



Brasil

Cenário Macro

Abril de 2026



Mansueto Almeida
Economista-chefe

Tiago Berriel
Head de Pesquisa Macro

Iana Ferrão

João Aveiro

Samuel Pessoa

Romeu Dellazeri

Ederson Schumanski

Bruno Martins

Fábio Serrano

Mateus Della

Luiza Paparounis

Francisco Lopes

Pedro Oliveira



Índice



Sumário

Cenário
Global

Setor
Externo

Política
Fiscal

Atividade
Econômica

Inflação

Política
Monetária

Cenário Global: Segue condicionado à evolução do conflito no Oriente Médio, que elevou a incerteza sobre preços de energia, condições financeiras globais e trajetórias de política monetária em vários países. Nos EUA, o choque de energia reforça o fim do ciclo de cortes de juros. Já víamos espaço limitado para flexibilização, diante da resiliência do núcleo de serviços. Com o petróleo, há poucos fundamentos para novos cortes em 2026. Na Europa, a maior exposição ao choque aumenta o risco de estagflação e reabre discussão sobre altas de juros. Na China, dados mais fortes na margem, mas com influência de sazonalidade; demanda doméstica segue fraca e dependente do setor público.

Cenário Doméstico

Setor externo: Petróleo leva a revisão altista relevante. Elevamos nossa projeção de superávit comercial (MDIC) para US\$ 90 bilhões em 2026 (de US\$75 bilhões). Para as transações correntes, revisamos o déficit para 2,3% do PIB (de 2,8% do PIB) em 2026. O Brasil segue relativamente bem posicionado por ser exportador líquido de petróleo – o superávit comercial de petróleo e derivados atingirá US\$ 48 bilhões em 2026, com produção recorde (~4,1 mb/d) e preços elevados. Mantemos nossa projeção de câmbio em R\$ 5,20/US\$ no fim de 2026 – a melhora dos termos de troca compensa o ambiente externo mais adverso.

Política fiscal: O impacto líquido do choque do petróleo sobre as contas públicas segue positivo. Revisamos nossa projeção de déficit primário do setor público em 2026 para R\$49 bilhões, ante R\$57 bilhões anteriormente, com melhora no resultado do governo central. A arrecadação segue forte, embora parte do ganho fiscal associado ao petróleo deva ser usada para amortecer o choque sobre combustíveis.

Atividade econômica: Os dados do início do ano reforçam nosso cenário de reaceleração da atividade no primeiro semestre de 2026. Houve crescimento disseminado entre os setores, com destaque para comércio e, principalmente, indústria de transformação. Mantemos nossa projeção de crescimento do PIB de 1,7% em 2026. O mercado de trabalho segue resiliente – a volta do impulso fiscal e a alta da renda devem sustentar a expansão nos próximos trimestres.

Inflação: O processo de desinflação segue apoiado principalmente em alimentos no domicílio, mas o cenário de curto prazo tornou-se mais desafiador com a forte alta dos combustíveis e a defasagem elevada em relação aos preços internacionais. Além disso, os serviços subjacentes seguem resilientes e ainda não convergem para níveis compatíveis com a meta. Nesse contexto, revisamos nossa projeção de IPCA para 4,7% em 2026 (de 4,1%) e 4,1% em 2027 (de 3,8%).

Política monetária: A comunicação recente do Copom sugere continuidade cautelosa do ciclo de cortes iniciado em março. A combinação de choque de petróleo, deterioração das expectativas e atividade mais forte no início de 2026 reduz o espaço para uma flexibilização mais célere. Nosso cenário-base passou a contemplar cortes de 25 pb nas próximas reuniões, levando a Selic para 13,0% ao fim de 2026.



Cenário Global

Luiza Paparounis

luiza.paparounis@btgpactual.com

Francisco Lopes

francisco.lopes@btgpactual.com



Cenário segue condicionado à evolução do conflito no Oriente Médio

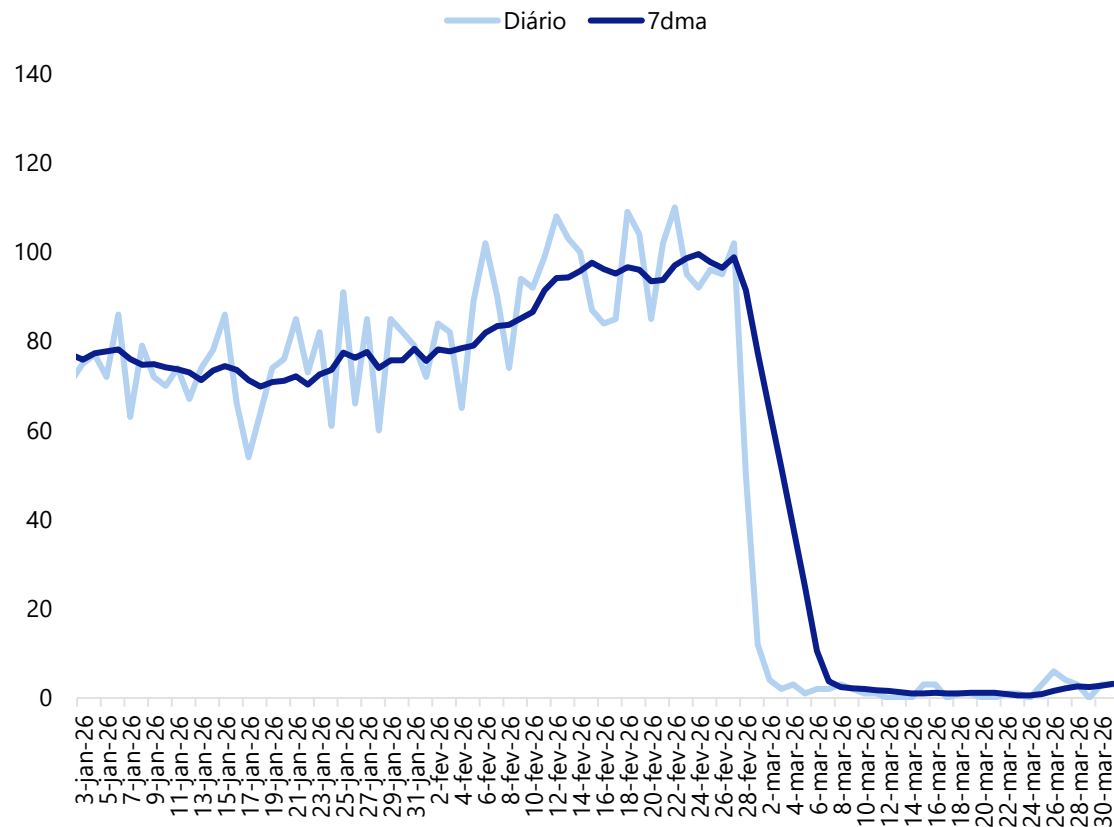
- **O cenário para 2026 segue evoluindo à medida que novas informações surgem.** O conflito no Oriente Médio, que já dura um mês, desencadeou uma nova onda de incerteza em torno dos preços de energia, das condições financeiras globais e dos ciclos de política monetária. Embora o cenário permaneça fluido e sujeito a mudanças, a duração do conflito e seu impacto sobre os preços do petróleo devem pressionar a inflação global ao longo do ano.
- **Para os Estados Unidos, embora o choque inflacionário seja relevante, entendemos que a leitura para a política monetária permanece mais compatível com um debate sobre o encerramento do ciclo de cortes, e não com a retomada de altas.** Mesmo antes do choque de energia, já víamos espaço limitado para cortes adicionais. A ausência de arrefecimento no núcleo de serviços excluindo habitação, em um ambiente em que o mercado de trabalho já exerce menor pressão inflacionária, segue como ponto de atenção para o Fed, reforçando a avaliação de que cortes adicionais já eram pouco prováveis.
- Nesse contexto, com a incorporação do choque energético, vemos poucos fundamentos para cortes de juros nos Estados Unidos ao longo de 2026. Ainda assim, não enxergamos, neste momento, espaço para discussão de alta de juros, especialmente se considerarmos o potencial impacto do aperto das condições financeiras no crescimento econômico.
- **Na Zona do Euro, discussões sobre alta de juros têm mais fundamento, mas dependem da evolução do cenário entre as reuniões.** O bloco apresenta elevada dependência de petróleo e gás importados. Além disso, membros do BCE têm destacado o risco de transmissão mais rápida do choque de energia para salários e, conseqüentemente, para a inflação de serviços. Nesse contexto, os bancos centrais parecem ter menor margem para ignorar choques primários de energia. Ainda assim, eventuais mudanças na condução da política monetária dependerão da evolução do conflito e da trajetória dos preços de energia até as próximas reuniões do BCE.
- **No caso da China, o impacto direto do conflito tende a ser mais limitado, considerando que o país tem conseguido acesso ao petróleo iraniano. Além disso, a composição de sua matriz energética permite maior diversificação.** Com relação ao contexto econômico, os primeiros dados do ano vieram mais fortes do que o esperado. No entanto, a sazonalidade associada ao Ano Novo Lunar, além de possíveis ajustes metodológicos nos investimentos fixos, pode ter influenciado a surpresa. Nesse contexto, exportações e indústria seguem como os principais vetores de crescimento. A demanda doméstica continua dependente do setor público, enquanto o setor privado permanece em processo de desalavancagem. Assim, é improvável observar uma **mais consistente** no consumo e no investimento privado sem, ao menos, alguma estabilização do setor imobiliário.

Global Macro: Choque de Energia

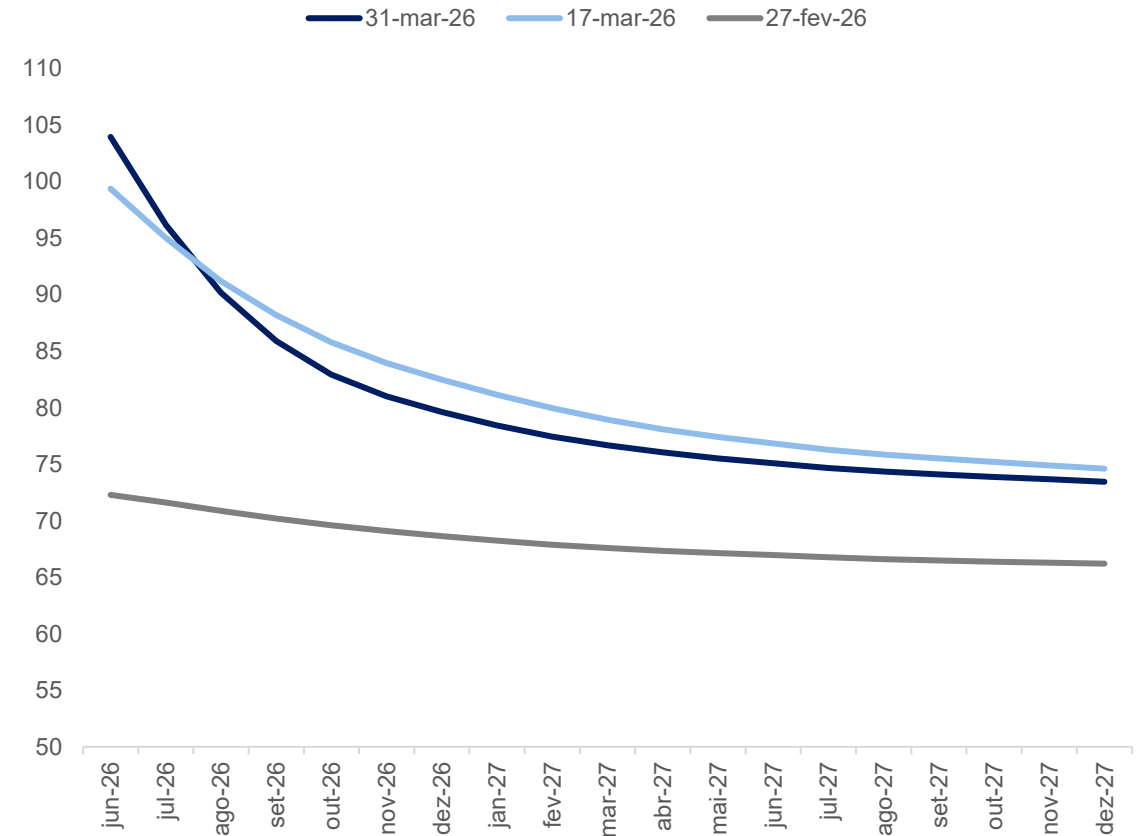
Conflito no Oriente Médio se estende por mais de um mês e deve impactar a economia global.

- Completando um mês de duração, o conflito no Oriente Médio levou à completa paralisação do fluxo de navios pelo Estreito de Ormuz, por onde transita cerca de 20% do fluxo global de petróleo. A interrupção do fluxo, somada aos ataques diretos a infraestruturas energéticas, levou o preço do barril ao maior nível desde 2022 e deve impactar a inflação global. Importante pontuar que, mesmo que o conflito se encerre nas próximas semanas, entendemos que a normalização do fluxo no estreito deve levar algum tempo adicional. Assim, o preço do petróleo tende a permanecer elevado, ao menos ao longo de todo o primeiro semestre.

Número de Navios transitando no Estreito de Ormuz



Curvas Futuras de Petróleo (USD)

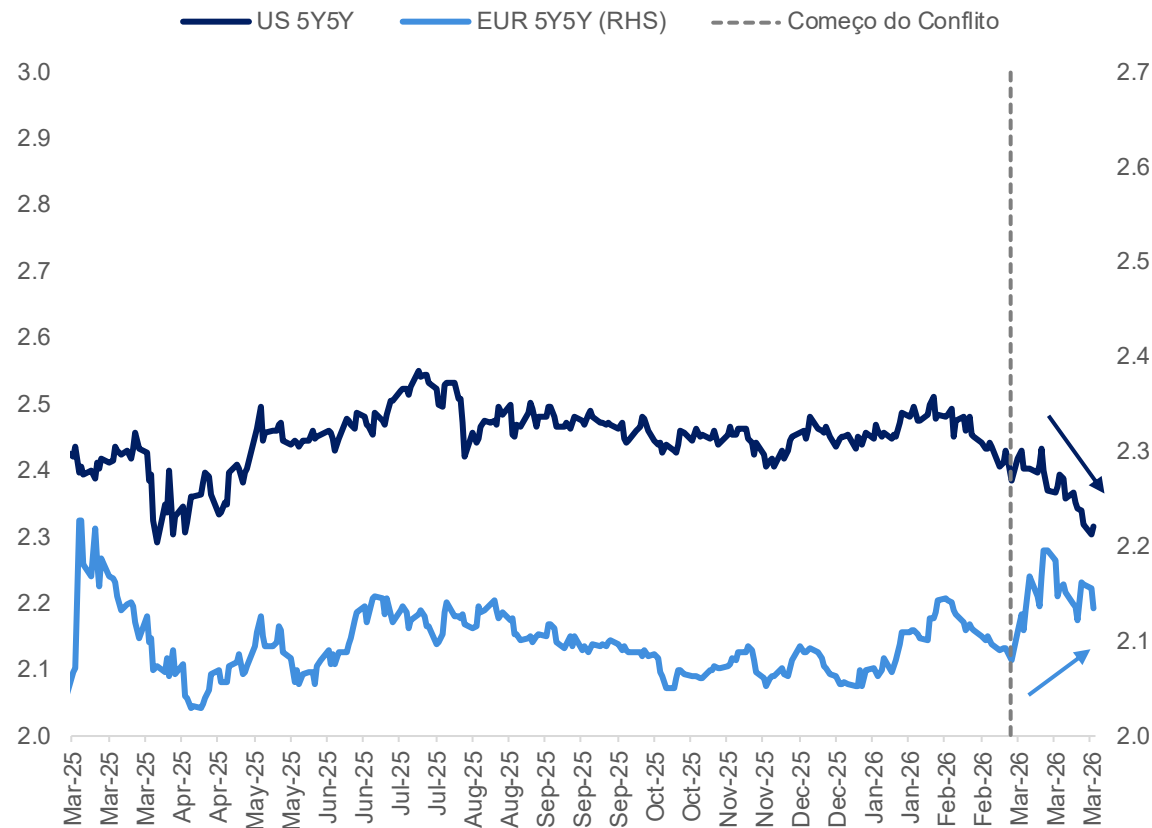


Reprecificação dos ciclos de política monetária

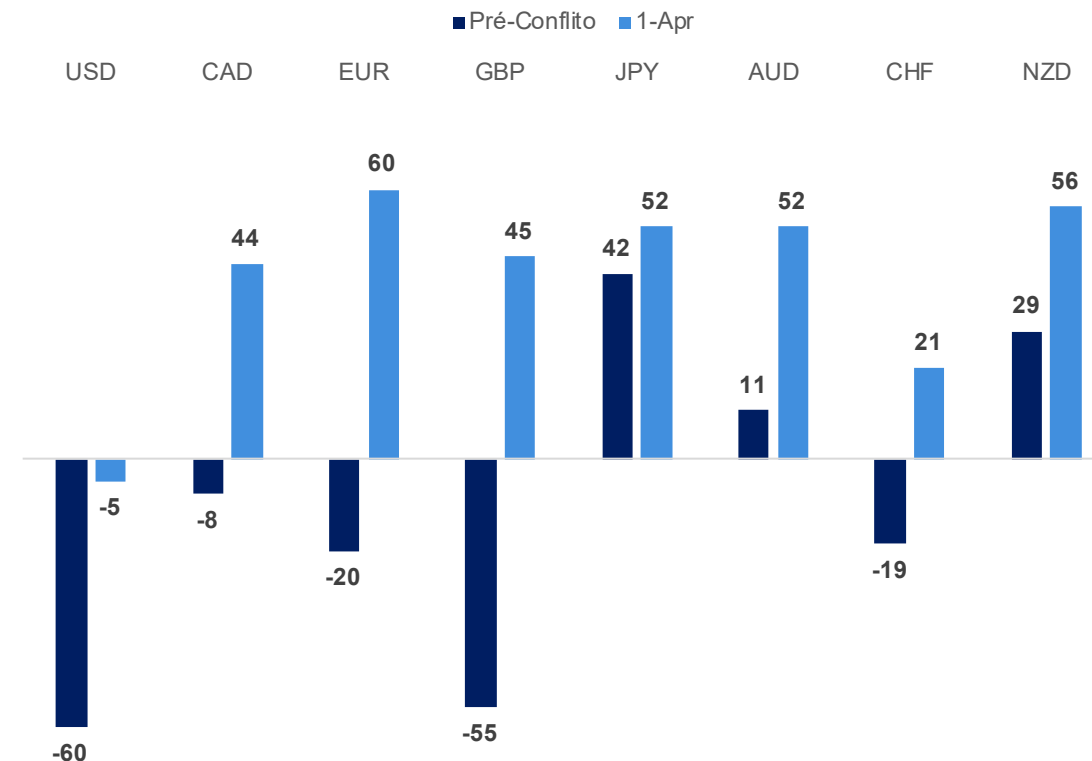
O risco inflacionário decorrente do conflito levou a reprecificação dos ciclos de política monetária.

- A alta dos preços de energia levou à reprecificação dos ciclos de política monetária, com retirada de cortes e, em alguns casos, reintrodução de riscos de aperto. O movimento reflete o aumento dos riscos de efeitos de segunda ordem do choque de petróleo, somado a uma comunicação mais *hawkish* dos bancos centrais e à preocupação com a transmissão mais rápida para salários.

Inflação Implícita



Precificação de mercado: Taxa de juros YE26 (bps)

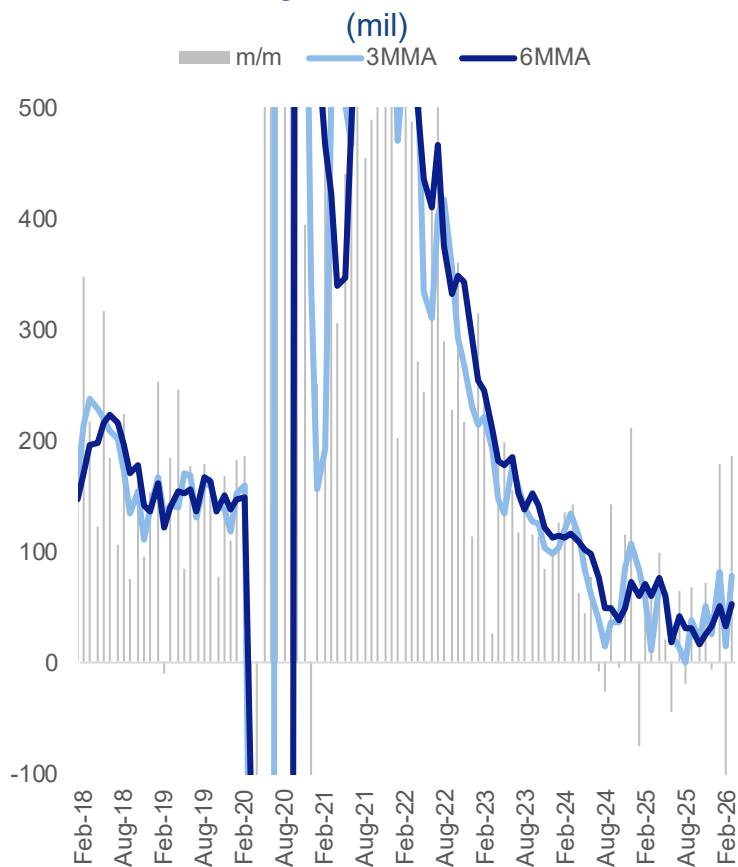


EUA: Mercado de Trabalho

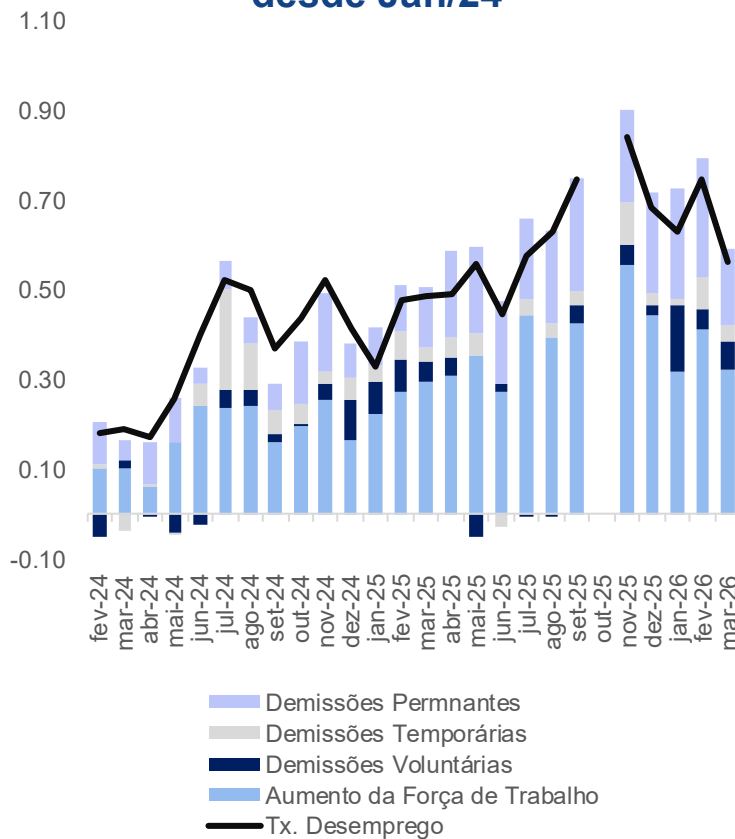
Estabilização do mercado de trabalho?

- Apesar da volatilidade inerente à série, os dados parecem apontar para estabilização do mercado de trabalho. Ainda é prematuro afirmar uma inflexão mais estrutural, especialmente à luz dos potenciais impactos de um choque de energia. Ainda assim, os primeiros dados de 2026 sugerem na dinâmica de contratação, em linha com a redução da incerteza comercial e com condições financeiras mais frouxas. Vale destacar que, em um contexto de menor crescimento da força de trabalho, o próprio Fed tem sinalizado que o nível de payroll consistente com estabilidade do mercado estaria próximo de zero.

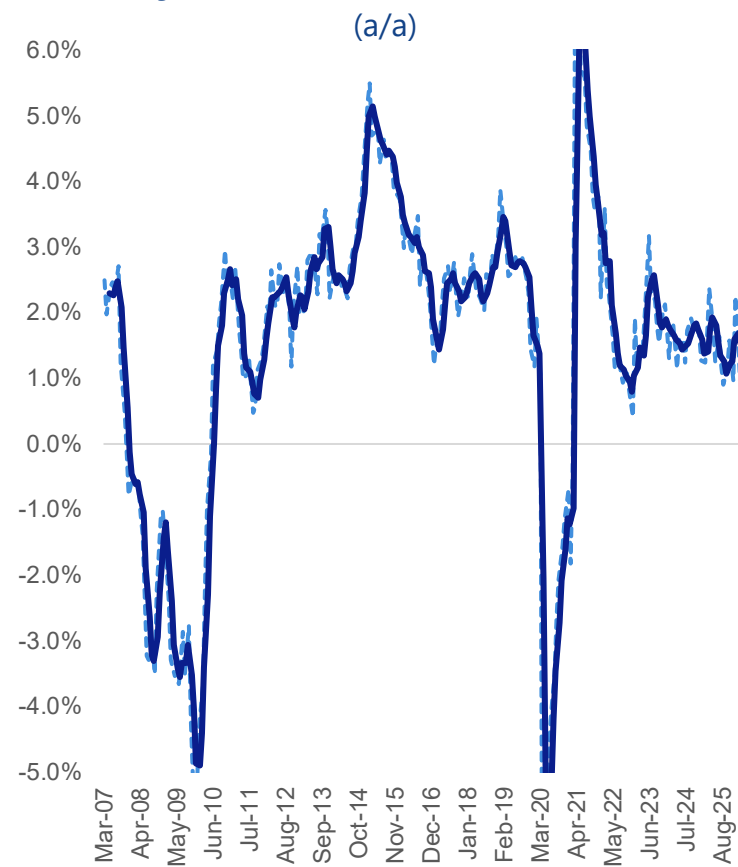
Payroll Privado



Aumento da taxa de desemprego desde Jan/24



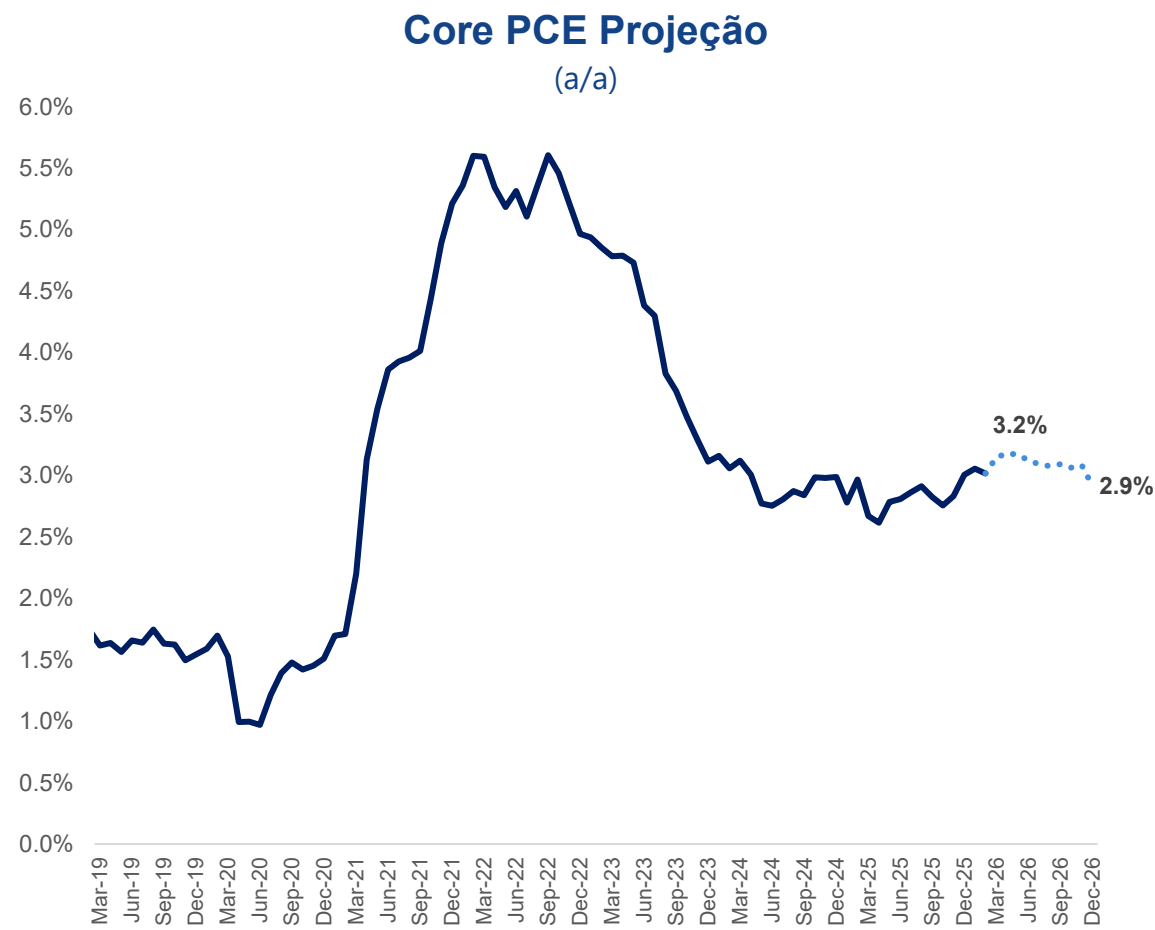
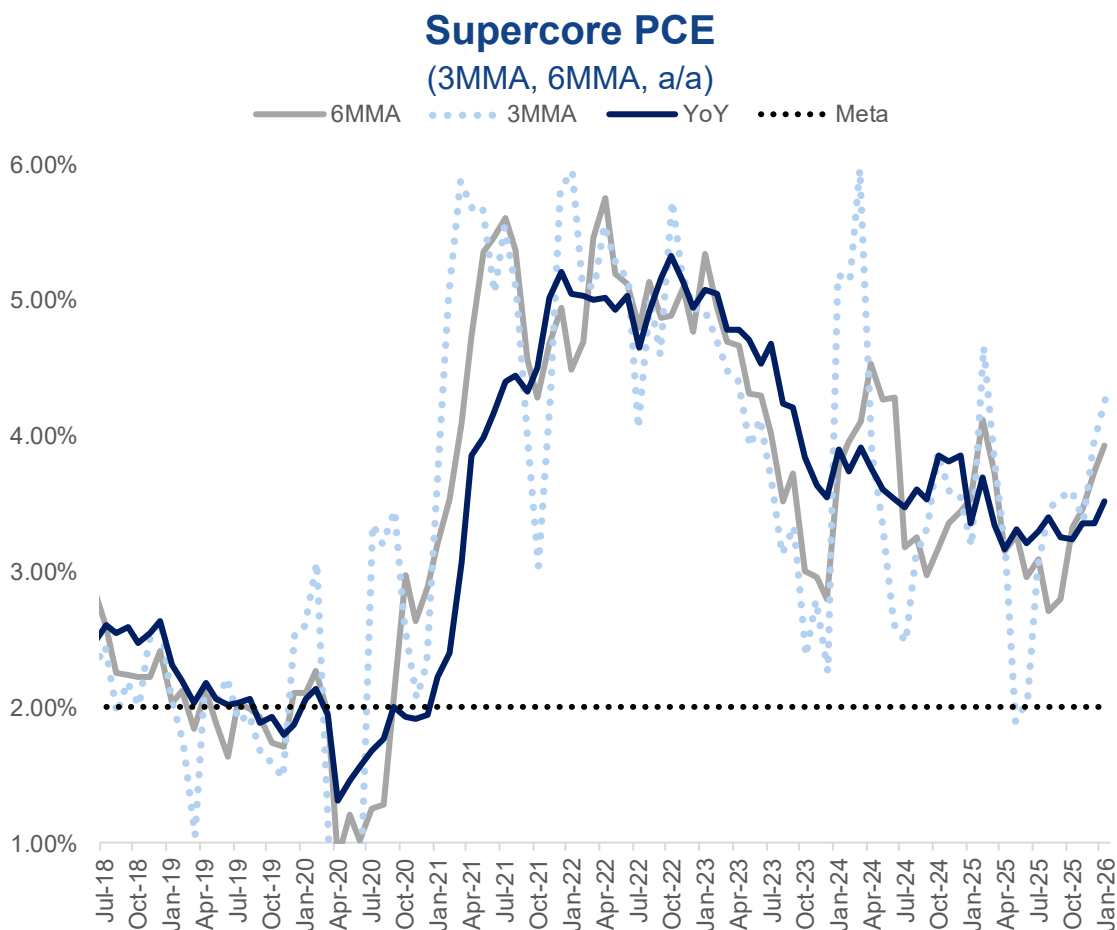
Proxy de Renda Real do Trabalho



EUA: Inflação

A inflação, que já iria encerrar o ano acima da meta, agora enfrenta risco altista adicional diante dos preços de energia mais elevados.

- Mesmo antes do choque de energia, já acompanhávamos com atenção o cenário inflacionário. Nos primeiros dois meses do ano, o núcleo do PCE rodou em média 0,4% m/m, já implicando revisão altista das projeções para algo próximo de 2,7%. Com a incorporação do choque de energia, o núcleo pode encerrar o ano sem progresso relevante, próximo de 3%.



EUA: Política Monetária

Fed sem espaço para cortes adicionais.

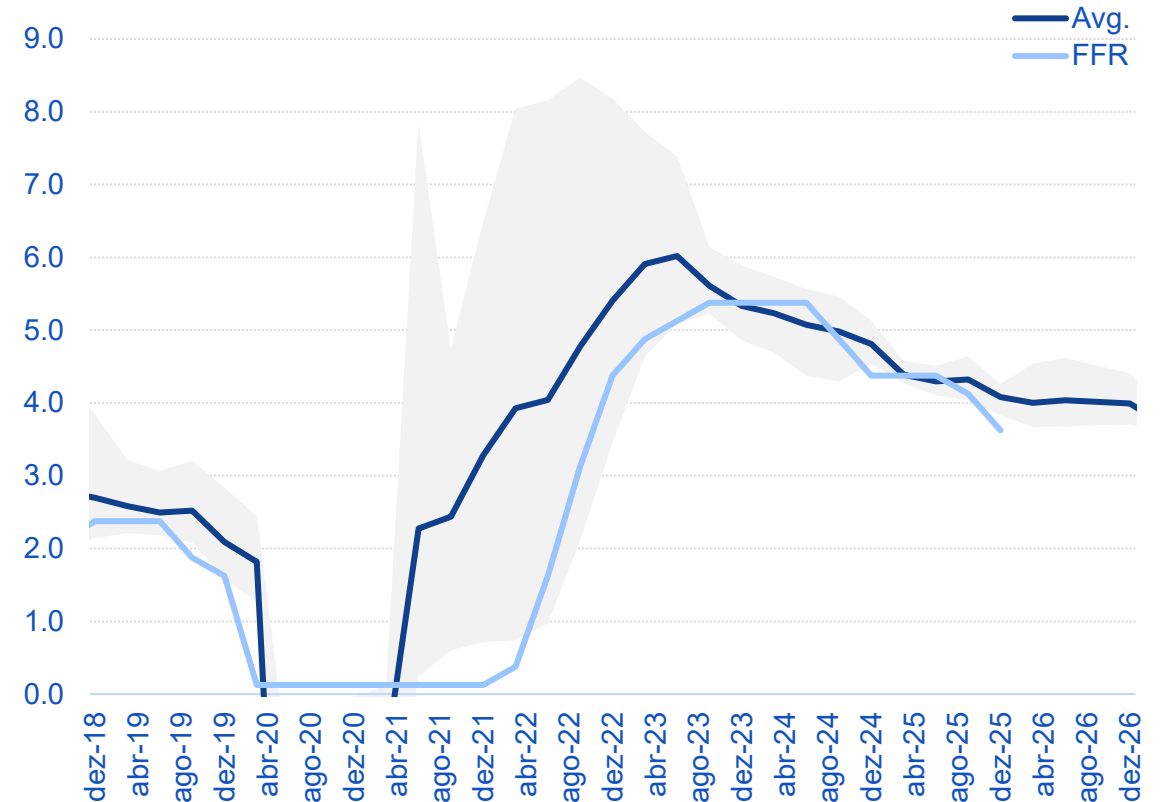
- O choque energético, somado ao baixo progresso da inflação rumo à meta em 2026, sugere poucos fundamentos para cortes de juros nos Estados Unidos ao longo do ano. Ainda assim, não vemos, neste momento, espaço para discussão de alta de juros, especialmente se considerarmos o possível impacto do aperto das condições financeiras no crescimento econômico.

Regra de Taylor Média

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

Core PCE	Unemployment Rate				
	4.00%	4.20%	4.40%	4.60%	4.80%
2.00%	3.6%	3.4%	3.3%	3.1%	2.9%
2.25%	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%	3.1%
2.50%	3.9%	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%
2.75%	4.1%	3.9%	3.8%	3.6%	3.4%
3.00%	4.2%	4.1%	3.9%	3.8%	3.6%
3.25%	4.4%	4.2%	4.1%	3.9%	3.8%
3.50%	4.6%	4.4%	4.3%	4.1%	4.0%
3.75%	4.7%	4.6%	4.4%	4.3%	4.1%
4.00%	4.9%	4.7%	4.6%	4.4%	4.3%

Trajetória utilizando a média entre as regras de Taylor



(r* = 1.13%, UR* = 4.2%)

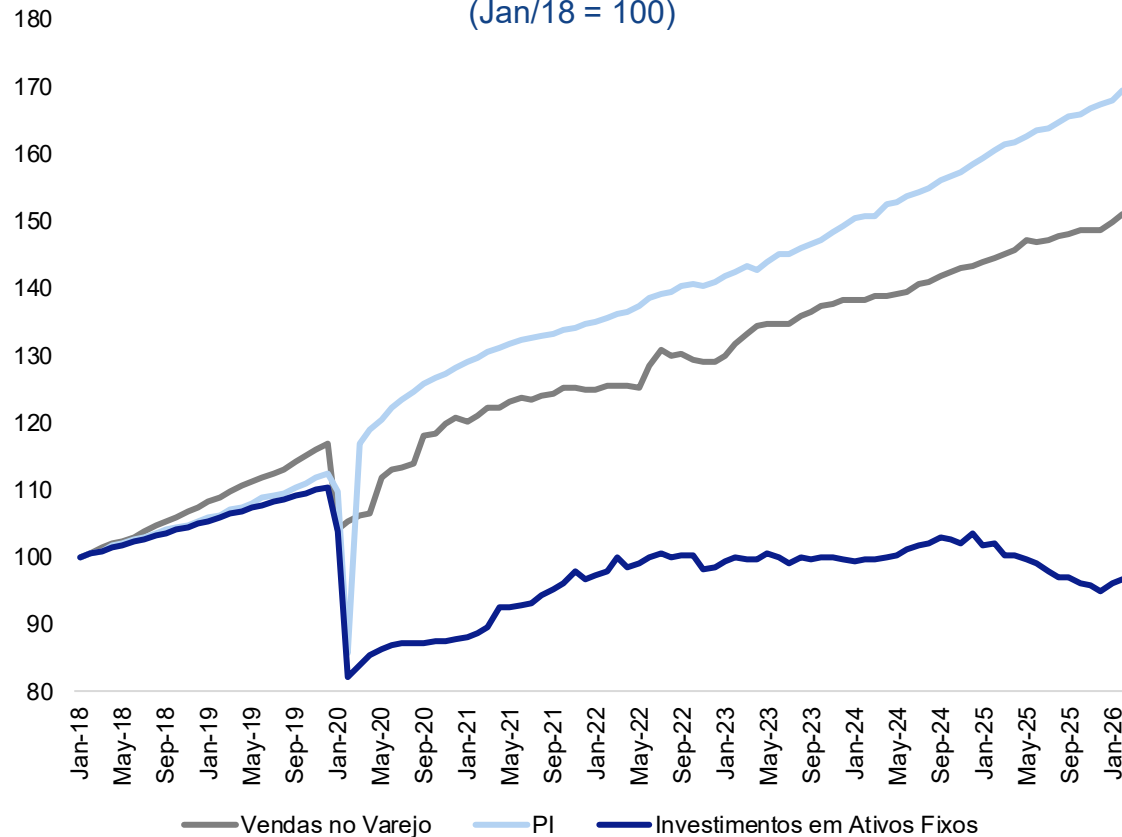
China: Atividade Econômica

Apesar do começo de ano mais forte, demanda doméstica segue enfraquecida

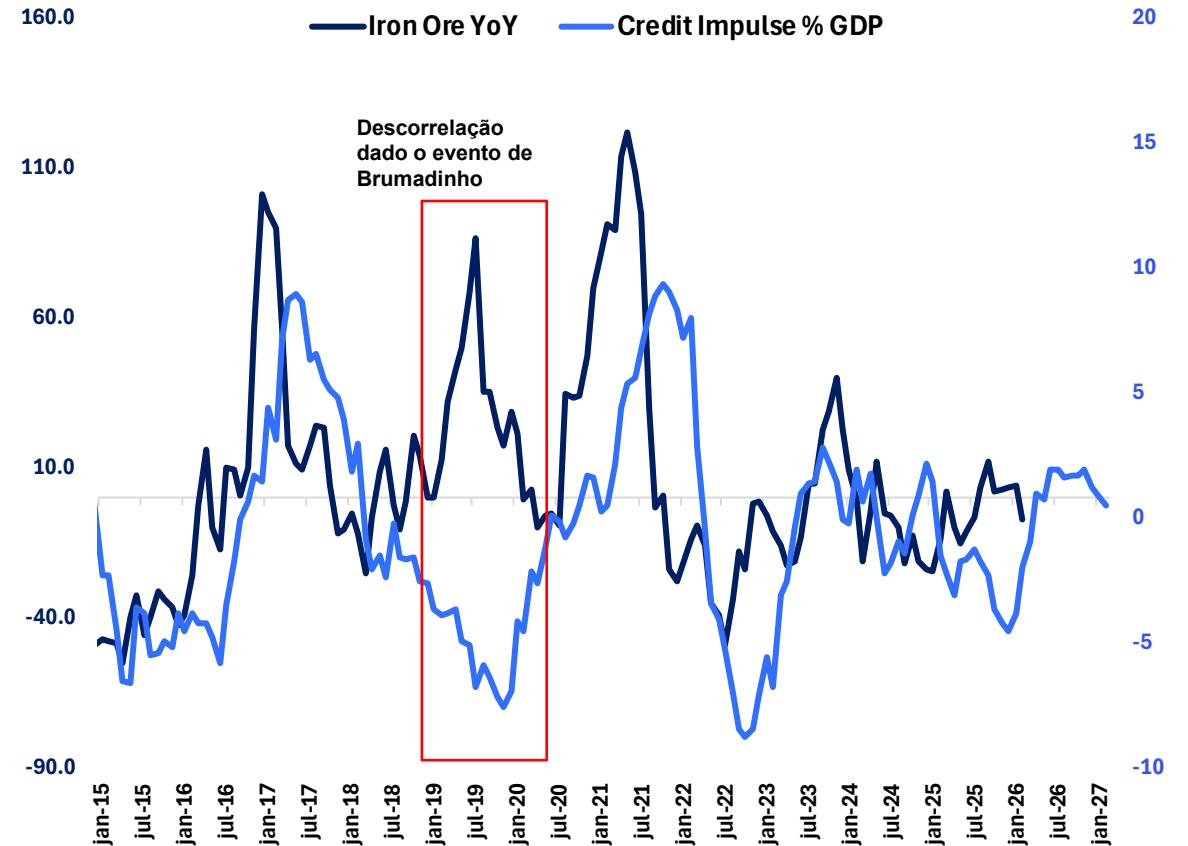
- Os primeiros dados do ano vieram mais fortes do que o esperado. No entanto, a sazonalidade associada ao período do Ano Novo Lunar, além de possíveis ajustes metodológicos nos investimentos fixos, podem estar por trás da surpresa, o que demanda cautela na análise. Ainda assim, os números reduzem o senso de urgência para novos estímulos do governo no curto prazo.

Indicadores de Atividade Econômica

(Jan/18 = 100)



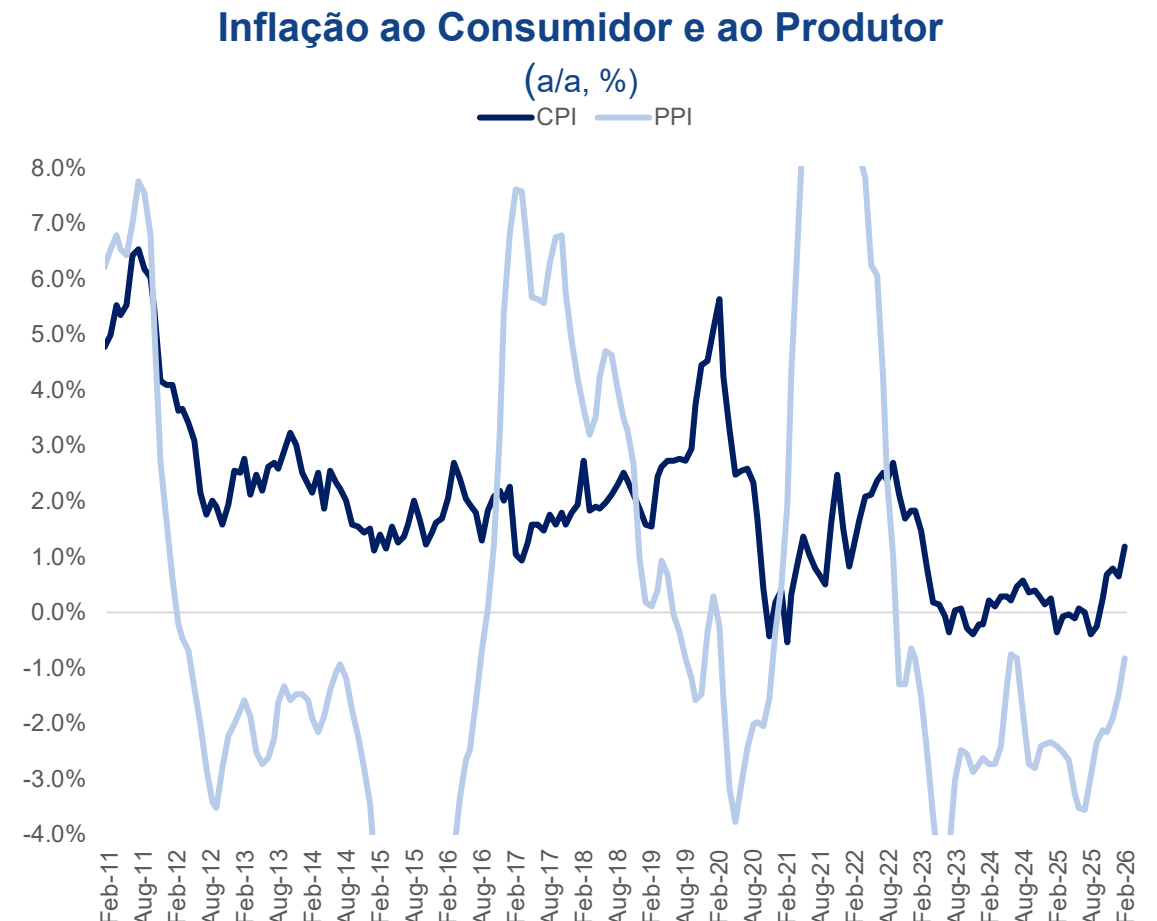
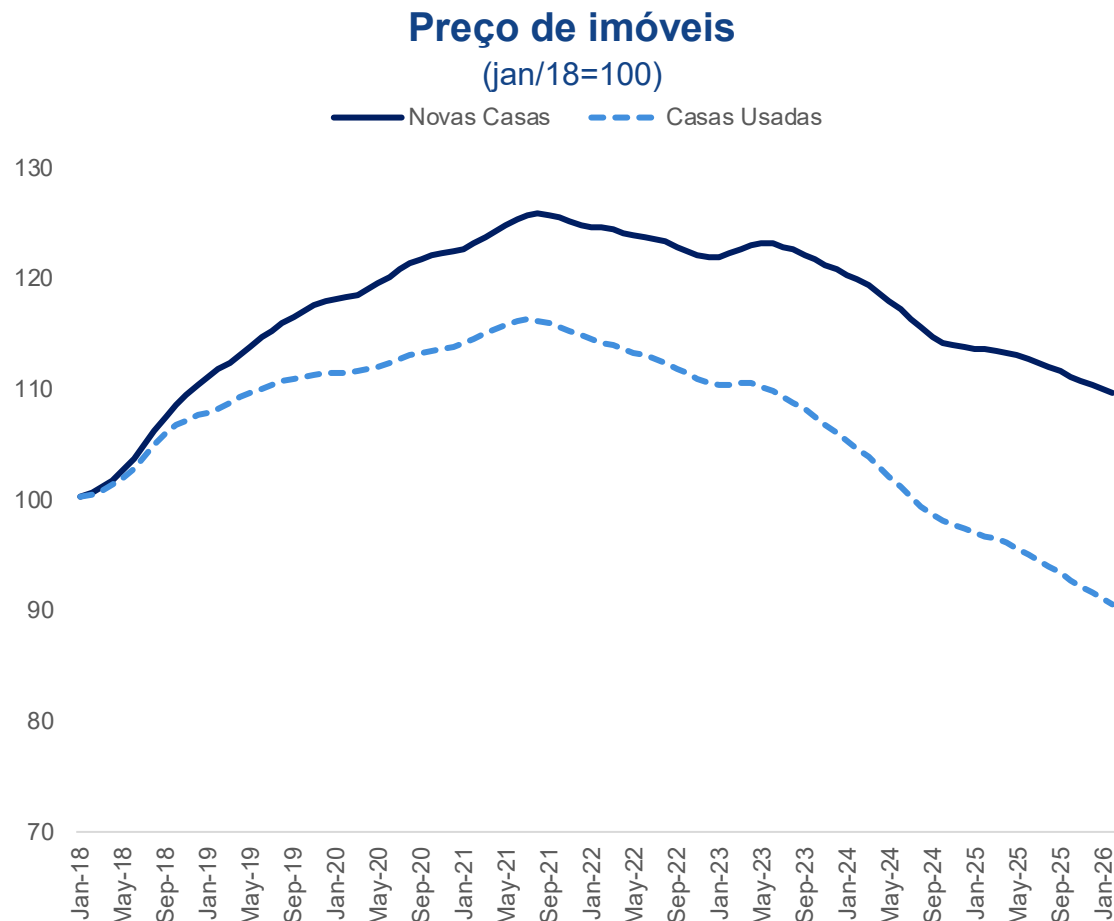
Impulso de Crédito (% do PIB)



China: Inflação

A inflação apresenta alguma no curto prazo, mas os preços de imóveis seguem em deflação.

- Os dados de CPI e PPI mostraram alguma aceleração na margem, movimento que deve persistir nos próximos meses, influenciado pelo choque energético. No entanto, os preços de imóveis seguem em queda recorrente, enquanto o deflator do PIB permanece em território negativo desde o fim de 2022, refletindo pressões desinflacionárias persistentes na economia.



Zona do Euro: Atividade Econômica

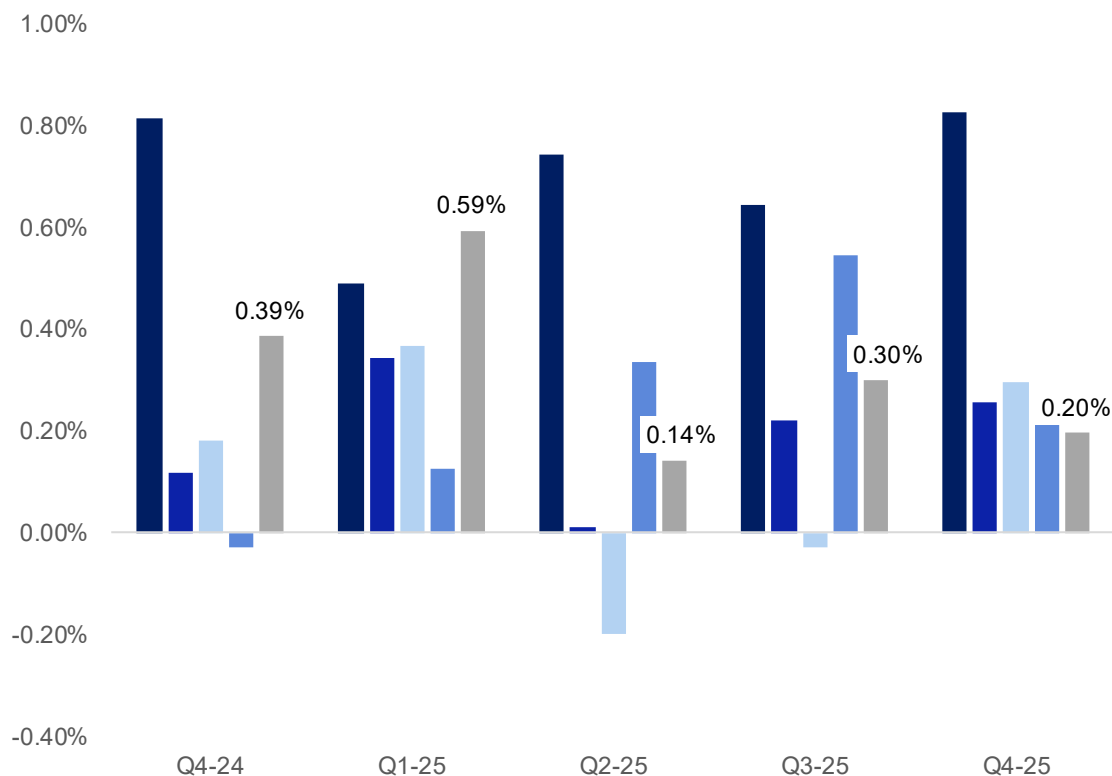
Choque de energia deve pressionar o crescimento europeu.

- Devido à elevada dependência de importações energéticas, o impacto sobre a economia do bloco deve se dar não apenas pelo canal inflacionário, mas também pelo crescimento, podendo levar o bloco a um crescimento em torno de 1% em 2026, a depender da duração do choque.

PIB regional

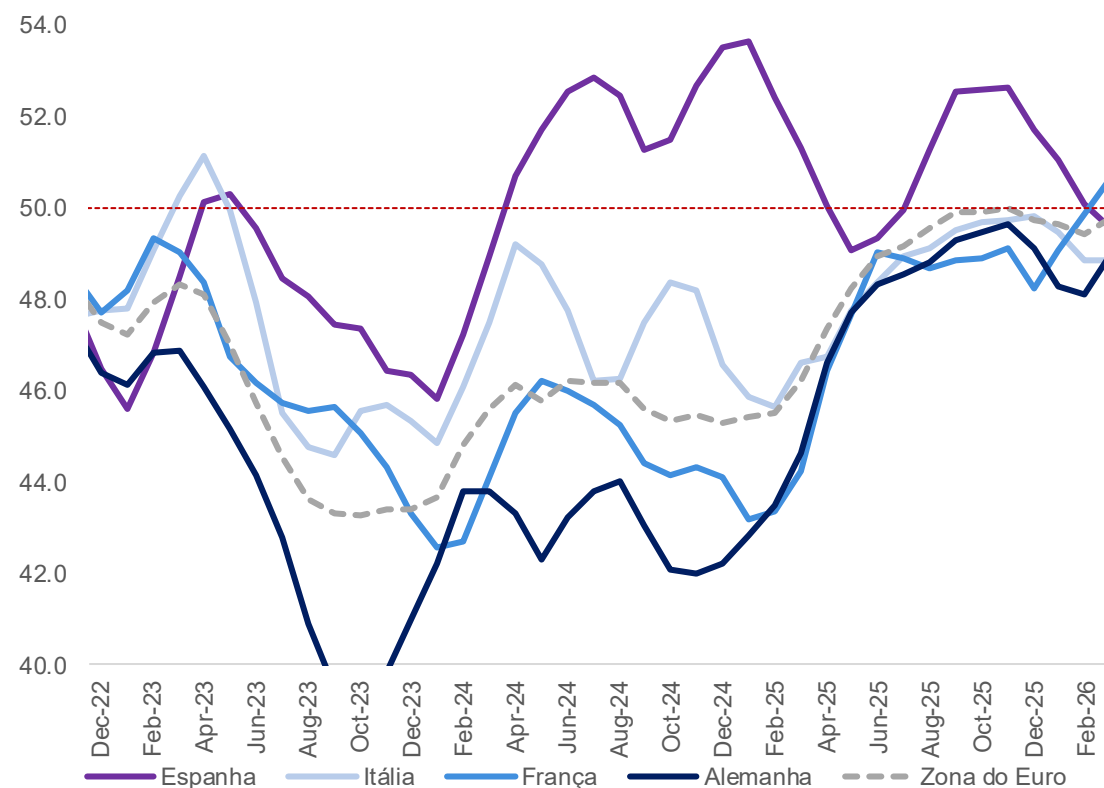
(q/q, %)

■ Espanha ■ Itália ■ Alemanha ■ França ■ Zona do Euro



PMI Manufatura

(50 pontos = neutro)



Zona do Euro: Inflação & Política Monetária

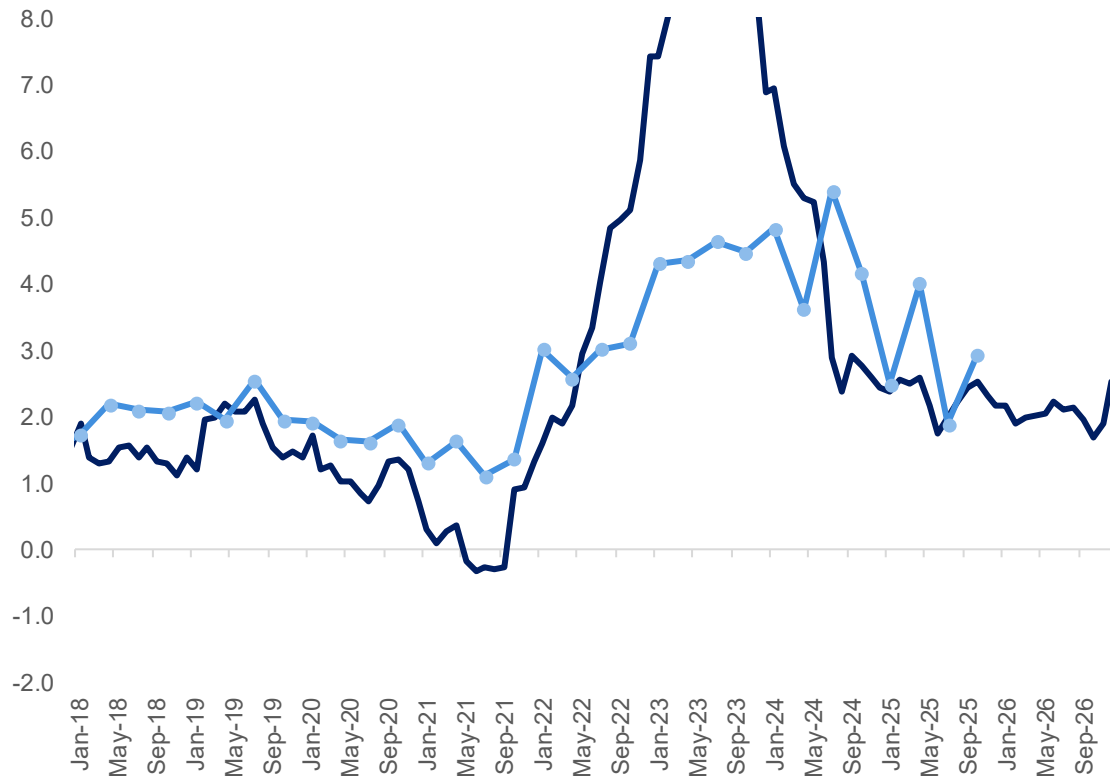
Há riscos de altas de juros na Zona do Euro?

- Na Zona do Euro, discussões sobre alta de juros tem mais fundamento, mas dependem das evoluções do cenário entre as reuniões. O bloco apresenta elevada dependência de petróleo e gás importados. Adicionalmente, membros do BCE têm destacado o risco de transmissão mais rápida do choque de energia para salários e, conseqüentemente, para a inflação de serviços. Nesse contexto, o BCE parece ter menor margem para ignorar choques primários de energia.

HICP e salários negociados

(a/a, %)

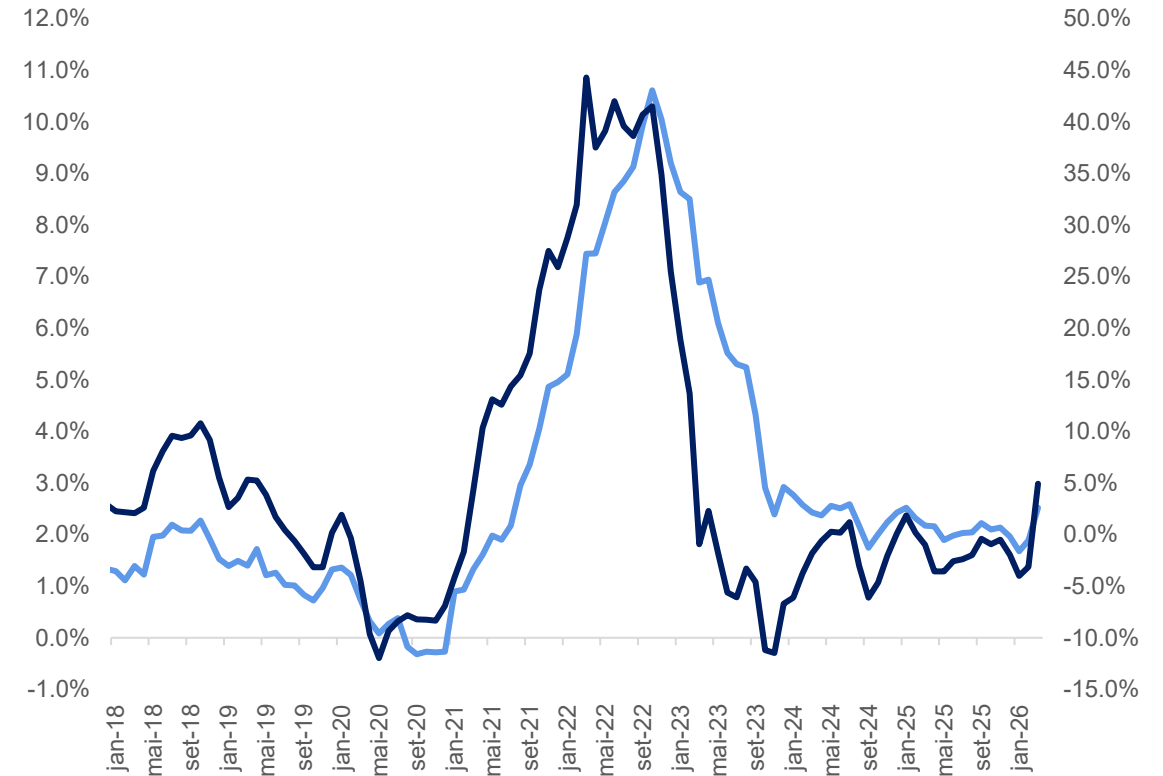
— CPI (9M adv) — Salários negociados



HICP e HICP Energia

(a/a, %)

— HICP — Energia (dir.)



Principais projeções – Cenário Global

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Estados Unidos											
PIB (% 4T/4T)	2.99	2.12	3.35	-0.92	5.76	1.32	3.39	2.40	2.23	2.4	2.2
PIB (% acum. no ano)	2.46	2.97	2.58	-2.08	6.15	2.52	2.93	2.79	2.17	2.4	2.3
Taxa de Desemprego (%)	4.13	3.91	3.55	6.70	3.94	3.49	3.77	4.09	4.38	4.4	4.4
PCE Headline (% a/a)	1.75	2.05	1.43	1.09	4.13	6.54	3.81	2.62	2.90	2.9	2.1
PCE Núcleo (% a/a)	1.60	1.90	1.65	1.32	3.57	5.34	4.18	2.94	3.00	2.9	2.4
CPI Headline (% a/a)	2.11	1.91	2.29	1.36	7.04	6.45	3.35	2.89	2.68	2.8	2.1
CPI Núcleo (% a/a)	1.78	2.18	2.26	1.62	5.45	5.71	3.93	3.24	2.64	2.8	2.3
Fed Funds Rate (% midpoint)	1.38	2.38	1.63	0.13	0.13	4.38	5.38	4.38	3.63	3.6	3.6
Zona do Euro											
PIB (% y/y)	2.60	1.80	1.60	-6.00	6.30	3.50	0.40	0.90	1.40	1.1	1.4
CPI Headline (% y/y)	1.53	1.76	1.19	0.25	2.60	8.36	5.47	2.37	2.12	2.2	2.0
CPI Núcleo (% y/y)	1.01	1.01	1.05	0.69	1.45	3.94	4.96	2.86	2.42	2.2	2.0
ECB Deposit Rate (%)	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	2.00	4.00	3.00	2.00	2.0	2.0
China											
PIB (% y/y)	6.90	6.70	6.00	2.20	8.40	3.00	5.20	5.00	5.00	4.6	4.4
CPI Headline* (% y/y)	1.55	2.13	2.90	2.51	0.92	1.96	0.24	0.24	0.05	0.9	1.0
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	4.17	4.1	4.1
USD/EUR - final de período	1.20	1.15	1.12	1.22	1.14	1.07	1.10	1.04	1.17	1.2	1.2
CNY/USD - final de período	6.51	6.88	6.96	6.53	6.36	6.90	7.10	7.30	6.99	6.8	6.7
Índice DXY	92.12	96.17	96.39	89.94	95.67	103.52	101.33	108.49	98.32	97.0	93.9

*Consenso Bloomberg;



Setor Externo



Iana Ferrão

iana.ferrao@btgpactual.com



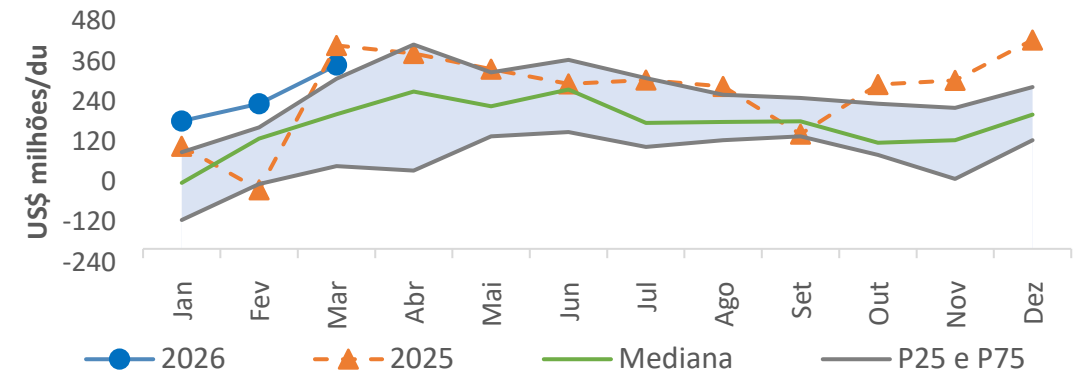
Revisão altista do cenário externo: via petróleo mais do que compensa custos

- **Saldo comercial: petróleo reforça na margem e leva à revisão altista para 2026 e 2027.** O superávit comercial vinha ganhando tração desde o 4T25, sobretudo em função do aumento do *quantum* exportado. Com o início do conflito envolvendo o Irã, a forte alta dos preços do petróleo no mercado internacional reforçou essa na margem e nos levou a revisar para cima nossas projeções de superávit comercial para 2026 e 2027. Incorporando outros efeitos do choque sobre a balança comercial – como a alta dos preços de fertilizantes e de algumas commodities agrícolas – revisamos nossa projeção de superávit comercial (MDIC) de US\$ 75 bilhões para US\$ 90 bilhões em 2026 e de US\$ 80 bilhões para US\$ 90 bilhões em 2027. Para o petróleo, assumimos uma curva de preços próxima à do mercado, com o barril encerrando 2026 em US\$ 83/barril e média de US\$ 77/barril em 2027.
- **Déficit em transações correntes: em função do petróleo.** Em função da revisão altista do superávit comercial e da incorporação do aumento dos custos de transporte/frete decorrentes da guerra no Irã, revisamos nossa projeção de déficit em transações correntes para 2,3% do PIB em 2026 (ante 2,8% na projeção anterior) e 2,3% do PIB em 2027 (ante 2,5% na projeção anterior), frente aos 3,0% do PIB em 2025. O IDP seguirá mais do que suficiente para financiar o déficit, como vem ocorrendo nos últimos 11 anos.
- **Fluxo cambial volta ao terreno negativo com a guerra no Irã.** Após um primeiro bimestre marcado por forte entrada de dólares no País – a maior para o período em 14 anos –, houve saída relevante no segmento financeiro em março (US\$ 9,8 bilhões), parcialmente compensada pela entrada no segmento comercial (US\$ 6,7 bilhões). No relativo, o Brasil está melhor posicionado do que outros países por ser exportador líquido de petróleo, mas a retomada do fluxo dependerá de uma redução da incerteza externa.
- **Mantemos a projeção de taxa de câmbio em R\$ 5,20/US\$ no fim de 2026.** Após apreciar para abaixo de R\$ 5,20 no fim de fevereiro, o real enfrentou um ambiente externo mais adverso com a guerra no Irã, mas mostrou resiliência relativa entre emergentes. A forte alta do preço do petróleo favorece o Brasil, por ser exportador líquido de óleo, ajudando a mitigar o choque global. Para o dólar, o conflito interrompe, no curto prazo, a tendência de depreciação observada em 2025, ao reintroduzir prêmio de segurança e adiar cortes do Fed. Ainda assim, não vemos um ciclo estrutural de fortalecimento do dólar: a tendência segue sendo de apreciação limitada, diante da menor demanda por ativos americanos e da diversificação global de portfólios. Assim, o choque altera os vetores – menos suporte via dólar global e mais via petróleo e *carry* –, sem mudar nossa projeção de R\$ 5,20/US\$.

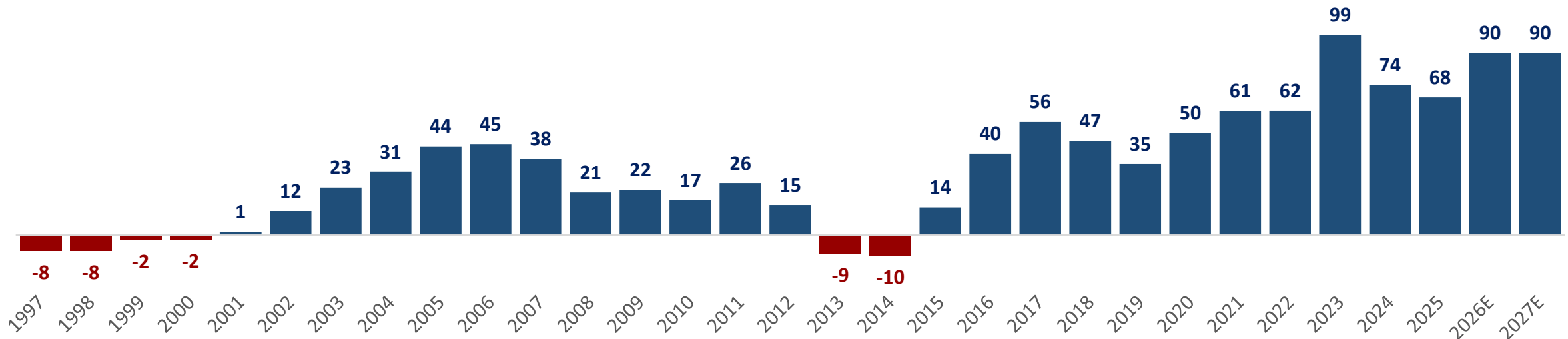
Superávit comercial aumentará para US\$90 bilhões em 2026

- A aceleração do saldo comercial desde o 4T25 decorre da combinação de maior dinamismo das exportações, em função do aumento da produção de commodities e da forte alta dos preços do petróleo no mercado internacional.
- Incorporando o efeito da alta dos preços do petróleo; dos fertilizantes e de algumas commodities agrícolas – revisamos nossa projeção de superávit comercial (MDIC) de US\$ 75 bilhões para US\$ 90 bilhões em 2026 e de US\$ 80 bilhões para US\$ 90 bilhões em 2027.

Saldo da balança comercial (US\$ milhões/du)



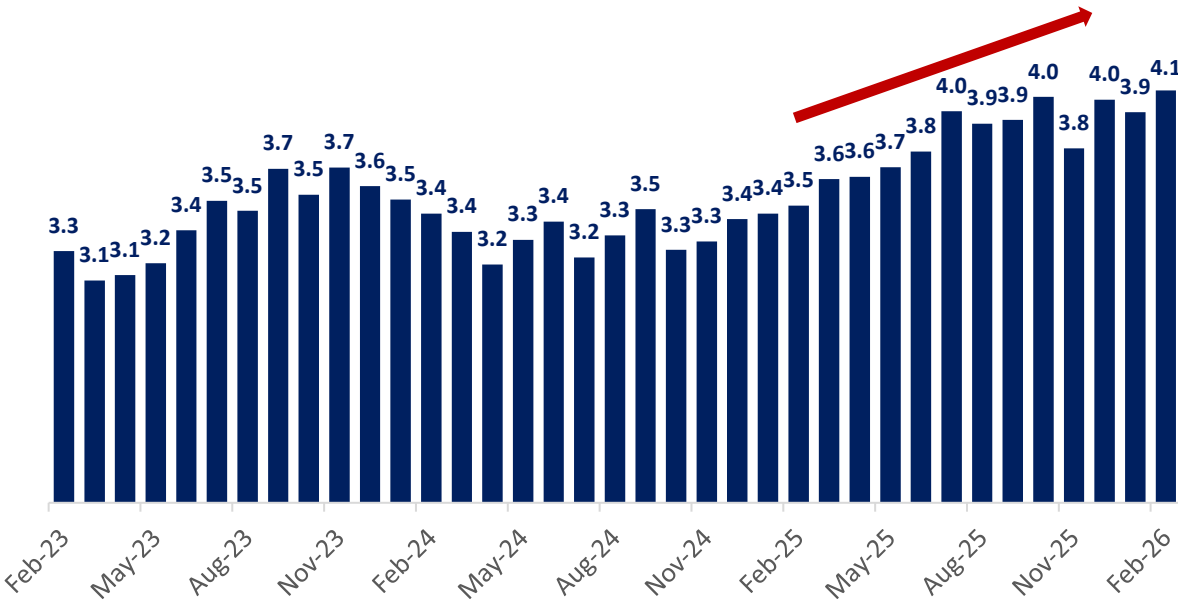
Saldo da balança comercial (MDIC) (US\$ bilhões)



Petróleo: forte alta da produção, *quantum* exportado e preços

- A aceleração do saldo comercial desde o 4T25 decorre da combinação de maior dinamismo das exportações, em função do aumento da produção de commodities, em particular de petróleo, e da forte alta dos preços do Brent no mercado internacional.
- A produção de petróleo acelerou no 2S25 e atingiu o recorde histórico de 4,1 milhões de barris/dia em fev/2026.

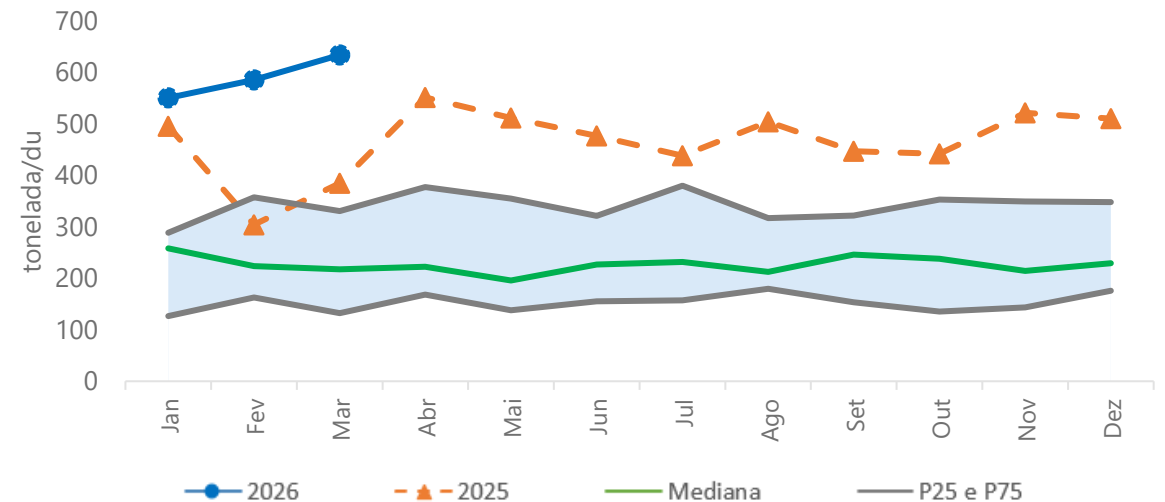
Produção de petróleo mensal (Mboe/d)



Preço do Brent no mercado internacional (US\$/bbl)



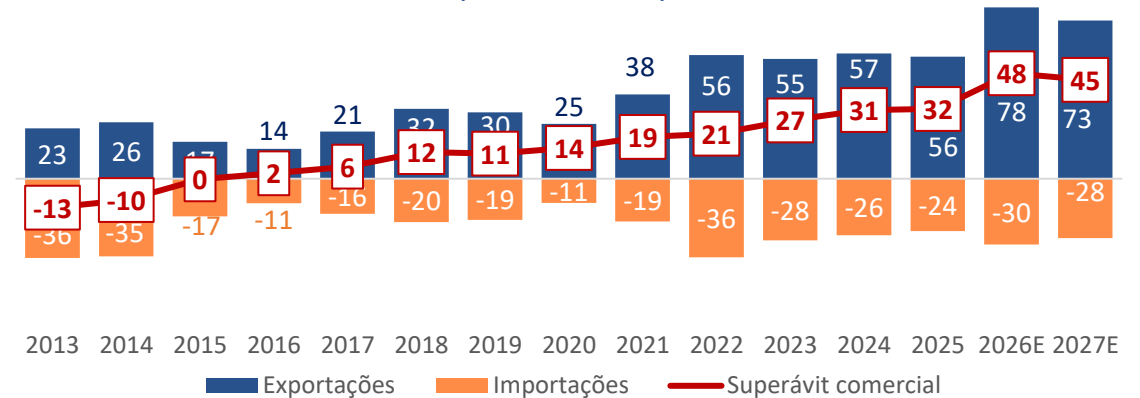
Quantum exportado de petróleo e derivados (Ton/dia útil)



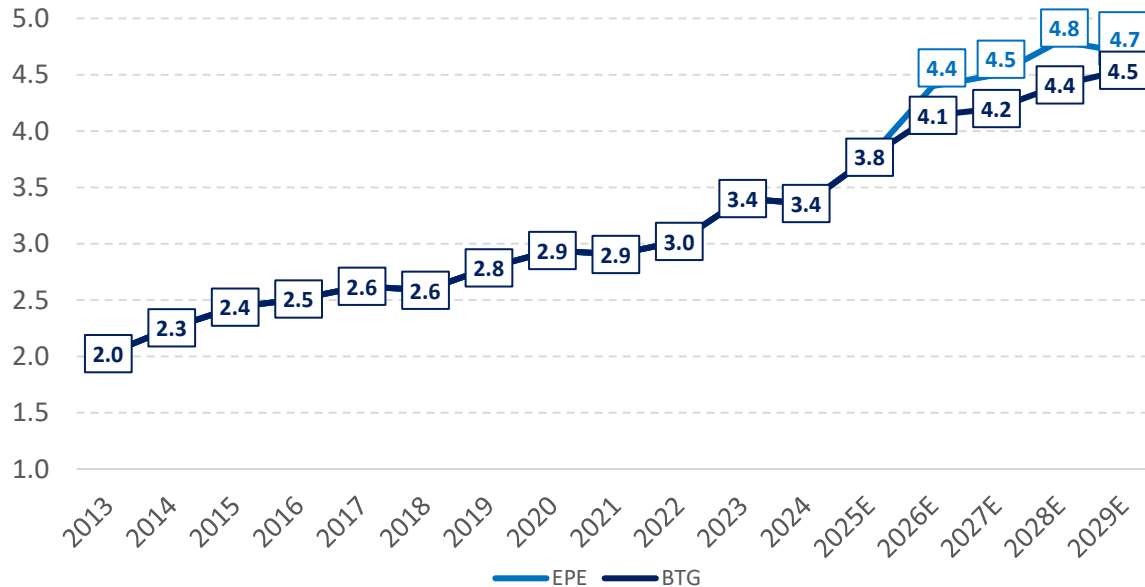
Superávit de petróleo e derivados: recorde de US\$48bi em 2026

- Projetamos crescimento médio da produção de petróleo de ~10% no ano. Com preços elevados do *Brent*, o saldo da balança de petróleo e derivados deve atingir o recorde US\$ 48 bi em 2026.
- As exportações alcançarão US\$ 78bilhões, enquanto as importações aumentarão para US\$30bilhões.

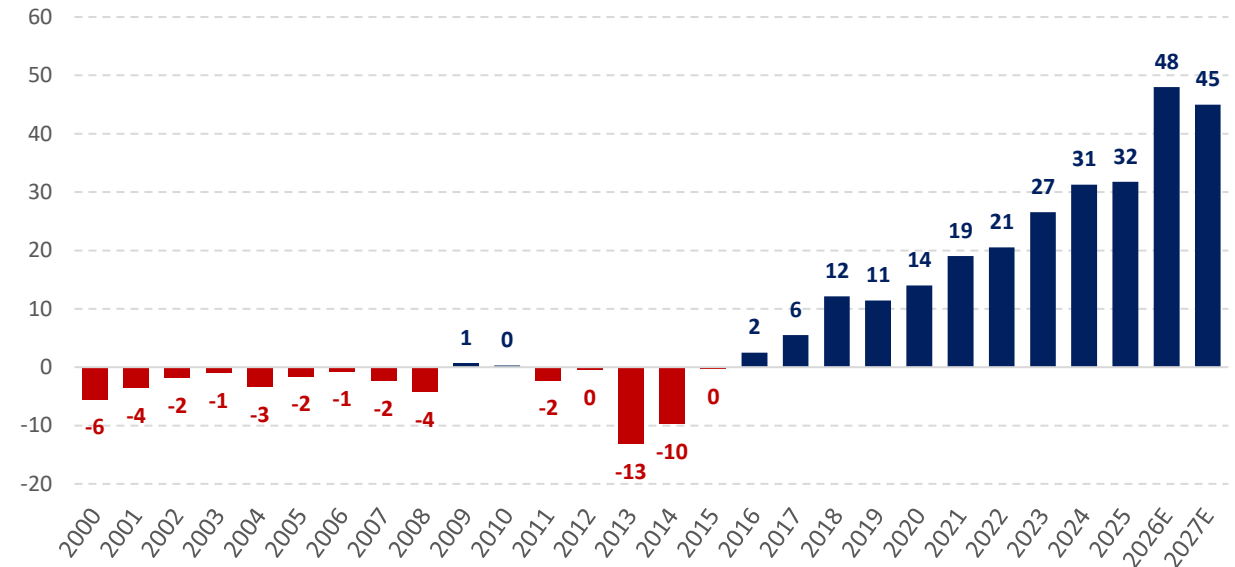
Exportações, importações e saldo de petróleo e derivados (US\$ bilhões)



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



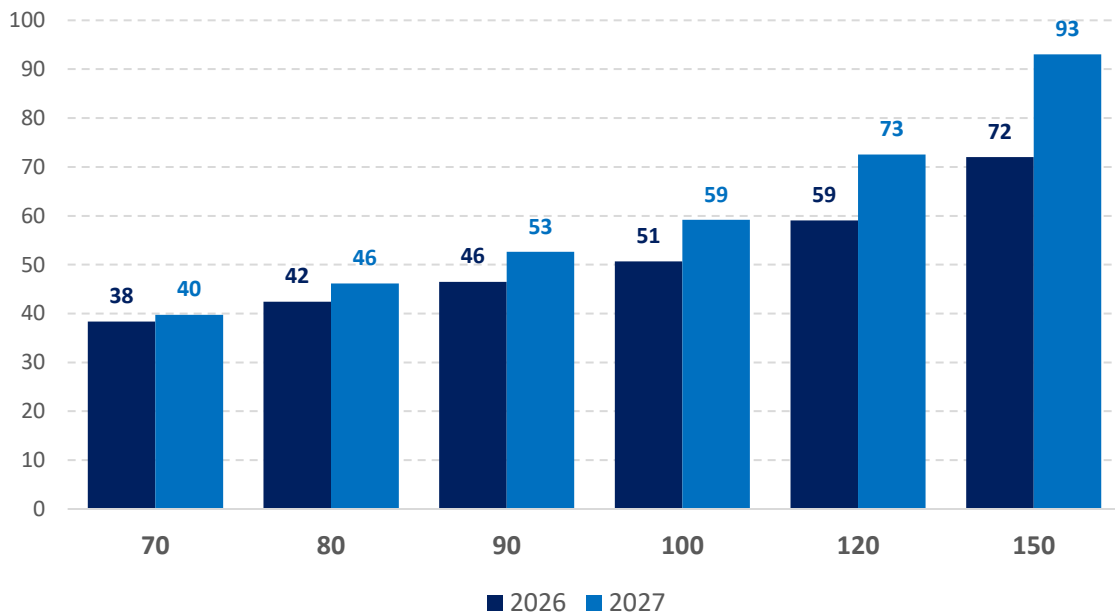
Saldo da balança de petróleo e derivados (US\$ bilhões)



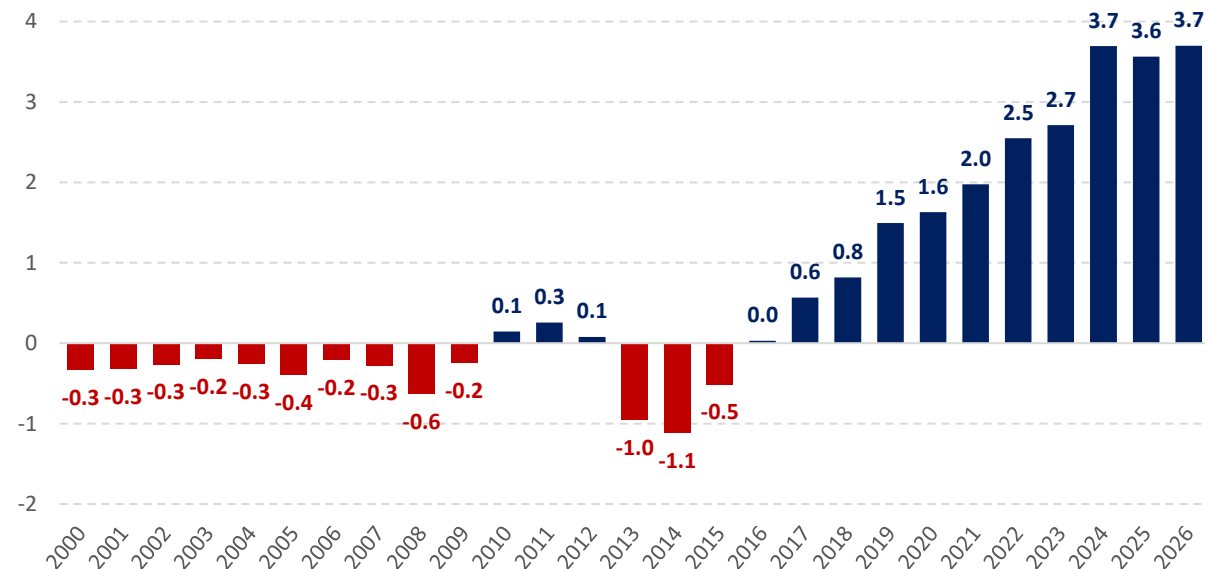
O saldo de petróleo é altamente sensível ao nível do Brent

- O saldo da balança de petróleo e derivados é altamente sensível ao nível de preços do Brent. O efeito é mais forte em 2027, quando a maior produção amplia o benefício de preços mais altos.
- A sensibilidade da balança comercial de petróleo e derivados a choques no Brent tornou-se estruturalmente positiva ao longo do tempo: saiu de impactos negativos próximos a -US\$0,3 bi para um aumento de 10% no Brent no início dos anos 2000 para ganhos superiores a US\$3,5 bi atualmente, refletindo a mudança na estrutura da pauta.

Saldo da balança comercial de petróleo e derivados para diferentes níveis de Brent¹ (US\$ bilhões, US\$/barril)



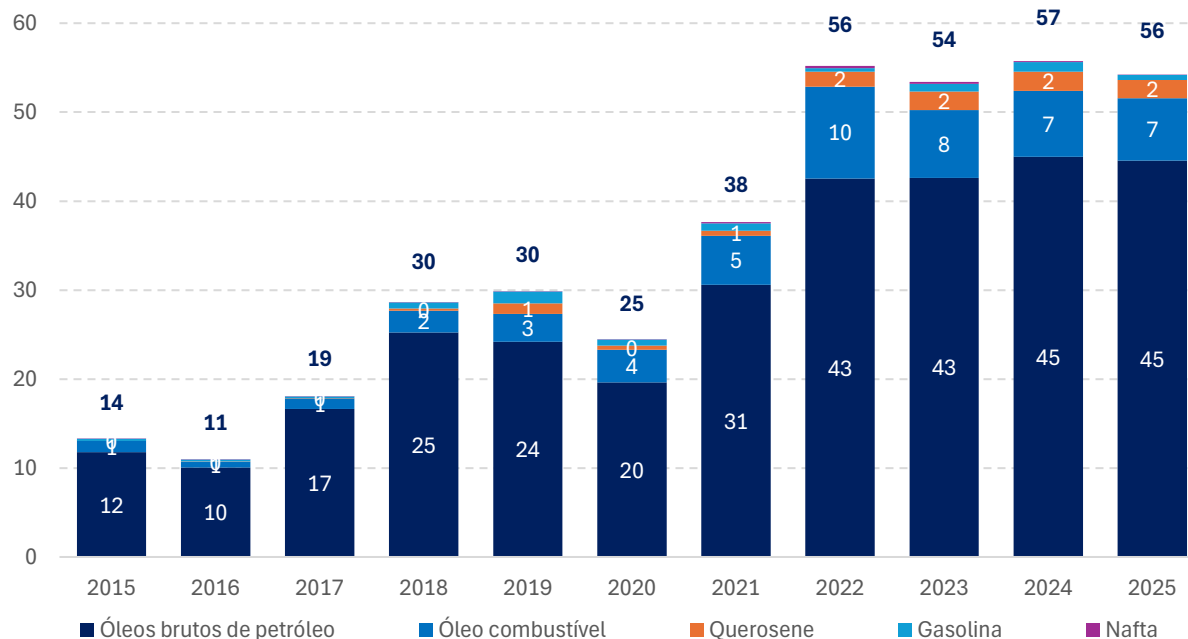
Sensibilidade histórica da balança comercial em US\$ bilhões a uma alta 10% no preço do Brent



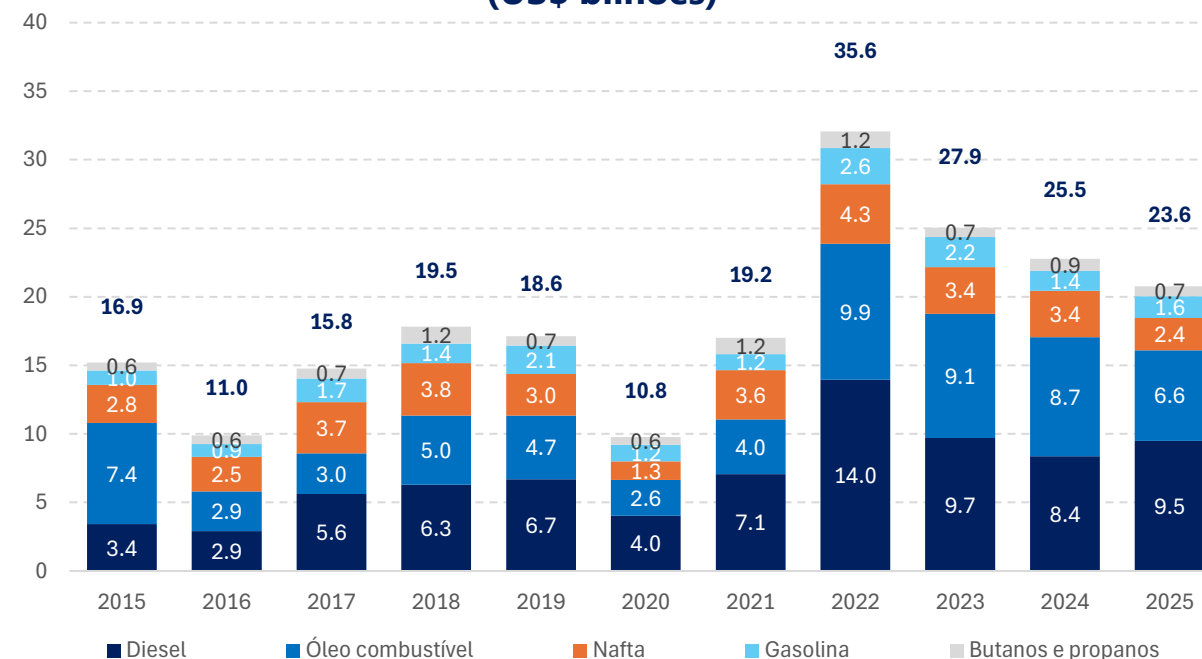
Menor dependência externa em combustíveis

- Exportações seguem trajetória estruturalmente crescente, puxadas pelo petróleo bruto, que concentra a maior parte do avanço – reforçando o papel do Brasil como exportador líquido de energia.
- Importações atingiram pico em 2022 e recuam desde então, com destaque para diesel e óleo combustível – refletindo em parte redução dos preços após o pico de 2022 –, mas também um maior grau de autossuficiência energética do país.

Os cinco principais combustíveis exportados pelo Brasil (US\$ bilhões)



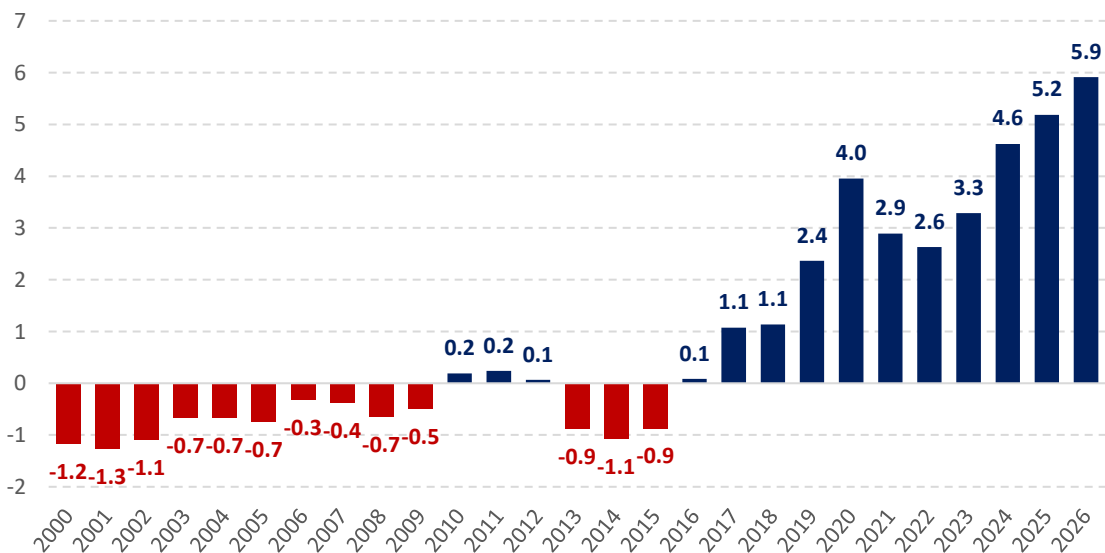
Os cinco principais combustíveis importados pelo Brasil (US\$ bilhões)



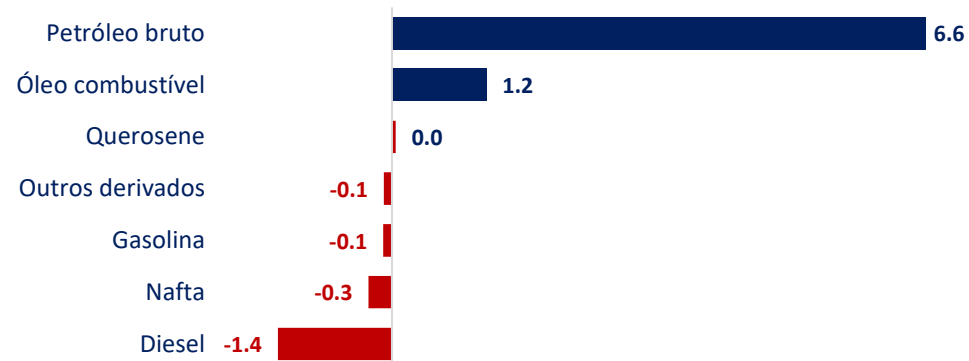
Sensibilidade das contas externas ao petróleo toma-se fortemente positiva

- A sensibilidade da **balança comercial** a uma **alta de US\$10/barril no Brent** aumentou de cerca de -US\$1bilhão no início dos anos 2000 para +US\$5,9bilhões em 2026, atingindo o maior ganho da série.
- Como resultado, o efeito sobre transações correntes (TC) se torna estruturalmente positivo. Uma **alta de 10% no Brent** o saldo em TC em 0,17 p.p. do PIB em 2026, com ganho concentrado em petróleo bruto, mais do que compensando o encarecimento de derivados.

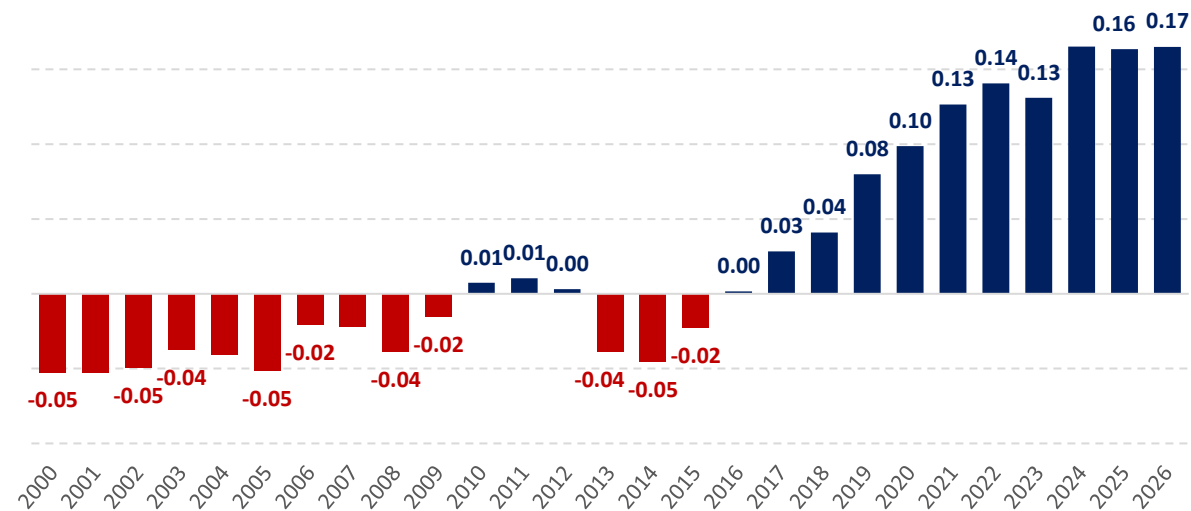
Sensibilidade histórica da balança comercial brasileira em US\$ bilhões a uma alta de US\$10/barril no preço do Brent



Impacto atual por item da balança de petróleo e derivados a um choque de +US\$10/barril no preço do Brent (US\$ bilhões)



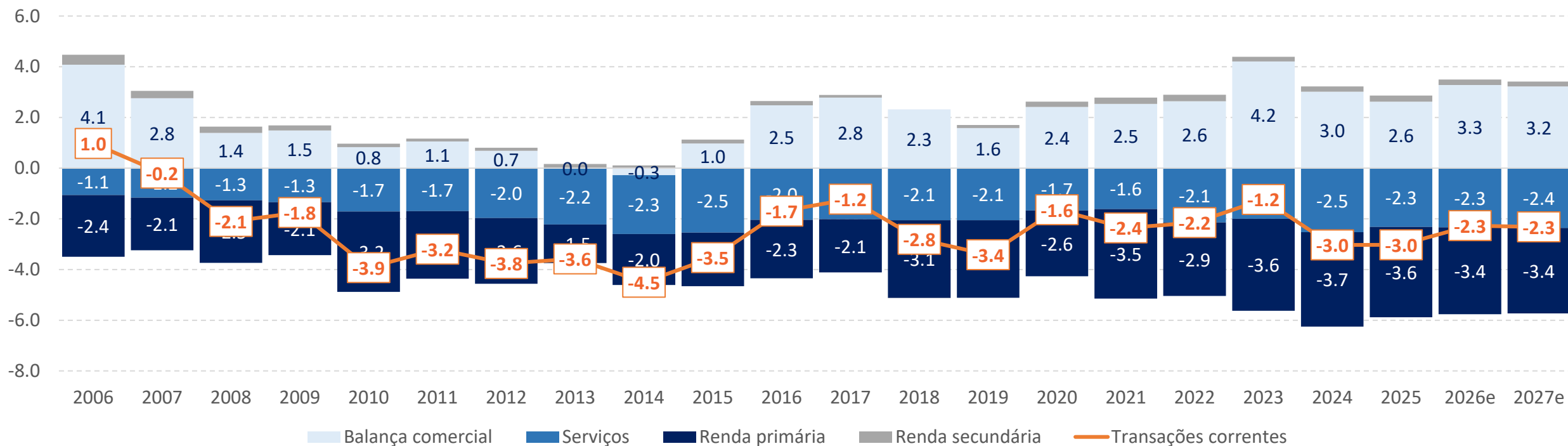
Sensibilidade histórica das transações correntes em pp do PIB a uma alta de 10% no preço do Brent



Déficit em transações correntes: com petróleo

- O déficit em transações correntes (TC) segue em trajetória de na margem, puxado pelo fortalecimento do saldo comercial – tendência que tende a se intensificar nos próximos meses em função da elevação do preço do petróleo. Com isso, projetamos redução do déficit em TC de 3,0% do PIB em 2025 para 2,3% do PIB em 2026 e 2027. O maior saldo comercial mais do que compensará o aumento das despesas com transportes/fretes.

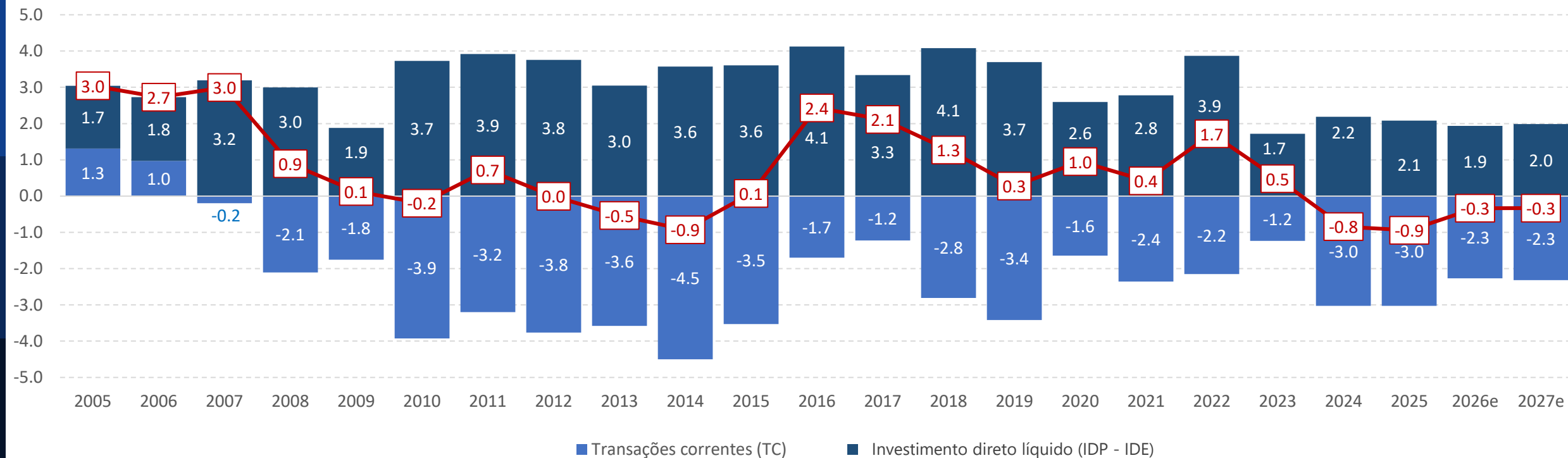
Transações correntes desagregadas
(% do PIB)



IDP líquido próximo do déficit em transações correntes em 2026

- Com o aumento do superávit comercial, projetamos redução do déficit em TC para 2,3% do PIB em 2026 e 2027. O IDP (investimento direto no país) seguirá mais do que suficiente para financiar o déficit, como observado nos últimos 11 anos. O **gap** entre o investimento direto líquido – investimento estrangeiro direto no País (IDP) - investimento brasileiro direto no exterior (IDE) –, e o déficit em transações correntes diminuirá para -0,3% do PIB em 2026 e 2027.

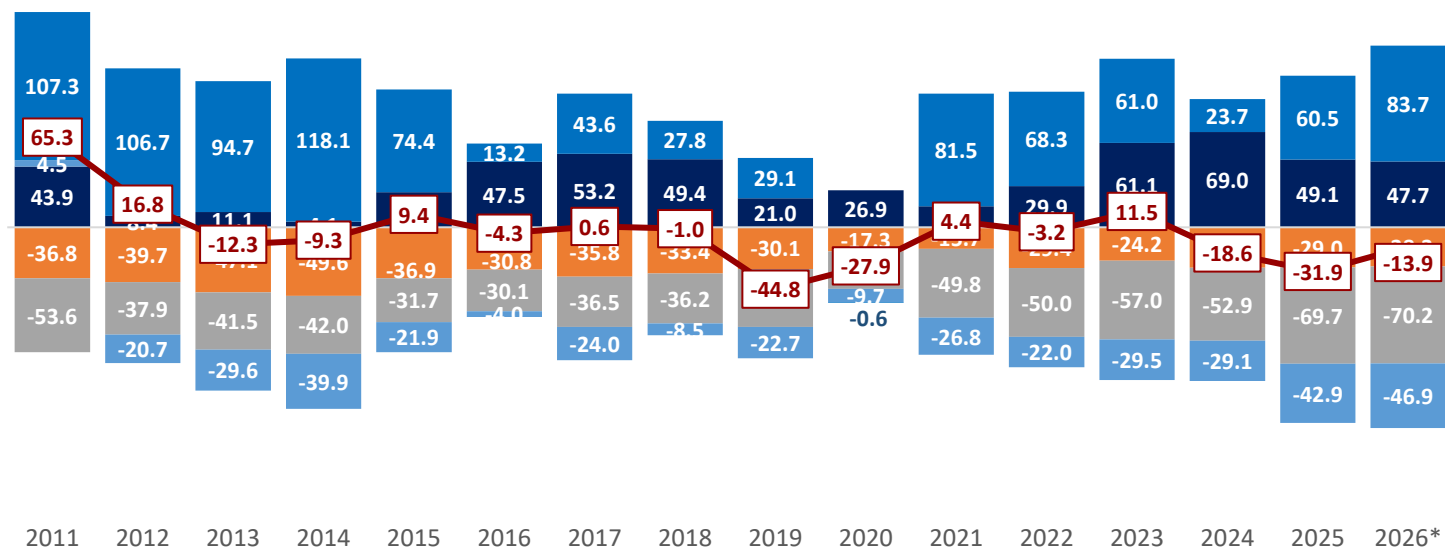
Transações correntes + IDP líquido - Necessidade de financiamento externo
(% do PIB)



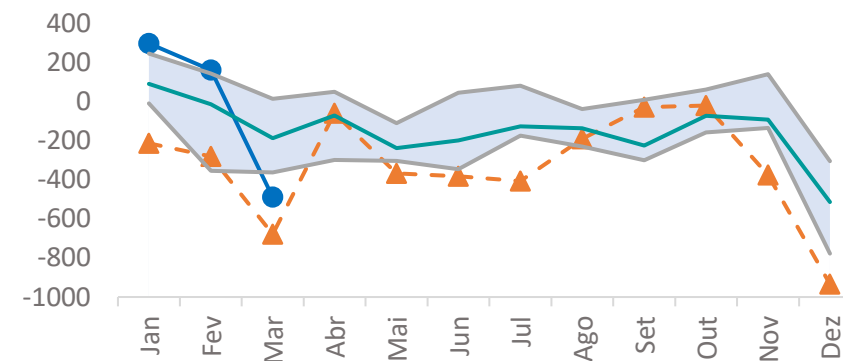
Fluxo cambial volta ao terreno negativo com a guerra no Irã

- Fluxo cambial volta ao terreno negativo com a guerra no Irã. Após um primeiro bimestre marcado por forte entrada de dólares no País – a maior para o período em 14 anos –, houve saída relevante no segmento financeiro em março (US\$ 9,8 bilhões), parcialmente compensada pela entrada no segmento comercial (US\$ 6,7 bilhões). No relativo, o Brasil está melhor posicionado do que outros países por ser exportador líquido de petróleo, mas a retomada do fluxo dependerá de uma redução da incerteza externa.

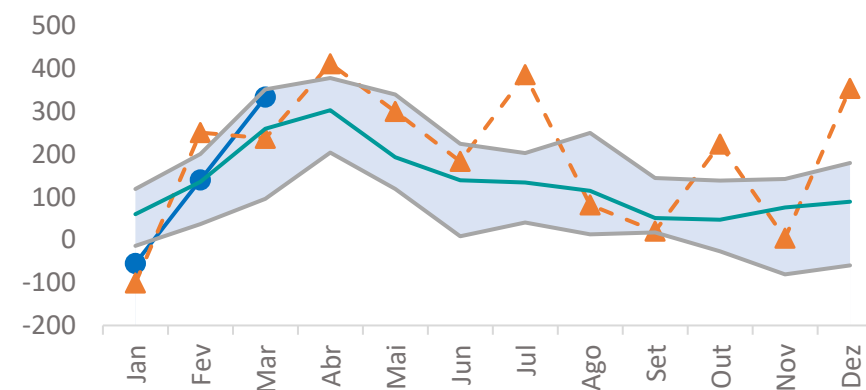
Fluxo cambial líquido, com desagregação do fluxo financeiro
(US\$bilhões)



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



Fluxo comercial
(média diária, US\$milhões)



● 2026 ▲ 2025 — Mediana — P75 e P25

Principais projeções – Setor Externo

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Balanco de Pagamentos & Taxa de Câmbio											
Balança Comercial* (US\$ bi) – BP	57.4	44.3	29.6	35.7	42.3	51.5	92.3	65.8	59.7	81.2	81.1
Exportações (US\$ bi) – BP	218.0	239.5	225.8	210.7	284.0	340.2	343.8	339.9	350.5	379.5	388.1
Importações (US\$ bi) – BP	160.6	195.2	196.2	175.0	241.7	288.7	251.5	274.0	290.8	298.2	307.0
Conta Corrente (US\$ bi)	-25.3	-53.8	-64.0	-24.2	-39.4	-42.0	-27.1	-66.2	-69.0	-56.3	-58.4
Conta Corrente (% PIB)	-1.2	-2.8	-3.4	-1.6	-2.4	-2.2	-1.2	-3.0	-3.0	-2.3	-2.3
Investimento Direto no País (US\$ bi)	68.9	78.2	69.2	38.3	46.4	75.5	62.8	74.1	77.7	80.0	85.0
Investimento Direto no País (% PIB)	3.3	4.1	3.7	2.6	2.8	3.9	2.9	3.4	3.4	3.2	3.4
Reservas Internacionais (US\$ bi)	374.0	374.7	356.9	355.6	362.2	324.7	355.0	356.0	356.0	350.0	350.0
Balança Comercial* (US\$ bi) – MDIC	56.0	46.6	35.2	50.4	61.4	61.5	98.9	74.6	74.6	90.0	90.0
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3.3	3.9	4.0	5.2	5.6	5.3	4.9	6.2	5.5	5.2	5.1
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	3.2	3.7	4.0	5.2	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6	5.3	5.2

*A diferença entre o saldo comercial calculado pelo MDIC e pelo BC é explicada, principalmente, por importações de pequeno valor e Repetro.



Política Fiscal

Fábio Serrano

fabio.serrano@btgpactual.com

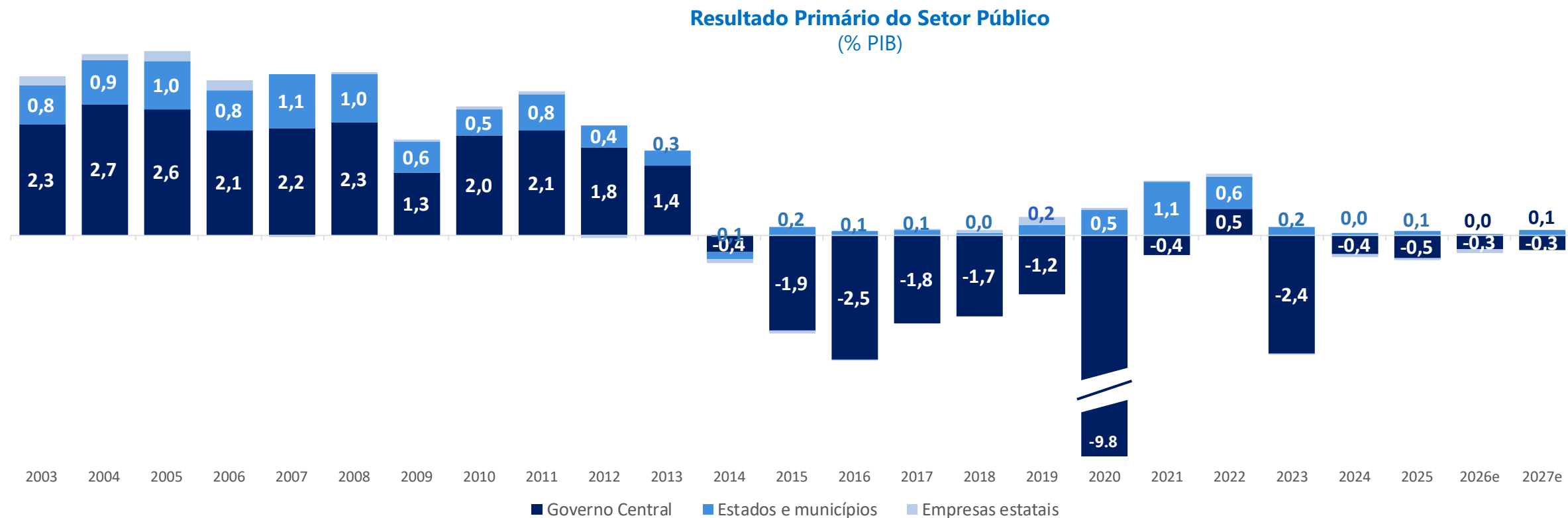


Impacto líquido do petróleo é positivo até o momento, mas dependerá da duração das medidas

- O impacto líquido do choque de petróleo sobre as contas públicas segue positivo até o momento. Revisamos nossa projeção para o déficit primário do setor público em 2026 para R\$49 bilhões (0,4% do PIB), ante R\$57 bilhões anteriormente (0,4% do PIB). No detalhe, revisamos o déficit do governo central de R\$50 bilhões para R\$38 bilhões (0,3% do PIB), enquanto projetamos déficit de R\$13 bilhões para as estatais e superávit de R\$2 bilhões para estados e municípios.
- Para 2027, projetamos déficit de R\$31 bilhões (0,2% do PIB) para o setor público e R\$46 bilhões para o governo central (0,3% do PIB). O fim do imposto de exportação, combinado à queda no preço médio do petróleo, deve levar a uma deterioração em relação a 2026.
- Mesmo antes do choque, o cenário já apontava para cumprimento da meta de primário em 2026, sustentado por arrecadação federal robusta — refletindo um mercado de trabalho apertado, medidas aprovadas pelo Congresso e receitas extraordinárias. O choque de petróleo reforça esse quadro, ainda que parte do ganho arrecadatório seja utilizado para mitigar os preços de combustíveis. Pelo critério ajustado, projetamos um superávit de R\$25 bilhões, próximo ao centro da meta.
- Estimamos que as medidas já aprovadas para suavizar os preços de combustíveis somem R\$26 bilhões, incluindo R\$17 bilhões do programa de subvenção federal, R\$3 bilhões em subsídios à importação de diesel (custo dividido com os estados) e R\$5 bilhões via redução de PIS/Cofins de diesel e QAV. Adicionalmente, incorporamos um ganho de R\$45 bilhões na receita líquida do governo central decorrente de preços mais elevados do petróleo, dos quais R\$16 bilhões referem-se ao novo imposto de exportação, considerado até julho.
- Revisamos a projeção para a dívida bruta do governo geral ao final de 2026 para 81,4% do PIB, ante 81,7% anteriormente. Apesar do efeito negativo de um ciclo de cortes da Selic mais gradual, a melhora do primário e inflação mais alta levaram a uma revisão para baixo da trajetória. Para 2027, projetamos a dívida bruta em 84% do PIB.

Déficit de 2026 revisado para R\$49 bilhões (0,4% do PIB)

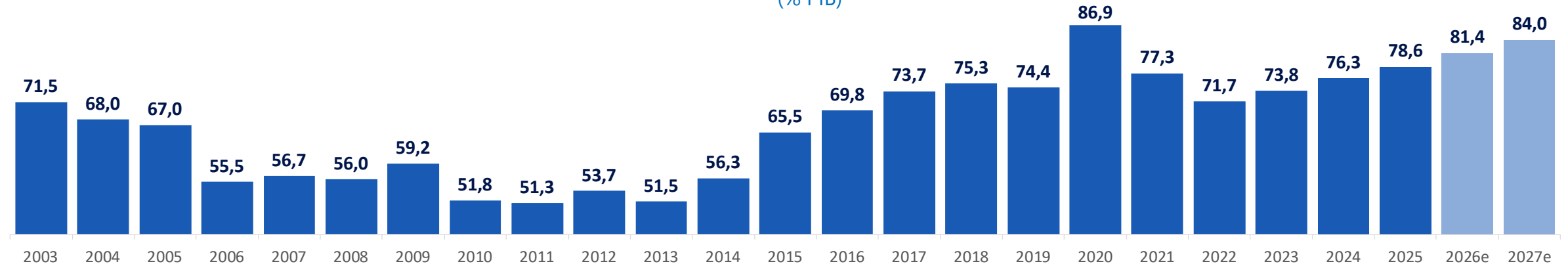
- O impacto líquido do choque de petróleo sobre as contas públicas segue positivo até o momento, mas dependerá da duração das medidas de suavização de preço de combustível. Revisamos nossa projeção para o déficit primário do setor público em 2026 para R\$49 bilhões (0,4% do PIB), ante R\$57 bilhões anteriormente (0,4% do PIB), com um déficit de R\$38 bilhões (0,3% do PIB) para o governo central, R\$13 bilhões para as estatais (0,1% do PIB) e superávit de R\$2 bilhões para estados e municípios (0,0% do PIB).
- Pelo critério ajustado, projetamos um superávit de R\$25 bilhões, em linha com o centro da meta de primário.



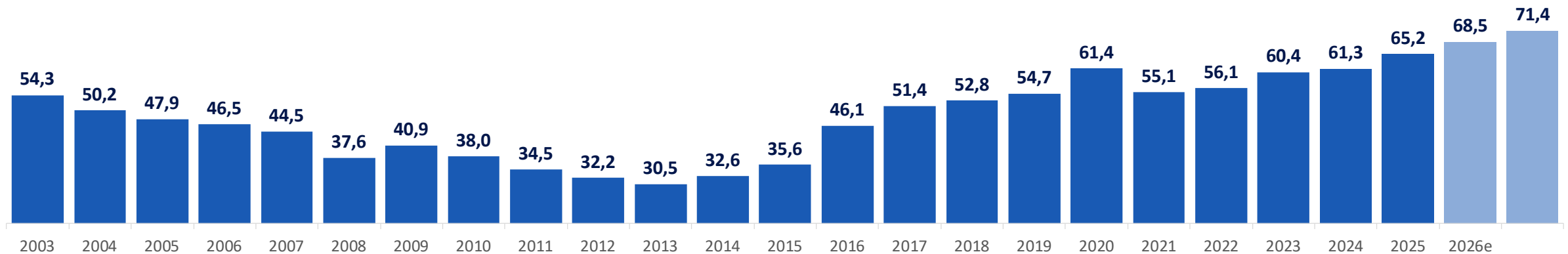
Dívida de 2026 revisada de 81,7% do PIB para 81,4%

Melhora do primário e inflação mais alta mais do que compensam o impacto de uma Selic mais restritiva

Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)



Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)

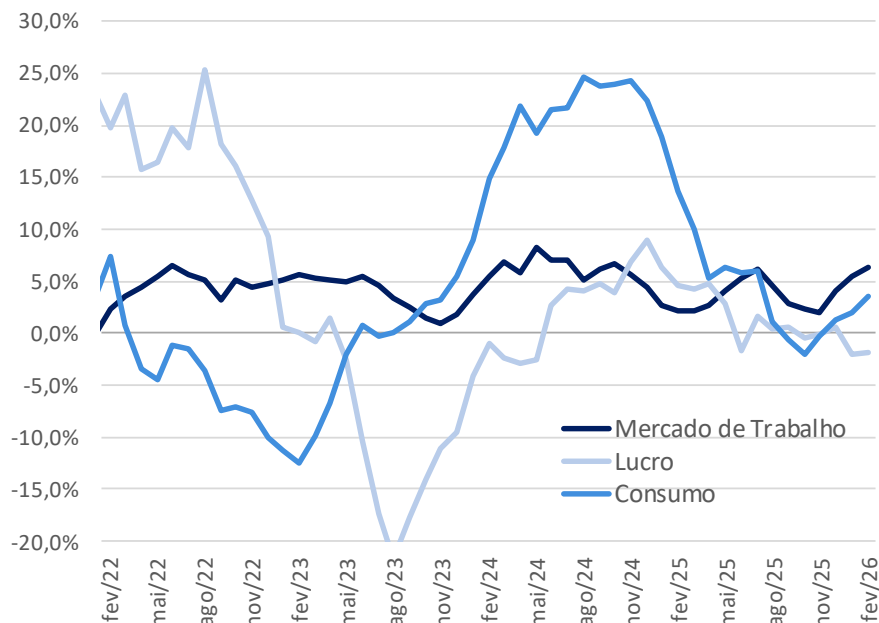


Arrecadação segue forte em 2026

Mercado de trabalho aquecido, medidas tributárias aprovadas e receitas extraordinárias sustentam a arrecadação, com impulso adicional do petróleo.

- Mesmo sob premissas mais conservadoras para algumas medidas de receita, o aumento das receitas associadas ao petróleo, combinado ao empoçamento de R\$24 bilhões em despesas, deve assegurar o cumprimento da meta.
- Preços mais elevados do Brent podem aumentar a atratividade do leilão de petróleo, mas essa hipótese ainda não está incorporada ao cenário base.

Arrecadação Federal
(Real, MM3M a/a)



Principais Medidas de Receita para 2026
Orçamento vs. Projeção BTG

Medida	R\$ bilhões		
	LOA 2026	BTGP	Dif.
Receitas Extraordinárias	112,1	80,6	-31,5
Dividendos	54,1	60,6	6,5
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 IOF	19,8	10,0	-9,8
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	155,1	-41,3

Novo imposto eleva sensibilidade da arrecadação ao petróleo

- No cenário pré-choque, com petróleo a US\$65, projetávamos déficit primário de R\$50 bilhões para o governo central.
- Com a introdução do novo imposto de exportação, esse mesmo preço médio passaria a gerar um ganho adicional de R\$20,6 bilhões em receitas líquidas em 2026.
- A partir desse nível, cada aumento de US\$10 no preço do petróleo implica cerca de R\$16 bilhões adicionais em receita líquida para o governo federal.

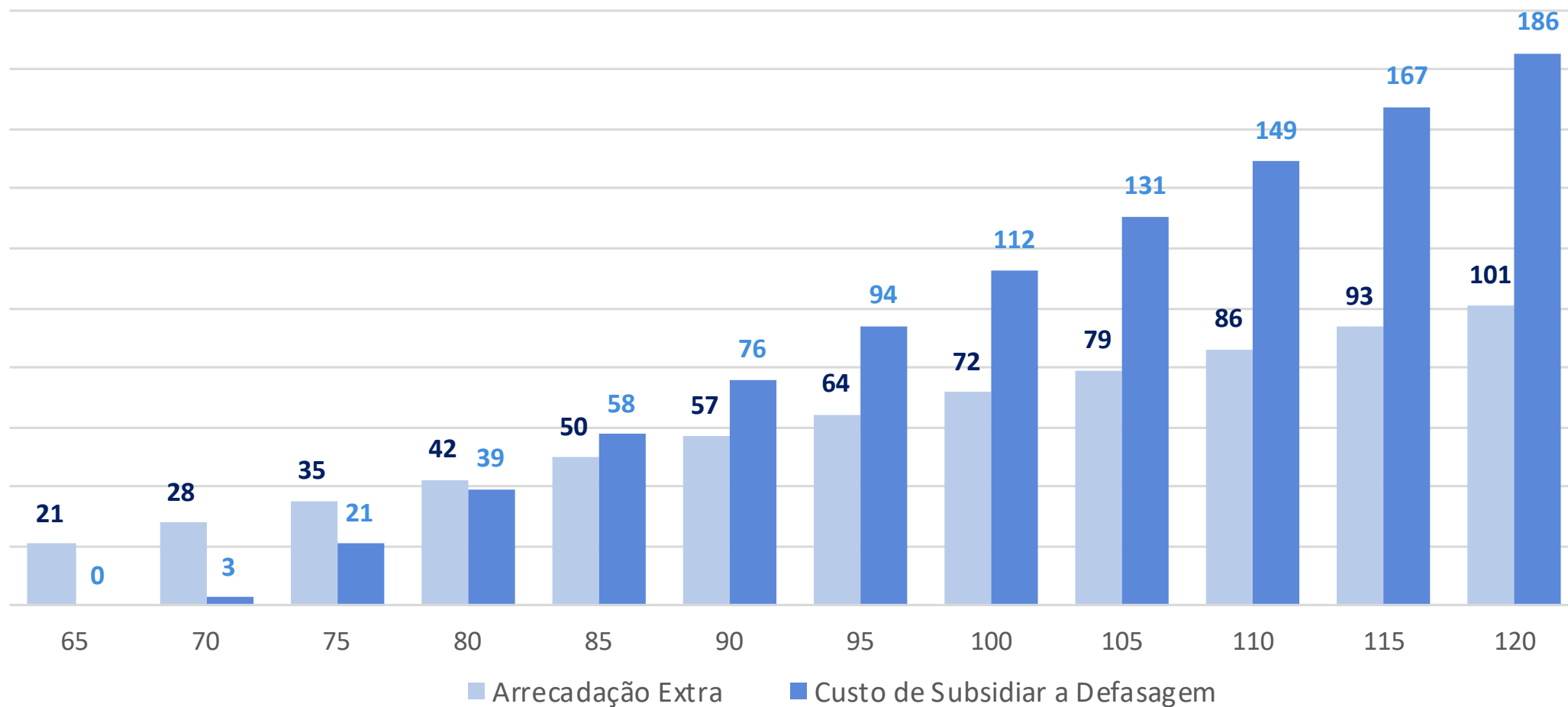
Arrecadação Federal Adicional com Setor de Petróleo e Derivados (R\$ bilhões, 2026)

	Brent (US\$)						
	65	80	90	100	110	120	150
Royalties	0,0	7,8	12,9	18,1	23,3	28,5	44,0
Imposto de Exportação	20,6	25,4	28,6	31,8	34,9	38,1	47,6
Outros Tributos	0,0	7,8	13,0	18,2	23,4	28,6	44,2
Dividendos	0,0	3,8	6,4	9,0	11,5	14,1	21,8
Total	20,6	44,8	60,9	77,0	93,1	109,3	157,6

Custo de subsídio pode exceder ganho fiscal do petróleo

Com Brent médio acima de US\$80, o custo de subsidiar integralmente a defasagem do diesel e gasolina supera a arrecadação adicional. Até o momento, medidas foram anunciadas apenas para o diesel.

Arrecadação Extra com Petróleo vs Custo de Subsidiar 100% da Defasagem do Diesel e da Gasolina
(2026, R\$ bilhões)



Incorporamos R\$26 bi em medidas para amortecer o choque

Até o momento, o impacto fiscal do choque de petróleo é positivo, mas o resultado final depende da duração das medidas de suavização de preços, que podem ser estendidas por mais dois meses.

- Atualizamos nossa hipótese para o Brent médio no ano de US\$65 para US\$85.
- Incorporamos R\$25,7 bilhões em medidas para mitigar o impacto do choque sobre o preço de combustíveis, incluindo R\$17,1 bilhões dos programas de subvenção ao diesel, R\$4,8 bilhões da zeragem de PIS/Cofins e R\$3,7 bilhões em subsídios à importação.
- Pelo lado da receita, nosso cenário base passou a incorporar R\$70,5 bilhões em receitas totais e R\$44,5 bilhões em receitas líquidas para o governo central em 2026.

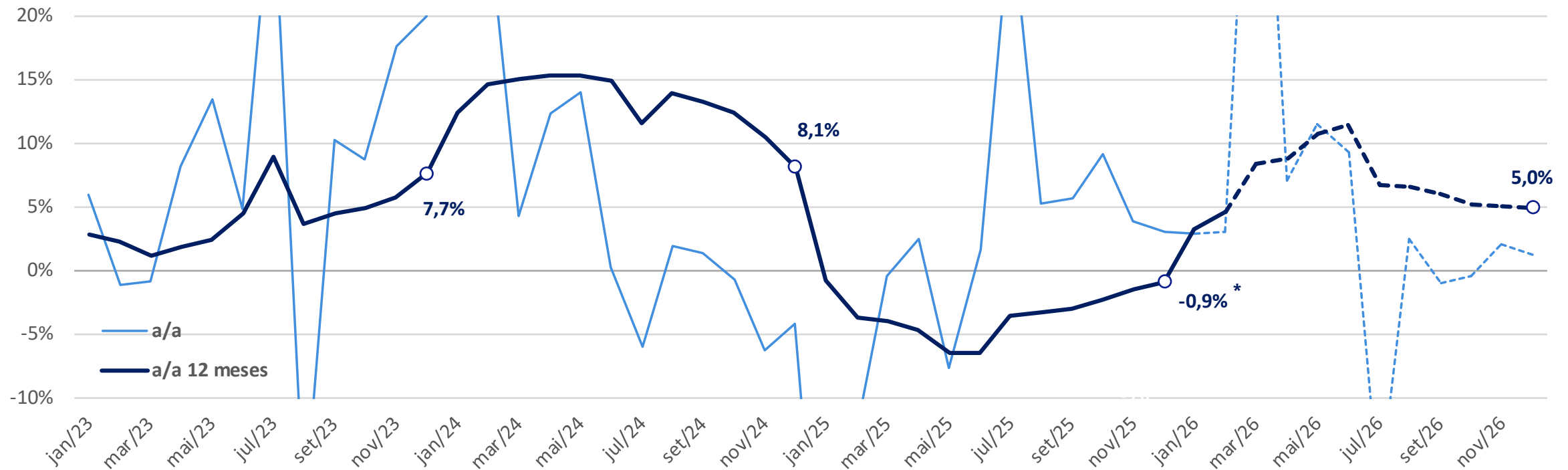
Medidas de suavização de preços de combustíveis (R\$ bilhões, 2026)

	mar/26	abr/26	mai/26	jun/26	jul/26	ago/26	Total
Subvenção ao diesel (R\$ 0,32/L)	1,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,5	10,0
Subvenção ao diesel doméstico (R\$ 0,80/L)	0,0	3,6	3,6	0,0	0,0	0,0	7,1
Redução a zero de PIS/Cofins sobre o diesel	1,0	1,9	1,9	0,0	0,0	0,0	4,8
Subvenção ao diesel importado (R\$1,20/L)	0,0	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0	3,4
Subvenção ao GLP importado (R\$ 850/ton)	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,3
Redução a zero do PIS/Cofins do QAV	0,0	0,03	0,03	0,0	0,0	0,0	0,1
Total	1,9	9,3	9,3	1,9	1,9	1,5	25,7

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/26) e maior concentração de emendas no 1T26. A execução das despesas discricionárias superou o esperado no 1T26.

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

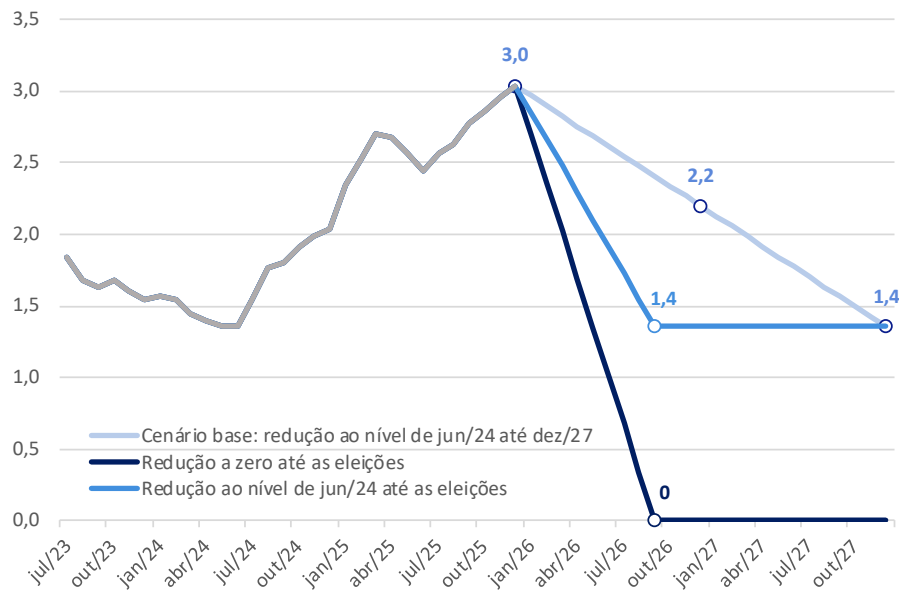


Normalização da fila do INSS é risco relevante para 2026

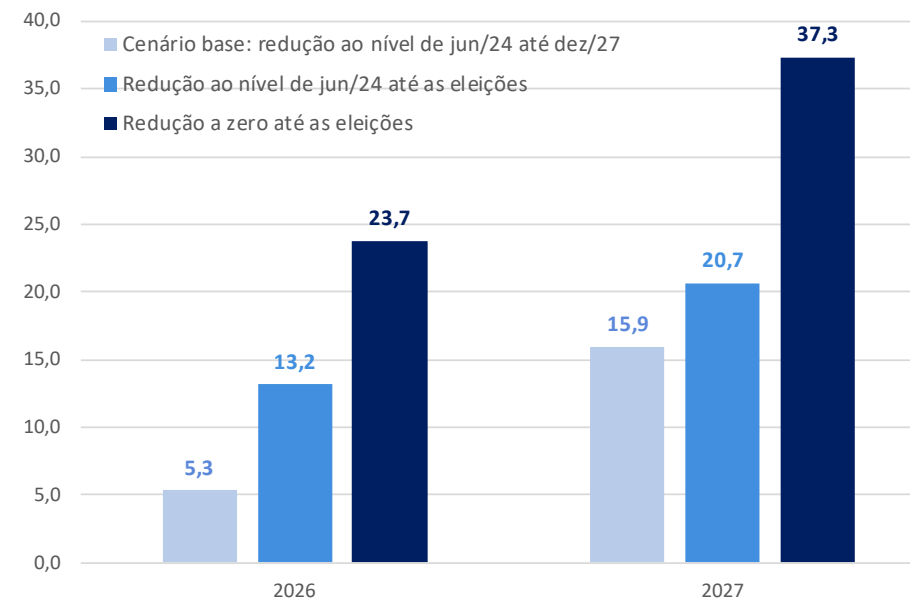
Cenário base assume normalização gradual até 2027, com custo de R\$5 bi em 2026

- Concessão mais restrita de benefícios em 2025 abriu espaço para as discricionárias em 2026, mas a fila do INSS aumentou em 1,7 mi desde jun/24 e sua normalização é um risco para este ano.
- Assumimos normalização gradual ao nível de jun/24 até o fim de 2027, com custo de R\$5 bi em 2026. Retorno a esse nível até as eleições custaria R\$13 bi (R\$8 bi acima do cenário base). Zerar a fila até as eleições teria custo de R\$24 bi em 2026.

Fila de Requerimentos de Benefícios do INSS (milhões)



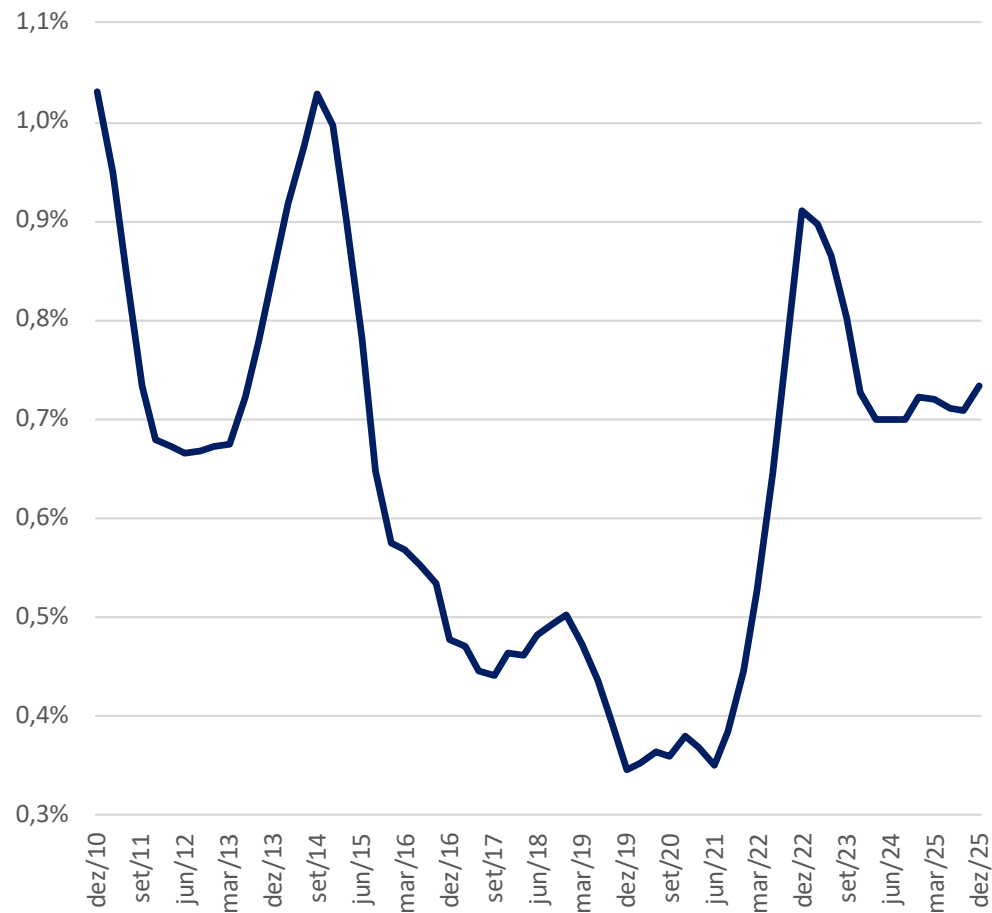
Custo da Normalização da Fila (R\$ bilhões)



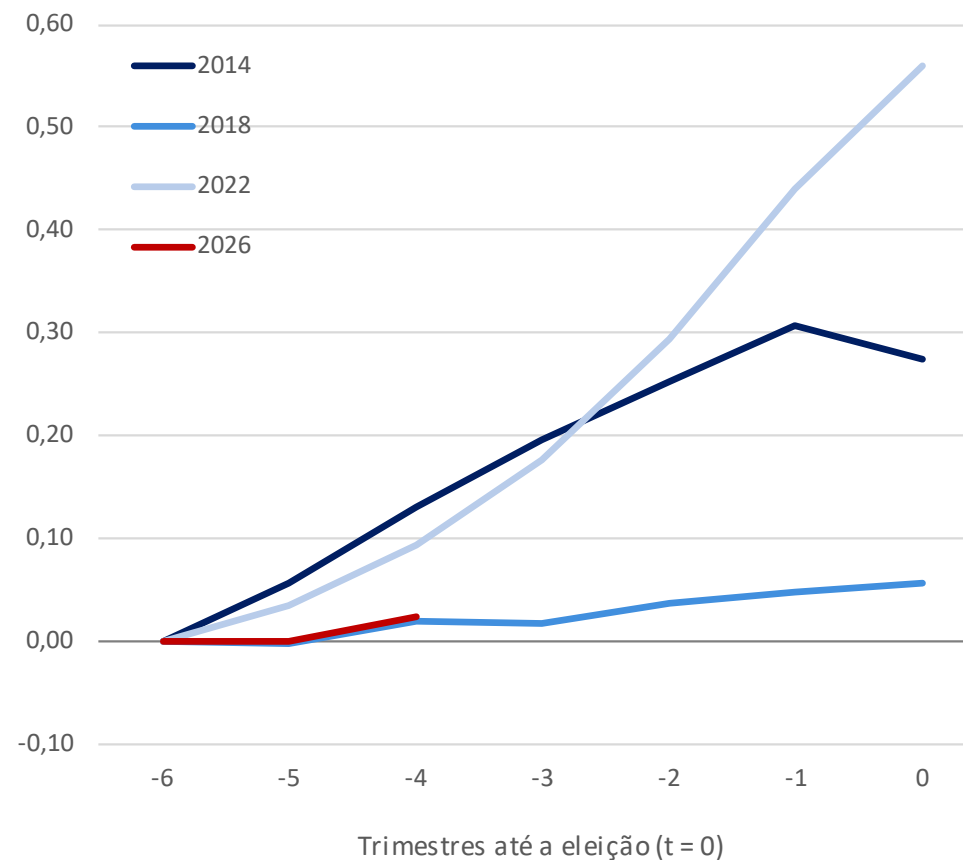
Investimento dos Estados estável em 0,7% do PIB

O investimento estadual já se encontrava em patamar elevado desde 2024, mas seu ritmo de crescimento até o momento é mais fraco do que o observado no mesmo período em ciclos eleitorais anteriores.

Estados - Despesa com Investimento (% PIB)



Estados - Investimento por ciclo eleitoral (p.p. do PIB, Δ 12 meses)



Principais projeções – Política Fiscal

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Contas Fiscais											
Resultado Primário (R\$ bi)	-110,6	-108,3	-61,9	-703,0	64,7	126,0	-249,1	-47,6	-55,0	-49,0	-31,2
Governo Central (R\$ bi)	-118,4	-116,2	-88,9	-745,3	-35,9	54,9	-264,5	-45,4	-58,7	-38,4	-45,6
<i>Governo Central (R\$ bi) - meta</i>	-118,4	-116,2	-88,9	-745,3	-35,9	54,9	-264,5	-14,0	-14,2	25,0	15,1
Governos Subnacionais (R\$ bi)	7,5	3,5	15,2	38,7	97,7	64,9	17,7	5,9	9,5	2,0	14,4
Empresas Estatais (R\$ bi)	0,4	4,4	11,8	3,6	2,9	6,1	-2,3	-8,1	-5,9	-12,6	0,0
Resultado Primário (% PIB)	-1,7	-1,5	-0,8	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2
Resultado Nominal (% PIB)	-7,8	-7,0	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	-8,3	-8,4	-7,3
Dívida Líquida (% PIB)	51,4	52,8	54,7	61,4	55,1	56,1	60,4	61,3	65,2	68,5	71,4
Dívida Bruta (% PIB)	73,7	75,3	74,4	86,9	77,3	71,7	73,8	76,3	78,6	81,4	84,0



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



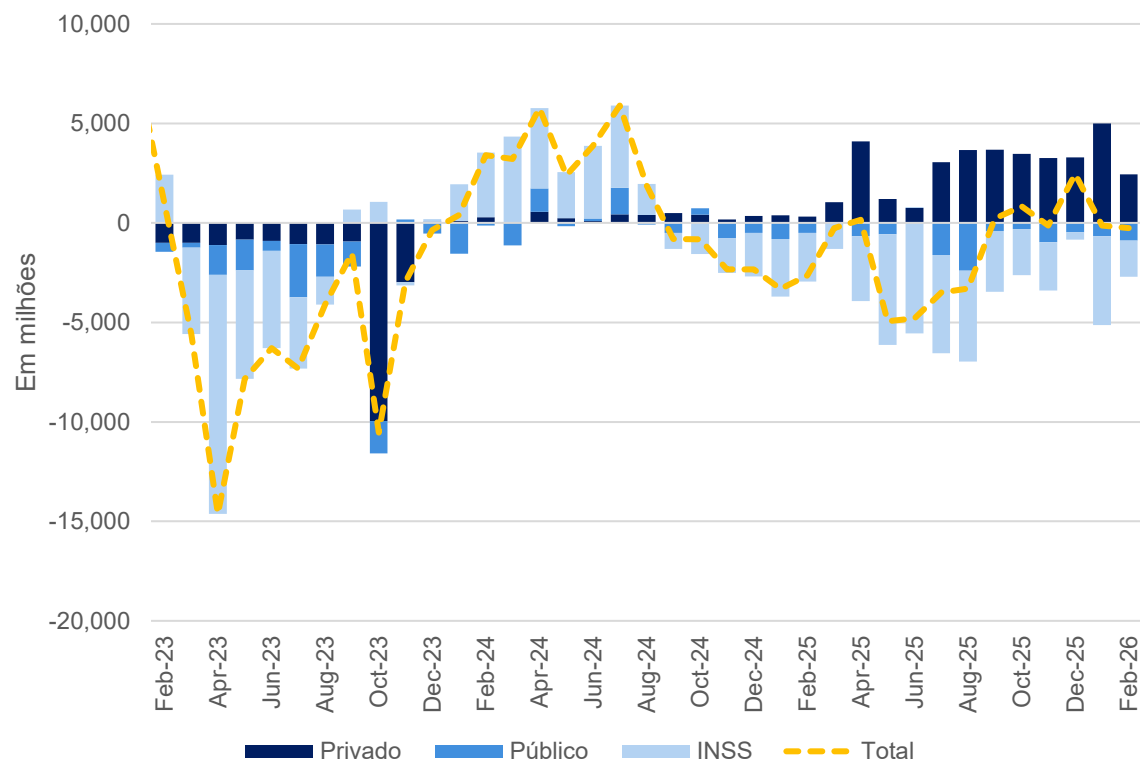
Atividade econômica começando a ganhar tração

- Dados iniciais do ano reforçam nosso cenário de reaceleração da atividade econômica neste primeiro semestre. De acordo com os indicadores divulgados pelo IBGE, houve crescimento disseminado entre os setores, com destaque para Comércio e, principalmente, indústria de transformação. Serviços também apresentou alta, mas com uma composição mais favorável para empresas, enquanto famílias ficou mais fraco.
- A composição do crescimento deste ano deverá ser mais equilibrada entre os componentes cíclicos e não-cíclicos, diferentemente do observado no ano passado, quando o crescimento foi sustentado principalmente pelo PIB agropecuário.
- Mercado de trabalho seguiu resiliente nos últimos meses, com destaque para nova mínima da taxa de desemprego com ajuste sazonal e para geração líquida de empregos formais do CAGED, após fraqueza no final do ano passado.
- Com mercado de trabalho aquecido, rendimentos voltaram a acelerar desde o final do ano passado, com rendimentos reais elevados tanto nos dados do IBGE quanto do Ministério do Trabalho.
- Impulso fiscal voltando a ser positivo e um mercado de trabalho aquecido contribuirão para acelerar a economia nos próximos trimestres. Por outro lado, política monetária seguirá em nível bastante contracionista, mesmo com o ciclo de redução iniciado em março.
- Dados de crédito do Sistema Financeiro Nacional têm trazido sinais mistos. De um lado as concessões seguem com alguma resiliência e o crédito consignado tem ganhado tração nos últimos três meses. Por outro lado, famílias têm tomado crédito com uma taxa de juros média mais elevada, com aumento da inadimplência. Endividamento e comprometimento de renda estão em níveis elevados historicamente.

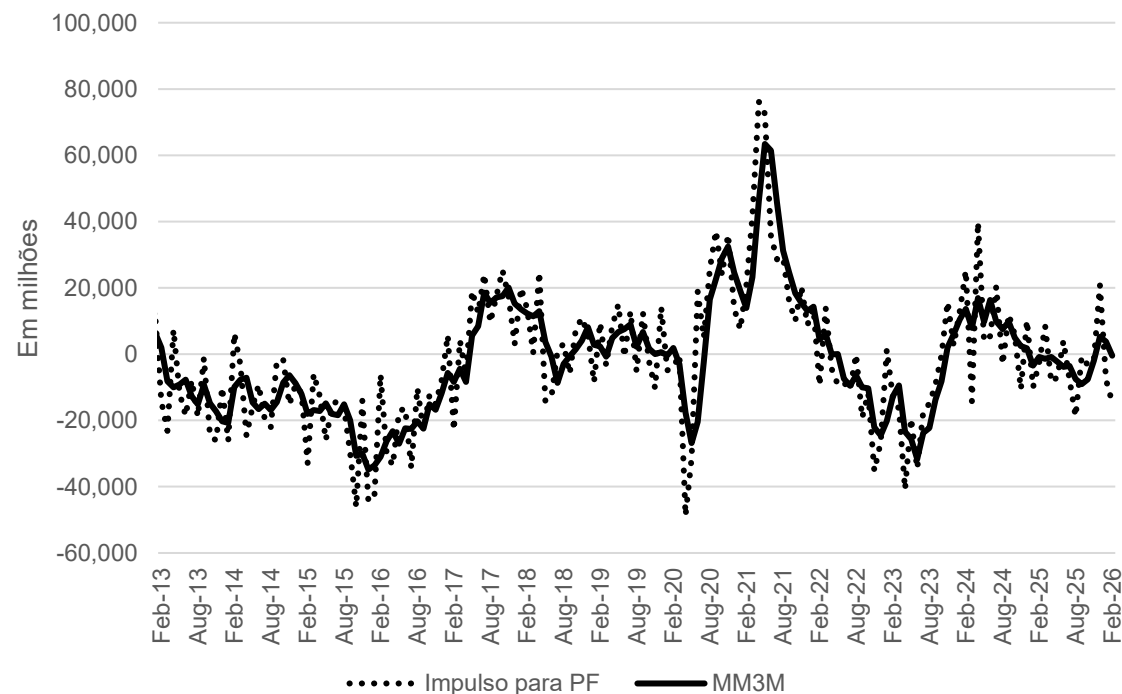
Crédito Consignado tem ganhado tração nos últimos meses

- Consignado ganhando tração. Impulso de crédito com bastante volatilidade nos últimos três meses, não apontando direção clara. Famílias têm tomado crédito com uma taxa de juros média mais elevada e com aumento da inadimplência. Endividamento e comprometimento da renda das famílias estão em nível historicamente elevado.

Impulso no crédito consignado



Impulso de crédito para PF



Impulso fiscal deverá ajudar a atividade econômica

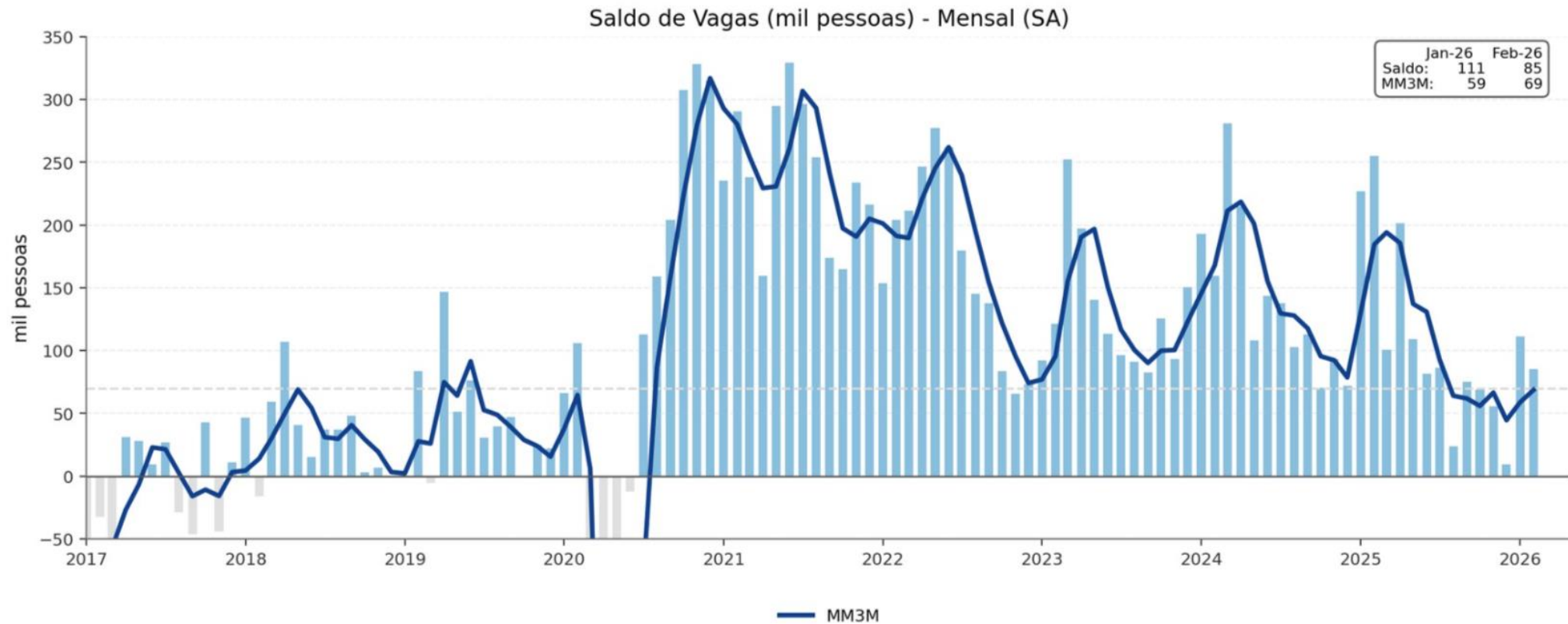
- Diversas medidas já implementadas deverão trazer impulso para a economia. Risco é novas medidas em discussão.

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%
Isonção 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%
MEI - Elevação do limite de faturamento	Urgência deve ser votada na Câmara	8,5	0,1%
Reduzir a fila do INSS para o nível de jun/24 até as eleições	Demanda do Planalto	7,8	0,1%
Redata – Serviços de datacenter	Apresentado na Câmara, regime de urgência	2,5	0,0%
Aposentadoria especial a agentes de saúde	PEC na CCJ Senado, já aprovado na Câmara	2,5	0,0%
REIQ – Indústria petroquímica	PL no Senado, já aprovada pela Câmara	2,1	0,0%
Fundo garantidor para renegociação de dívida PF	Em estudo pela Fazenda	2,0	0,0%
Piso salarial - professores rede privada	PL apresentado na Câmara	n.d.	n.d.
Isonção 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.

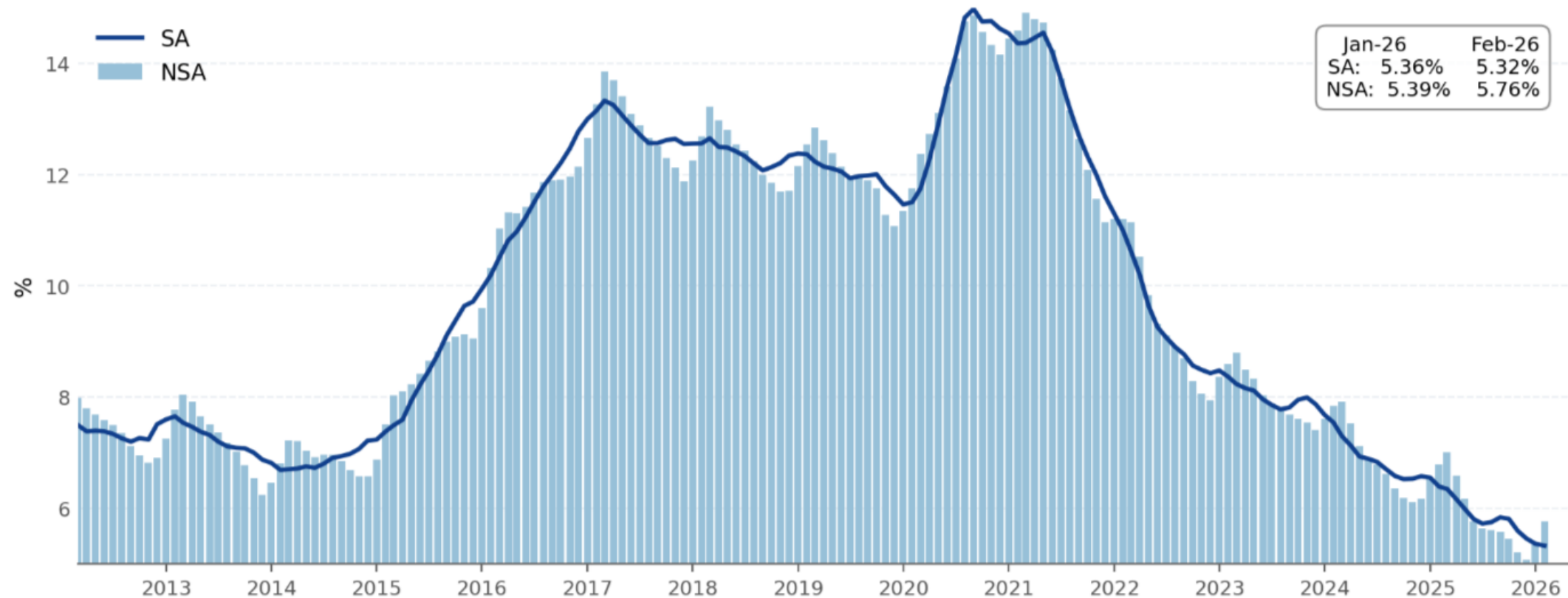
Criação líquida de vagas formais do CAGED

- Após resultado fraco no final do ano passado, mercado de trabalho formal recuperando neste início de ano.



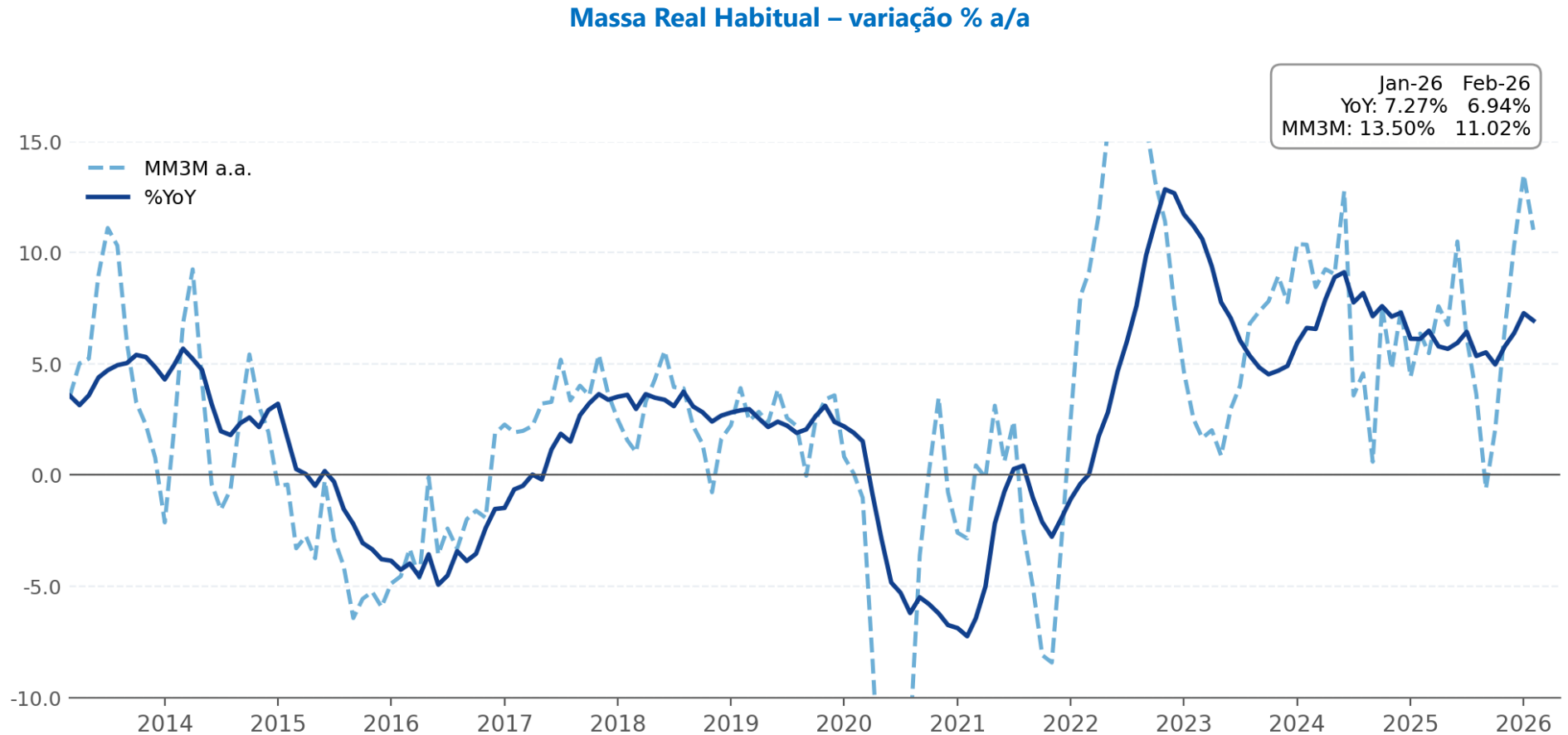
Taxa de desemprego renovando novas mínimas

- Após estabilizar no 2025Q3, desemprego com ajuste sazonal voltou a recuar no final do ano passado, mesmo com volta parcial da taxa de participação.



Massa de salário real acelerando desde o final do ano passado

- Após alguma acomodação, massa real de salários voltando a acelerar nos últimos meses (por ocupação e, principalmente, rendimento).



Projeções do PIB

- Após estabilização da economia no segundo semestre do ano passado, esperamos reaceleração da atividade neste primeiro semestre. Projetamos PIB de 1,7% no final deste ano

Crescimento do PIB (T/T)

	a/a			
	2024	2025	2026	2027
PIB	3,4%	2,3%	1,7%	1,5%
Agropecuária	-3,7%	10,7%	-1,0%	1,1%
Indústria	3,1%	1,4%	0,4%	1,3%
Extrativa Mineral	0,5%	8,6%	2,2%	2,0%
Transformação	3,9%	-0,2%	0,1%	1,2%
Construção	4,4%	0,5%	-1,2%	0,3%
Prod. e distr. de eletricidade, gás e água	1,0%	-0,4%	2,0%	2,0%
Serviços	3,8%	1,8%	2,2%	1,6%
Comércio	3,8%	1,1%	3,3%	0,5%
Transporte	1,9%	2,1%	1,8%	2,6%
Tecnologia da Informação	6,1%	6,5%	4,2%	3,4%
Serviços Financeiros	5,5%	2,9%	1,5%	0,6%
Outros Serviços	5,3%	2,0%	1,8%	1,6%
Imobiliário/aluguel	3,1%	2,0%	2,4%	2,2%
Educação/saúde	1,7%	0,5%	2,1%	2,0%
Impostos	5,7%	1,7%	2,5%	1,5%
Consumo das famílias	5,1%	1,3%	1,8%	1,2%
Consumo do governo	2,0%	2,1%	2,5%	2,0%
Formação bruta de capital fixo	6,9%	2,9%	-1,1%	0,0%
Exportações	2,8%	6,2%	2,5%	2,0%
Importações	15,6%	4,2%	1,7%	1,6%

Principais projeções – Atividade Econômica

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Atividade Econômica											
PIB Real (% a/a)	1.32	1.78	1.22	-3.28	4.76	3.02	3.24	3.42	2.29	1.70	1.50
PIB Nominal (US\$ bi)	2,064	1,914	1,871	1,475	1,669	1,951	2,193	2,185	2,279	2,578	2,808
PIB Nominal (R\$ bi)	6,585	7,004	7,389	7,610	9,012	10,080	10,943	11,779	12,739	13,666	14,600
Agricultura (% a/a)	14.15	1.31	0.42	4.17	0.00	-1.13	16.30	-3.74	11.70	-1.00	1.10
Indústria (% a/a)	-0.50	0.72	-0.67	-2.97	5.04	1.52	1.68	3.08	1.45	0.40	1.30
Serviços (% a/a)	0.77	2.09	1.51	-3.74	4.80	4.26	2.78	3.78	1.82	2.20	1.60
Consumo Privado (% a/a)	1.98	2.37	2.60	-4.56	2.96	4.15	3.24	5.10	1.31	1.80	1.20
Consumo Governo (% a/a)	-0.67	0.79	-0.49	-3.69	4.17	2.14	3.77	2.00	2.10	2.50	2.00
Investimentos (% a/a)	-2.56	5.23	4.03	-1.75	12.91	1.09	-2.98	6.86	2.93	-1.10	0.00
Exportações (% a/a)	4.91	4.05	-2.56	-2.29	4.38	5.74	8.92	2.76	6.16	2.50	2.00
Importações (% a/a)	6.72	7.74	1.33	-9.48	13.75	0.95	-1.18	15.57	4.47	1.70	1.60
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	5.10	5.60	6.50
Taxa de desemprego (% média)	12.85	12.38	11.98	13.78	13.49	9.51	8.00	6.90	6.00	5.70	6.20

Inflação



Ederson Schumanski

Ederson.Schumanski@btgpactual.com

Fonte: +55 (11) 3383 3453

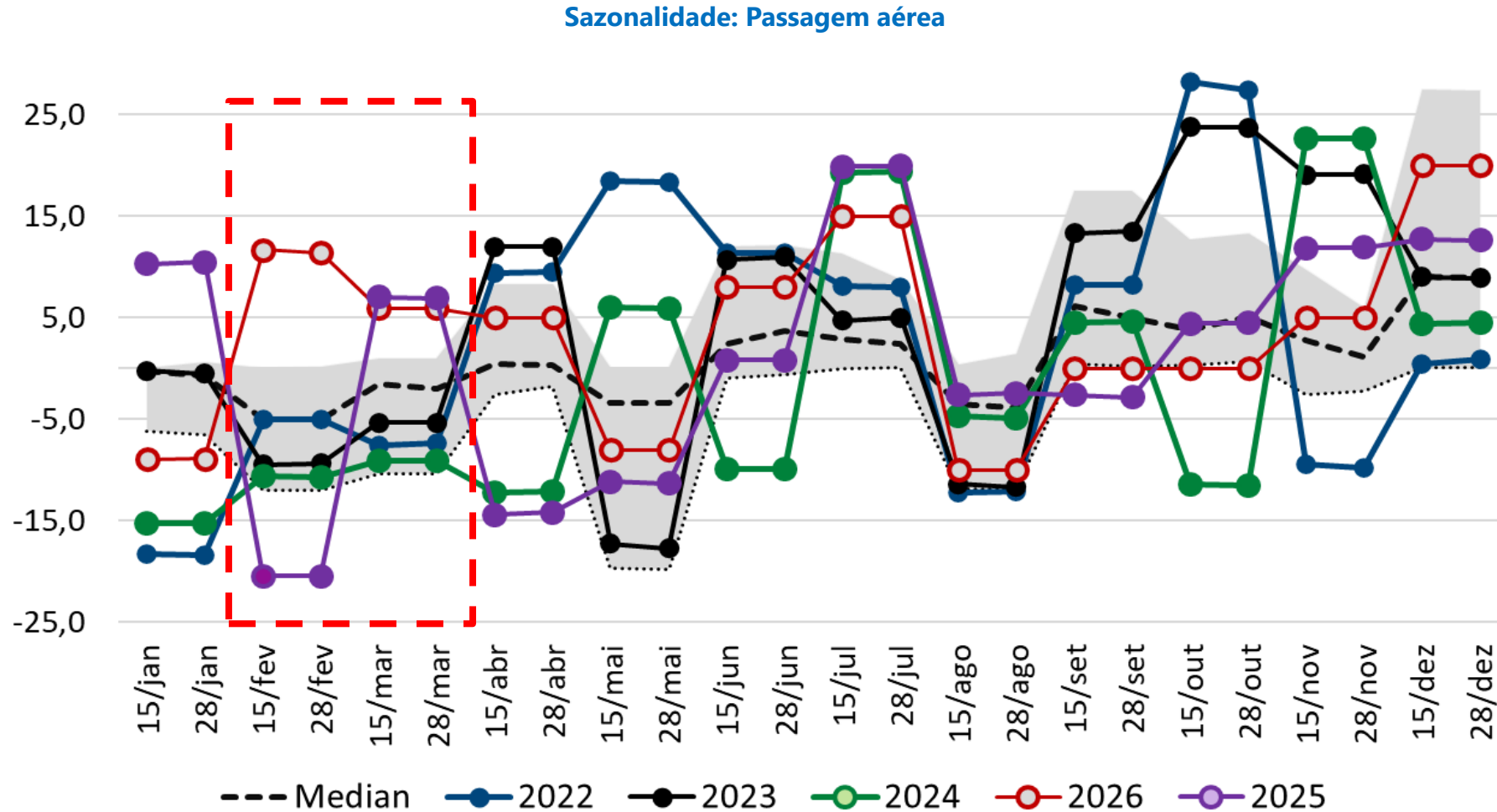


Deterioração do cenário para a inflação

- Processo de desinflação iniciado ao longo do ano passado começa a dar sinais de estabilização. Arrefecimento dos preços no ano passado foi puxado principalmente por bens industriais e alimentos que influenciaram serviços via menor inércia. Desinflação dando sinais de estabilização na margem.
- Leituras recentes trouxeram surpresa altista principalmente em itens voláteis, com destaque par ao item “passagem aérea” que ficou bem acima do esperado em fevereiro e março. Houve surpresa também em alimentação no domicílio e alguns itens que entram nas diversas medidas de núcleos.
- Alimentação no domicílio começando a pressionar, principalmente por produtos in natura e proteínas.
- Bens industriais que contribuiu para a desinflação ao longo do ano passado mostrando sinais piores desde dezembro do ano passado. IPA Industrial começando a sinalizar que melhor momento para esse segmento ficou para trás.
- Serviços continua sendo o grupo mais resiliente, em linha com um mercado de trabalho apertado e expectativas desancoradas. Esperamos que permaneça acima do nível compatível com a meta;
- Revisamos nossa projeção de 2026 para 4,7% (de 4,1%), refletindo as surpresas altistas nas divulgações recentes e a alta recente dos combustíveis nos postos que irão pressionar as leituras de março e abril. Passamos a projetar IPCA de 4,1% em 2027 (de 3,8%) dada a maior inércia inflacionária e piora adicional das expectativas de inflação dos agentes.
- Riscos que estavam assimétricos para baixo viraram. Petróleo no nível atual traz viés altista na nossa projeção do ano. Não incorporamos reajuste de gasolina da Petrobras no nosso cenário pois já houve aumento forte na bomba. Adicionalmente, podemos ver pressão adicional em alimentos no segundo semestre por efeito secundário da alta do diesel.

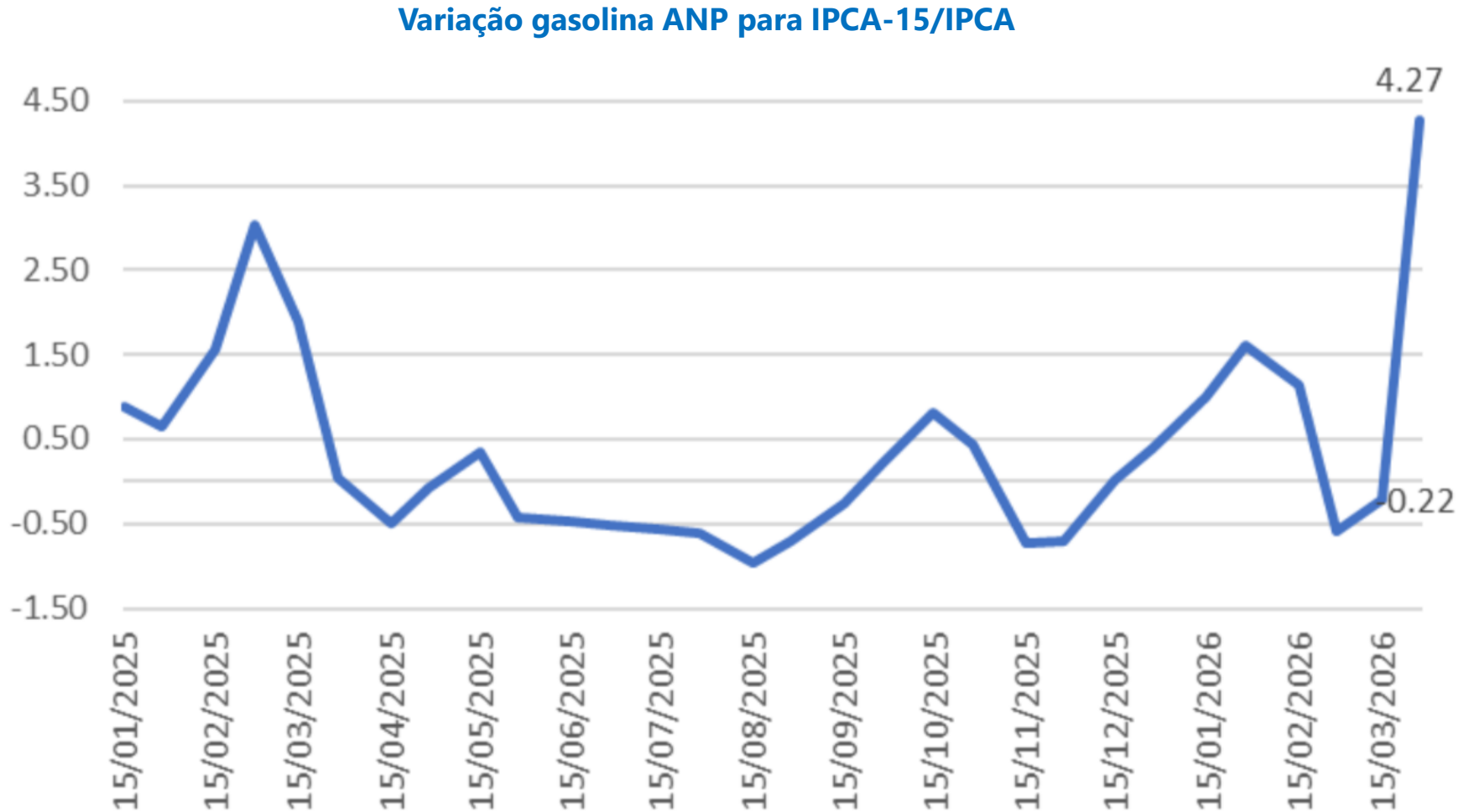
Surpresas no curto prazo principalmente em itens voláteis

- Surpresa altista em passagem aérea em fevereiro e março, ficando acima da sazonalidade e das nossas coletas proprietárias.



Alta forte da gasolina na bomba mesmo sem reajuste

- Forte alta de gasolina na bomba mesmo sem reajuste da Petrobras irá impactar as leituras de março e abril.



Defasagem dos combustíveis em níveis desconfortáveis

- Defasagem de combustíveis nas máximas (ao redor de 50% para diesel e gasolina). Apesar disso, não temos reajuste da Petrobras no cenário que poderá ser mitigado por medidas adicionais do governo.



Conflito trouxe assimetria altista para o nosso cenário

- Risco está assimétrico para cima nos reajustes de combustíveis. Nosso cenário base contempla petróleo em US\$85.

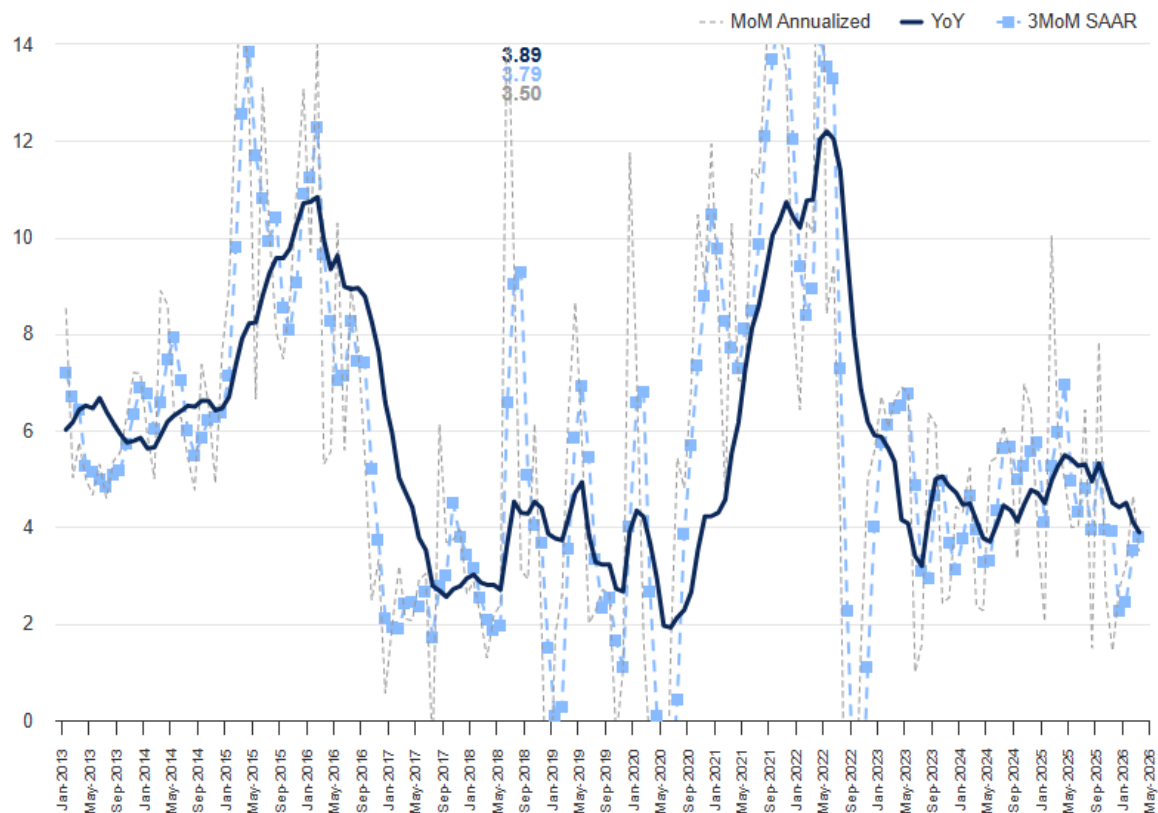
IPCA y/y de 2026 com diversos níveis de petróleo e taxa de câmbio

	Brent (US\$)									
	65	70	75	85	90	95	100	105	110	
4.80	3.10	3.37	3.63	4.16	4.43	4.69	4.96	5.22	5.49	
4.90	3.24	3.50	3.77	4.30	4.56	4.83	5.09	5.35	5.62	
5.00	3.37	3.64	3.90	4.43	4.70	4.96	5.22	5.49	5.75	
5.10	3.51	3.77	4.04	4.57	4.83	5.09	5.36	5.62	5.89	
5.20	3.64	3.91	4.17	4.70	4.96	5.23	5.49	5.76	6.02	
5.30	3.78	4.04	4.31	4.83	5.10	5.36	5.63	5.89	6.16	
5.40	3.91	4.18	4.44	4.97	5.23	5.50	5.76	6.03	6.29	
5.50	4.05	4.31	4.57	5.10	5.37	5.63	5.90	6.16	6.43	

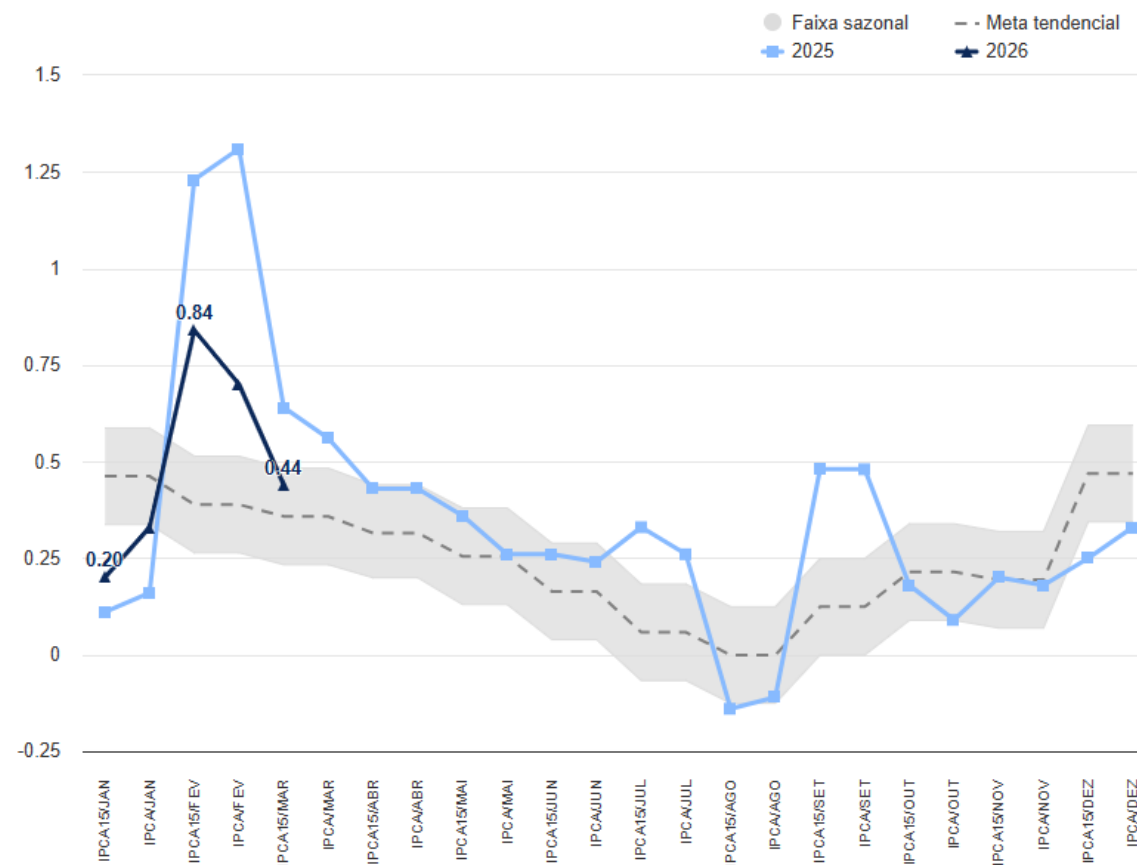
IPCA-15

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

IPCA-15



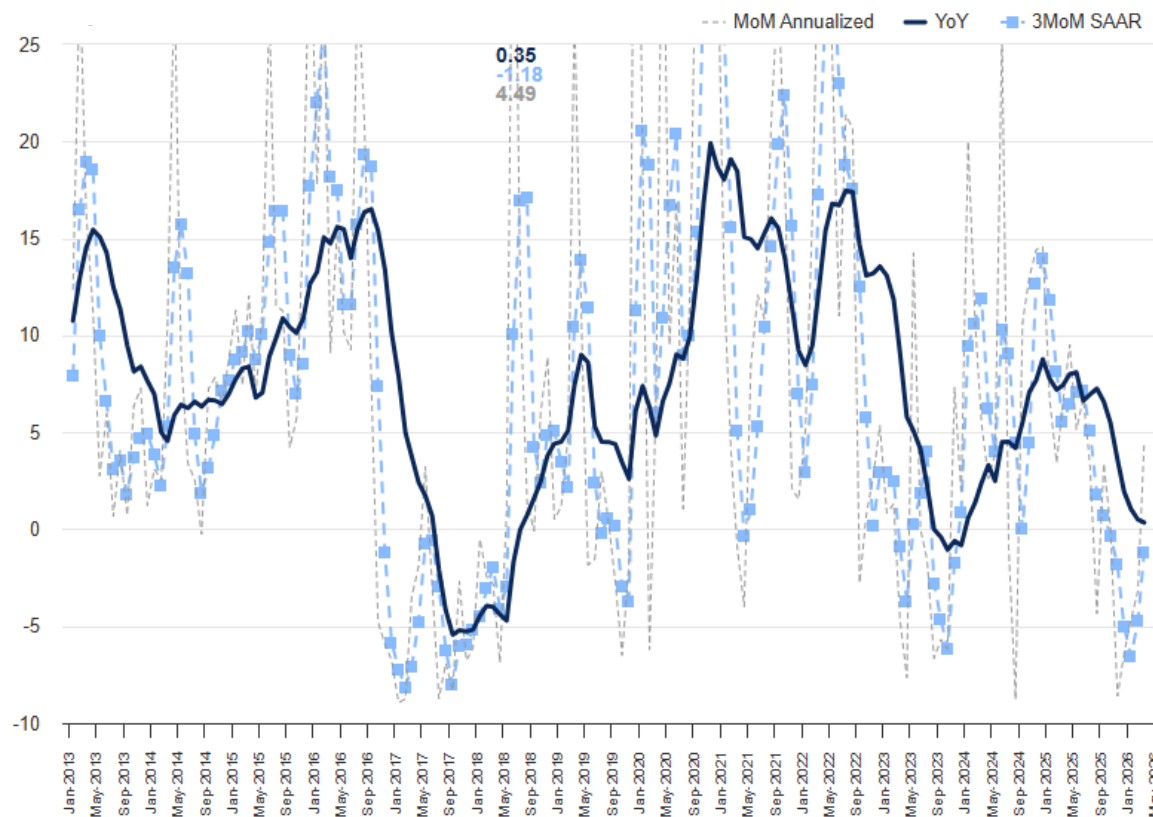
Índice geral – (100%)



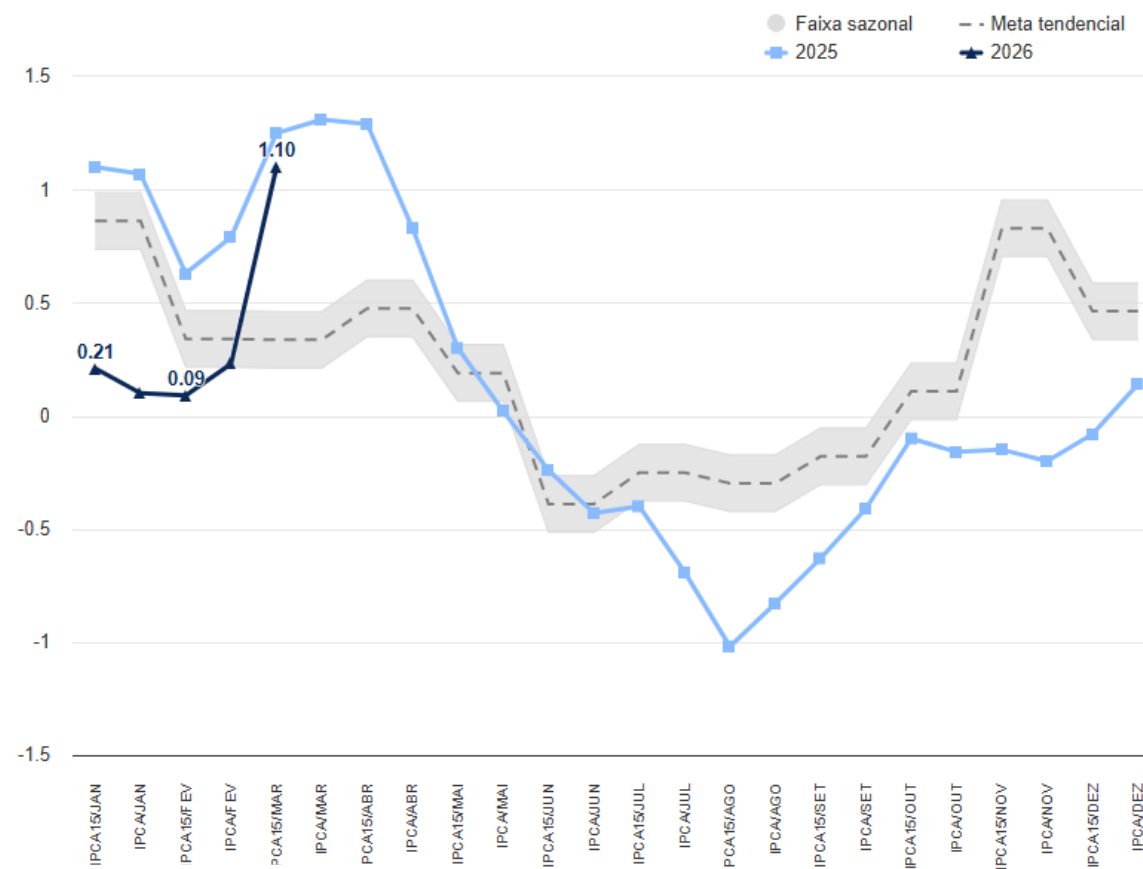
Alimentação no Domicílio

- Principal fonte de desinflação no último ano deverá parar de “ajudar”.

IPCA-15 – Alimentação no domicílio



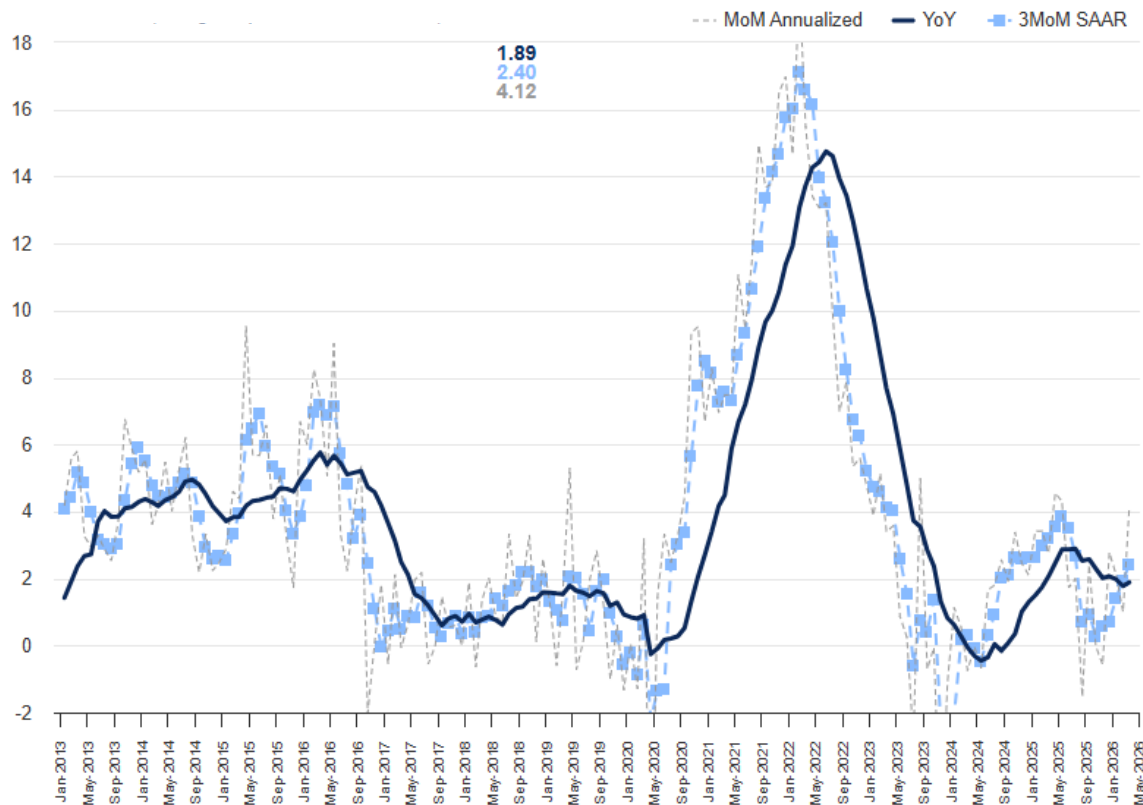
Alimentação no domicílio (15,31%)



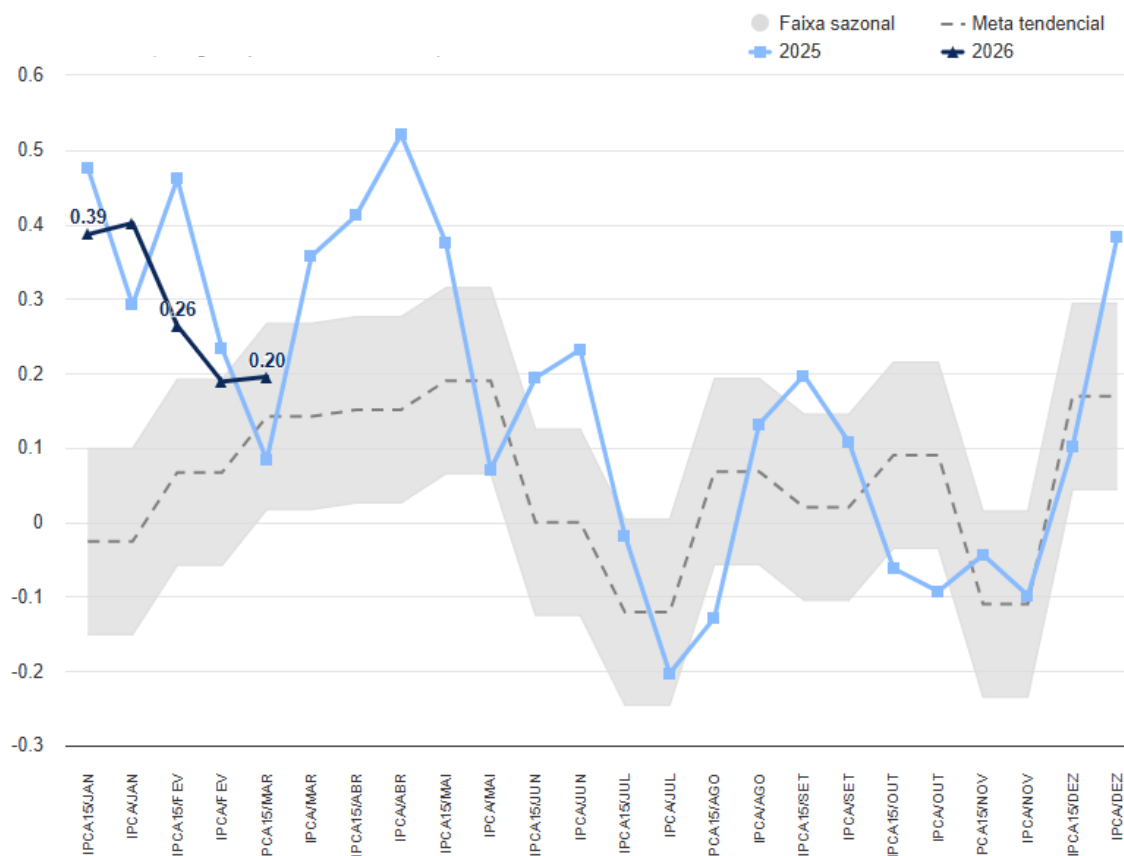
Bens Industriais (ex higiene pessoal, fumo e etanol)

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

IPCA-15 – Bens industriais



Bens industriais (22,34%)



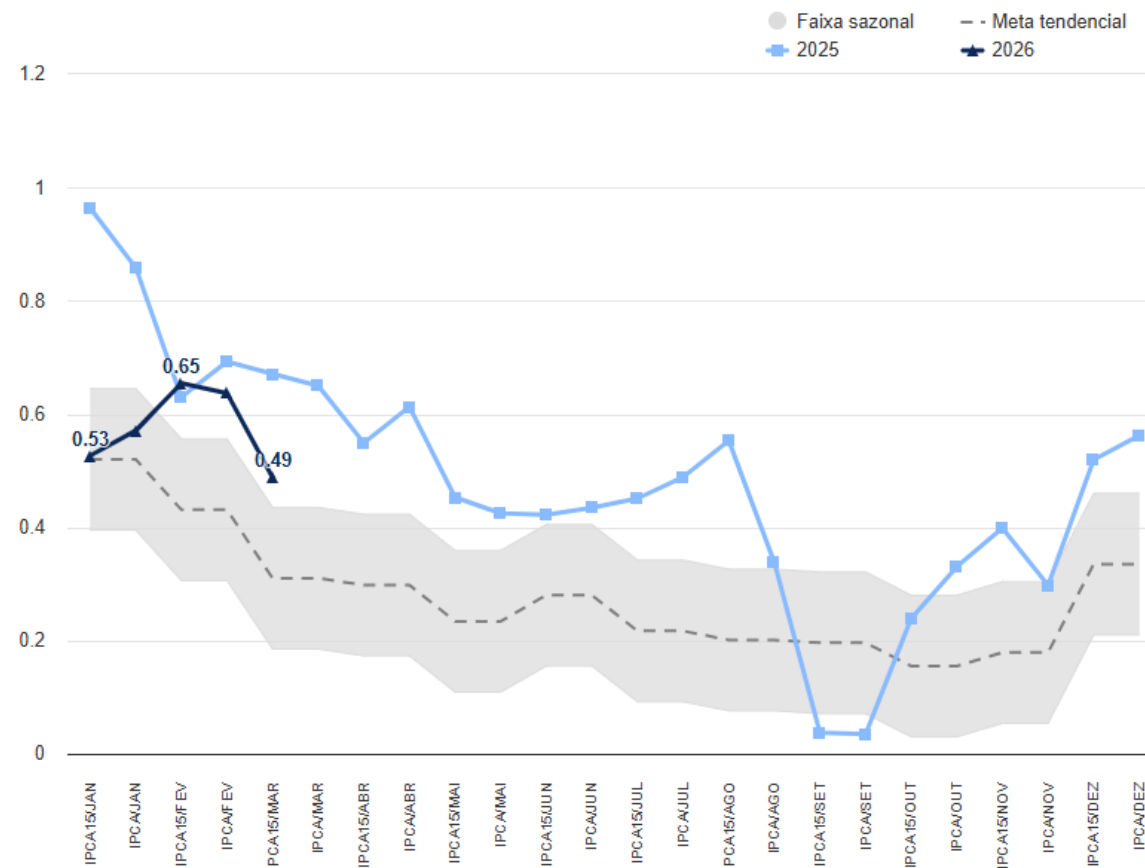
Serviços Subjacentes

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

IPCA-15 – Serviços subjacentes



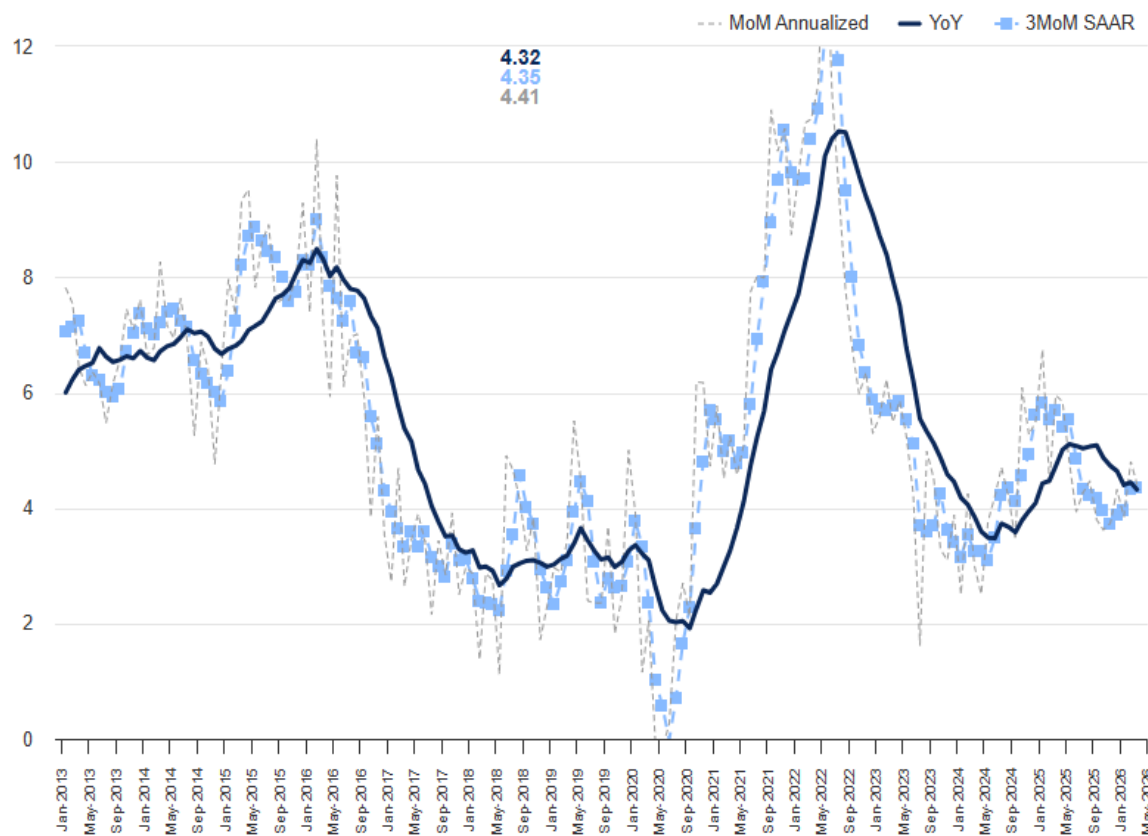
Serviços subjacentes (21,66%)



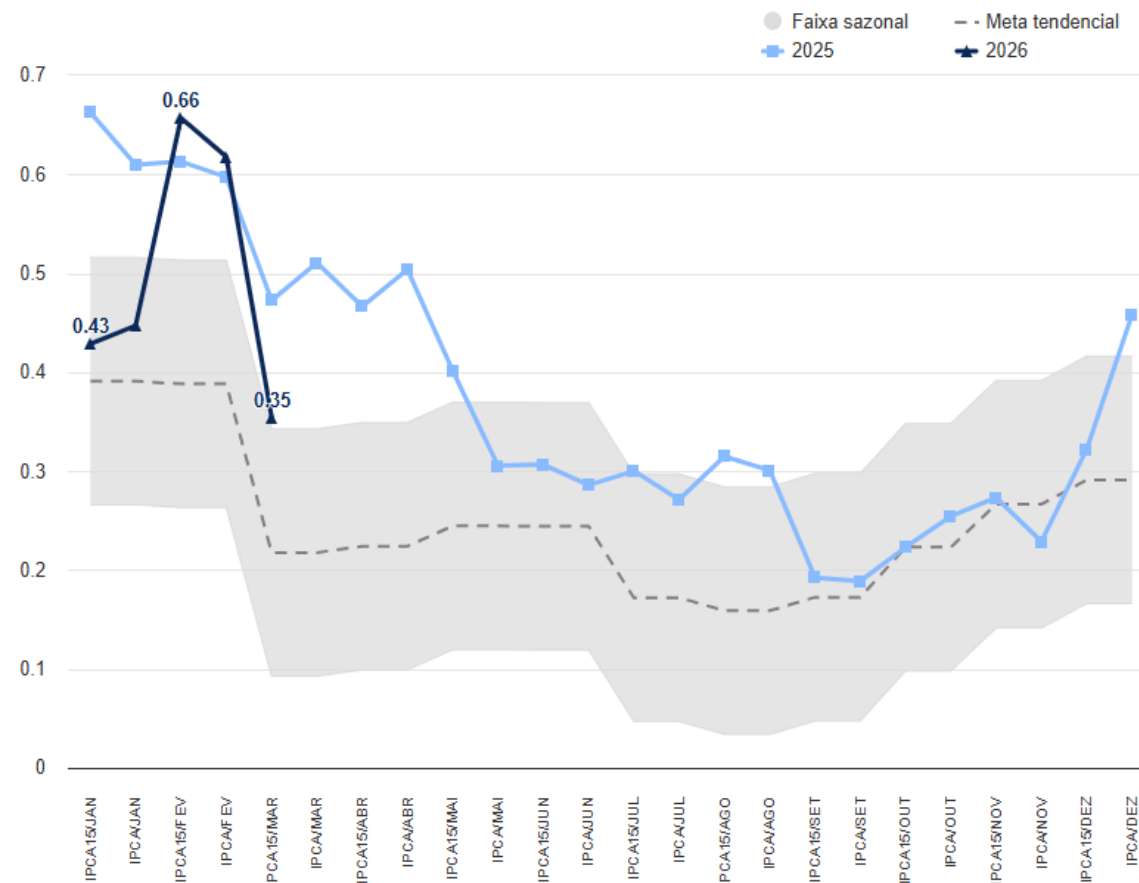
Média - Núcleos

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

IPCA-15 – Média dos núcleos acompanhados



Média dos Núcleos



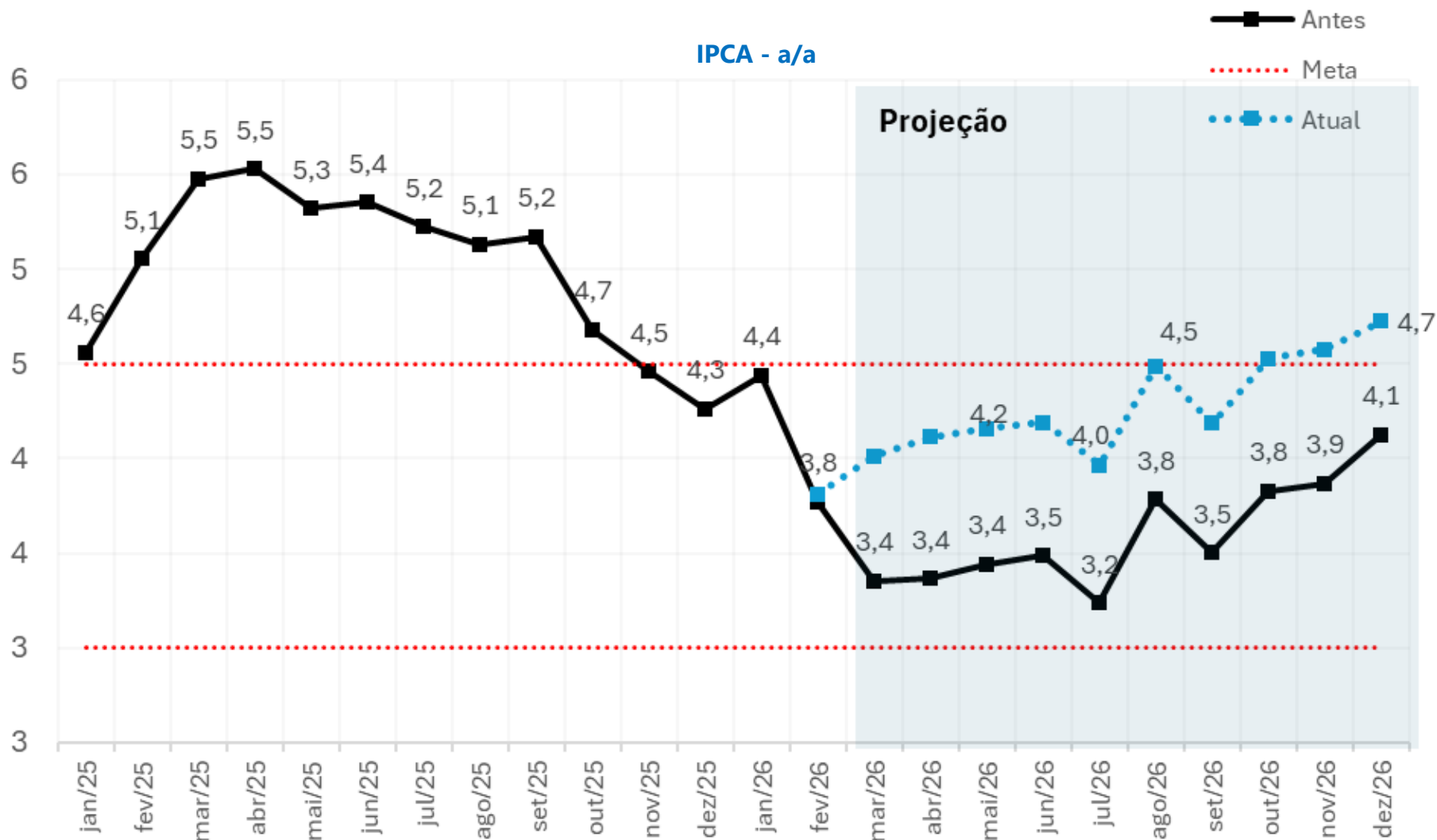
Projeção IPCA

- Passamos a projetar IPCA de 4,7% e 4,1% em 2026 e 2027.

	2025	2026	2027
IPCA	4,3	4,7	4,1
Livres	3,9	4,8	4,3
Alimentação no domicílio	1,4	5,6	4,5
Bens industriais	2,4	2,1	1,8
Serviços	6,0	6,3	5,8
Serviços Subjacentes	5,9	5,5	5,2
Núcleo-EX0	4,6	4,7	4,2
Administrados	5,3	4,2	3,4
Gasolina	1,9	4,9	1,2
Energia Elétrica	12,3	3,4	5,8
Média Núcleos	4,6	4,0	3,7

Projeção IPCA

- Projetamos IPCA de 4,7% e 4,1% para 2026 e 2027. Surpresas recentes e aumento dos combustíveis na bomba levaram a uma trajetória mais alta de inflação.



Principais projeções – Inflação

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Inflação											
IPCA (% a/a, fim de período)	2.95	3.75	4.31	4.52	10.06	5.79	4.62	4.83	4.26	4.70	4.10
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	8.00	6.22	5.53	2.63	16.90	-3.83	9.12	4.66	5.29	4.20	3.40
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	1.34	2.91	3.88	5.18	7.69	9.39	3.14	4.89	3.91	4.80	4.30
IGP-M (% a/a, fim de período)	-0.52	7.50	7.30	23.14	17.78	5.45	-3.18	6.54	-1.05	4.60	4.00



Política Monetária



Tiago Berriel

tiago.berriel@btgpactual.com

Iana Ferrão

iana.ferrao@btgpactual.com

Ederson Schumanski

ederson.schumanski@btgpactual.com

Matheus Della

matheus.della@btgpactual.com

Copom: início cauteloso do ciclo de cortes

- A comunicação recente do Copom sugere que o ciclo de flexibilização, iniciado em março com corte de 25 pb da Selic, deve ter continuidade. A mensagem central é que o nível ainda significativamente contracionista da taxa básica de juros confere ao Banco Central margem para avançar no processo de calibragem, mantendo a política monetária em território ainda restritivo. A função de reação implícita aponta para dois cenários: **cortes de 25 pb** no caso de continuidade do ambiente de elevada incerteza e eventual **aceleração para 50 pb** diante de relevante do cenário externo. **A comunicação eleva muito a barra para uma interrupção do ciclo no curto prazo.**
- A alta do petróleo é um choque de oferta exógeno, que eleva a incerteza e os riscos inflacionários. Nesse contexto, a condução da política monetária não deve reagir mecanicamente aos efeitos de primeira ordem do choque, mas evitar sua propagação ao longo do horizonte relevante, sobretudo por meio de desancoragem das expectativas, contaminação dos núcleos e aumento da persistência inflacionária.
- **Na margem, a evolução do cenário doméstico tem sido menos favorável para a condução da política monetária.** Os dados de atividade no início de 2026 vieram mais fortes do que o esperado, enquanto a inflação recente surpreendeu para cima, acompanhada de elevação das expectativas para 2026-2028. Em um ambiente de incerteza ainda elevada, esse conjunto reforça a necessidade de uma condução mais cautelosa e dependente de dados por parte do Copom.
- **Nosso cenário-base é de continuidade do ciclo com cortes de 25 pb nas próximas reuniões, levando a Selic para 13,0% ao fim de 2026.** A combinação de choque de petróleo, incerteza elevada, deterioração das expectativas e reaceleração da atividade reduz o espaço para uma flexibilização mais célere. Nesse contexto, revisamos a taxa terminal de 2026 de 12,0% para 13,0%.
- **O risco de um ciclo menor do que o nosso cenário-base é relevante.** Caso o conflito no Oriente Médio se prolongue, a inflação siga surpreendendo para cima – especialmente nos núcleos – e o processo de desancoragem das expectativas persista, sobretudo nos horizontes mais longos, o espaço para um ciclo de -200 pb em 2026 se reduziria de forma significativa.

Choque de oferta: o BC pode acomodar os efeitos de 1ª ordem, mas não sua propagação

- Choque de petróleo associado a conflito geopolítico é um **choque de oferta exógeno**, fora do controle da política monetária, que eleva inflação e desacelera a atividade.
- A resposta ótima da política monetária não é reagir mecanicamente aos efeitos de primeira ordem do choque, mas evitar sua propagação ao longo do horizonte relevante, mitigando efeitos de segunda ordem, em especial por meio de sua transmissão para núcleos, salários e expectativas de inflação.

Efeitos de 1ª ordem

Efeitos diretos, que tendem a ser acomodados

- combustíveis e energia
 - alimentos afetados por frete e fertilizantes
- inflação cheia no curto prazo

Zona cinzenta

Efeitos indiretos cuja persistência precisa ser avaliada

- repasses ao longo da cadeia produtiva
- bens industrializados e serviços menos inerciais
- duração, difusão e velocidade do repasse

Efeitos de 2ª ordem / propagação

Componentes aos quais o BC precisa reagir

- expectativas de médio e longo prazo
- núcleos persistentes e serviços intensivos em trabalho
- salários, indexação e inércia inflacionária

Painel de monitoramento da propagação

Expectativas 2027–2028

ancoragem e persistência do choque

Núcleos e serviços

difusão / MM3 SAAR
pass-through além do *headline*

Salários e mercado de trabalho

núcleos ligados à mão de obra
risco de inércia

Câmbio e fiscal

prêmio de risco
reforço da desancoragem

Comunicação do BC: Mais incerteza reduz o peso da projeção central

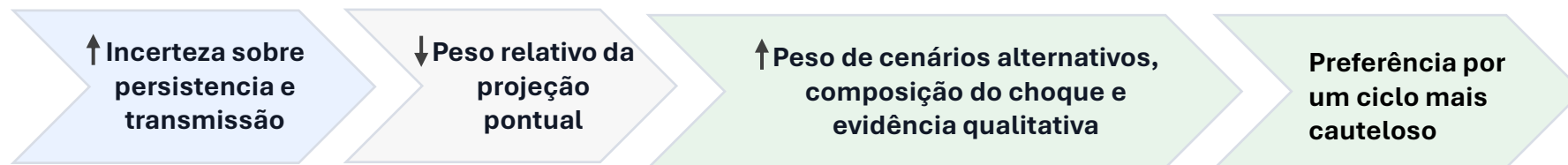
Mensagem central

“Conflito no Oriente Médio aumenta incerteza na projeção”

“Se prolongado, os impactos agregados devem ser consistentes com um choque negativo de oferta: mais inflação e menos crescimento.”

Nossa leitura: com mais incerteza sobre **persistência** e **transmissão** do choque, a projeção pontual passa a ser menos informativa isoladamente.

Tradução para a função de reação



Nossa leitura é que o BC não abandona as projeções, mas, diante da maior incerteza, passa a depender menos do número central isolado e **mais da leitura qualitativa do choque e de sua propagação.**

Por que isso importa?

▪ A projeção central perde precisão informacional.

Em um ambiente de maior incerteza, o número central continua útil, mas passa a carregar menos sinal sozinho.

▪ A composição do choque ganha mais peso na análise.

Persistência, difusão setorial, repasses indiretos e risco de efeitos de segunda ordem passam a ser mais importantes do que o nível central da projeção.

Isso reforça uma condução mais cautelosa e gradualista.

▪ Com menor clareza sobre o choque, a barra para reagir de forma abrupta a dados isolados sobe, e o BC tende a incorporar novas informações de forma gradual.

Pouco espaço no modelo, mas decisão não é mecânica

- O cenário atual para a próxima reunião do Copom (abril), é mais apertado do que em março. Com petróleo partindo de US\$110/barril e Focus divulgado em 6 de abril, a projeção para o 4T27, **horizonte relevante da reunião de abril**, sobe para **3,48%**, ante 3,30% na reunião de março; já no cenário de juros constantes em 14,75%, a inflação no 4T27 fica em 2,91%, ligeiramente abaixo da meta.
- Traduzindo isso em ciclo (2ª tabela), o modelo hoje embute apenas 89 pb de cortes até o fim de 2027, o que equivale, de forma simplificada, a algo próximo de 8 pb por reunião. Ou seja, olhando apenas o número central no horizonte atual, o modelo daria pouco conforto para um corte de 25 pb já em abril. Esse espaço aumenta à medida que o horizonte relevante avança. Com a rolagem do horizonte e da curva de petróleo, o ciclo implícito sobe para cerca de 240 pb no 1T28 e 275 pb no 2T28, tornando cortes de 25 pb mais compatíveis com o modelo.
- Nossa leitura é que o modelo, isoladamente, ainda sugere pouco espaço para corte na reunião de abril, mas não o impede. A própria comunicação do BC enfatiza que o choque elevou a incerteza sobre persistência e transmissão, reduzindo o conteúdo informacional da projeção pontual.

Projeções de inflação no modelo de referência do BC

Diferentes cenários	Inflação 2026Q4	Inflação 2027Q1	Inflação 2027Q2	Inflação 2027Q3	Inflação 2027Q4	Inflação 2028Q1	Inflação 2028Q2
COPOM Março (BRL em 5.2 - oil a 90)	3.90%	3.60%	3.40%	3.30%	3.30%	3.20%	3.20%
Próximo COPOM (BRL em 5.2 - oil a 110)	4.35%	3.91%	3.63%	3.46%	3.48%	3.35%	3.36%
Juros Constante (BRL em 5.2)	4.23%	3.71%	3.32%	3.03%	2.91%	2.63%	2.49%

Ciclo até 2027/Implícito por reunião

Data	2026Q2-2027Q4	2026Q3-2028Q1	2026Q4-2028Q2
Ciclo até 2027	0.89%	2.41%	2.76%
Implícito por reunião	0.08%	0.22%	0.25%

Duração dos ciclos monetários no Brasil

Ciclo		Selic no início do ciclo (%)	Selic no fim do ciclo (%)	Corte		Estabilidade Duração	Alta		Magnitude da primeira decisão do ciclo	Magnitude da última decisão do ciclo	Presidentes do BC
Início	Fim			Magnitude	Duração		Magnitude	Duração			
Mar-04	Apr-04	16.50	16.00	50pb	1 mês			-25pb	-25pb	Henrique Meirelles	
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		
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	Alexandre Tombini	
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
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	Ilan Goldfajn	
Mar-18	Jul-19	6.50	6.50			16 meses		0pb	0pb		
Jul-19	Aug-20	6.50	2.00	450pb	13 meses			-50pb	-25pb	Roberto Campos Neto	
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
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	Gabriel Galípolo	
Sep-24	Jun-25	10.50	15.00				450pb	9 meses	25pb		25pb
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		

Principais projeções – Política Monetária

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Taxa de juros											
Taxa Selic (% , fim de período)	7.00	6.50	4.50	2.00	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	13.00	10.50
Taxa Selic (% , média)	10.14	6.58	6.03	2.88	4.59	12.63	13.25	10.92	14.56	14.25	11.27

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

Beatriz Rodrigues
beatriz-j.rodrigues@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.

