oct-12	Apr-13	7.25	7.25			6 meses			0pb	0pb	
Apr-13	Apr-14	7.25	11.00				375pb	12 meses	25pb	25pb	Alexandre Tombini
Apr-14	Oct-14	11.00	11.00			6 meses			0pb	0pb	
Oct-14	Jul-15	11.00	14.25				325pb	9 meses	25pb	50pb	
Jul-15	Oct-16	14.25	14.25			15 meses			0pb	0pb	
Oct-16	Mar-18	14.25	6.50	775pb	17 meses				-25pb	-25pb	
Mar-18	Jul-19	6.50	6.50			16 meses			0pb	0pb	Ilan Goldfajn
Jul-19	Aug-20	6.50	2.00	450pb	13 meses				-50pb	-25pb	
Aug-20	Mar-21	2.00	2.00			7 meses			0pb	0pb	
Mar-21	Aug-22	2.00	13.75				1175pb	17 meses	75pb	50pb	Roberto Campos Neto
Aug-22	Aug-23	13.75	13.75			12 meses			0pb	0pb	
Aug-23	May-24	13.75	10.50	325pb	9 meses				-50pb	-25pb	
May-24	Sep-24	10.50	10.50			4 meses			0pb	0pb	
Sep-24	Jun-25	10.50	15.00				450pb	9 meses	25pb	25pb	Gabriel Galípolo
Jun-25	Mar-26	15.00	15.00			9 meses			0pb	0pb	
				Média	496pb	12 meses	8 meses	416pb	9 meses		
				Mediana	500pb	13 meses	6 meses	350pb	9 meses		

Juros reais no Brasil voltam a se descolar do conjunto de emergentes

- A Selic permanece em nível claramente contracionista – os juros reais estão em patamar muito elevado na comparação com ciclos recentes.
- O juro real brasileiro volta a se descolar do conjunto de emergentes a partir de 2022, abrindo um diferencial expressivo que permanece até o início de 2026. Enquanto o juro real médio dos emergentes gira em torno de 3%–4,5%, o juro real brasileiro tende a permanecer elevado por algum tempo, mesmo com cortes graduais da Selic.

Taxa Selic e inflação IPCA
(%, variação interanual)



Taxa de juros real – países emergentes
(%)



Macro Team - Analysts

Mansueto Almeida
Chief Economist

mansueto.almeida@btgpactual.com

Bruno Martins
bruno.martins@btgpactual.com

Fabio Serrano
fabio.serrano@btgpactual.com

Francisco Lopes
francisco.lopes@btgpactual.com

Iana Ferrão
iana.ferrao@btgpactual.com

Junia Gama
Junia.gama@btgpactual.com

Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com

Pedro Oliveira
pedro-h.oliveira@btgpactual.com

Samuel Pessoa
samuel.pessoa@btgpactual.com

Tiago Berriel
Head of Economic Research
tiago.berriel@btgpactual.com

Daniel Mesquita
daniel.mesquita@btgpactual.com

Ederson Schumanski
ederson.schumanski@btgpactual.com

João Aveiro
joao.aveiro@btgpactual.com

Matheus Della
matheus.della@btgpactual.com

Romeu Dellazeri
romeu.dellazeri@btgpactual.com

Andres Borenstein
andres.borenstein@btgpactual.com

Sofia Ordoñez
sofia.ordonez@btgpactual.com

Pablo Cruz
pablo.cruz@btgpactual.com

Martin Gutierrez
martin.gutierrez@btgpactual.com

Munir Jalil
munir.jalil@btgpactual.com

Laura Florez
laura.florez@btgpactual.com

Mariana Villabona
mariana.villabona@btgpactual.com

Required Disclosure and Analyst Certification

This material is valid only on this date, as future events may compromise your findings.

In addition, as already envisaged by the Comissão de Valores Mobiliários (CVM), public opinion polls regarding elections or candidates have the potential to influence the price of securities, as well as investors' decision to buy, sell or hold such securities. The use of information collected by the persons who have access to them prior to their widespread disclosure by the media may create an undue advantage in the trading of securities, placing other market participants in a position of imbalance or inequality.

Finally, FSB Pesquisa, BTG Pactual do not have any connection and / or preference with any candidate or political party, being sure that the present material is merely informative and presents the main aspects collected by FSB Research in public opinion research duly registered next to the Superior Electoral Court.

This report has been prepared by Banco BTG Pactual S.A. The figures contained in performance charts refer to the past; past performance is not a reliable indicator of future results. Additional information will be made available upon request.

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.

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 Committee and a member of the Financial Industry Regulatory Authority and the Securities Investor Protection Corporation is distributing this report in the United States. BTG Pactual US is an affiliate of BTG Pactual S.A. BTG Pactual US assumes responsibility for this research for purposes of U.S. law. Any U.S. person receiving this report and wishing to effect any transaction in a security discussed in this report should do so with BTG Pactual US at 212-293-4600, 601 Lexington Ave. 57th Floor, New York, NY 10022. This report is being distributed in the United Kingdom and elsewhere in the European Economic Area ("EEA") by BTG Pactual Europe LLP ("BTG Pactual UK"), which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority of the United Kingdom. This report may also be distributed in the United Kingdom and elsewhere in the EEA by BTG Pactual S.A. and/or BTG Pactual US. BTG Pactual UK has not: (i) produced this report, (ii) substantially altered its contents, (iii) changed the direction of the recommendation, or (iv) disseminated this report prior to its issue by BTG Pactual US. BTG Pactual UK does not distribute summaries of research produced by BTG Pactual US. BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa ("BTG Pactual Chile"), formerly known as Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa, is a Chilean broker dealer registered with Comisión para el Mercado Financiero (CMF) in Chile and responsible for the distribution of this report in Chile , BTG Pactual Perú S.A. Sociedad Agente de Bolsa ("BTG Pactual Peru"), formerly known as Celfin Capital S.A. Sociedad Agente e Bolsa, registered with Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) de Peru is responsible for the distribution of this report in Peru. BTG Pactual Chile , 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 Committee 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 Europe LLP, BTG Pactual Chile , BTG Pactual Peru , BTG Pactual Colombia , 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, BTG Pactual Peru, BTG Pactual Colombia, 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, BTG Pactual accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. Additional information relating to the financial instruments discussed in this report is available upon request. BTG Pactual and its affiliates have in place arrangements to manage conflicts of interest that may arise between them and their respective clients and among their different clients. BTG Pactual and its affiliates are involved in a full range of financial and related services including banking, investment banking and the provision of investment services. As such, any of BTG Pactual or its affiliates may have a material interest or a conflict of interest in any services provided to clients by BTG Pactual or such affiliate. Business areas within BTG Pactual and among its affiliates operate independently of each other and restrict access by the particular individual(s) responsible for handling client affairs to certain areas of information where this is necessary in order to manage conflicts of interest or material interests. Any of BTG Pactual and its affiliates may: (a) have disclosed this report to companies that are analyzed herein and subsequently amended this report prior to publication; (b) give investment advice or provide other services to another person about or concerning any securities that are discussed in this report, which advice may not necessarily be consistent with or similar to the information in this report; (c) trade (or have traded) for its own account (or for or on behalf of clients), have either a long or short position in the securities that are discussed in this report (and may buy or sell such securities), with the securities that are discussed in this report; and/or (d) buy and sell units in a collective investment scheme where it is the trustee or operator (or an adviser) to the scheme, which units may reference securities that are discussed in this report. United Kingdom and EEA: Where this report is disseminated in the United Kingdom or elsewhere in the EEA by BTG Pactual UK, this report is issued by BTG Pactual UK only to, and is directed by BTG Pactual UK at, those who are the intended recipients of this report. This report has been classified as investment research and should not be considered a form of advertisement or financial promotion under the provisions of FSMA 2000 (Sect. 21(8)). 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.

