



Brasil

Cenário Macro

Maio 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

Beatriz Rodrigues

Pedro Oliveira

Francisco Lopes



Índice



Sumário

Cenário
Global

Setor
Externo

Política
Fiscal

Atividade
Econômica

Inflação

Política
Monetária

Sumário

Cenário Global: O conflito no Oriente Médio segue ditando as discussões globais. Apesar do cessar-fogo, o fluxo no Estreito de Ormuz permanece paralisado, e o petróleo segue acima de US\$ 100/barril, reforçando pressões inflacionárias e levando a uma reprecificação mais hawkish dos ciclos de política monetária. Nos EUA, o PCE de março mostrou impacto relevante da gasolina, enquanto o núcleo segue pouco benigno e deve encerrar 2026 ao redor de 3%, reduzindo o espaço para cortes adicionais do Fed. Na Zona do Euro, a alta da inflação e a deterioração das expectativas tornam uma alta de juros pelo BCE já em junho o cenário base. Na China, o impacto direto do choque é mais limitado, mas a demanda doméstica segue fraca e o risco vem sobretudo pelo canal indireto das exportações para países asiáticos mais expostos ao petróleo do Golfo.

Cenário Doméstico

Setor externo: mais favorável com a alta do petróleo. Projetamos superávit comercial de US\$ 90 bilhões em 2026, com viés de alta. Para transações correntes, projetamos déficit de 2,3% do PIB no ano, ante 3,0% em 2025. O fluxo cambial voltou a acelerar em abril, com entrada de US\$ 9,3 bilhões, melhor resultado para o mês desde 2018. A recuperação do fluxo e a apreciação do real refletem a posição externa relativamente mais favorável do Brasil ao choque energético. Revisamos a projeção de câmbio (R\$/US\$) para 4,90 no fim de 2026, ante 5,20, refletindo dólar global mais fraco, melhora dos termos de troca e diferencial de juros ainda elevado.

Política fiscal: Medidas parafiscais se acumulam e ampliam o impulso sobre a demanda. A projeção de déficit primário do setor público em 2026 ficou praticamente estável, em 0,4% do PIB. Para fins de cumprimento da meta, o resultado ajustado segue positivo, com superávit de R\$21 bilhões. A dívida bruta de 2026 foi revisada para 80,6% do PIB, refletindo câmbio mais apreciado, PIB mais forte e deflator mais elevado. O impulso parafiscal avançou para cerca de R\$140 bilhões, enquanto incorporamos R\$ 43 bilhões em medidas para amortecer o choque de combustíveis. O impacto fiscal líquido do petróleo segue positivo.

Atividade econômica: Atividade começa a ganhar tração. Os dados do início do ano surpreenderam positivamente e reforçam o cenário de reaceleração no 1S26, com destaque para comércio e indústria de transformação. Projetamos crescimento de 1,9% do PIB em 2026, com avanço de 1,0% t/t no 1T26, após estabilidade no 2S25. O mercado de trabalho segue aquecido, com desemprego nas mínimas e massa real de salários acelerando. O impulso fiscal deve seguir sustentando a atividade, mas a política monetária restritiva já pesa sobre o crédito, com desaceleração do saldo, queda das concessões, inadimplência e comprometimento de renda em níveis elevados.

Inflação: Cenário inflacionário piora na margem. Revisamos o IPCA de 2026 para 4,9%, ante 4,7%, e o de 2027 para 4,2%, ante 4,1%. A piora reflete a combinação de núcleos em aceleração disseminada, serviços subjacentes ainda resilientes e bens industriais mais pressionados desde dezembro. Além disso, a defasagem dos combustíveis permanece em nível desconfortável – ao redor de 45% para gasolina e diesel antes de subvenções – mantendo assimetria altista para o IPCA. Nosso cenário contempla compensação pelo governo em eventual reajuste da Petrobras, mas o balanço de riscos permanece para cima.

Política monetária: Copom deve manter a continuidade do ciclo no curto prazo, mas a função de reação ficou menos clara. Mantemos o cenário base de cortes de 25 pb nas próximas reuniões, já que a comunicação não trouxe uma pausa iminente para a mesa. O cenário mais adverso para a inflação reforça a expectativa de ritmo gradual e elevou o risco de Selic terminal acima do nosso cenário base, caso o BC mire estritamente a meta de 3% no horizonte relevante. Ainda assim, como as projeções perderam poder informacional sobre a extensão do ciclo e há margem para maior tolerância temporária, mantemos nossa projeção de Selic terminal em 13%.



Cenário Global

Luiza Paparounis

luiza.paparounis@btgpactual.com

Francisco Lopes

francisco.lopes@btgpactual.com



- O conflito entre os EUA e o Irã, que entra em seu terceiro mês em maio, permanece sem sinais claros de uma resolução permanente. Os impactos inflacionários tornam-se mais evidentes, enquanto as discussões de política monetária assumem tom mais *hawkish*.
- **Nos EUA, o impacto sobre a inflação de março foi visível**, com o PCE atingindo 3,5% na variação anual devido a alta de 21% nos preços de gasolina. Para além do efeito direto do conflito, **o Core PCE segue exibindo dinâmica pouco benigna**, com a MM3M anualizada alcançando 4,4% em março, e deve encerrar o ano com variação anual ao redor de 3%, ainda significativamente acima da meta e sem mostrar progresso em comparação com 2025.
- No debate inflacionário, uma nova discussão surgiu durante a audiência de confirmação de Kevin Warsh para a presidência do Fed no Comitê Bancário do Senado. Warsh afirmou preferir as métricas “*trimmed*”, que excluem choques extremos do cálculo do núcleo e tenderiam a funcionar como melhores antecedentes do headline PCE do que o Core tradicional. Sob essa ótica, a inflação norte-americana estaria mais próxima da meta do que sugere a métrica oficial do BEA.
- No entanto, o próprio Fed de Dallas, autor da métrica *trimmed mean*, destacou em publicação recente que, em momentos de alteração na assimetria da distribuição dos dados, a métrica tem seu poder preditivo reduzido, como ocorreu em 2021. Como sua construção tende a excluir mais choques altistas do que baixistas, o indicador pode apresentar viés baixista em contextos caracterizados por choques inflacionários predominantemente positivos, como o atual. Nesse sentido, a métrica Multivariate Trend Core, desenvolvida pelo Fed de Nova York, que busca capturar a tendência subjacente da inflação e mostrou-se melhor proxy em 2021, tem apresentado dinâmica mais alinhada ao Core PCE.
- **No campo da atividade**, a economia norte-americana segue resiliente. O consumo doméstico avançou 2,5% em termos anualizados no 1T26, com destaque para o consumo de serviços e investimentos em tecnologia. Esses vetores, combinados a um mercado de trabalho não sustentam argumento para cortes adicionais de juros.

Conflito no Oriente Médio dita todas as discussões globais

Na Zona do Euro, os impactos inflacionários também se tornaram mais evidentes, com o CPI avançando para 3% em abril, maior nível desde setembro de 2023, enquanto o núcleo arrefeceu para 2,1%. O choque energético, por sua vez, tem produzido efeitos mais pronunciados sobre os preços do que sobre o crescimento.

Nesse contexto, com o barril de petróleo nos níveis atuais, o BCE aproxima-se de seu cenário adverso, no qual altas de juros já na reunião de junho tornam-se praticamente cenário base. Observa-se, adicionalmente, maior preocupação entre membros do BCE com efeitos secundários do choque do que com uma atividade econômica enfraquecida. A comunicação recente sugere que a barra para altas em 2026 permanece baixa, mas também preserva flexibilidade para eventual reversão caso a dinâmica dos preços de energia se normalize. Assim, projetamos duas altas de juros pelo BCE ao longo de 2026.

O cenário chinês é distinto. Apesar de importador líquido de petróleo, o país conta com elevados estoques, maior diversificação da matriz energética, com destaque para o carvão doméstico, e mecanismos de controle de preços da gasolina ao consumidor, o que tende a mitigar os efeitos diretos sobre inflação e atividade. Os impactos devem ocorrer de forma mais indireta, via possível desaceleração das exportações para países asiáticos mais expostos ao choque, considerando que mais de 80% das importações de petróleo da região são derivadas do Golfo e, conseqüentemente, transitam pelo estreito.

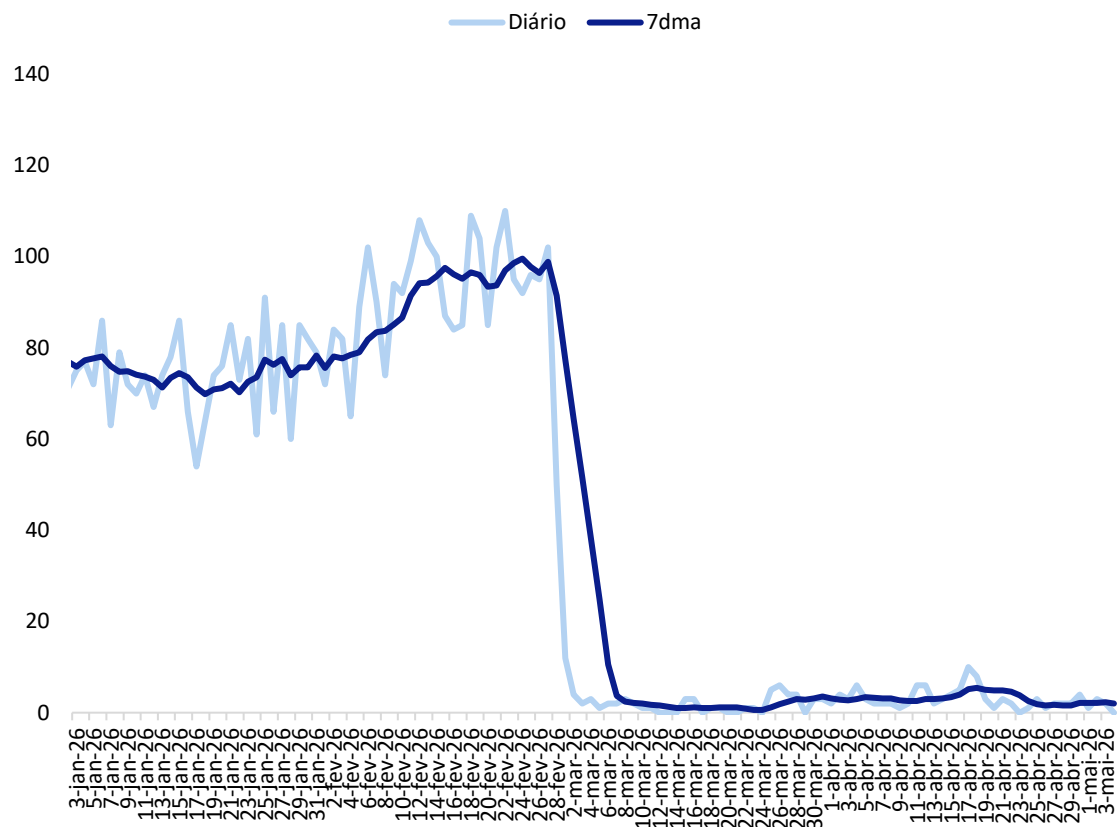
Nesse contexto, a discussão doméstica chinesa permanece centrada na busca por crescimento sustentável, evitando estímulos excessivos, ao mesmo tempo em que se intensificam investimentos em autossuficiência energética, especialmente renovável, e em tecnologia, como parte da estratégia de longo prazo associada à disputa global por liderança em inteligência artificial.

Global Macro: Choque de Energia

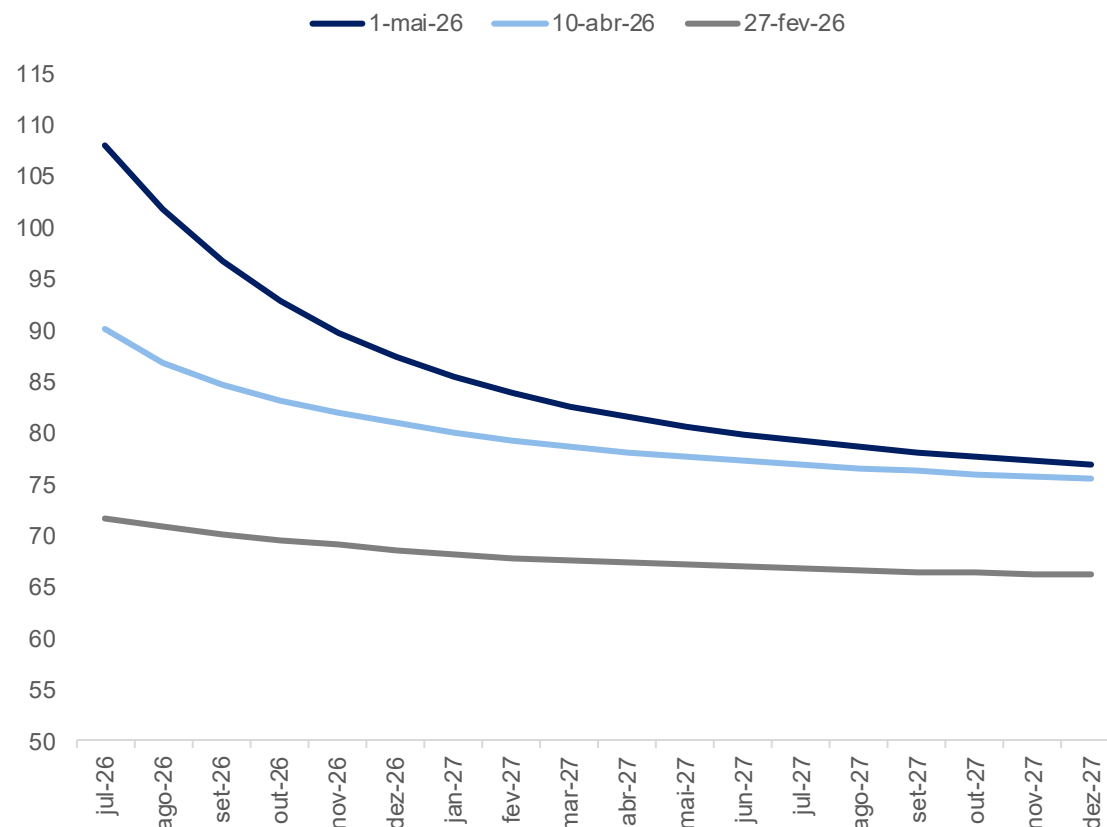
Sem sinais de resolução, o petróleo se mantém acima de US\$ 100

- Apesar do cessar fogo acordado entre os dois países, o fluxo no Estreito de Ormuz segue paralisado, e o barril de petróleo se mantém acima dos 100 dólares e com a curva futura esperando que o petróleo siga em níveis bastante elevados por todo ano.
- Importante pontuar que, mesmo que os países entrem em acordo, entendemos que a normalização do fluxo no estreito deve levar algum tempo adicional.

Número de Navios transitando no Estreito de Ormuz



Curvas Futuras de Petróleo (USD)

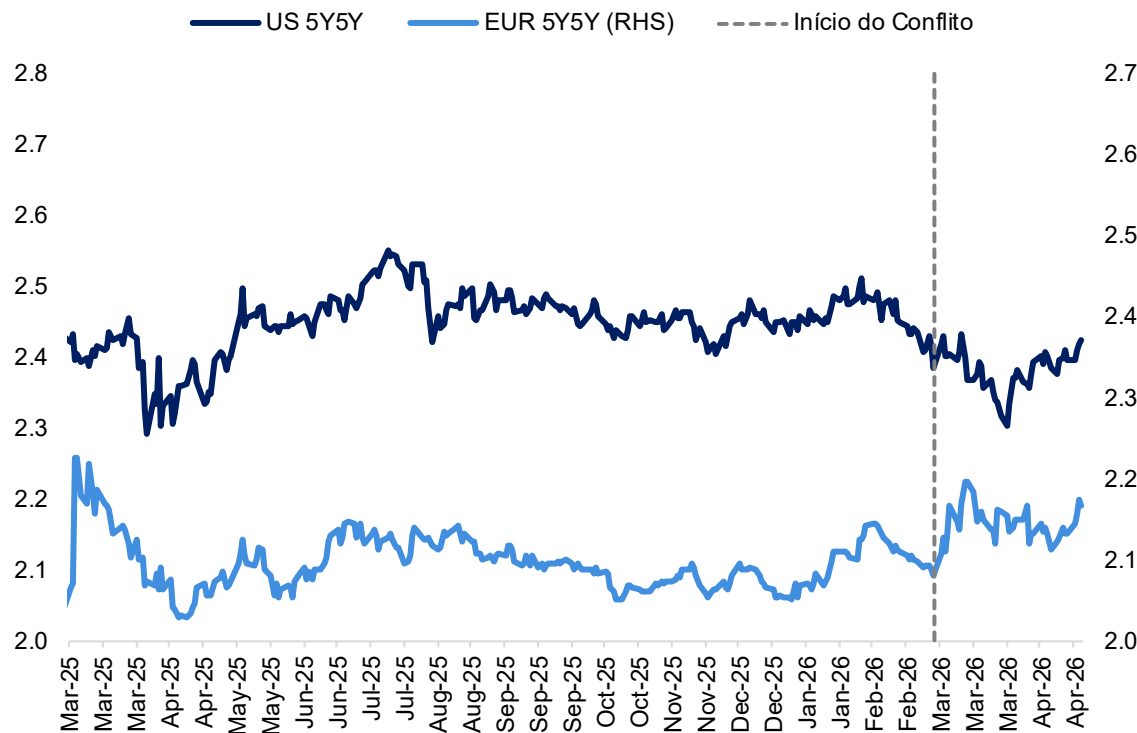


Reprecificação dos ciclos de política monetária

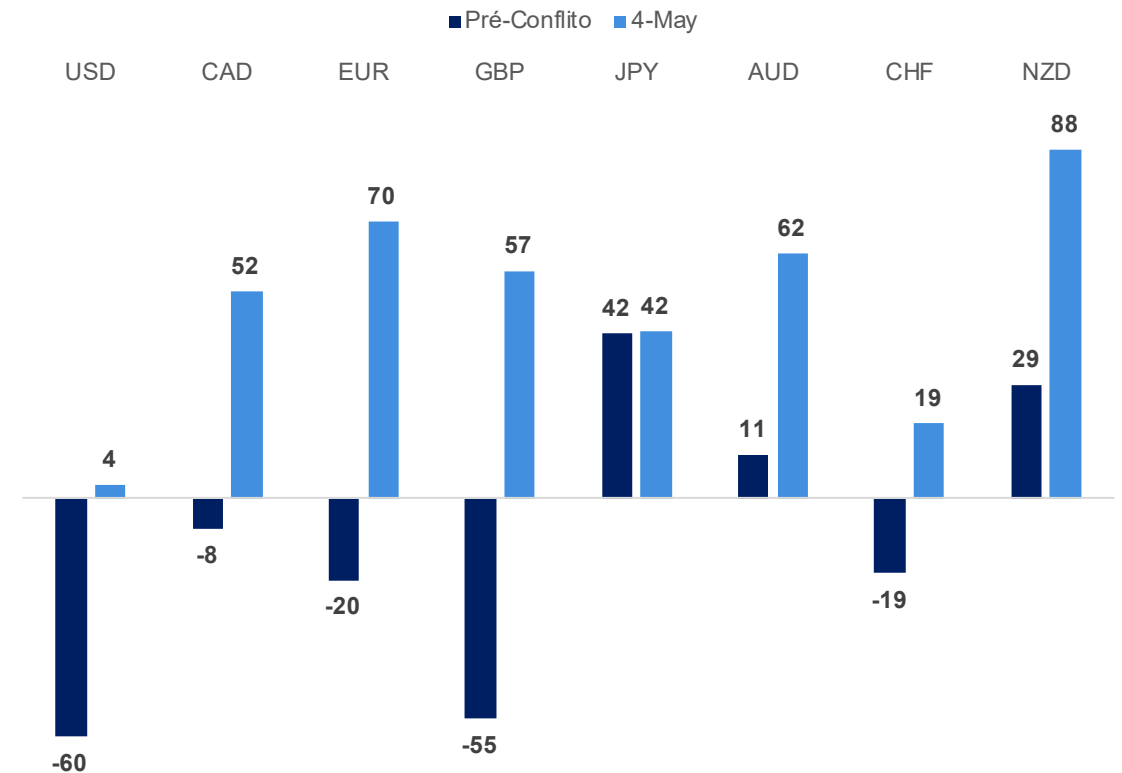
O risco inflacionário decorrente do conflito levou a reprecificação dos ciclos de política monetária.

- 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 final de 2026 (bps)

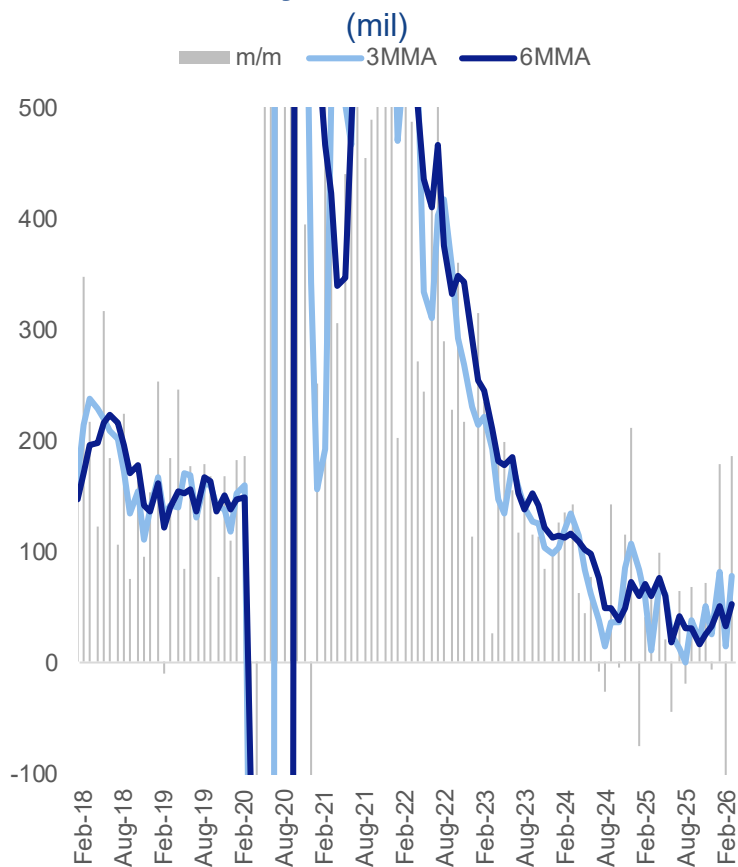


EUA: Mercado de Trabalho

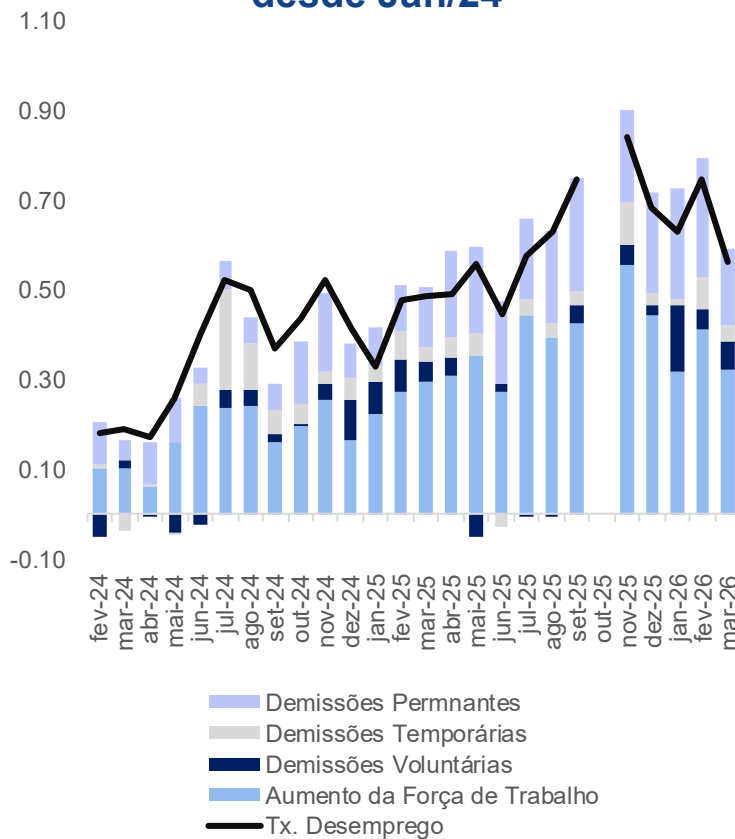
Estabilização do mercado de trabalho?

- Dados do mercado de trabalho parecem apontar para estabilização. Ainda é prematuro afirmar uma inflexão mais estrutural, mas os primeiros dados de 2026 sugerem melhora 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



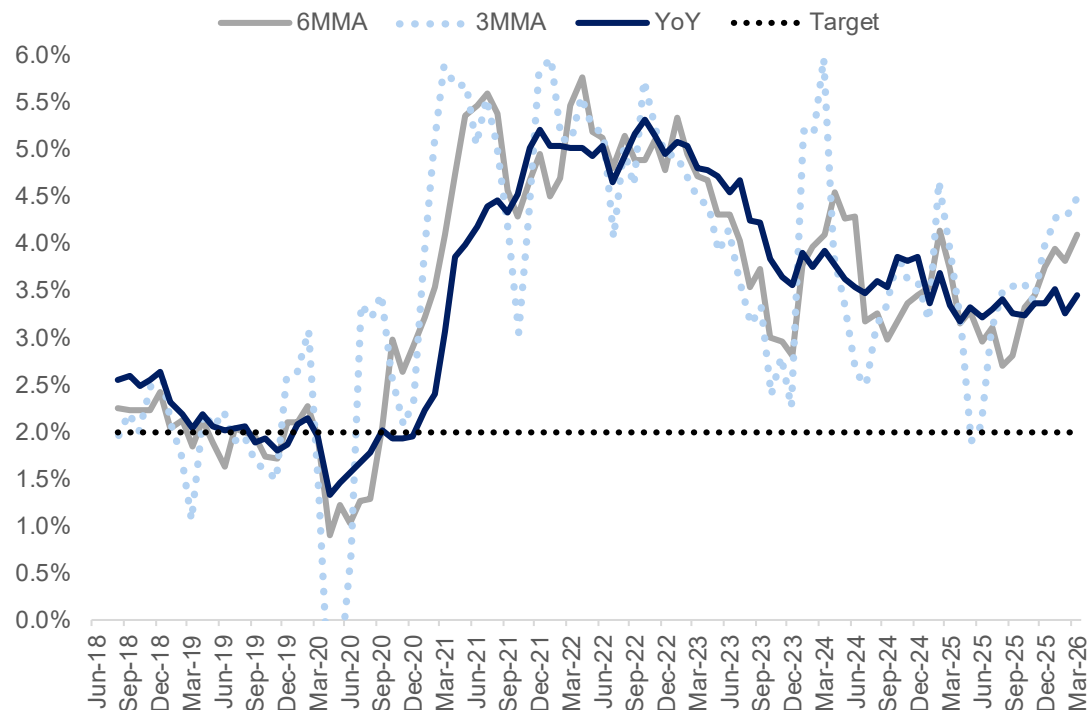
EUA: Inflação

Core PCE deve encerrar 2026 ao redor de 3%

- O relatório do PCE de março confirmou que as pressões de preços permanecem elevadas no início do ano, com a inflação cheia impulsionada pela forte alta dos preços da gasolina e o núcleo do PCE acelerando para 3,2% a/a, ainda significativamente acima da meta. O repasse tarifário segue visível nos bens, embora com menor intensidade do que em fevereiro, enquanto a inflação de serviços continua apresentando rigidez, particularmente nos componentes do supercore.

Supercore PCE

(3MMA, 6MMA, a/a)



Core PCE Projeção

(a/a)



EUA: Política Monetária

Fed sem espaço para cortes adicionais.

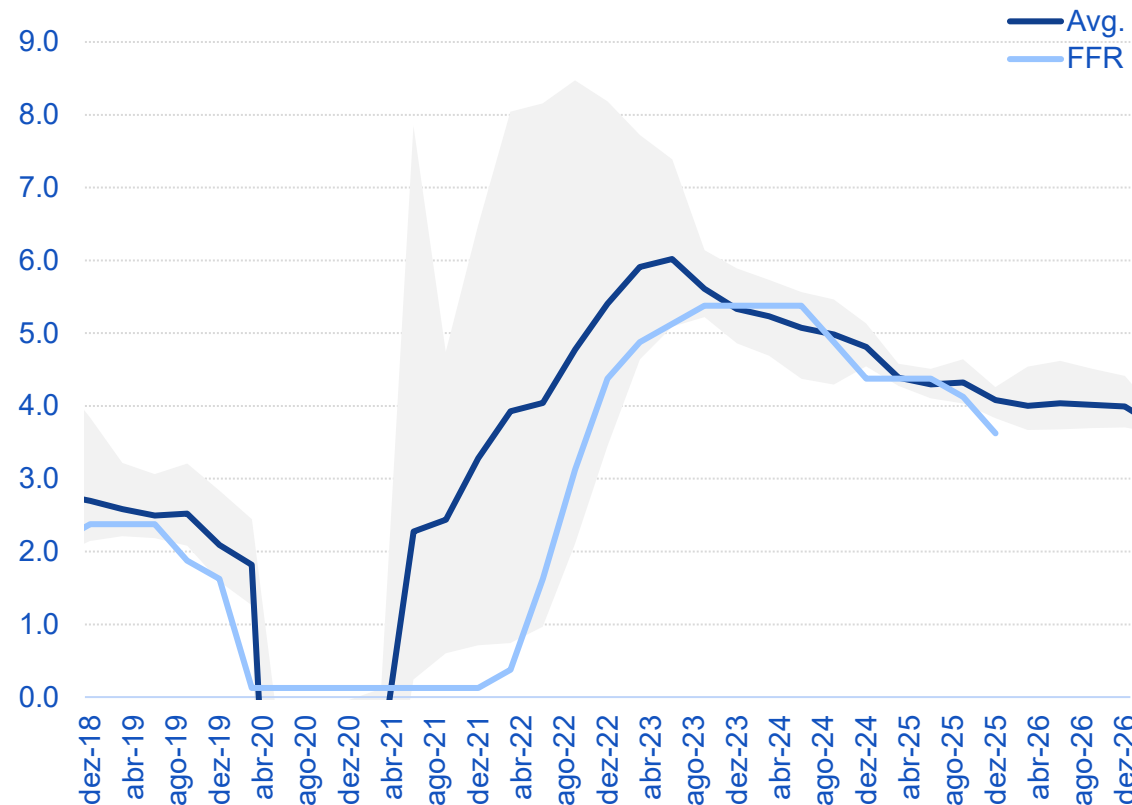
- O choque energético, somado ao baixo progresso da inflação rumo à meta em 2026, sugere poucos fundamentos para cortes de juros nos Estados Unidos ao longo do ano. Ainda assim, não vemos, neste momento, espaço para discussão de alta de juros.

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



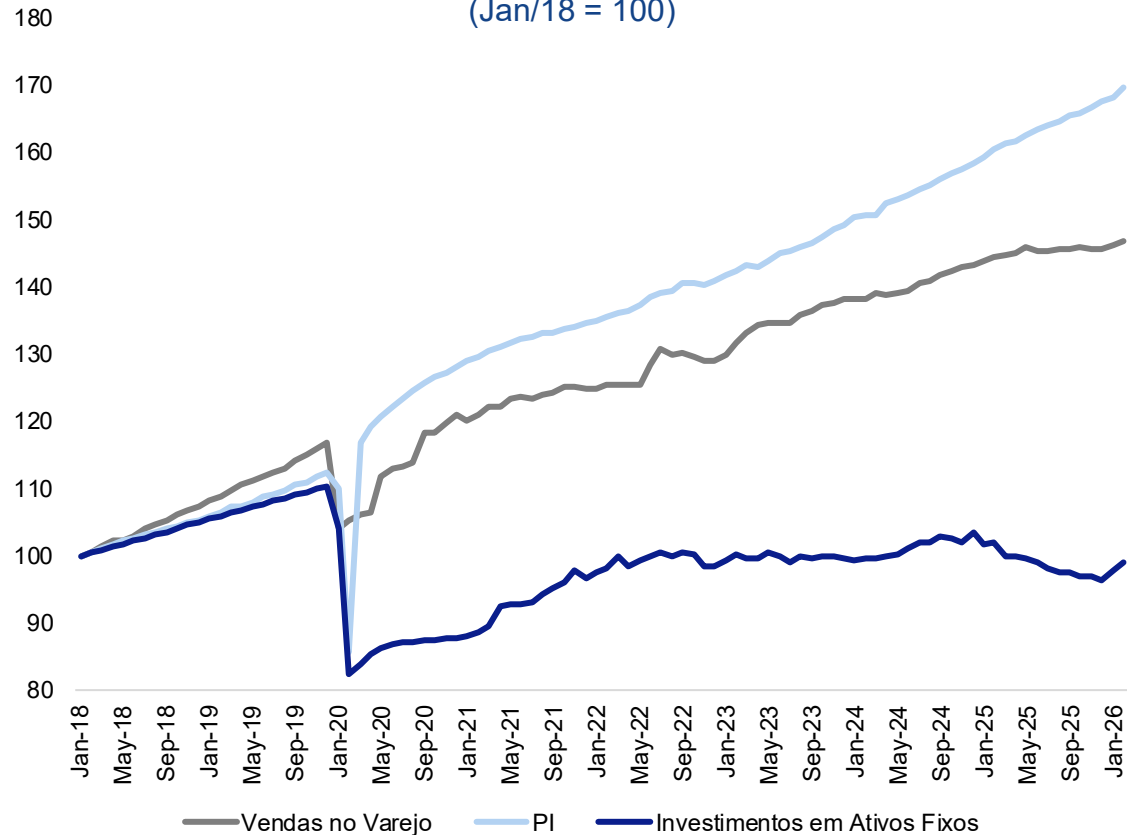
China: Atividade Econômica

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

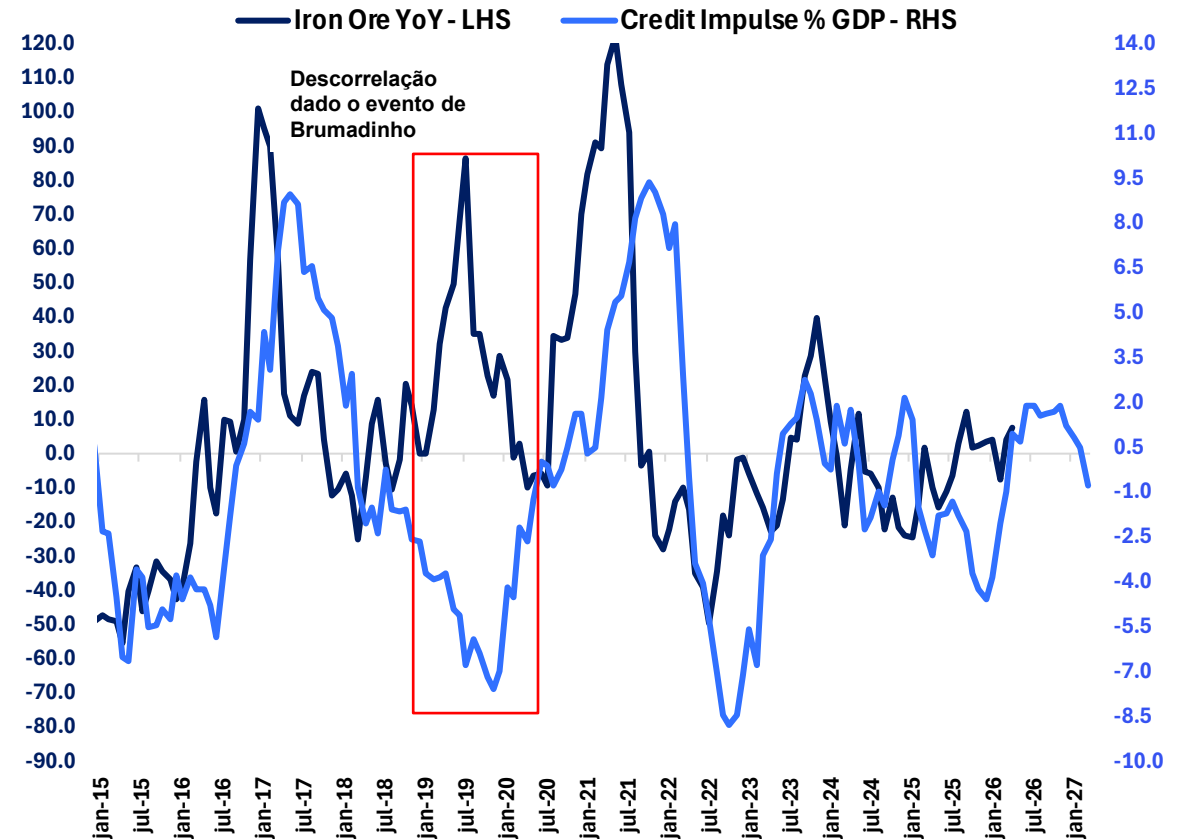
- A demanda externa foi mais fraca no primeiro trimestre, provavelmente refletindo distorções associadas ao feriado do Ano Novo Lunar. À frente, acreditamos que a demanda externa deve permanecer como o principal vetor de crescimento ao longo dos próximos trimestres.

Indicadores de Atividade Econômica

(Jan/18 = 100)



Impulso de Crédito (% do PIB)



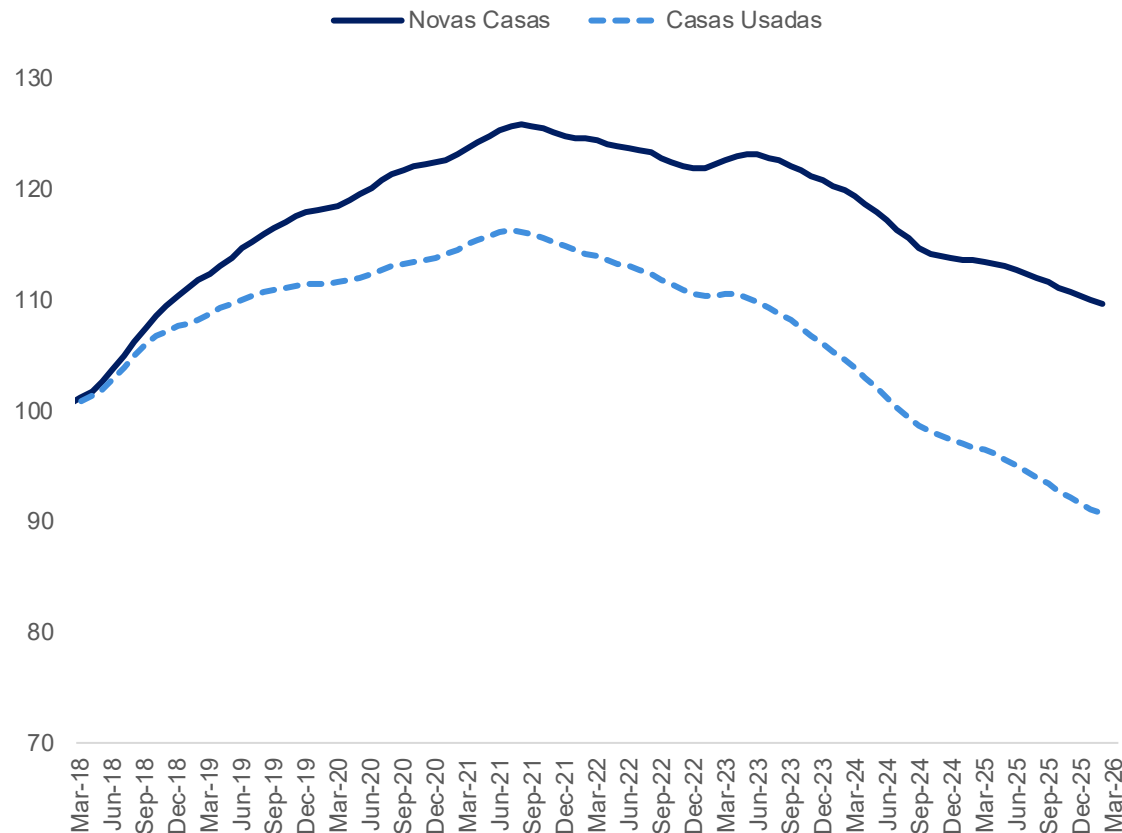
China: Inflação

A inflação apresenta alguma melhora 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. No entanto, os preços de imóveis seguem em queda recorrente refletindo pressões desinflacionárias persistentes na economia.

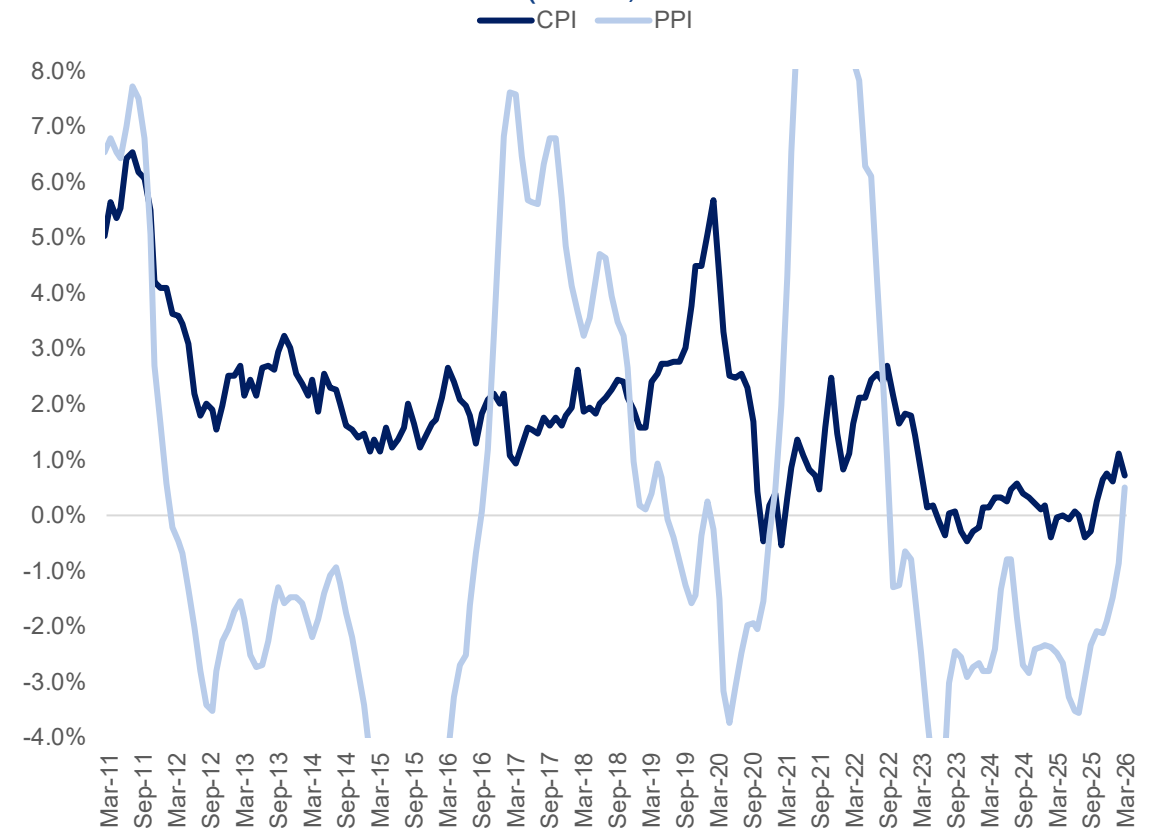
Preço de imóveis

(jan/18=100)



Inflação ao Consumidor e ao Produtor

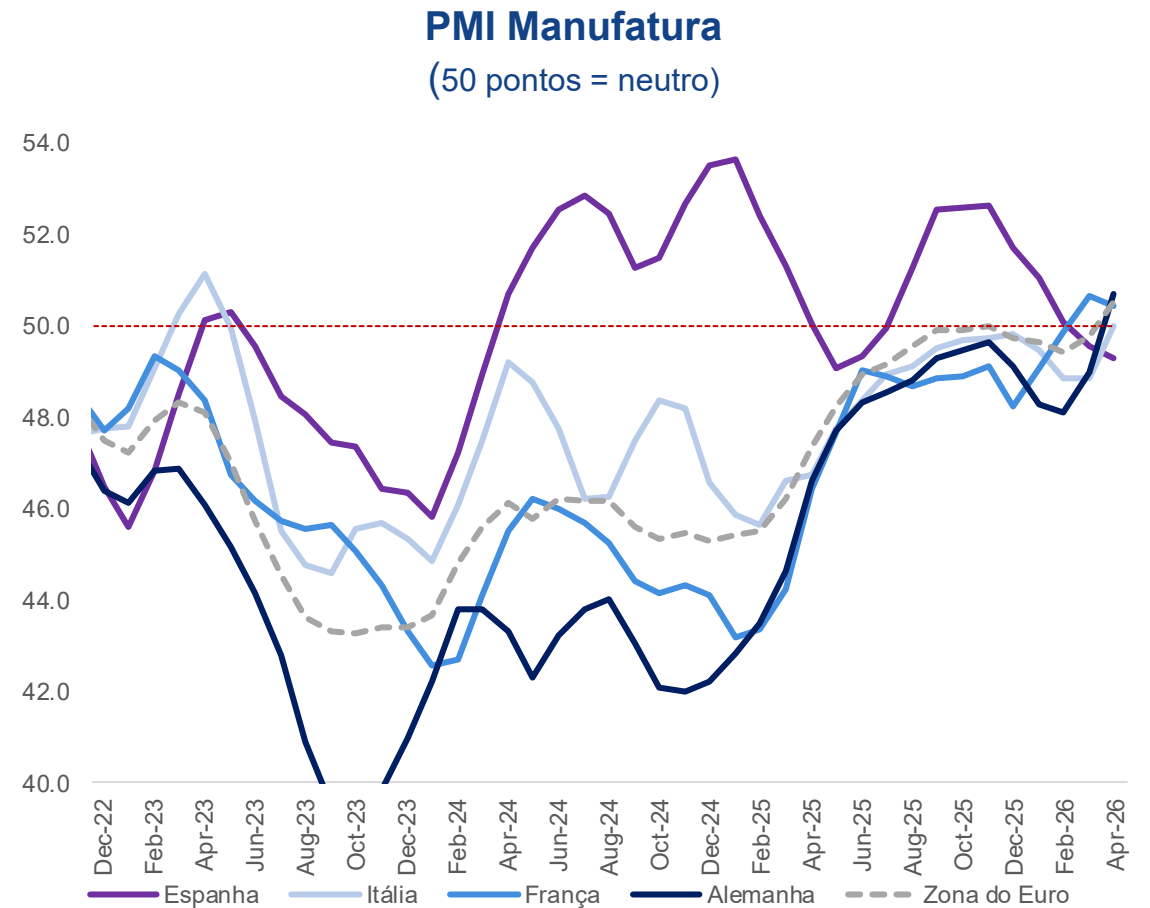
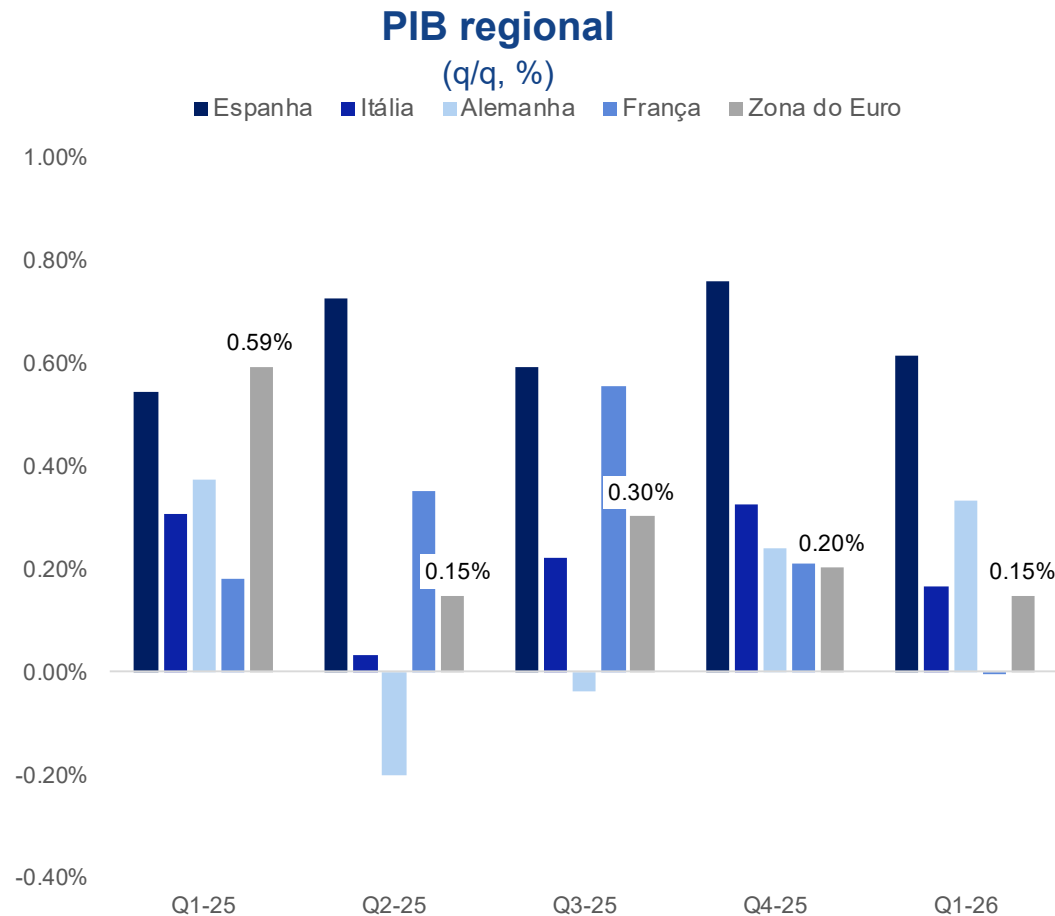
(a/a, %)



Zona do Euro: Atividade Econômica

Choque de energia deve pressionar o crescimento europeu.

- Apesar da elevada dependência energética europeia e da expectativa de impacto sobre a economia do bloco, os dados de crescimento e de sentimento ainda não refletem de forma significativa o choque.



Zona do Euro: Inflação & Política Monetária

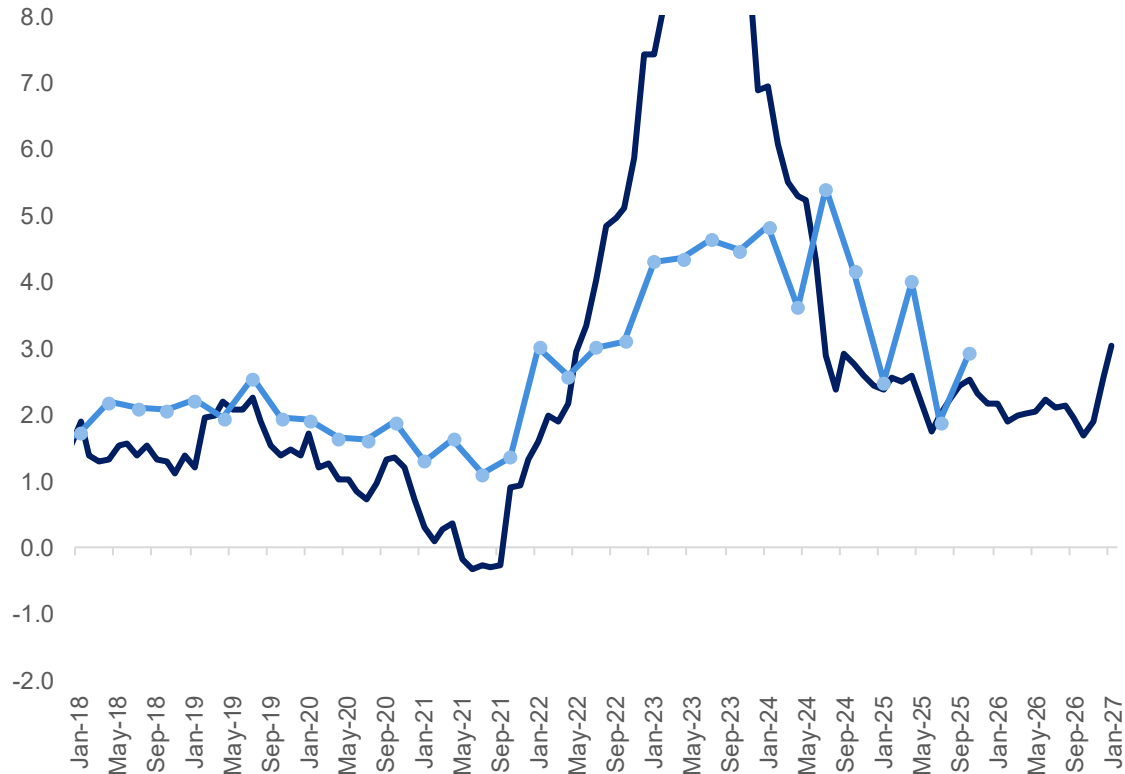
Aperto monetário?

- Na Zona do Euro, as discussões sobre alta de juros tornam-se cada vez mais intensas, e o BCE deve agir já na reunião de junho. Embora os dados de inflação ainda não evidenciem efeitos secundários do choque, alguns indicadores de expectativas inflacionárias começam a sinalizar deterioração.

HICP e salários negociados

(a/a, %)

— CPI (9M adv) — Salários negociados



HICP e HICP Energia

(a/a, %)

— HICP — Energia (dir.)



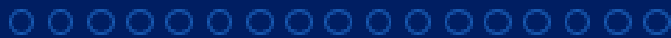
Principais projeções – Cenário Global

	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	2.6	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	3.1	2.3
PCE Núcleo (% a/a)	1.60	1.90	1.65	1.32	3.57	5.34	4.18	2.94	3.00	3.1	2.5
CPI Headline (% a/a)	2.11	1.91	2.29	1.36	7.04	6.45	3.35	2.89	2.68	3.1	2.2
CPI Núcleo (% a/a)	1.78	2.18	2.26	1.62	5.45	5.71	3.93	3.24	2.64	2.9	2.5
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

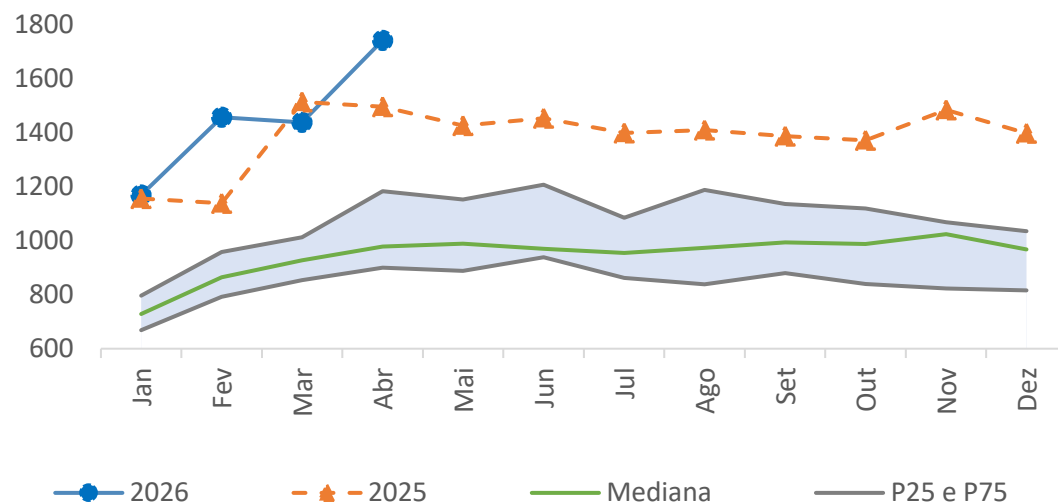


- **Projetamos superávit comercial de US\$90 bilhões em 2026; viés é altista.** O superávit comercial vinha ganhando tração desde o 4T25, sobretudo em função do aumento do *quantum* exportado – destaque para petróleo por conta do significativo aumento da produção a partir do 2S25. A forte alta dos preços do petróleo no mercado internacional desde o fim de fevereiro reforçou a aceleração das exportações na margem. Incorporando outros efeitos do choque sobre a balança comercial – como a alta dos preços de fertilizantes e de algumas commodities agrícolas – projetamos superávit comercial (MDIC) de US\$ 90 bilhões em 2026 e 2027. A manutenção dos preços do petróleo em patamar mais elevado por um período mais prolongado e a manutenção da produção de petróleo no patamar atual são riscos positivos para nosso cenário de contas externas.
- **Déficit em transações correntes em 2,3% do PIB em 2026 e 2027.** O saldo comercial mais elevado reduzirá o déficit em transações correntes para 2,3% do PIB em 2026 e em 2027, frente aos 3,0% do PIB em 2025. As despesas com serviços e rendas seguem em patamar elevado, mas sem aceleração. O IDP seguirá mais do que suficiente para financiar o déficit, como vem ocorrendo nos últimos 11 anos.
- **Fluxo cambial acelera em abril.** O fluxo cambial foi positivo em US\$9,3 bilhões em abril – o melhor resultado para o mês desde 2018 –, com entradas de US\$6,6 bilhões no segmento comercial e de US\$2,7 bilhões no financeiro. Embora a balança comercial já esteja mostrando aceleração relevante na margem, essa melhora ainda não se refletiu integralmente no fluxo comercial. À frente, há espaço para fortalecimento adicional do fluxo cambial à medida que o segmento comercial incorpore de forma mais plena a melhora da balança comercial.
- **Revisamos nossa projeção de taxa de câmbio para R\$4,90/US\$ no fim de 2026, ante R\$5,20/US\$.** A revisão reflete uma combinação mais favorável para o real: o dólar global segue com viés de enfraquecimento, ainda que com episódios pontuais de aversão a risco; o choque de commodities melhora significativamente os termos de troca e a posição relativa do Brasil entre emergentes; e o diferencial de juros ainda elevado continua sustentando o carregamento. O real tem se destacado frente às cestas de moedas emergentes e de commodities, em linha com a exposição externa relativamente mais favorável do Brasil ao choque energético.

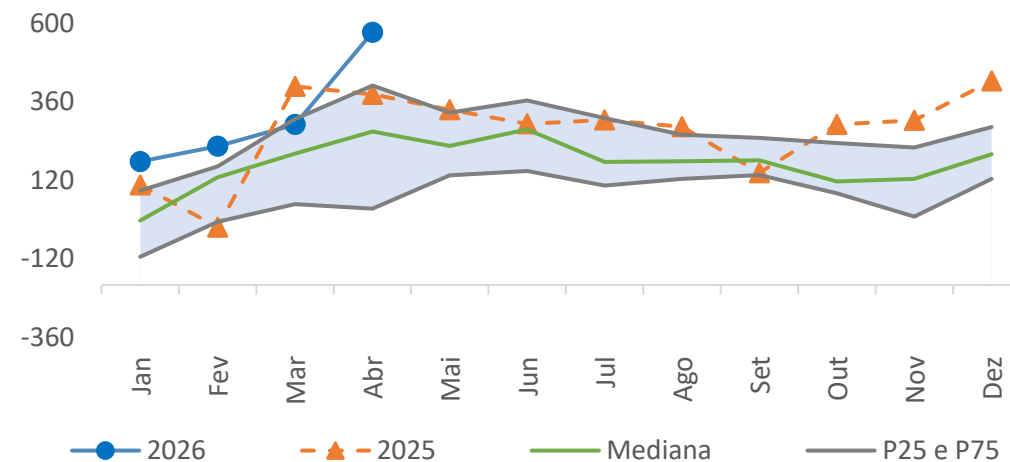
Forte aceleração das exportações em 2026

- A aceleração do saldo comercial desde o 4T25 decorre da combinação de maior dinamismo das exportações, em função do aumento da produção de commodities, com destaque para o petróleo e, na margem, da forte alta dos preços do Brent no mercado internacional.

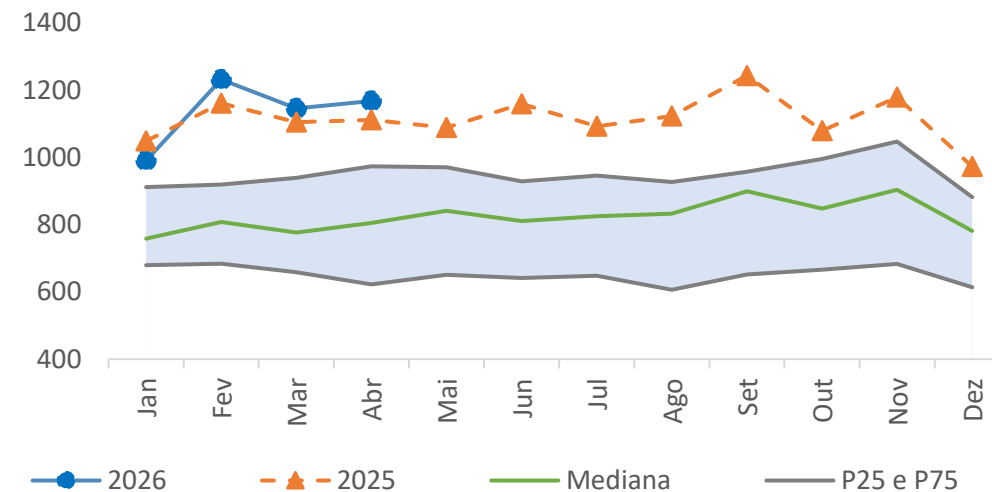
Exportações (US\$milhões/du)



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



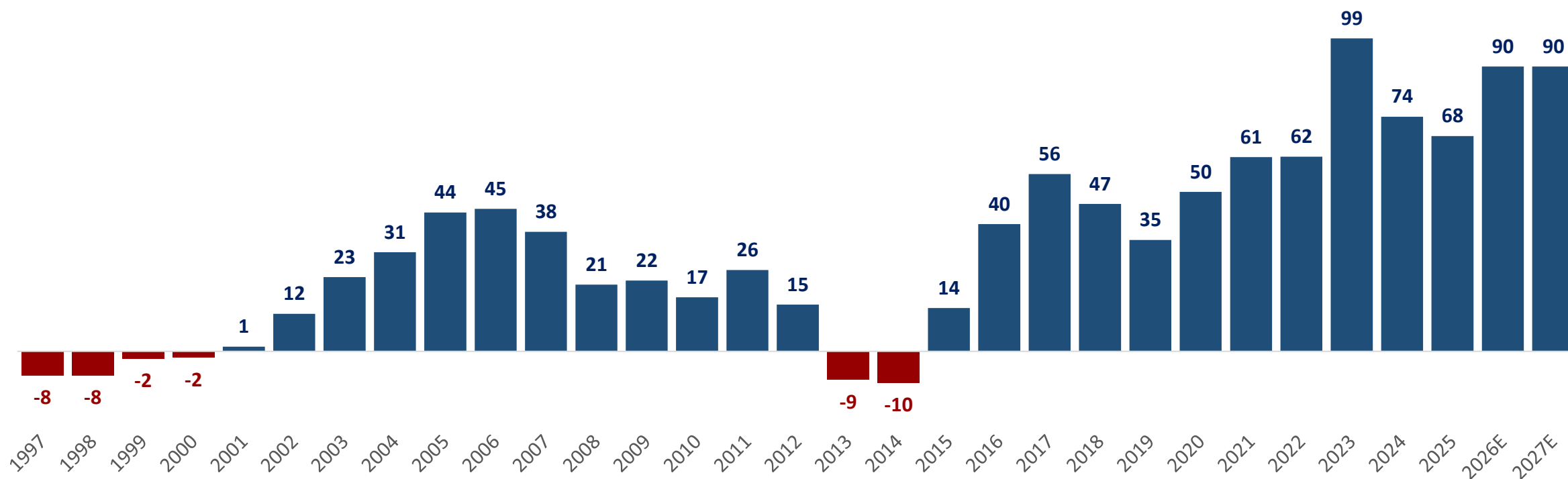
Importações (US\$milhões/du)



Superávit comercial aumentará para US\$90 bilhões em 2026

- A maior produção de commodities e o aumento de preços elevarão o superávit comercial (MDIC) para US\$ 90 bilhões em 2026 e 2027, de US\$ 68 bilhões em 2025.

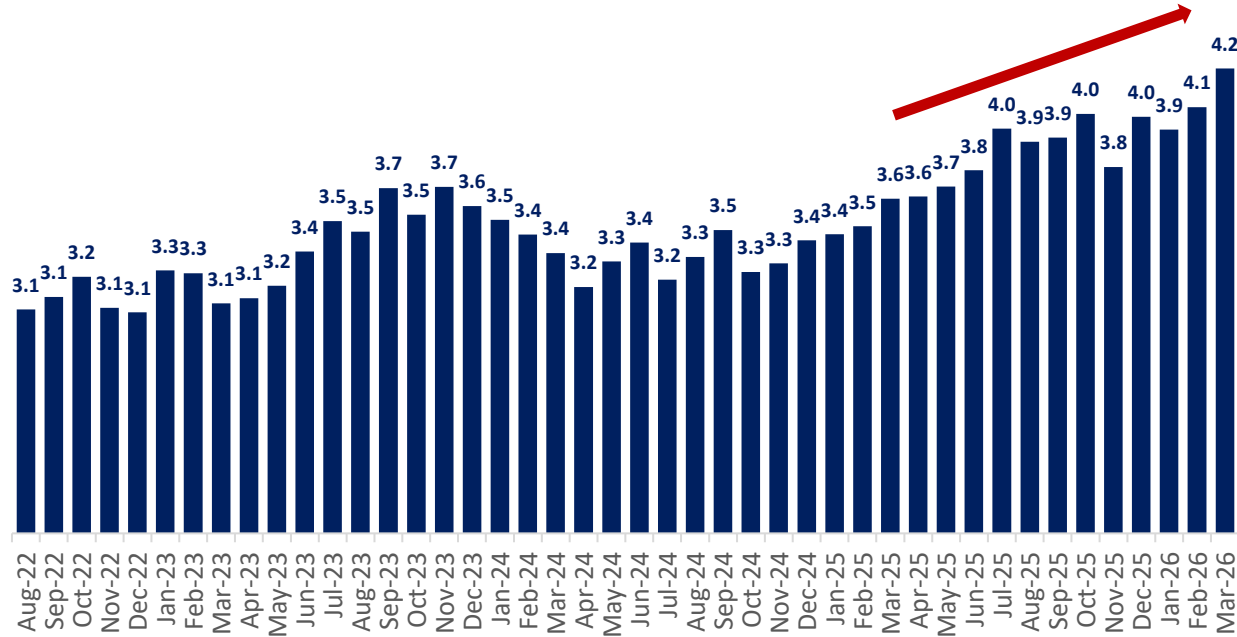
Saldo da balança comercial (MDIC)
(US\$ bilhões)



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

- A aceleração do saldo comercial desde o 4T25 decorre do aumento da produção de commodities, em particular de petróleo, e na margem da forte alta dos preços do Brent no mercado internacional.
- A produção de petróleo acelerou no 2S25 e atingiu o **recorde histórico de 4,2 milhões de barris/dia em mar/2026**.

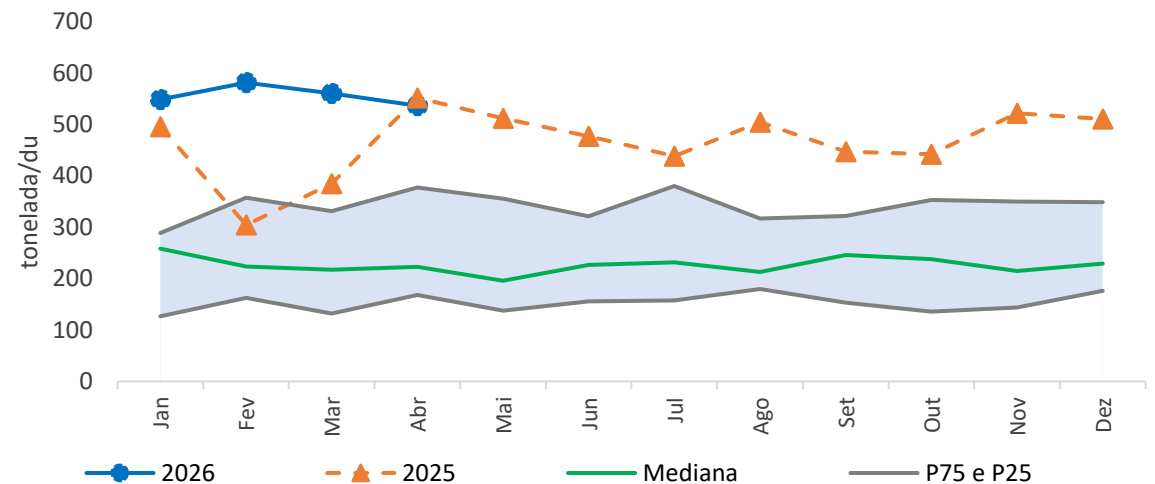
Produção de petróleo mensal (Mboe/d)



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



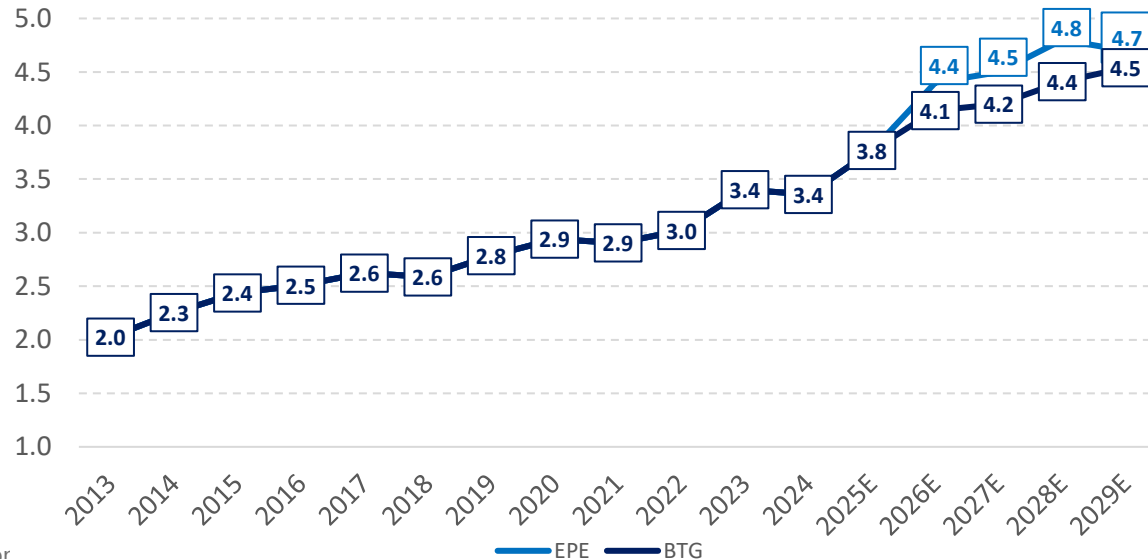
Quantum exportado de petróleo e derivados (Ton/dia útil)



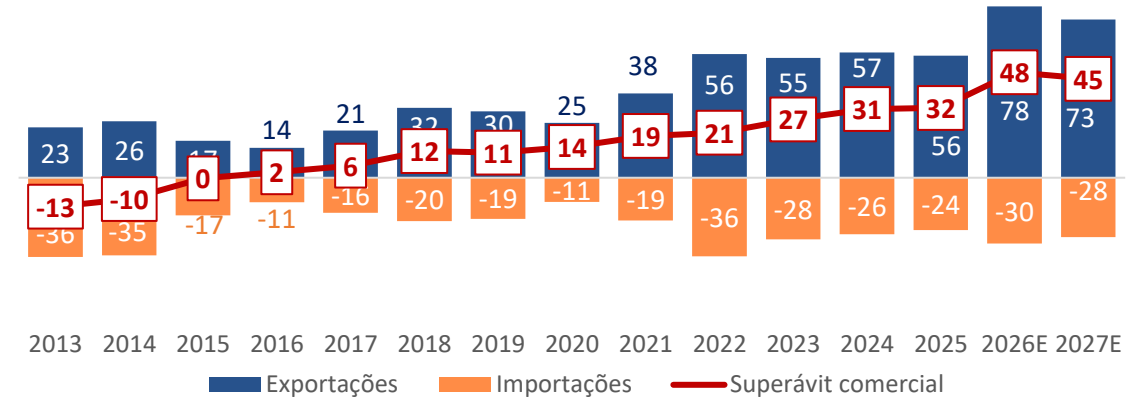
Superávit de petróleo e derivados: recorde de US\$48bi em 2026

- 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.
- A manutenção dos preços do petróleo em patamar mais elevado por um período mais prolongado e a manutenção da produção de petróleo no patamar atual são riscos positivos para nosso cenário de contas externas.

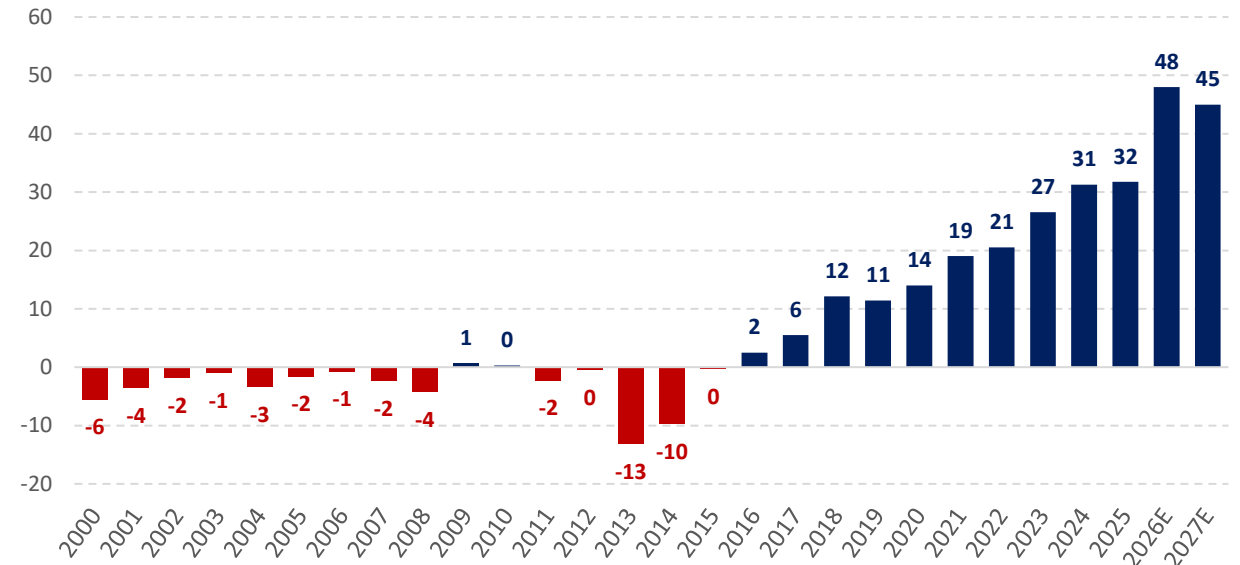
Projeções para produção de petróleo (milhões de barris/dia)



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



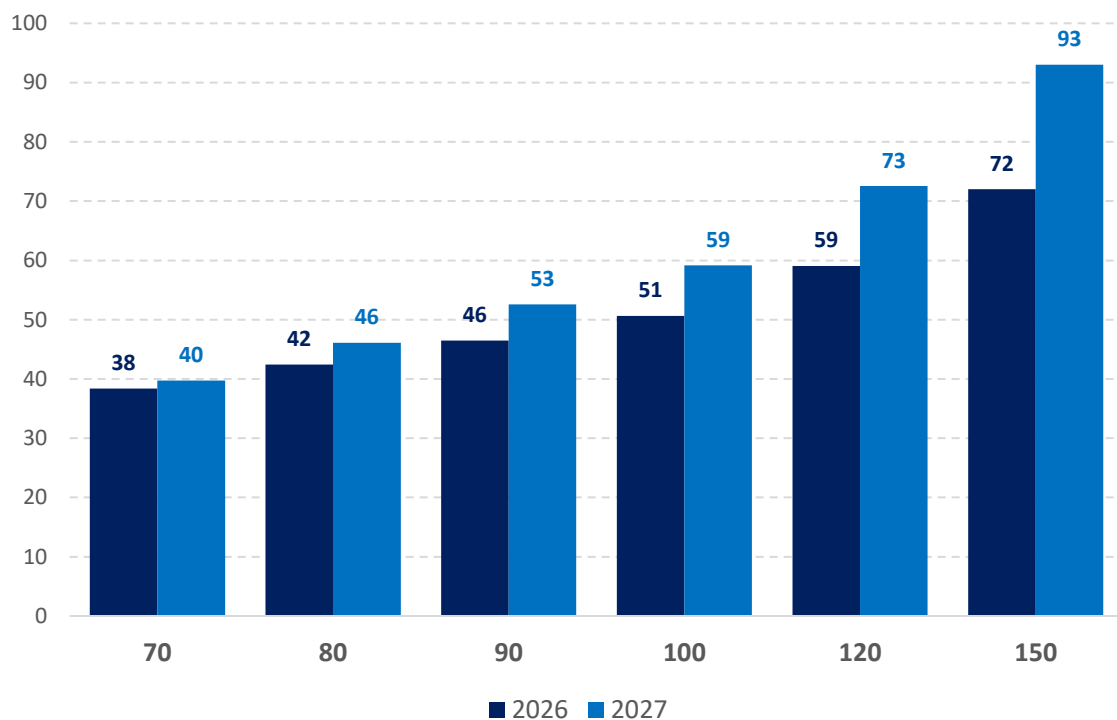
Saldo da balança de petróleo e derivados (US\$ bilhões)



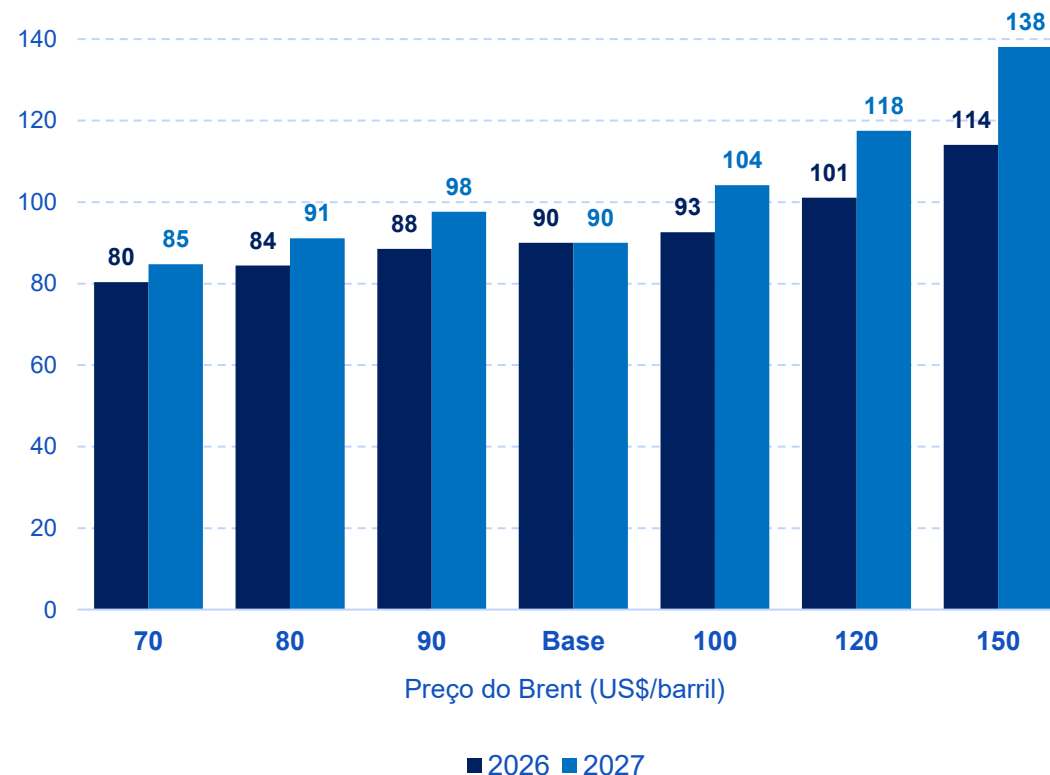
O saldo de petróleo é altamente sensível ao nível do Brent

- O saldo da balança de petróleo e derivados e da balança comercial como um todo 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.

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



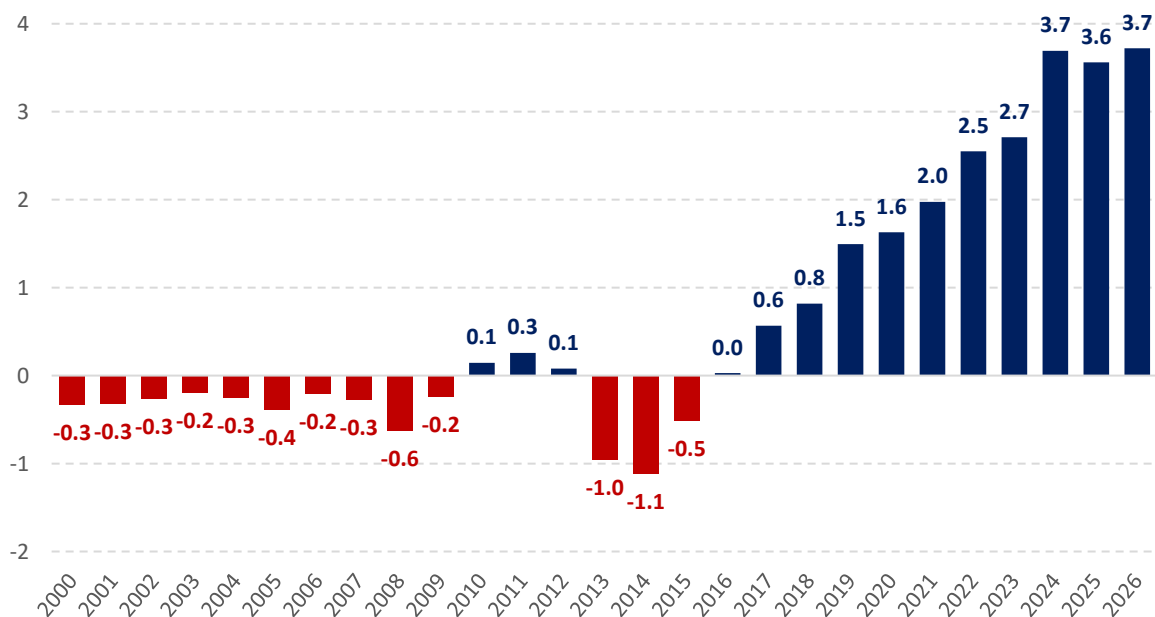
Saldo da balança comercial total para diferentes níveis de Brent¹ (US\$ bilhões, US\$/barril)



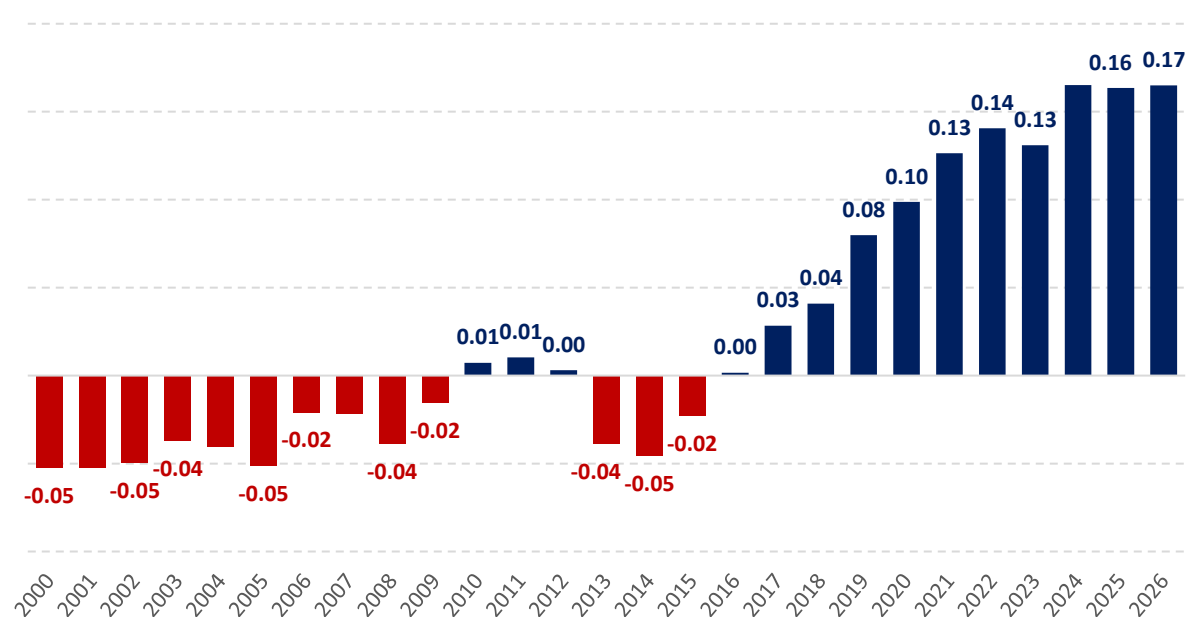
Sensibilidade das contas externas ao petróleo torna-se fortemente positiva

- A sensibilidade da balança comercial e das transações correntes 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.
- No início dos anos 2000 um choque de +10% no Brent ampliava o déficit em transações correntes e reduzia a balança comercial em cerca de 0,05 p.p. do PIB, em 2026 esse mesmo choque reduz o déficit em aproximadamente 0,17 p.p. do PIB.

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



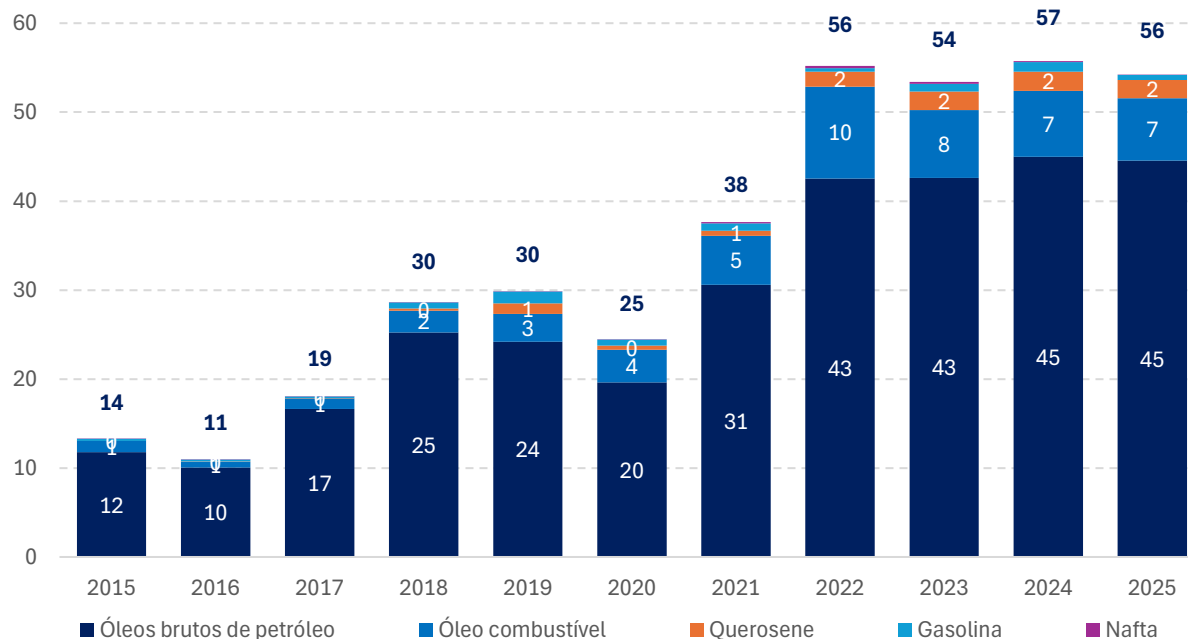
Sensibilidade histórica das transações correntes em pp do PIB a uma alta de 10% no preço do Brent



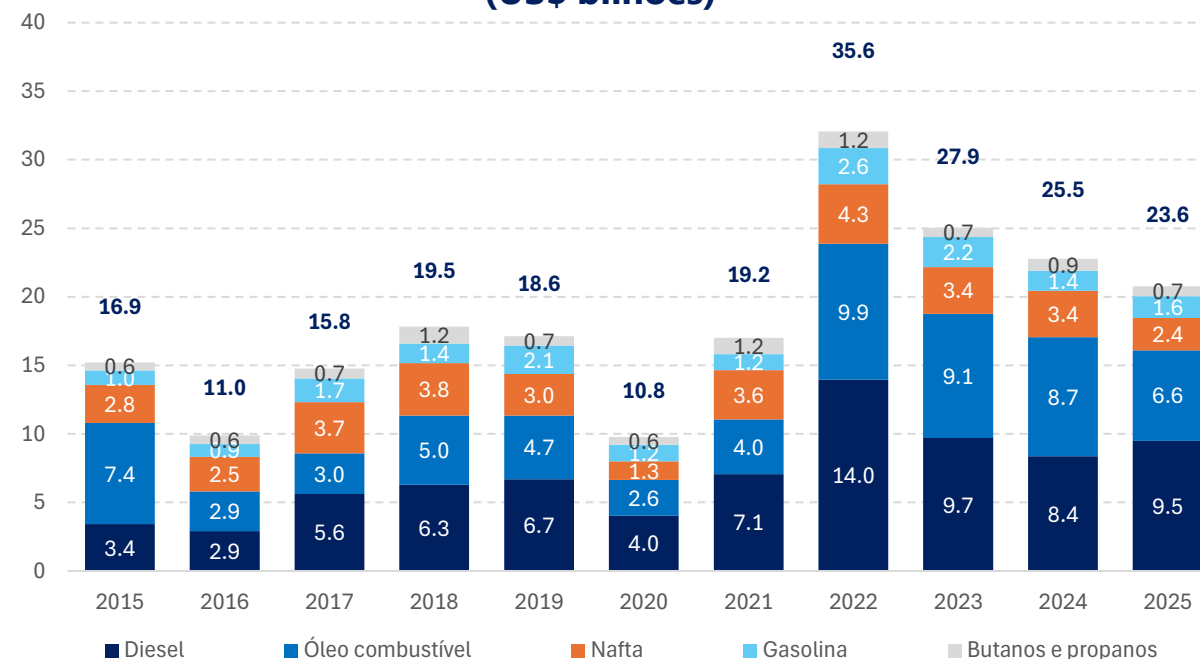
Menor dependência externa em combustíveis

- 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)



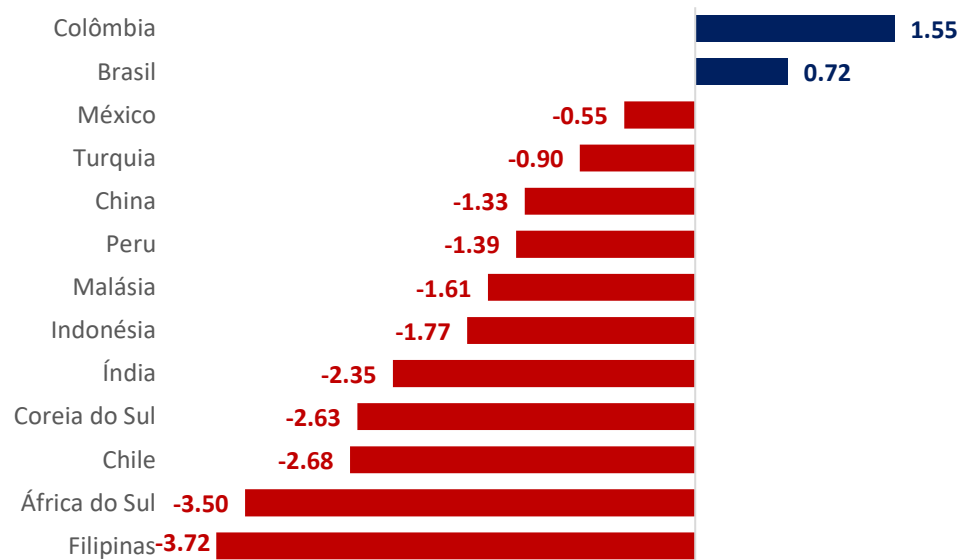
Os cinco principais combustíveis importados pelo Brasil (US\$ bilhões)



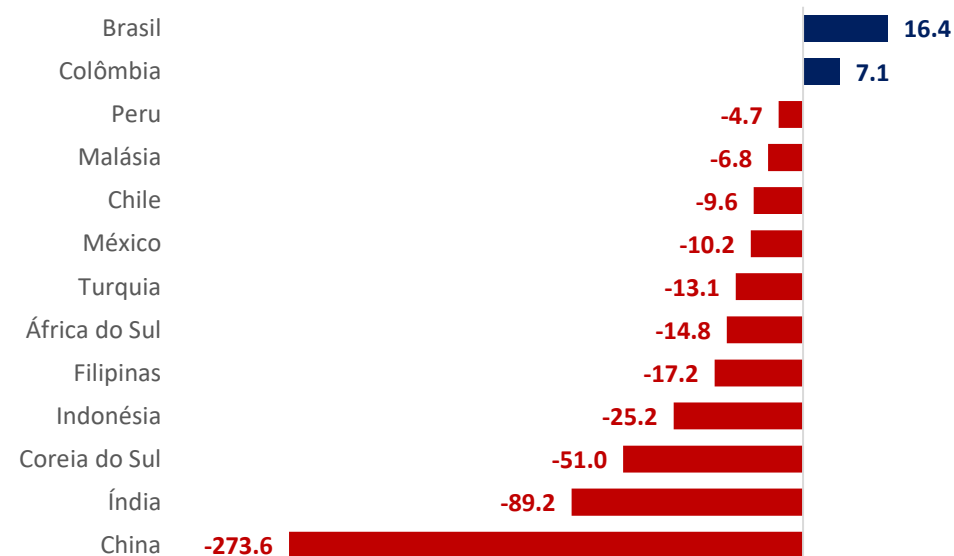
Brasil se destaca entre emergentes no choque atual

- Comparando a exposição externa direta do Brasil (os saldos líquidos de petróleo e derivados e de fertilizantes) ao choque decorrente do conflito no Oriente Médio com a de outros emergentes comparáveis, **o Brasil se destaca como um dos países melhor posicionados da amostra e o único entre os grandes emergentes com saldo líquido positivo**. Em 2025, apenas Brasil e Colômbia tiveram saldo comercial líquido positivo quando se somam energia e fertilizantes.
- Brasil tem o maior colchão absoluto em dólares da amostra (US\$ 16 bilhões), ainda que a Colômbia apareça melhor em termos relativos (1,6% do PIB).

Saldo da balança comercial de petróleo e derivados + fertilizantes em 2025 (% do PIB)



Saldo da balança comercial de petróleo e derivados + fertilizantes em 2025 (US\$ bilhões)



Brasil se destaca entre emergentes no choque atual

- A vantagem relativa do Brasil não depende de um único ano. Quando se substitui a fotografia de 2025 pela média de 2022 a 2025 na amostra com histórico anual harmonizado, o ranking geral pouco muda: Colômbia e Brasil seguem positivos; todos os demais países permanecem com saldos negativos.

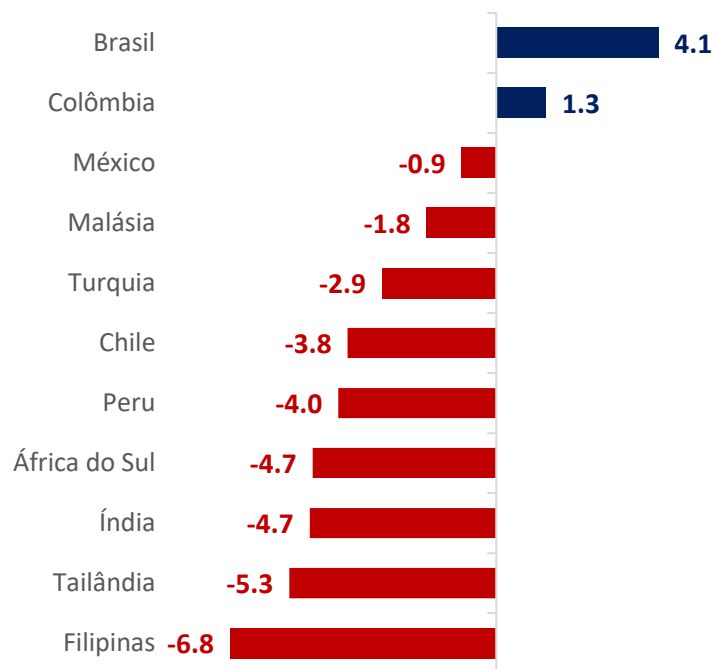
Saldo da balança comercial de petróleo e derivados + fertilizantes por ano, 2022-2025 (% do PIB)



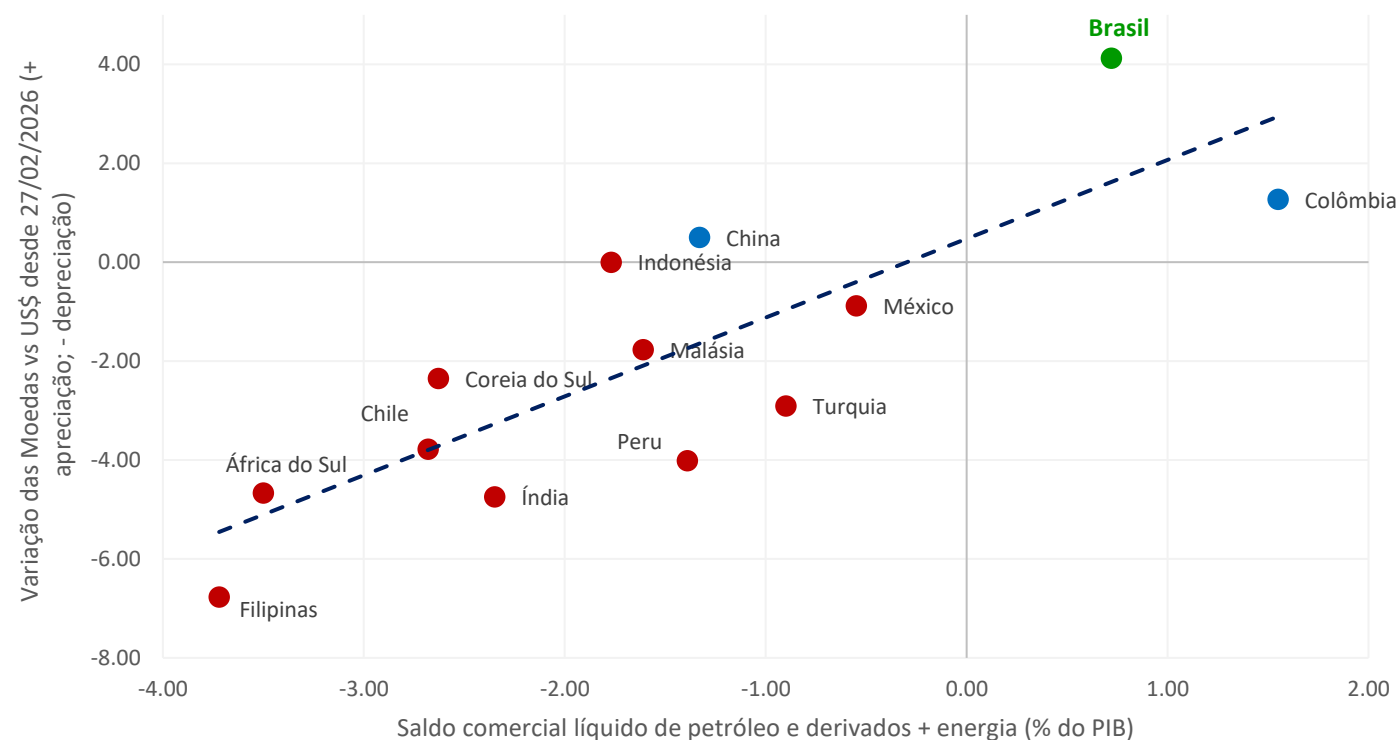
Países com saldo de energia mais favorável apresentaram melhor desempenho relativo de suas moedas

- As taxas de câmbio dos países analisados evoluíram, em geral, de forma consistente com sua exposição ao choque externo: economias com saldo líquido de energia e fertilizantes mais favorável apresentaram melhor desempenho relativo de suas moedas, enquanto importadores líquidos de energia concentraram a maior parte das depreciações cambiais.

Variação da moeda doméstica frente ao dólar desde 27 de fevereiro de 2026¹ (+ apreciação; - depreciação)



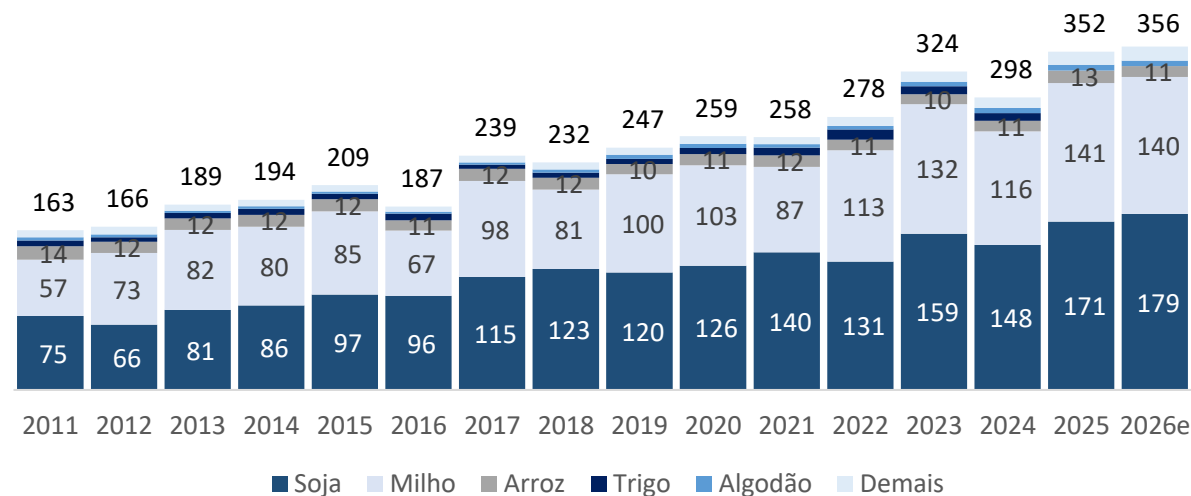
Saldo da balança comercial de energia + fertilizantes e variação da taxa de câmbio



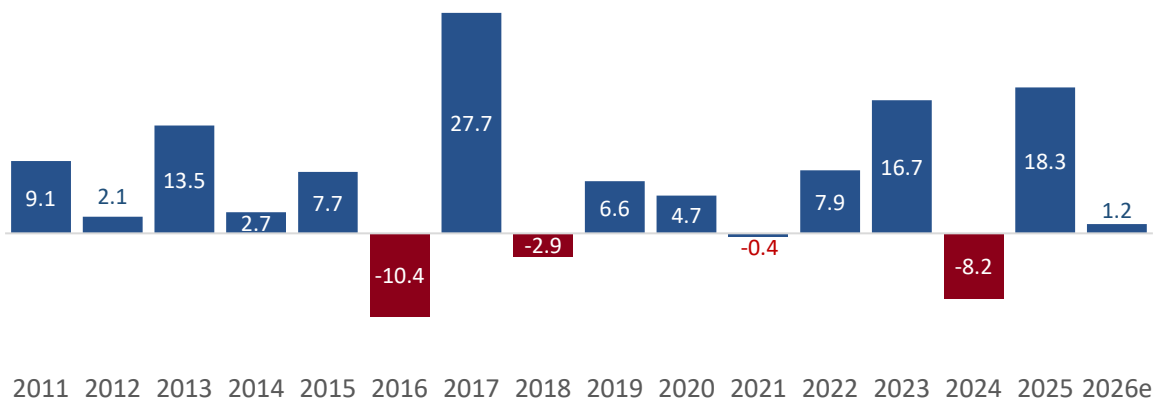
Produção de soja atingirá novo recorde em 2026

- Para 2026, as projeções mais recentes da CONAB indicam que a produção de grãos deverá atingir máxima histórica, com crescimento de 1,2% ante a safra anterior. O avanço é puxado pela soja (+4,5%); a produção de milho deverá recuar 1,1%.

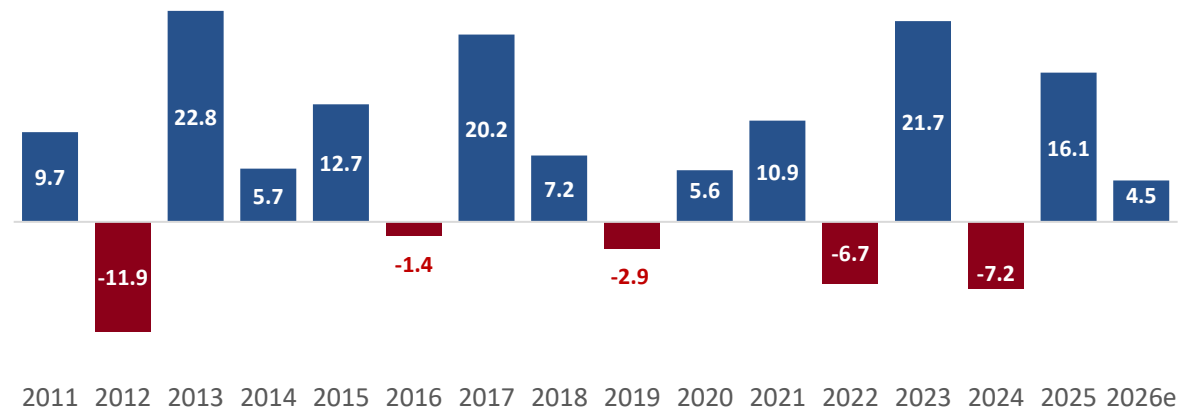
Produção - principais grãos (ton x 10³)



Crescimento da produção de grãos (% a/a)



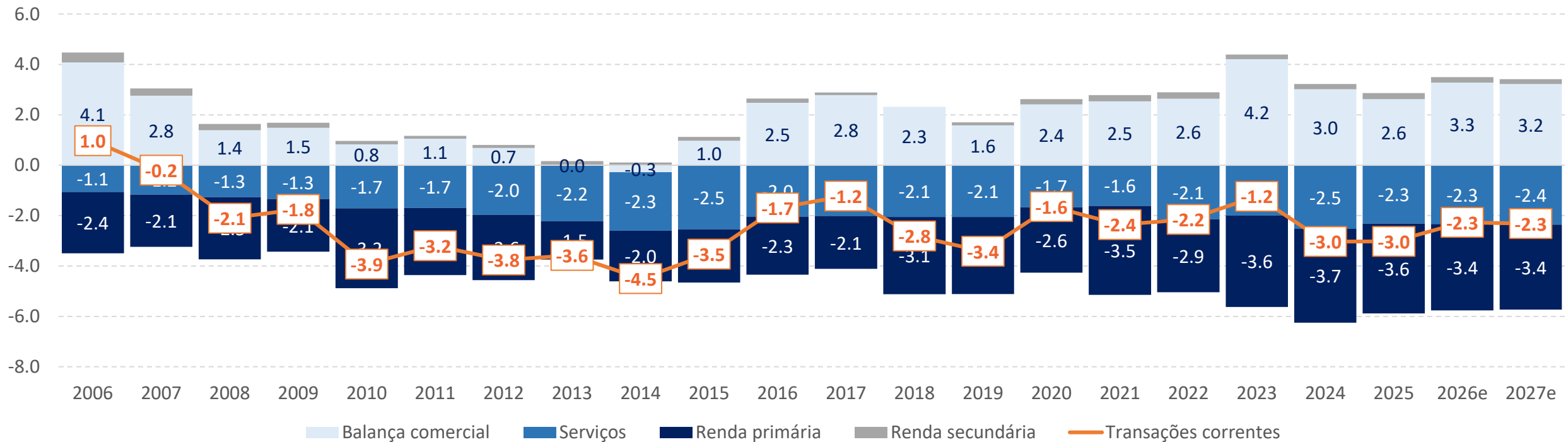
Crescimento da produção de soja (% a/a)



Déficit em transações correntes de 2,3% do PIB em 2026

- O déficit em transações correntes (TC) segue em trajetória de queda 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.

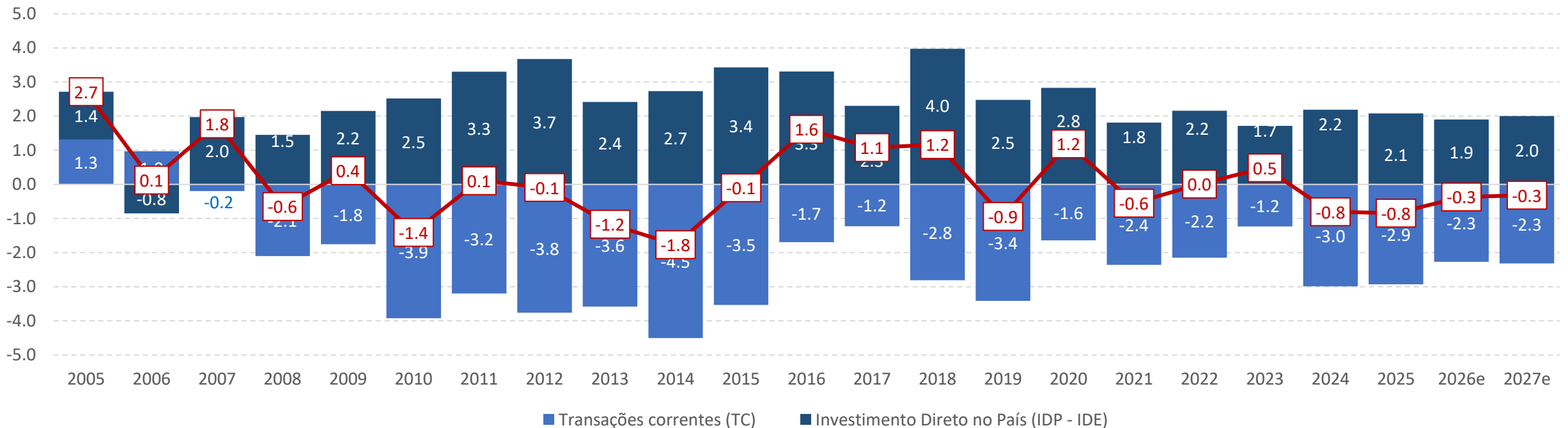
Transações correntes desagregadas
(% do PIB)



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. Contudo, o investimento direto líquido, *investimento estrangeiro direto no País (IDP) – investimento brasileiro direto no exterior (IDE)*, será ligeiramente inferior ao déficit em transações correntes, gerando um saldo negativo de 0,3% do PIB em 2026 e 2027.

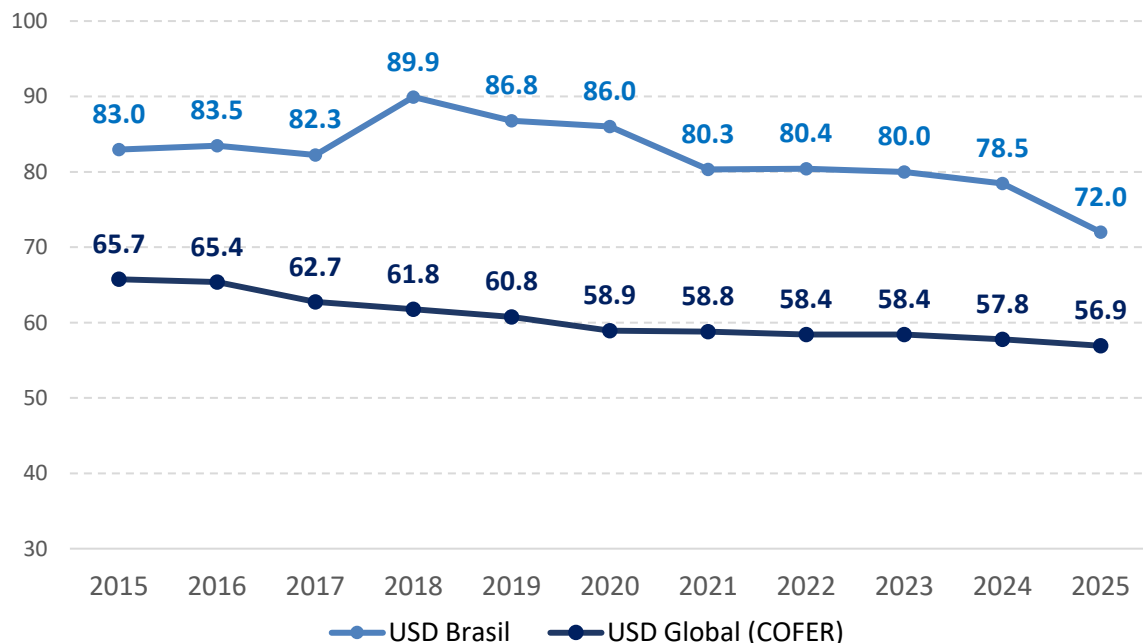
Transações correntes + IDP líquido - Necessidade de financiamento externo
(% do PIB)



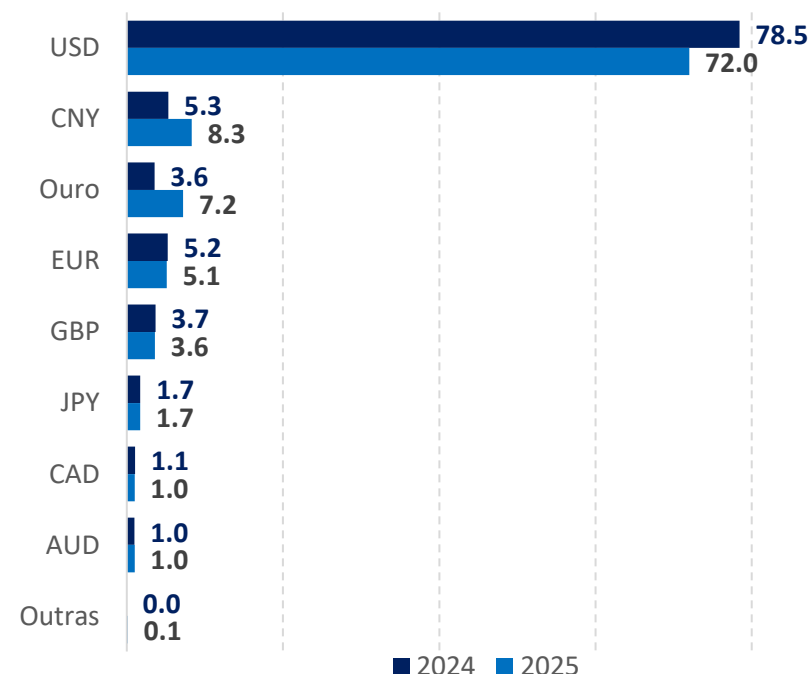
Diversificação das reservas internacionais intensificou-se em 2025

- A composição das reservas internacionais passou por uma mudança relevante nos últimos anos. Em 2025, houve redução significativa da concentração em dólar e aumento da participação de ouro e renminbi (CNY). O CNY alcançou 8,30% da carteira, superando o euro como a segunda maior posição das reservas.
- O movimento é global, não exclusivo do Brasil.

Participação do USD nas reservas – Brasil vs. global (% do total)



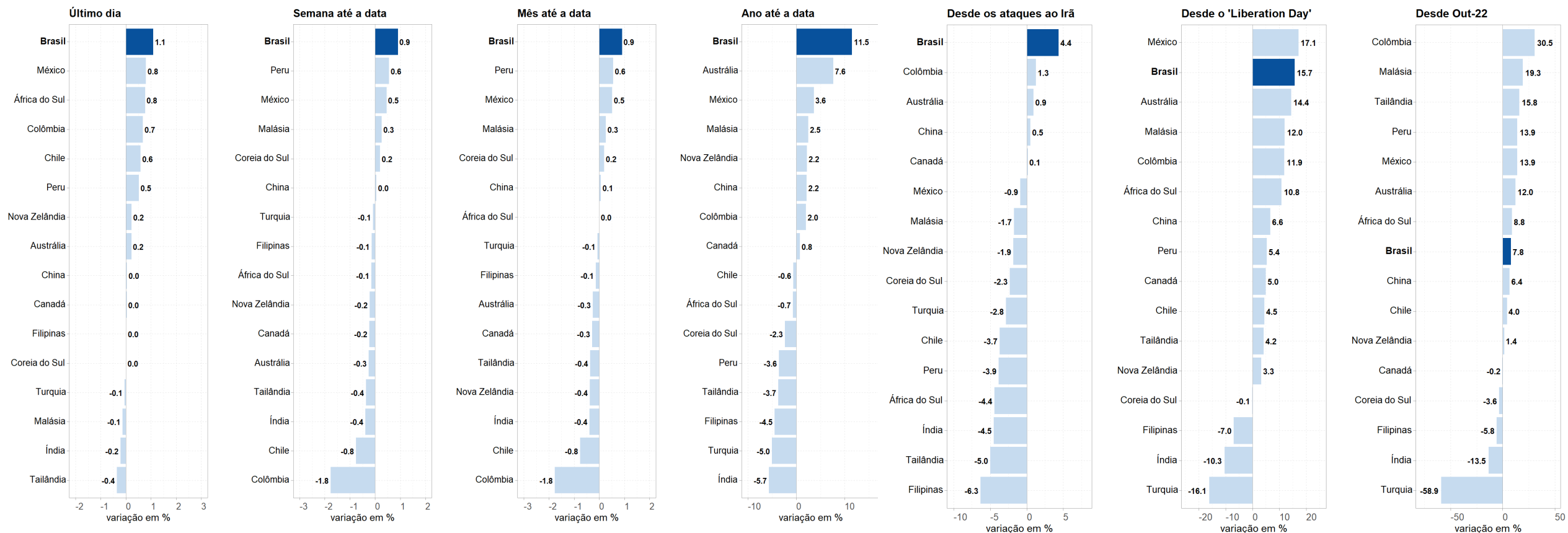
Composição das reservas internacionais brasileiras por moeda (%)



O real foi o principal destaque do FX global nas principais janelas recentes

- O real foi o principal destaque do FX global nas principais janelas recentes, no acumulado do ano e desde os ataques ao Irã. A leitura reforça que o movimento recente não é apenas uma apreciação bilateral contra o dólar, mas uma **performance relativa forte frente a moedas emergentes, desenvolvidas e exportadoras de commodities. Parte desse desempenho parece refletir a melhor posição relativa do Brasil em meio ao choque energético.**

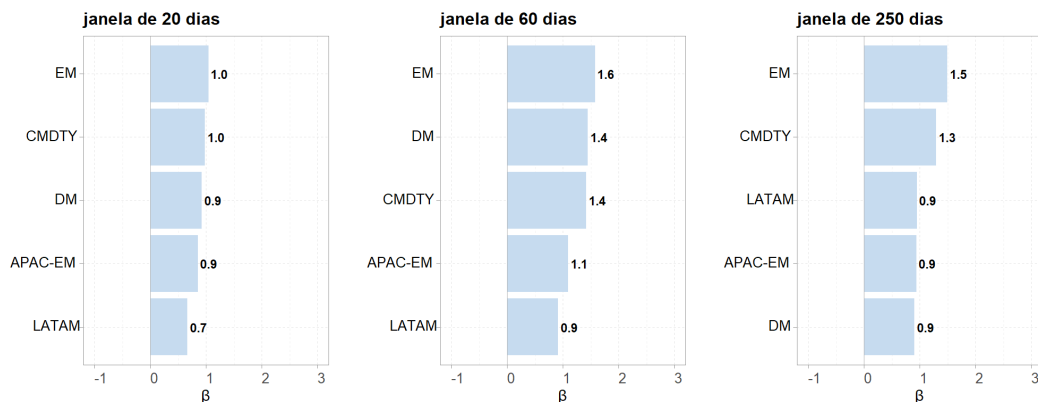
Real vs Taxa de câmbio de países selecionados
Variação a partir de eventos relevantes (>0 = apreciação da moeda frente ao US\$)



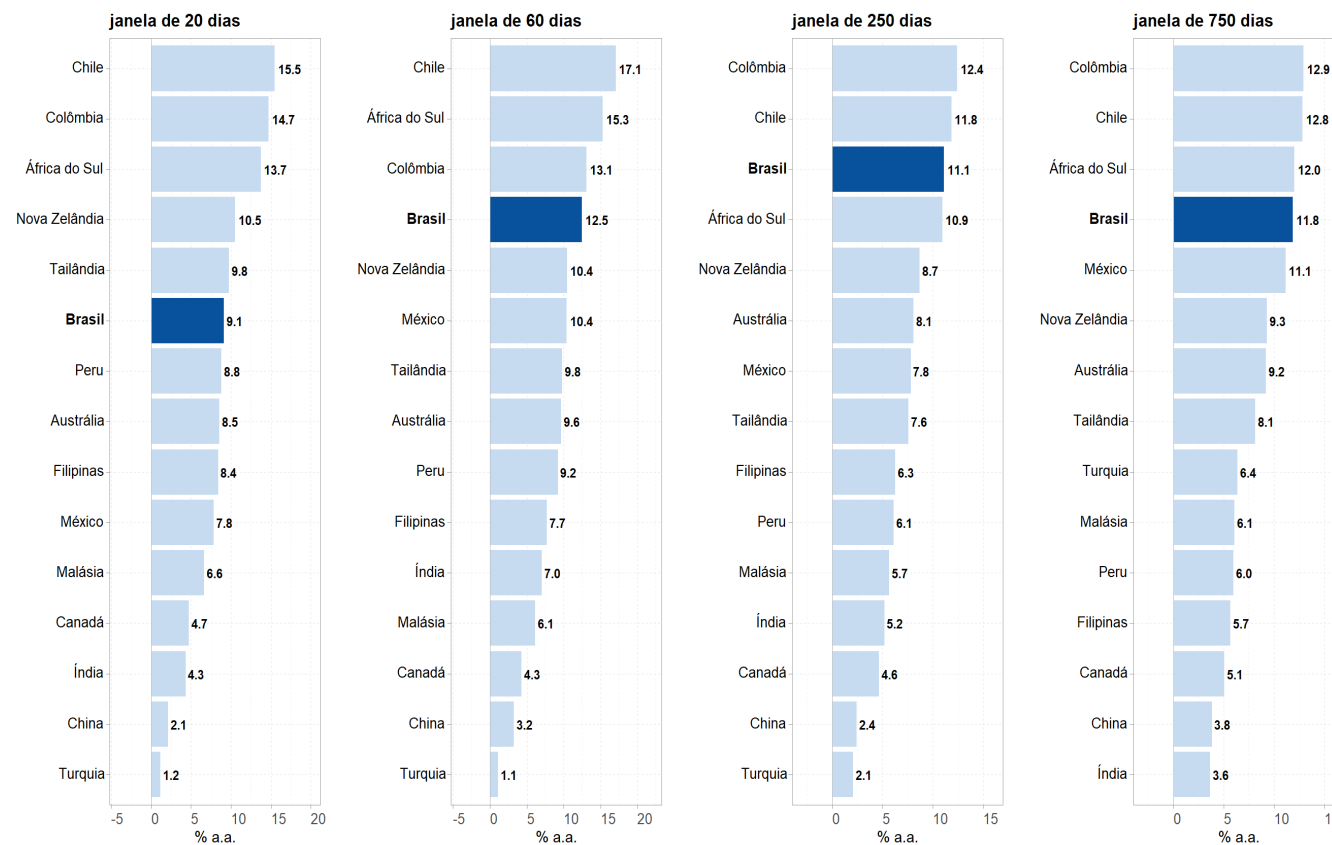
Volatilidade de curto prazo do real relativamente contida

- O desempenho recente do real veio com volatilidade de curto prazo relativamente contida, mas o BRL segue sendo uma moeda high beta . A volatilidade realizada de 20 dias do real, em 9,1% a.a., não está entre as mais altas da amostra, mas em janelas mais longas o BRL volta ao grupo de maior volatilidade. Isso é compatível com sua maior sensibilidade a choques globais, commodities e fluxo para emergentes, e também com a microestrutura do mercado brasileiro: o BRL é líquido e amplamente negociado em derivativos, o que facilita ajustes rápidos de posição e pode amplificar movimentos em episódios de mudança de apetite a risco.

Beta do Real em Relação a Cestas Cambiais Seleccionadas



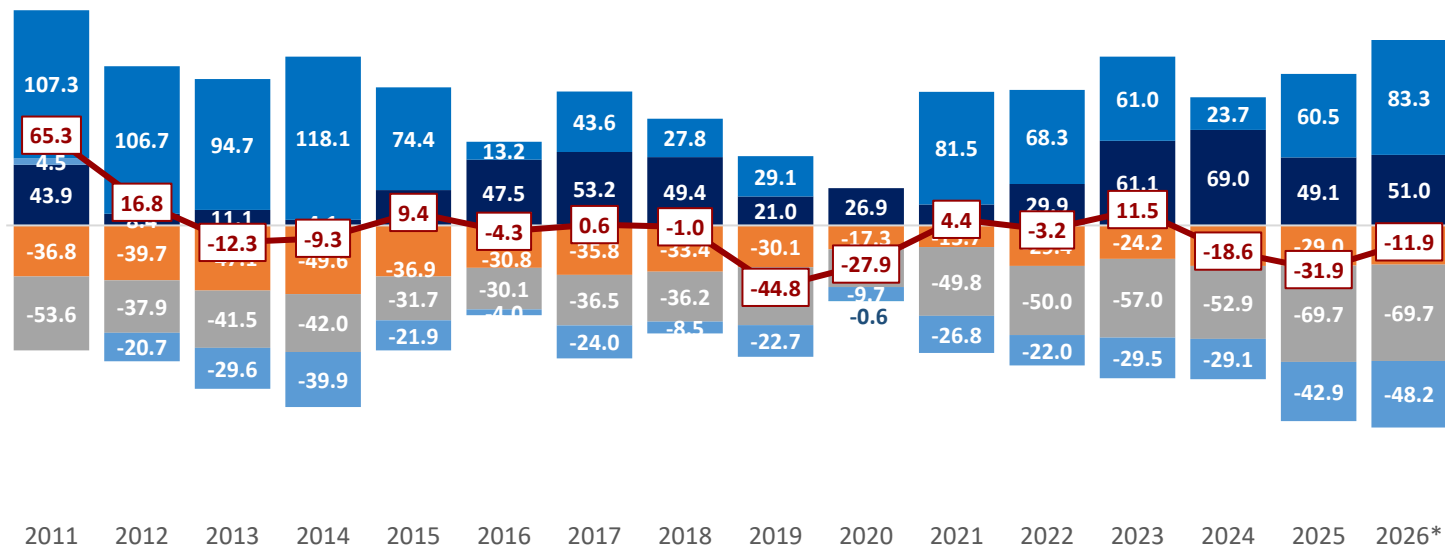
Volatilidade Realizada – Real vs Taxa de câmbio de países selecionados



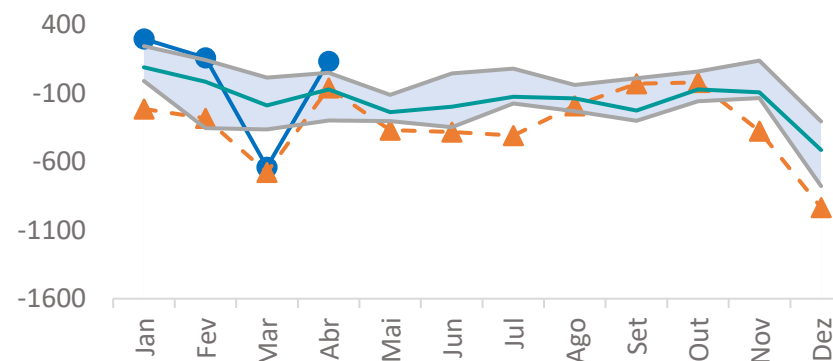
Fluxo cambial acelera em abril

- O fluxo cambial foi positivo em US\$9,3 bilhões em abril – o melhor resultado para o mês desde 2018 –, com entradas de US\$6,6 bilhões no segmento comercial e de US\$2,7 bilhões no financeiro. Embora a balança comercial já esteja mostrando aceleração relevante na margem, essa melhora ainda não se refletiu integralmente no fluxo comercial. A entrada forte pelo segmento financeiro em abril foi puxada pela emissão externa realizada pelo Tesouro Nacional no mês, no total de 5 bilhões de euros.

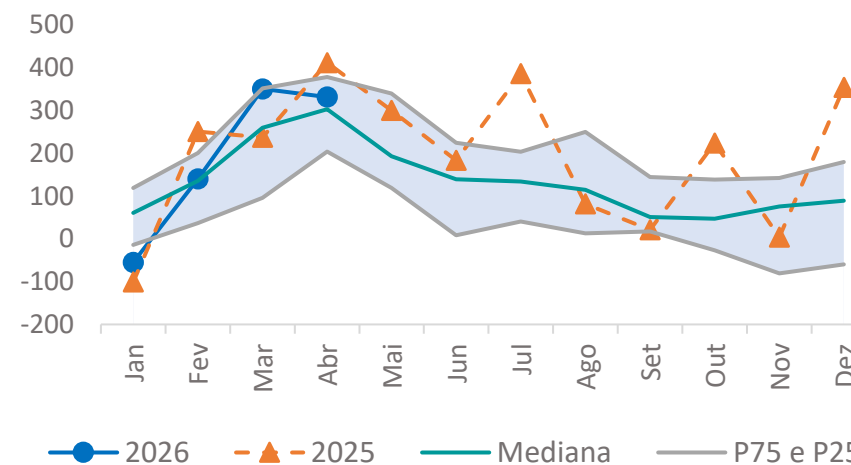
Fluxo cambial líquido, com desagregação do fluxo financeiro (US\$bilhões)



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



Fluxo comercial (média diária, US\$milhões)



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

2026*: acumulado em 12 meses até março

Fonte: Banco Central e BTG Pactual

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	68.3	90.0	90.0
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3.30	3.90	4.00	5.20	5.60	5.30	4.90	6.20	5.50	4.90	4.90
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	3.20	3.70	4.00	5.20	5.40	5.20	5.00	5.40	5.60	5.00	4.90

*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

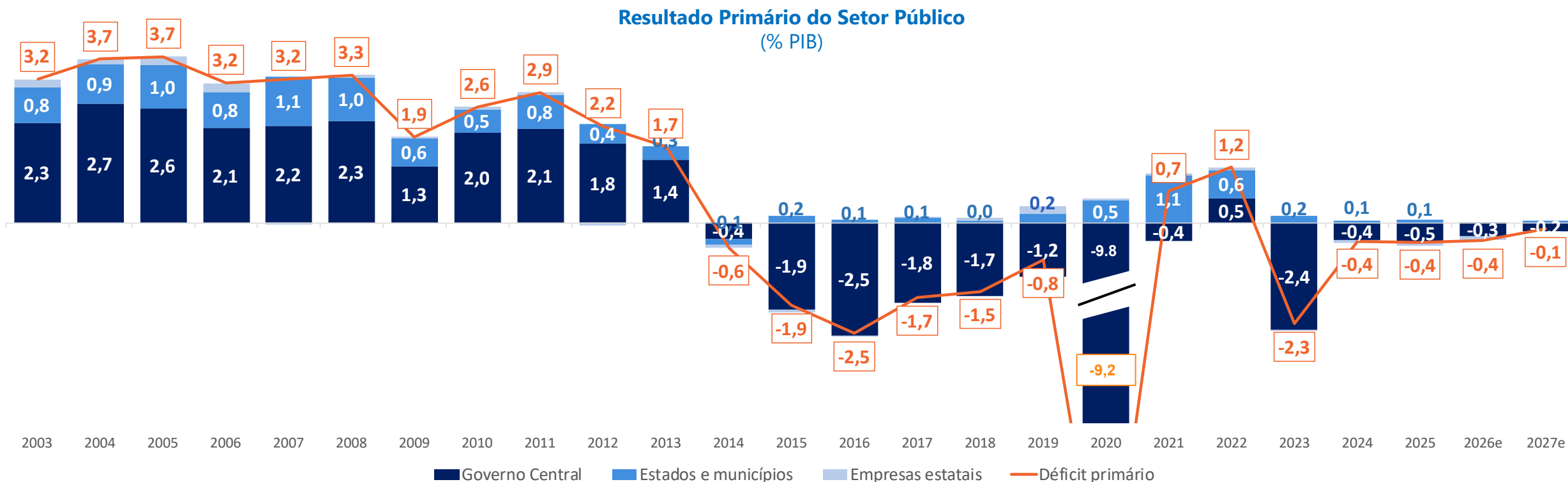
fabio.serrano@btgpactual.com



- No último mês, nossa projeção para o déficit primário do setor público em 2026 pouco se alterou. Projetamos déficit primário de R\$55 bilhões (0,4% do PIB), ante R\$49 bilhões anteriormente. A projeção contempla déficits de R\$42 bilhões para o governo central (0,3% do PIB) e R\$12 bilhões para as estatais (0,1% do PIB), além de resultado neutro para os governos regionais.
- Após as exclusões permitidas na meta fiscal, projetamos superávit primário de R\$21 bilhões para fins de cumprimento da regra, acima da banda inferior estabelecida para este ano (0% do PIB).
- A despesa primária do governo central segue acelerando, refletindo antecipação de precatórios, execução front-loaded de discricionários e os primeiros sinais de reversão da fila do INSS. Nos estados, o resultado primário abaixo do esperado e o uso mais intenso de recursos em caixa em março sugerem aceleração dos investimentos em meio à aproximação das eleições.
- O total de medidas parafiscais segue aumentando. No último mês, o governo anunciou R\$20 bilhões em funding para o Minha Casa Minha Vida Faixa 3, R\$21 bilhões em crédito para caminhoneiros, condições mais favoráveis para crédito de reformas habitacionais e o Desenrola 2.0. Estimamos que o impulso vindo dessas medidas de crédito e outras iniciativas sem impacto primário já alcance R\$140 bilhões para 2026 (1% do PIB).
- Para 2027, revisamos nossa projeção para déficit primário de R\$20 bilhões (-0,1% do PIB), contra R\$31 bilhões anteriormente, refletindo principalmente uma expectativa mais baixa para o pagamento de precatórios no próximo ano. Para o governo central, esperamos déficit de R\$27 bilhões, equivalente a superávit de R\$38 bilhões pelo critério ajustado, em linha com a banda inferior da meta (R\$37 bilhões).
- Até março, os dados fiscais ainda não refletem os efeitos do choque do petróleo. Incorporamos R\$43 bilhões em medidas de estabilização de combustíveis, mais do que compensados por aproximadamente R\$60 bilhões em receitas adicionais ligadas aos preços mais elevados do petróleo, incluindo R\$29 bilhões do novo imposto de exportação.
- Por fim, revisamos nossa projeção para a dívida bruta do governo geral ao final de 2026 para 80,6% do PIB, ante 81,4% anteriormente, refletindo câmbio mais apreciado e revisões altistas para crescimento nominal e deflator do PIB. Para 2027, projetamos dívida bruta em 83,9% do PIB.

Meta fiscal deve ser cumprida em 2026 e 2027

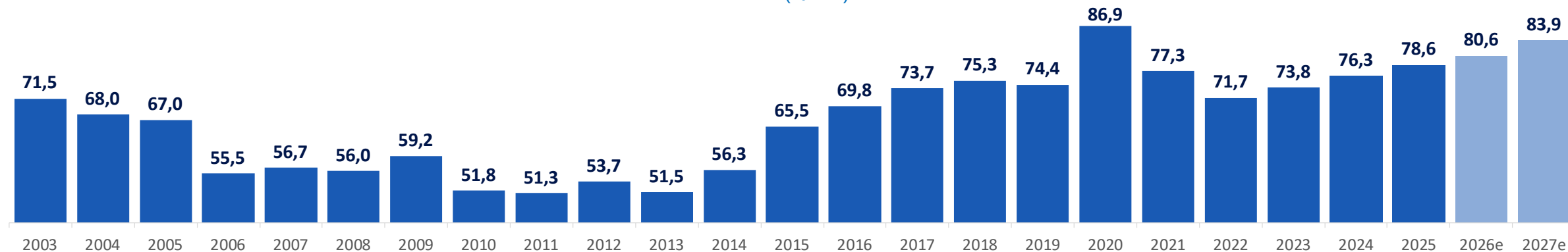
- Para 2026, projetamos déficit primário de R\$55 bilhões (0,4% do PIB), ante R\$49 bilhões anteriormente. A projeção contempla déficits de R\$42 bilhões para o governo central (0,3% do PIB) e R\$12 bilhões para as estatais (0,1% do PIB), além de resultado neutro para os governos regionais. Para fins de cumprimento da meta, o resultado é equivalente a superávit de R\$21 bilhões, acima da banda inferior estabelecida para este ano (0% do PIB).
- Para 2027, revisamos nossa projeção para déficit primário de R\$20 bilhões (-0,1% do PIB), ante R\$31 bilhões anteriormente, refletindo menor despesa com precatórios no próximo ano. Para o governo central, esperamos déficit de R\$27 bilhões, equivalente a superávit de R\$38 bilhões pelo critério ajustado, em linha com a banda inferior da meta (R\$37 bilhões).



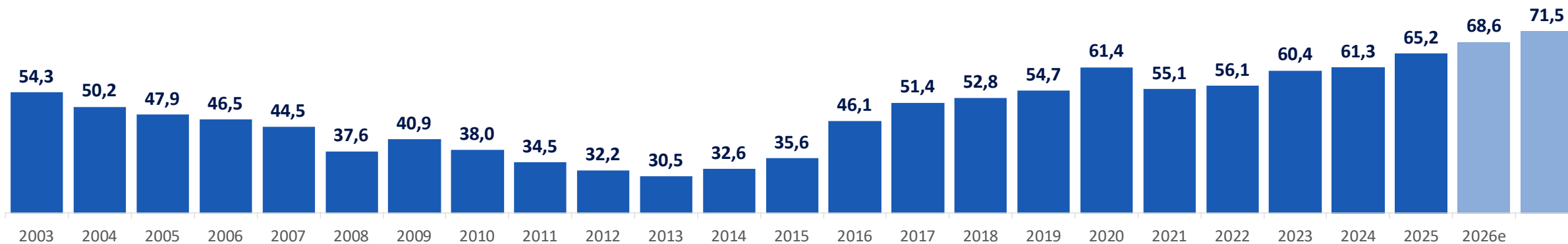
Projeção de dívida bruta para 2026 revisada para 80,6% do PIB

Câmbio mais apreciado, PIB mais forte e deflator mais elevado reduziram nossa projeção de dívida, vs. 81,4% do PIB anteriormente

Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)



Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)

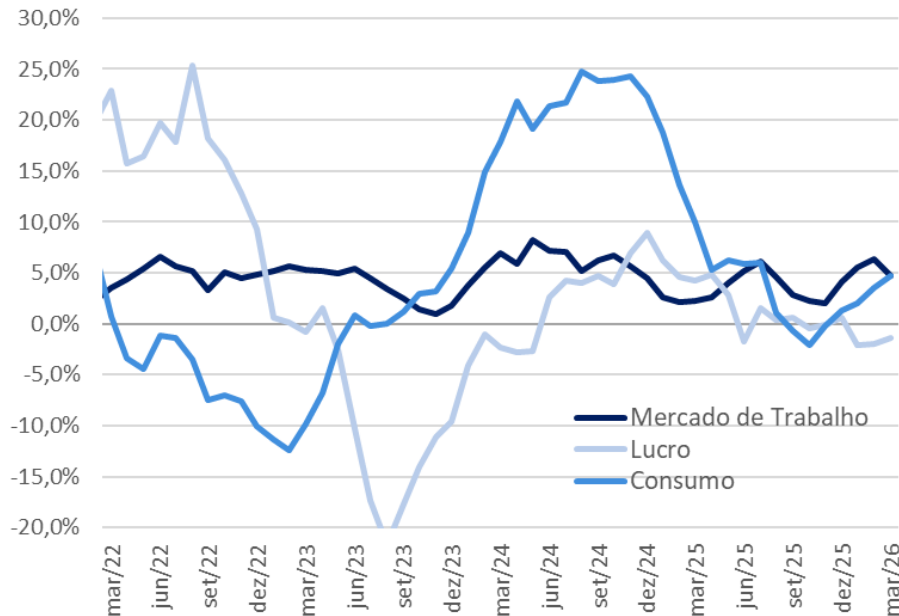


Arrecadação segue forte em 2026

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

- Mesmo sob premissas mais conservadoras para parte das medidas de receita, o aumento da arrecadação ligada ao petróleo, combinado ao empoçamento de R\$22 bilhões em despesas, deve assegurar o cumprimento da meta.
- Preços mais elevados do Brent podem aumentar a atratividade do leilão de petróleo, efeito que ainda não está incorporado ao cenário base.

Arrecadação Federal
(Real, MM3M a/a)



Principais Medidas de Receita para 2026
Orçamento vs. Projeção BTG

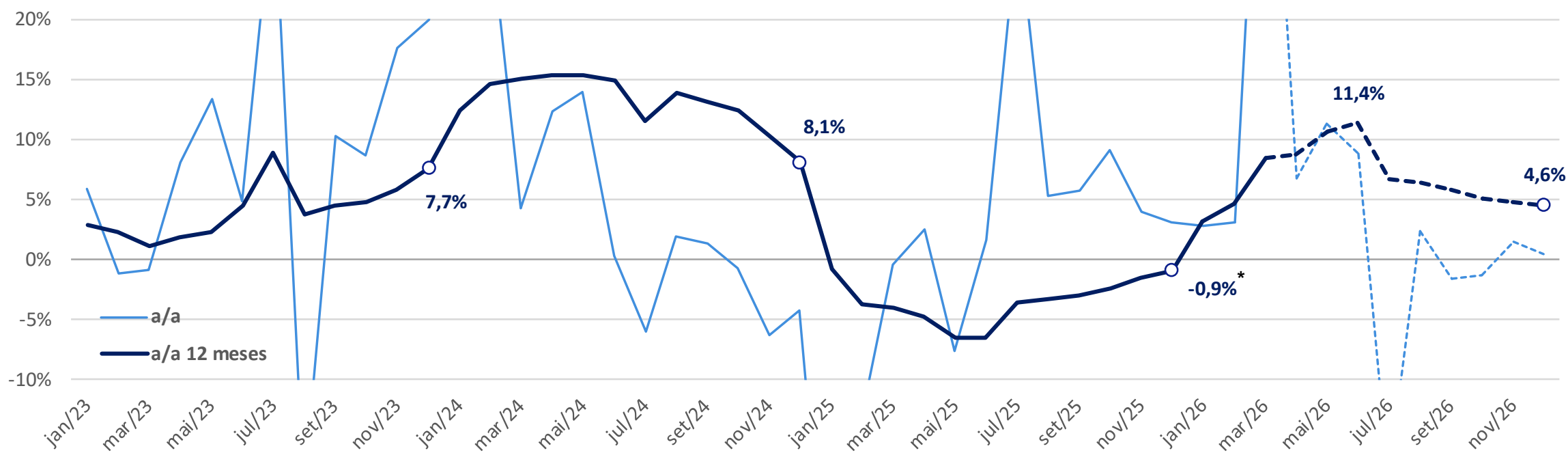
Medida	R\$ bilhões		
	LOA 2026	BTGP	Dif.
Receitas Extraordinárias	112,1	82,2	-29,9
Dividendos	54,1	62,2	8,1
Leilão de Petróleo	31,0	10,0	-21,0
Transações tributárias	27,0	10,0	-17,0
Majoração de impostos	84,3	74,5	-9,8
Redução benefício tributário	19,8	10,0	-9,8
IOF	18,0	18,0	0,0
Majoração de Imposto 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	156,7	-39,7

Despesa primária do governo central acelera

- A despesa primária do governo central segue acelerando, refletindo antecipação de precatórios (de jun/25 para mar/26), execução *front-loaded* de discricionárias e os primeiros sinais de reversão da fila do INSS.
- Mesmo com a dissipação dos efeitos de calendário no 2S26, a despesa deve encerrar o ano com crescimento real de 4,6% a/a, refletindo a expansão do limite de gastos e o avanço das despesas fora do teto.

Crescimento Real da Despesa Primária do Governo Central

(%, a/a)

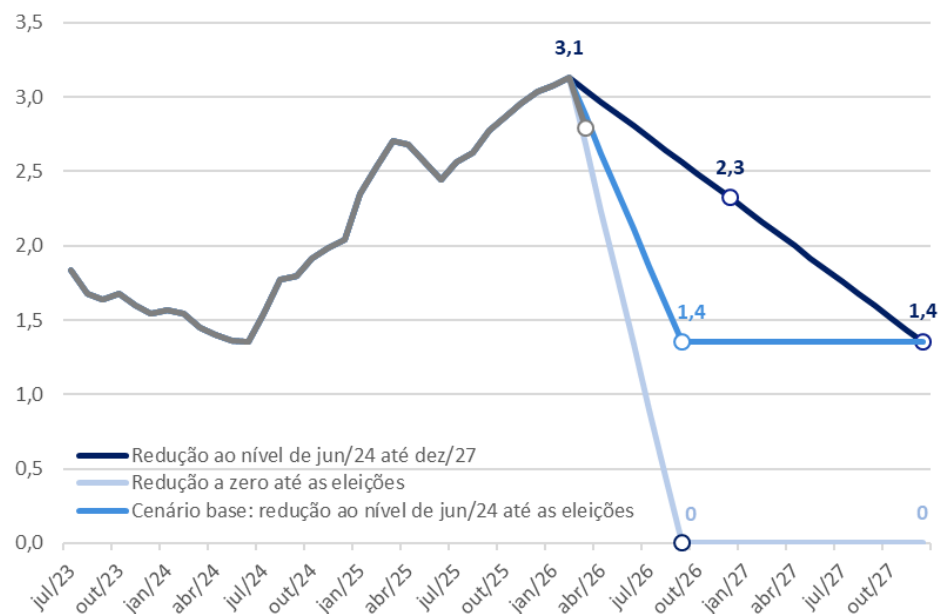


Primeiros sinais de reversão da fila do INSS em março

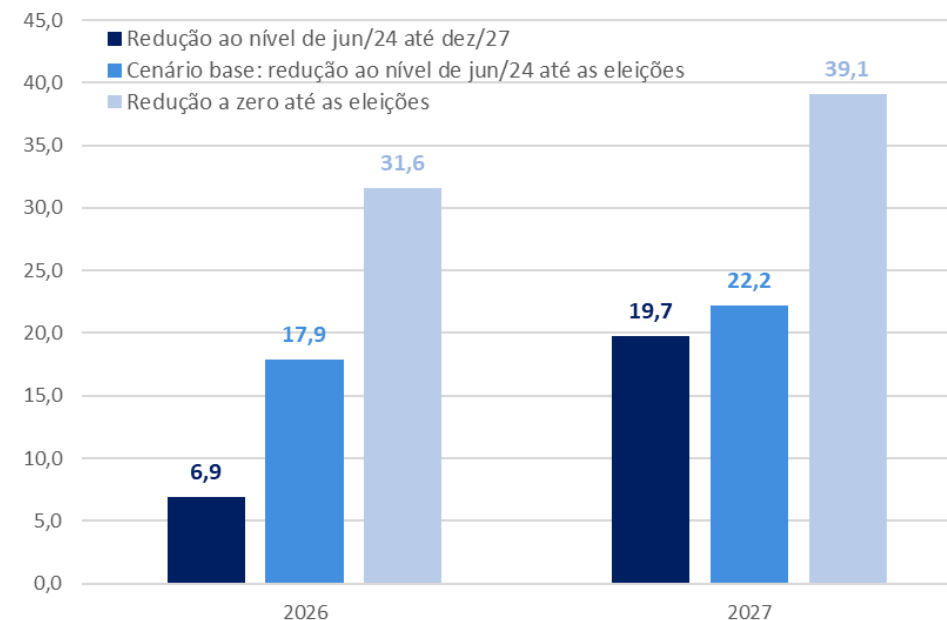
Nosso cenário agora contempla normalização da fila até as eleições, com custo de R\$18 bilhões em 2026, vs. ajuste gradual até o fim de 2027 no cenário anterior

- 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.
- Atualizamos nosso cenário para normalização da fila aos níveis de jun/24 até as eleições, com custo de R\$18 bilhões em 2026. Retorno a esse patamar apenas ao fim de 2027 teria custo de R\$7 bilhões neste ano, enquanto zerar a fila até as eleições elevaria o custo para R\$32 bilhões em 2026.

Fila de Requerimentos de Benefícios do INSS (milhões)



Custo da Normalização da Fila (R\$ bilhões)



Impulso de programas parafiscais avança para R\$140 bilhões

No último mês, o governo anunciou R\$20 bilhões para o MCMV, R\$21 bilhões em crédito para caminhoneiros, condições mais favoráveis para crédito de reformas habitacionais e o Desenrola 2.0.

Medidas parafiscais e outras iniciativas sem impacto primário - Impulso

Programa	Status	Estimativa	Estimativa	
		dez/25	mai/26	mai/26
		Δ 25-26 (R\$ bi)	Δ 25-26 (R\$ bi)	Δ 25-26 % PIB
		88,1	139,4	1,0%
Isenção IRPF	Início: jan/26	31,0	31,0	0,2%
Move Brasil 1 e 2 (caminhões)	Jan-abr/26 e mai-ago/26	-	29,7	0,2%
Consignado	Início: mai/25	24,0	24,0	0,2%
Novo Modelo de Crédito Imobiliário	Ao longo de 2026	22,3	22,3	0,2%
Desenrola 2.0 + FGTS	Início: maio/26	-	16,1	0,1%
Reforma Casa Brasil	Início: nov/25	13,9	12,9	0,1%
MCMV – Faixa 3 e 4	Início obras: 1S26 (faixa 4) / 2S26 (faixa 3)	7,7	6,5	0,0%
Luz do Povo	Início: jul/25	4,3	4,3	0,0%
Saque FGTS	Saques: jan/26, fev/26, mai/26	-4,2	3,5	0,0%
Gás do Povo	Início: nov/25	1,6	1,6	0,0%
Restrições Saque Aniversário	Início: nov/25	-12,5	-12,5	-0,1%

PLP amplia espaço para desonerações de combustíveis

- Pela LRF, renúncias tributárias precisam ser compensadas por majoração de tributos. O governo propôs flexibilizar essa exigência em 2026, permitindo usar receitas extras do petróleo para financiar desonerações de combustíveis.
- O limite da renúncia seria dado pelas receitas adicionais com dividendos, imposto de exportação, royalties e IRPJ/CSLL, descontadas as renúncias já aprovadas. Como o primário também segue limitado pela meta, o espaço efetivo para novas desonerações precisa considerar as subvenção já anunciadas.
- Assumindo Brent a US\$90/bbl, estimamos espaço de R\$37 bilhões para novas renúncias tributárias em 2026. Nosso cenário base incorpora desoneração integral do diesel até o fim do ano (R\$16 bilhões), além de redução de 50% dos tributos federais sobre gasolina e etanol até dezembro (R\$12 bilhões), ainda deixando espaço para R\$14 bilhões adicionais em renúncias tributárias.

Espaço para desoneração de combustível
(R\$ bilhões, 2026)

	Brent (US\$/bbl)			BTG
	\$80	\$90	\$100	\$90
(I) Receita Extra	42	57	71	57
Imposto de Exportação - Petróleo	24	26	29	26
Demais receitas - Petróleo	18	30	42	30
(II) Medidas já anunciadas	19	19	19	43
(II.a) Medidas já anunciadas - renúncia	5	5	5	28
Diesel e biodiesel - Pis/Cofins*	5	5	5	16
Gasolina - Pis/Cofins e Cide**	0	0	0	11
Etanol - Pis/Cofins**	0	0	0	1
(II.b) Medidas já anunciadas - subvenção e outros	14	14	14	14
Diesel - subvenção	14	14	14	14
GLP - subvenção	0	0	0	0
(III = I - II) Receita extra (líquida de medidas já anunciadas)	23	37	52	14
(III.a = I - II.a) Receita extra (líquida de renúncias já anunciadas)	37	52	66	28

Custo da desoneração da gasolina
(R\$ bilhões, 2026)

Pis/Cofins/Cide (cnts)	Meses							
	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	
10	0,4	0,8	1,2	1,6	2,0	2,4	2,8	
20	0,8	1,6	2,4	3,2	4,0	4,8	5,6	
30	1,2	2,4	3,6	4,8	5,9	7,1	8,3	
40	1,6	3,2	4,8	6,3	7,9	9,5	11,1	
50	2,0	4,0	5,9	7,9	9,9	11,9	13,9	
60	2,4	4,8	7,1	9,5	11,9	14,3	16,7	
68	2,7	5,4	8,1	10,8	13,5	16,2	18,9	

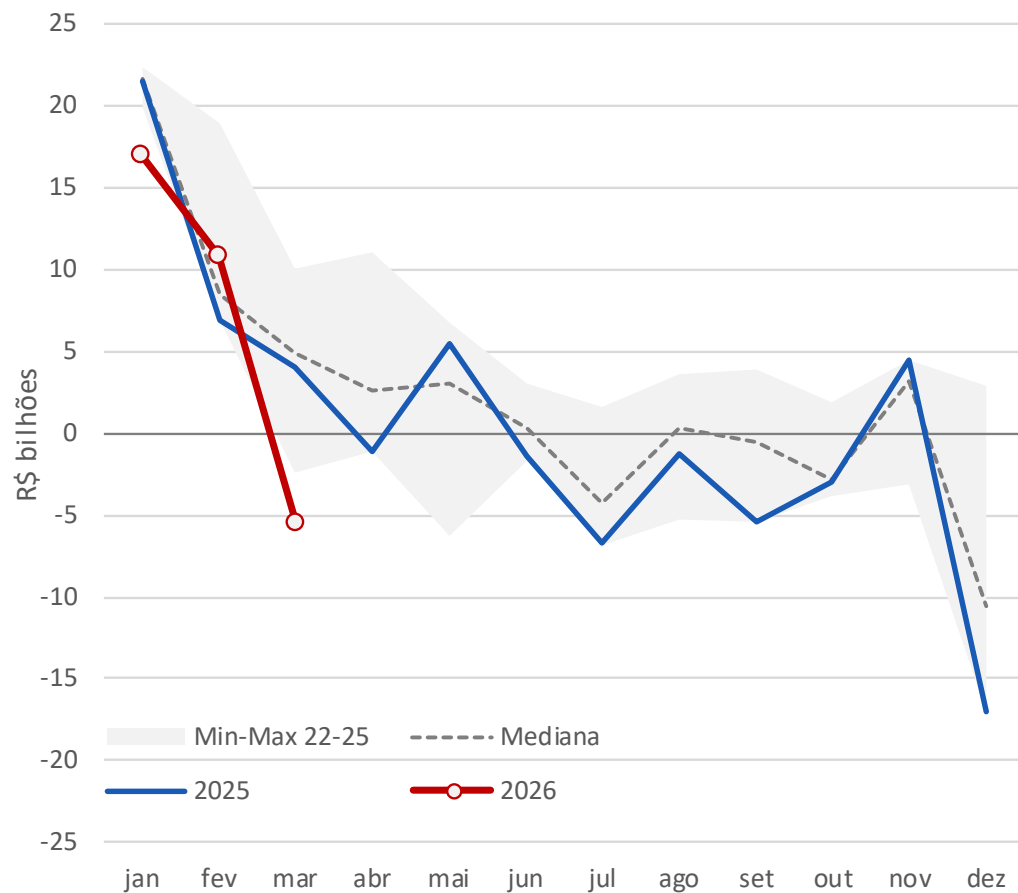
* A desoneração integral do diesel foi aprovada apenas até o fim de maio. Nosso cenário assume prorrogação da medida até o fim do ano.

** A desoneração da gasolina e do etanol ainda não foi implementada. Assumimos redução de 50% dos tributos federais até o fim do ano.

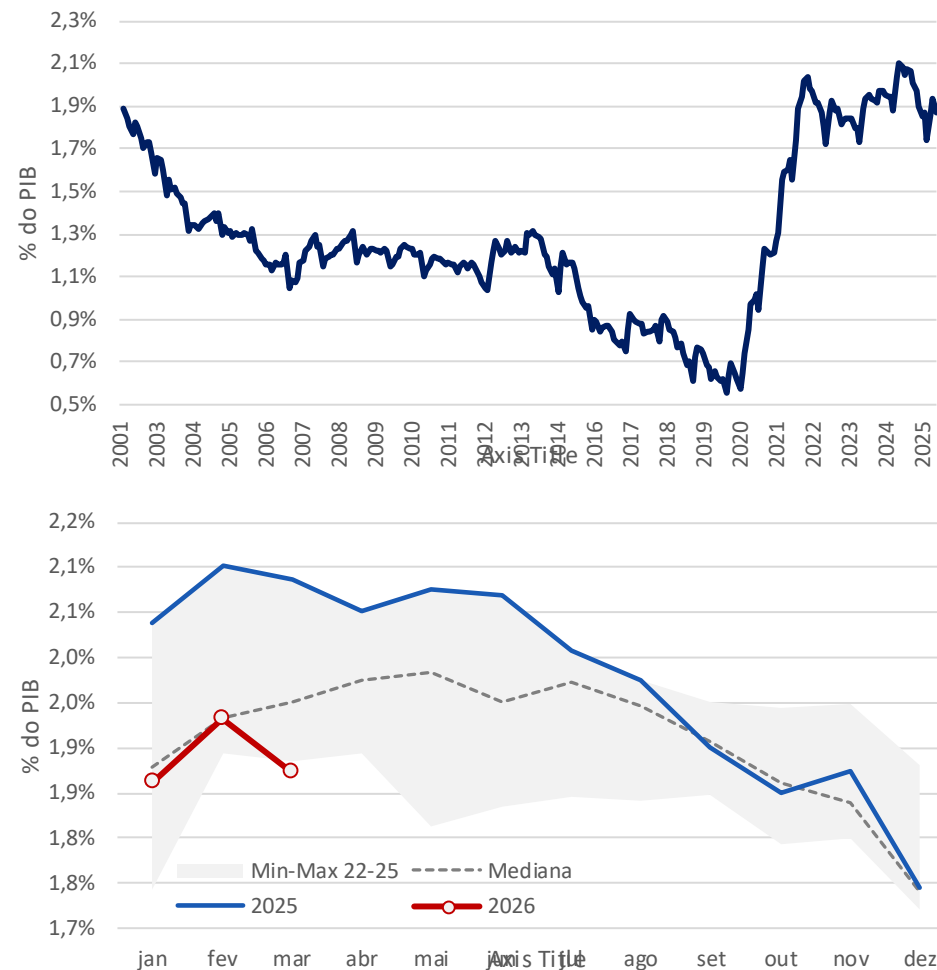
Dados abaixo da linha sugerem aceleração da despesa estadual

Resultado primário abaixo do esperado e o uso mais intenso de recursos em caixa em março sugerem aceleração dos investimentos em meio à aproximação das eleições

Estados – Resultado Primário (R\$ bilhões)



Estados – Recursos em Caixa (% do PIB)



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	-54,6	-19,9
Governo Central (R\$ bi)	-118,4	-116,2	-88,9	-745,3	-35,9	54,9	-264,5	-45,4	-58,7	-42,3	-27,3
<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	21,1	38,4
Governos Subnacionais (R\$ bi)	7,5	3,5	15,2	38,7	97,7	64,9	17,7	5,9	9,5	0,0	7,3
Empresas Estatais (R\$ bi)	0,4	4,4	11,8	3,6	2,9	6,1	-2,3	-8,1	-5,9	-12,3	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	-0,1
Resultado Nominal (% PIB)	-7,8	-7,0	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	-8,3	-8,8	-7,4
Dívida Líquida (% PIB)	51,4	52,8	54,7	61,4	55,1	56,1	60,4	61,3	65,2	68,6	71,5
Dívida Bruta (% PIB)	73,7	75,3	74,4	86,9	77,3	71,7	73,8	76,3	78,6	80,6	83,9



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 mais forte neste início de ano

- Os dados do início do ano surpreenderam positivamente em relação às nossas expectativas e reforçam nosso cenário de reaceleração da atividade neste primeiro semestre em relação ao final do ano passado. Diferentemente do ano passado, quando o crescimento foi sustentado principalmente pelos componentes menos cíclicos, vemos uma composição mais equilibrada entre os componentes cíclicos e não-cíclicos. Revisamos nossa projeção de crescimento do PIB deste ano para 1,9% (ante 1,7% anteriormente).
- Os estímulos fiscais - especialmente o pagamento de precatórios em março, a isenção do Imposto de Renda e programas de crédito - aliados à resiliência do mercado de trabalho, têm impulsionado uma reaceleração da atividade econômica neste primeiro trimestre, mesmo em um contexto de política monetária contracionista que restringe o crédito.
- Mercado de trabalho seguiu resiliente nos últimos meses e tem ganhado tração neste início de ano, com destaque para a geração líquida de empregos formais do CAGED. Por sua vez, a taxa de desemprego segue nas mínimas históricas na série com ajuste sazonal.
- Com mercado de trabalho aquecido, os rendimentos reais médios têm mantido a tendência de elevação acima do crescimento da produtividade do trabalho.
- Últimos dados de crédito do Sistema Financeiro Nacional corroboram o cenário de política monetária em patamar contracionista. Dados de março apontam queda da concessão na margem e desaceleração do saldo. Adicionalmente, endividamento e comprometimento de renda das famílias seguem nas máximas recentes em um cenário em que as pessoas têm tomado crédito com uma taxa de juros média mais elevada e com aumento da inadimplência.

Impulso fiscal deverá ajudar a atividade econômica

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

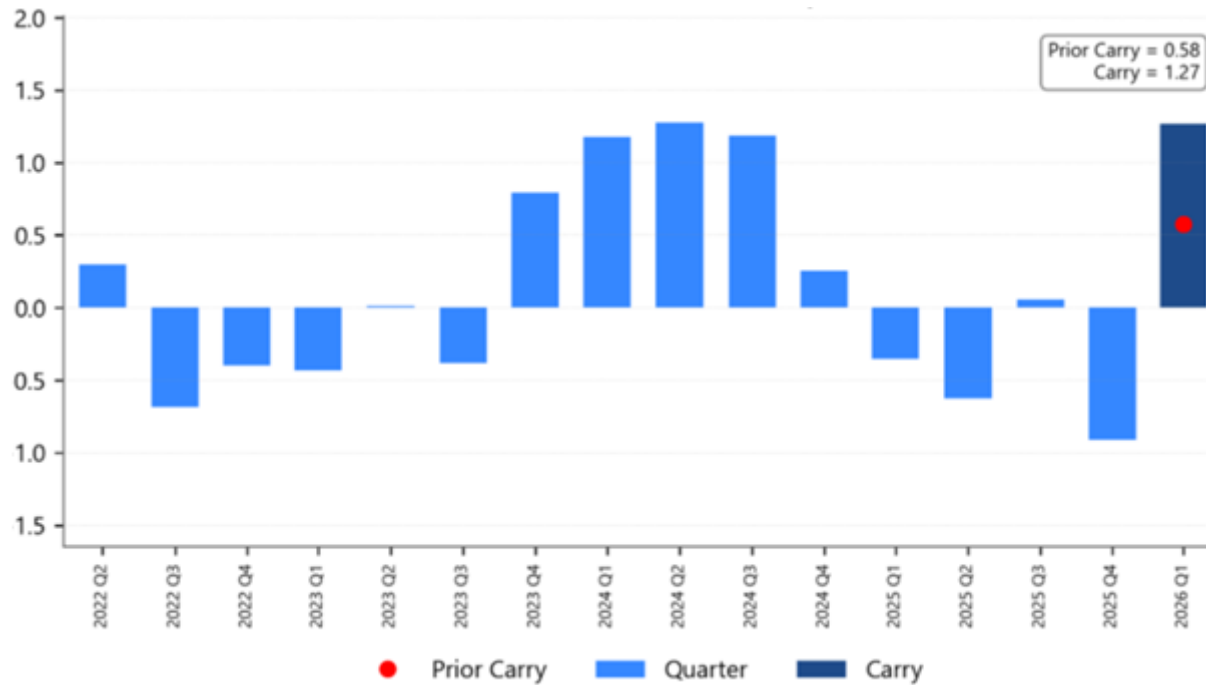
Novos programas governamentais

Programa	Status	Δ 25-26 (R\$ bi)	Δ 25-26 % PIB
Medidas avançadas ou já implementadas		139,4	1,0%
Iseção IRPF	Início: jan/26	31,0	0,2%
Move Brasil 1 e 2 (caminhões)	Jan-abr/26 e mai-ago/26	29,7	0,2%
Consignado	Início: mai/25	24,0	0,2%
Novo Modelo de Crédito Imobiliário	Ao longo de 2026	22,3	0,2%
Desenrola 2.0 + FGTS	Início: maio/26	16,1	0,1%
Reforma Casa Brasil	Início: nov/25	12,9	0,1%
MCMV – Faixa 3 e 4	Início obras: 1S26	6,5	0,0%
Luz do Povo	Início: jul/25	4,3	0,0%
Saque FGTS	Saques: jan/26, fev/26, mai/26	3,5	0,0%
Gás do Povo	Início: nov/25	1,6	0,0%
Restrições Saque Aniversário	Início: nov/25	-12,5	-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 e Simples - Elevação do limite de faturamento	Urgência aprovada na Câmara	50,0	0,4%
Reforço ao Fundo do Clima	Em estudo pela Fazenda	9,0	0,1%
Redata – Serviços de datacenter	PL no Senado, já aprovada pela Câmara	2,5	0,0%
Aposentadoria especial a agentes de saúde	PEC na CCJ Senado, já aprovado na Câmara	2,5	0,0%
Crédito para motoristas de aplicativo	Em estudo	n.d.	n.d.
Desenrola para adimplentes	Em estudo	n.d.	n.d.
Iseção 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.
Programa Compra Assistida	Em estudo	n.d.	n.d.

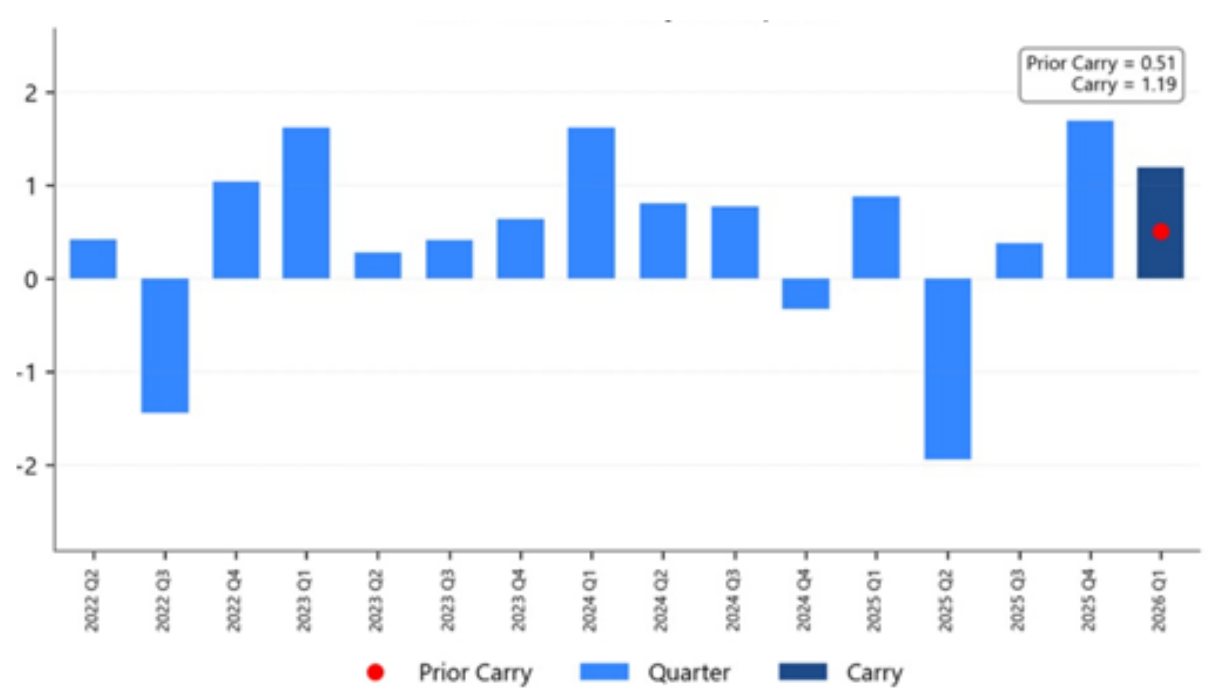
PIM e PMC começam o ano fortes

- Os dados do início do ano surpreenderam positivamente em relação às nossas expectativas e reforçam nosso cenário de reaceleração da atividade neste primeiro semestre em relação ao final do ano passado, com destaque para a recuperação da indústria de transformação. Projetamos PIB do 2026Q1 em +1,0% t/t e +1,7% a/a, após virtual estabilidade no segundo semestre do ano passado.

Indústria de transformação (carrego e variação trimestral s.a.)

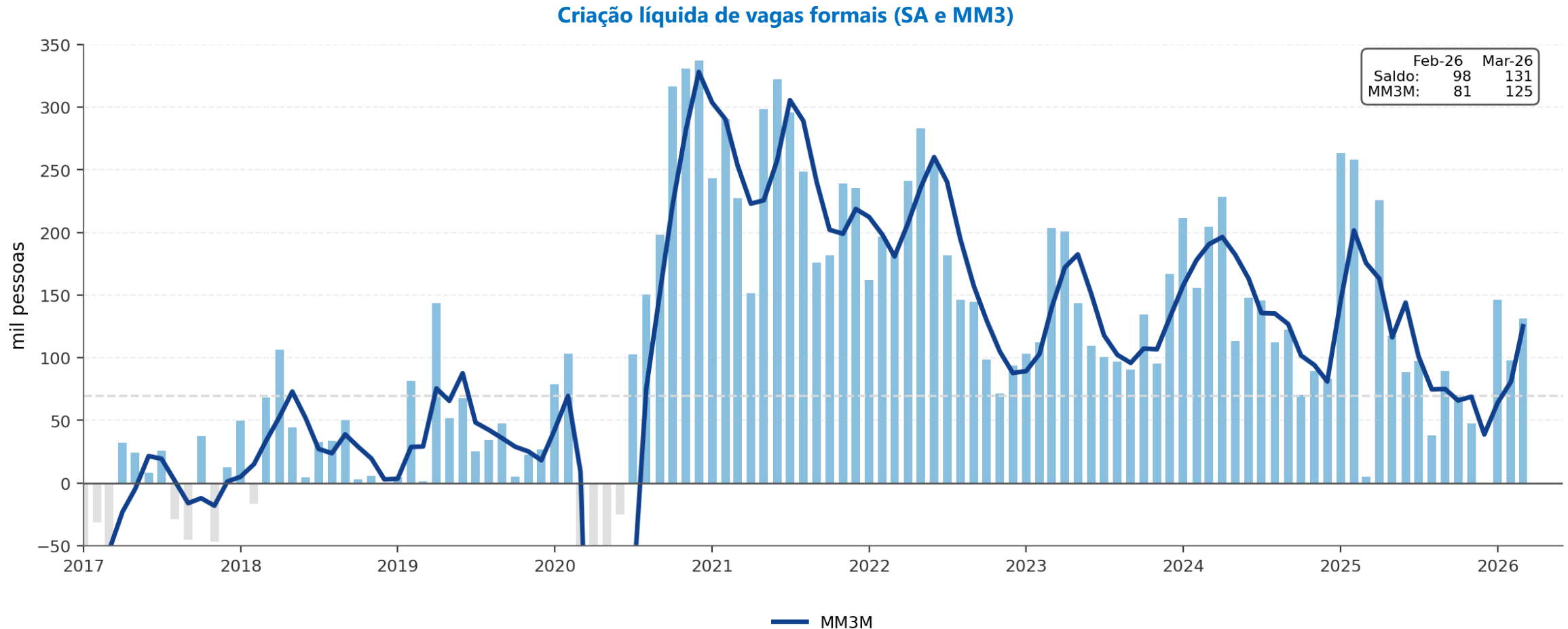


PMC - Varejo Ampliado (carrego e variação trimestral s.a.)



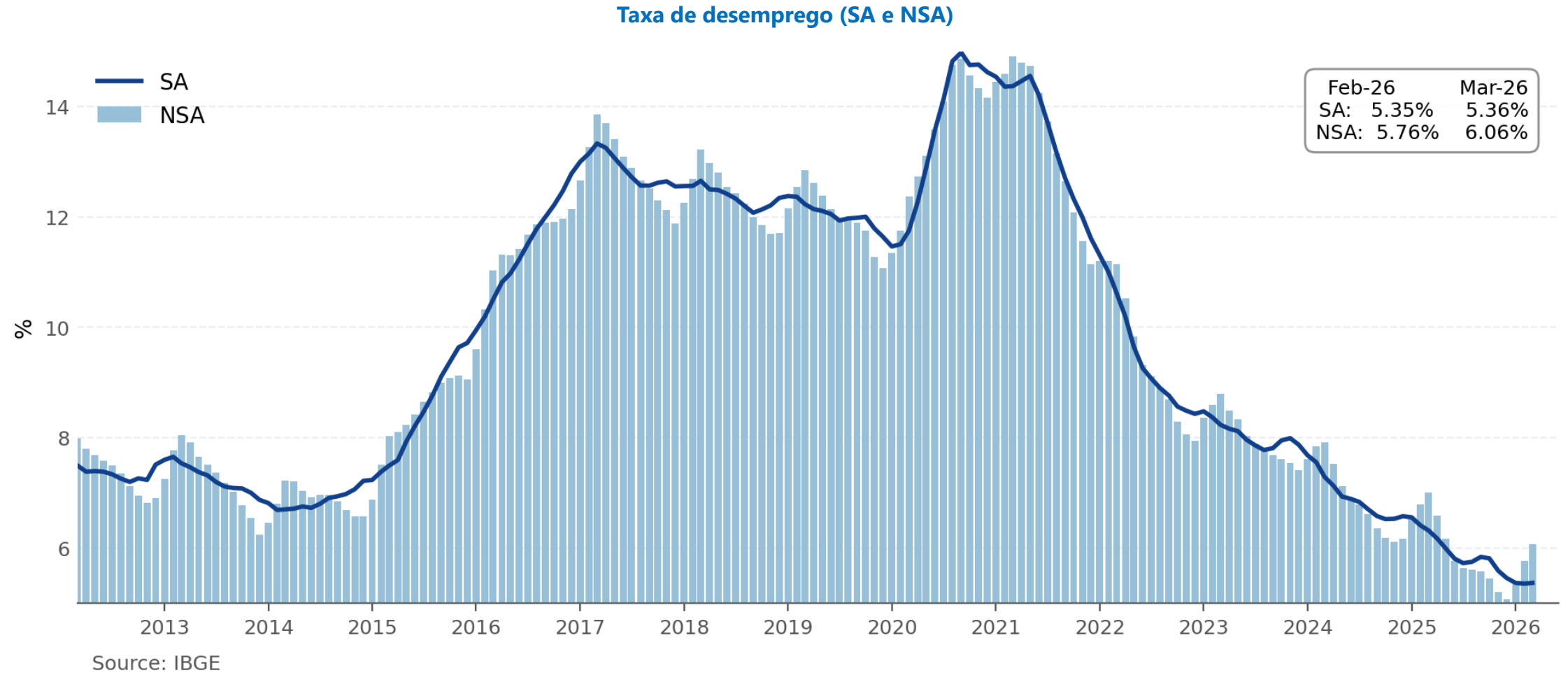
Criação líquida de vagas formais do CAGED

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



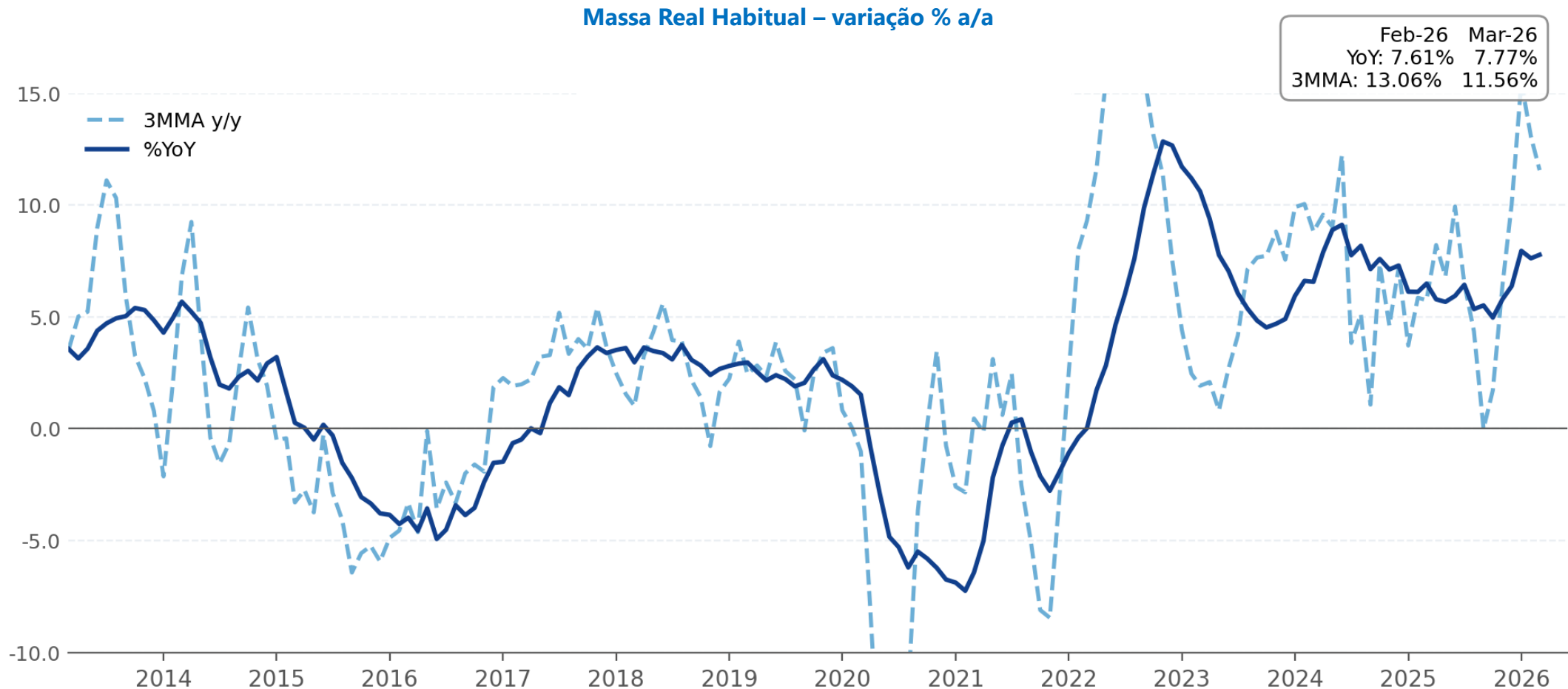
Taxa de desemprego segue nas mínimas, abaixo da NAIRU

- Após estabilizar no 2025Q3, desemprego com ajuste sazonal voltou a recuar no final do ano passado e agora permanece nas mínimas, bem abaixo da NAIRU estimada por nós (7,3%).



Massa de salário real acelerando desde o final do ano passado

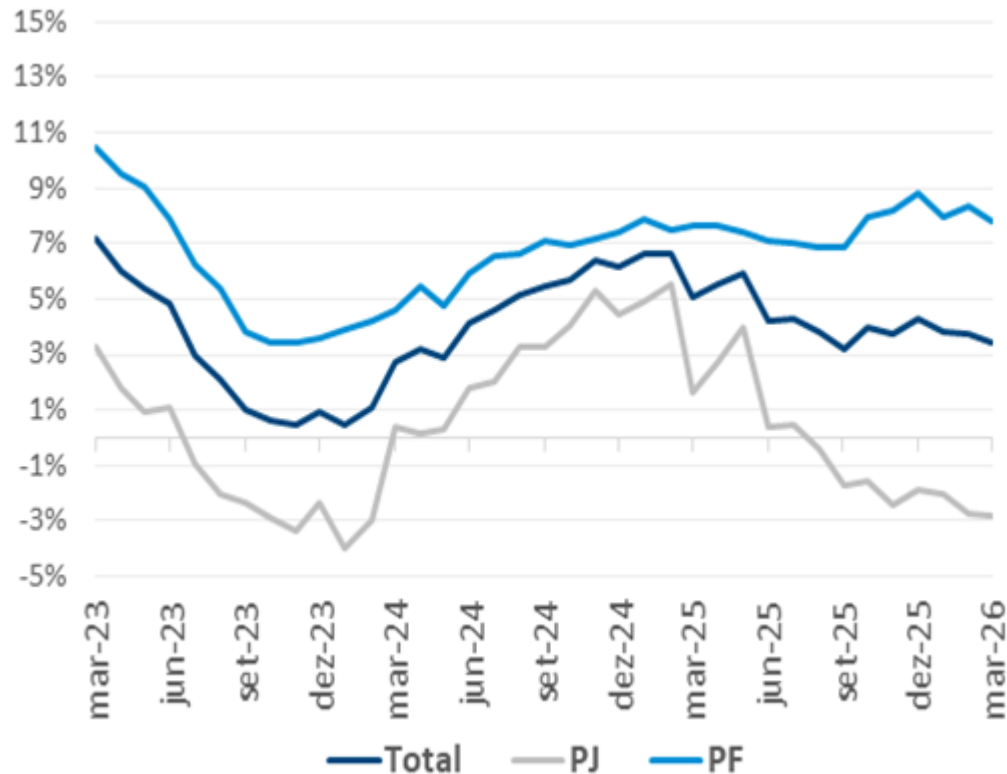
- Com mercado de trabalho aquecido, os rendimentos reais médios têm mantido a tendência de elevação acima do crescimento da produtividade do trabalho.



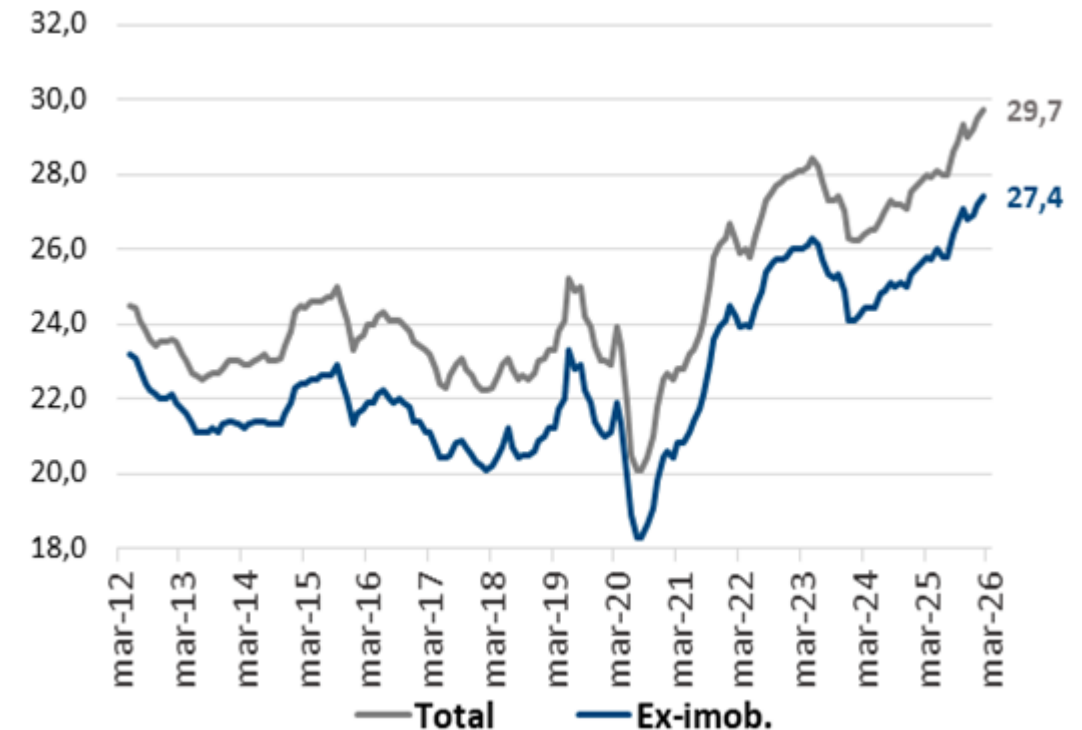
Política monetária contracionista pesando nos dados de crédito

- Política monetária em patamar contracionista tem pesado nos últimos dados de crédito do Sistema Financeiro Nacional. Dados de março apontam queda da concessão na margem e desaceleração do saldo no ano contra ano. Adicionalmente, endividamento e comprometimento de renda das famílias seguem nas máximas recentes em um cenário em que as pessoas têm tomado crédito com uma taxa de juros média mais elevada e com aumento da inadimplência.

Saldo de crédito livre (% a/a, preços constantes)



Comprometimento de renda PF (% , ajuste sazonal)



Projeções do PIB

- Após estabilização da economia no segundo semestre do ano passado, esperamos reaceleração da atividade neste primeiro semestre. Projetamos PIB de 1,9% no final deste ano

Crescimento do PIB

	a/a			
	2024	2025	2026	2027
PIB	3.4%	2.3%	1.9%	1.6%
Agropecuária	-3.7%	11.7%	-0.9%	1.1%
Indústria	3.1%	1.4%	0.9%	1.2%
Extrativa Mineral	0.5%	8.6%	3.3%	2.0%
Transformação	3.9%	-0.2%	0.9%	1.1%
Construção	4.4%	0.5%	-2.1%	0.0%
Prod. e distr. de eletricidade, gás e água	1.0%	-0.4%	1.0%	2.0%
Serviços	3.8%	1.8%	2.4%	1.7%
Comércio	3.8%	1.1%	2.4%	0.5%
Transporte	1.9%	2.1%	1.8%	2.8%
Tecnologia da Informação	6.1%	6.5%	4.9%	3.3%
Serviços Financeiros	5.5%	2.9%	1.9%	1.4%
Outros Serviços	5.3%	2.0%	2.8%	2.1%
Imobiliário/aluguel	3.1%	2.0%	2.7%	2.2%
Educação/saúde	1.7%	0.5%	1.8%	1.7%
Impostos	5.7%	1.7%	2.7%	1.8%
Consumo das famílias	5.1%	1.3%	2.2%	1.5%
Consumo do governo	2.0%	2.1%	2.5%	2.0%
Formação bruta de capital fixo	6.9%	2.9%	-1.3%	0.4%
Exportações	2.8%	6.2%	2.5%	1.6%
Importações	15.6%	4.2%	1.1%	2.2%

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	1,94	1,63
PIB Nominal (US\$ bi)	2.064	1.914	1.871	1.475	1.669	1.951	2.193	2.185	2.279	2.626	2.726
PIB Nominal (R\$ bi)	6.585	7.004	7.389	7.610	9.012	10.080	10.943	11.779	12.739	13.479	14.335
Agricultura (% a/a)	14,15	1,31	0,42	4,17	0,00	-1,13	16,30	-3,74	11,70	-0,87	1,14
Industria (% a/a)	-0,50	0,72	-0,67	-2,97	5,04	1,52	1,68	3,08	1,45	0,89	1,22
Serviços (% a/a)	0,77	2,09	1,51	-3,74	4,80	4,26	2,78	3,78	1,82	2,37	1,72
Consumo Privado (% a/a)	1,98	2,37	2,60	-4,56	2,96	4,15	3,24	5,10	1,31	2,22	1,46
Consumo Governo (% a/a)	-0,67	0,79	-0,49	-3,69	4,17	2,14	3,77	2,00	2,10	2,53	2,00
Investimentos (% a/a)	-2,56	5,23	4,03	-1,75	12,91	1,09	-2,98	6,86	2,93	-1,33	0,42
Exportações (% a/a)	4,91	4,05	-2,56	-2,29	4,38	5,74	8,92	2,76	6,16	2,52	1,64
Importações (% a/a)	6,72	7,74	1,33	-9,48	13,75	0,95	-1,18	15,57	4,47	1,14	2,17
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	5,36	5,72
Taxa de desemprego (% média)	12,85	12,38	11,98	13,78	13,49	9,51	8,00	6,90	6,00	5,47	5,84

Inflação



Ederson Schumanski

Ederson.Schumanski@btgpactual.com

Fonte: +55 (11) 3383 3453



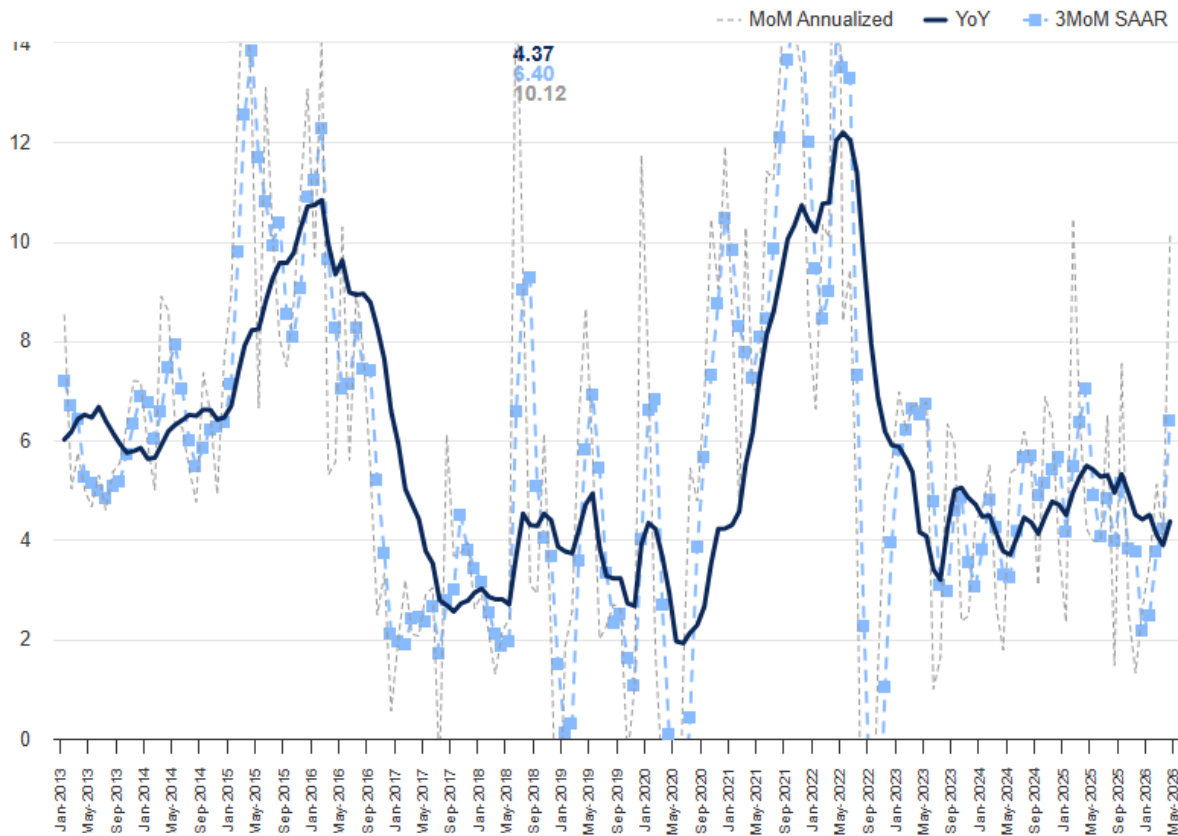
Deterioração do cenário para a inflação

- O processo de desinflação observado ao longo do ano passado foi interrompido antes mesmo da intensificação dos conflitos geopolíticos no Oriente Médio, com destaque para a deterioração de bens industriais e surpresas altistas em passagem aérea.
- Já começamos a observar os efeitos da alta do petróleo no IPCA de março e IPCA-15 de abril, com destaque para combustíveis (gasolina e diesel), mas também em alimentos no domicílio (efeito indireto da alta do diesel) e bens industriais (alta no atacado observada nos IGPs).
- 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 4,9% (antes 4,7%), refletindo a manutenção do preço do petróleo em patamar elevado e a atividade econômica mais forte do que a antecipada (revisamos o PIB deste ano para cima). Passamos a projetar IPCA de 4,2% em 2027 (antes 4,1%) dada a maior inércia inflacionária e piora adicional das expectativas de inflação dos agentes.
- Mantemos uma assimetria altista em nossas projeções, uma vez que incorporam a expectativa de alguma resolução do conflito com efeitos baixistas nos preços do petróleo no segundo semestre. Se vier reajuste da Petrobras, deverá ser compensado por redução de impostos federais em linha com o PLP enviado ao Congresso Nacional. Adicionalmente, podemos ver pressão adicional em alimentos no segundo semestre pelo aumento da probabilidade de um El Niño de “forte” a “superforte” no segundo semestre deste ano.

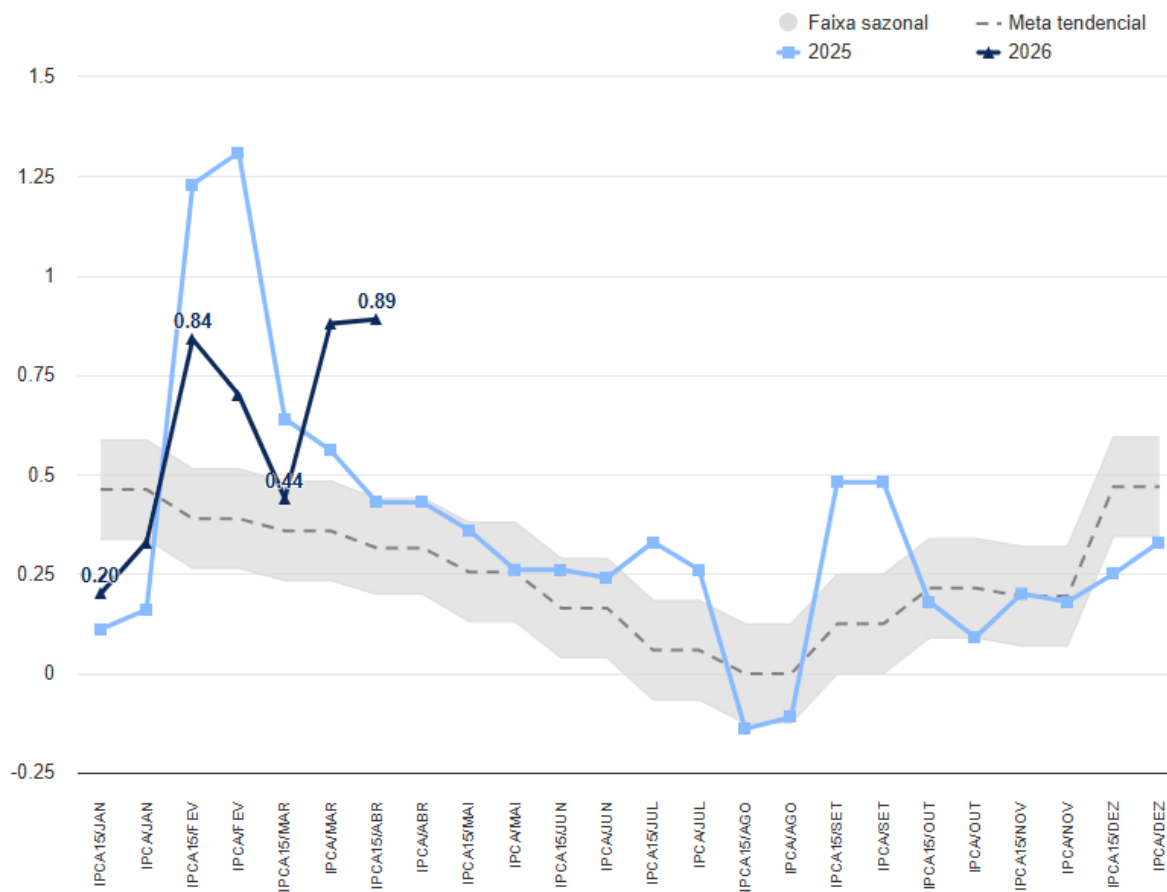
IPCA-15

- Acumulado voltando a acelerar neste ano.

IPCA-15



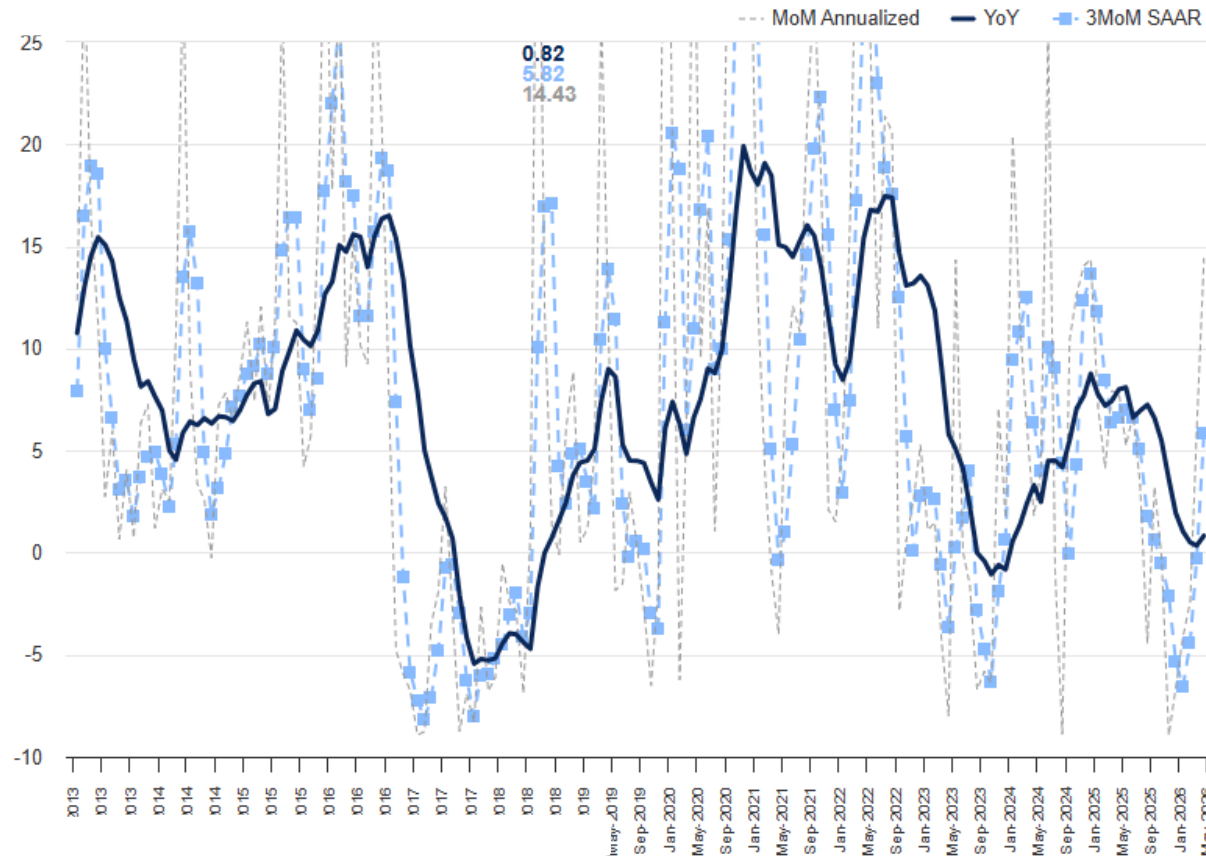
Índice geral – (100%)



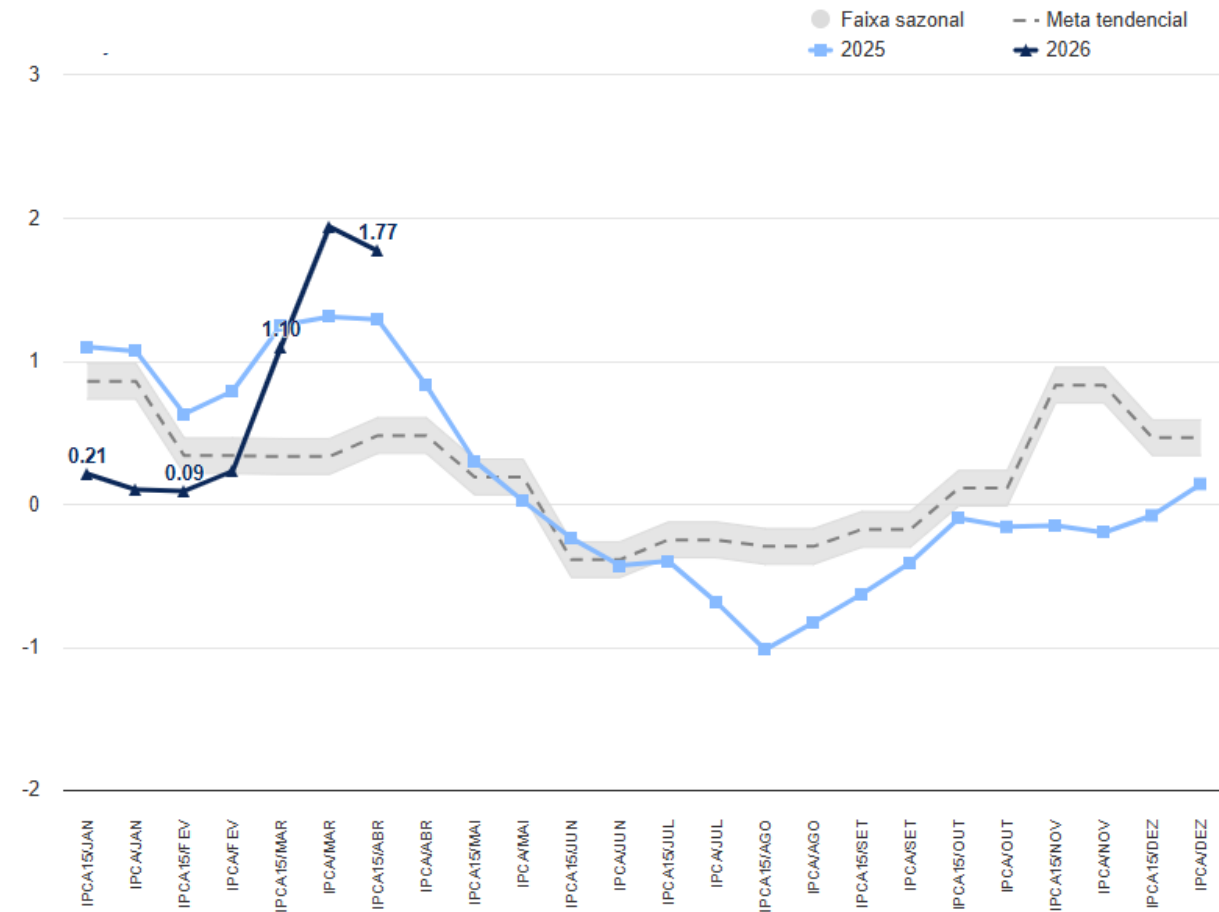
Alimentação no Domicílio

- Pressão no curto prazo em alimentos vindo de chuvas (in natura) e efeito indireto da alta do diesel.

IPCA-15 – Alimentação no domicílio



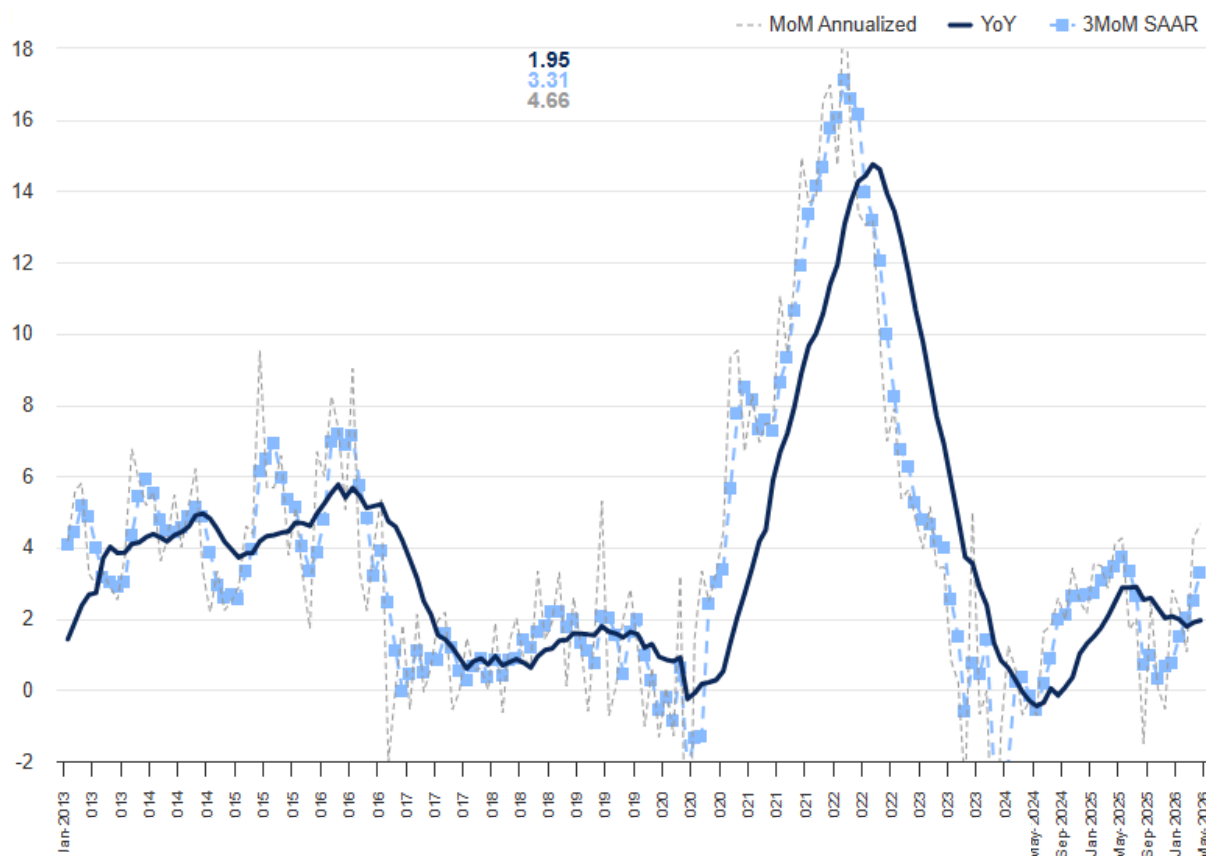
Alimentação no domicílio (15,31%)



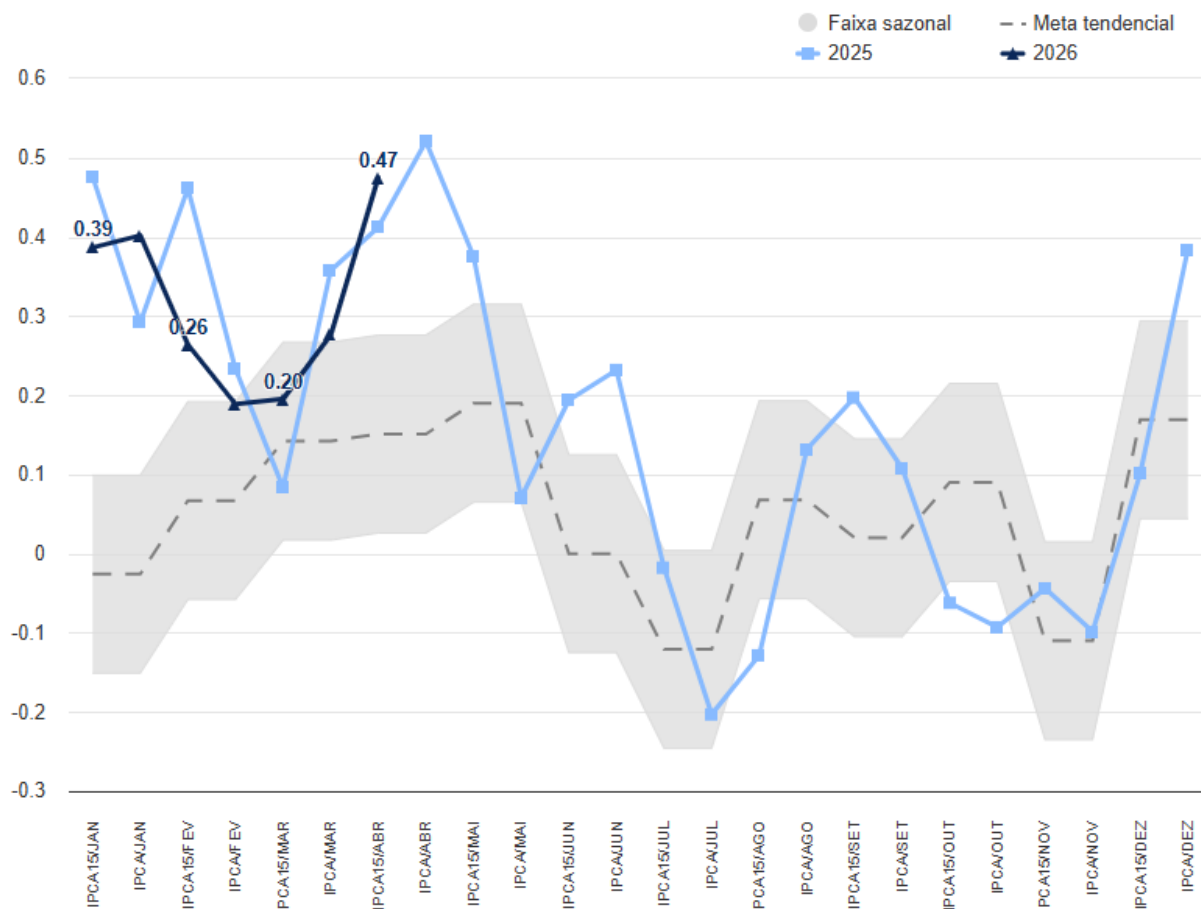
Bens Industriais (ex higiene pessoal, fumo e etanol)

- Bens industriais mais pressionado desde dezembro do ano passado.

IPCA-15 – Bens industriais (ex higiene pessoal, fumo e etanol)



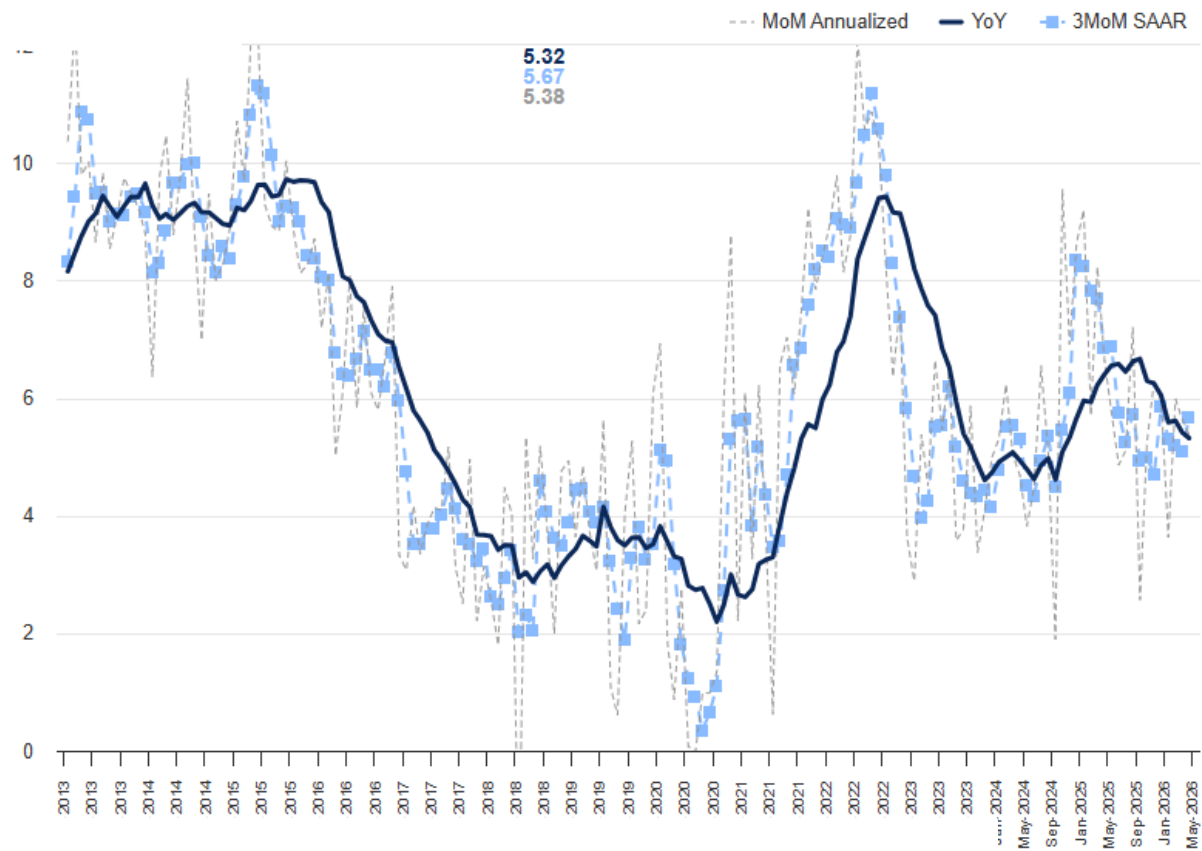
Bens industriais ex higiene pessoal, fumo e etanol (18,77%)



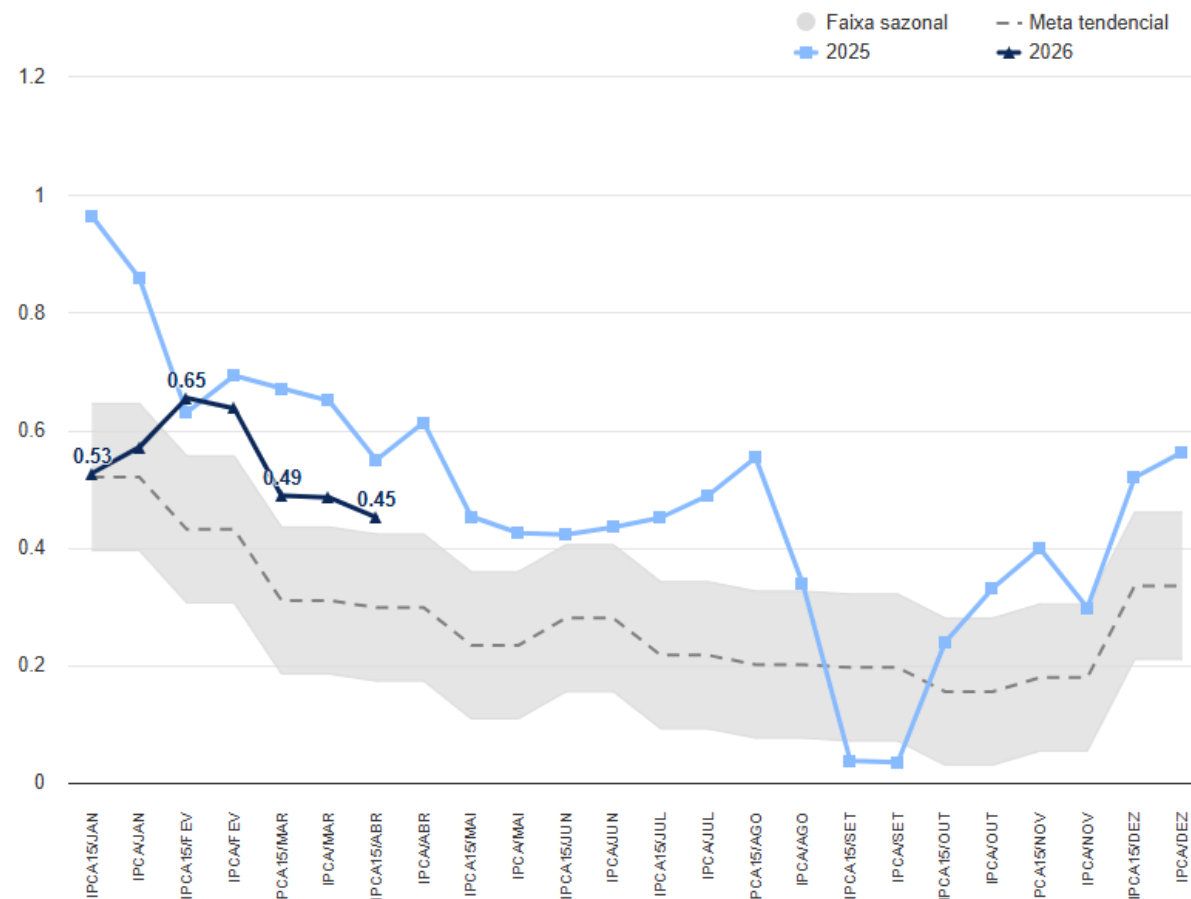
Serviços Subjacentes

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

IPCA-15 – Serviços subjacentes



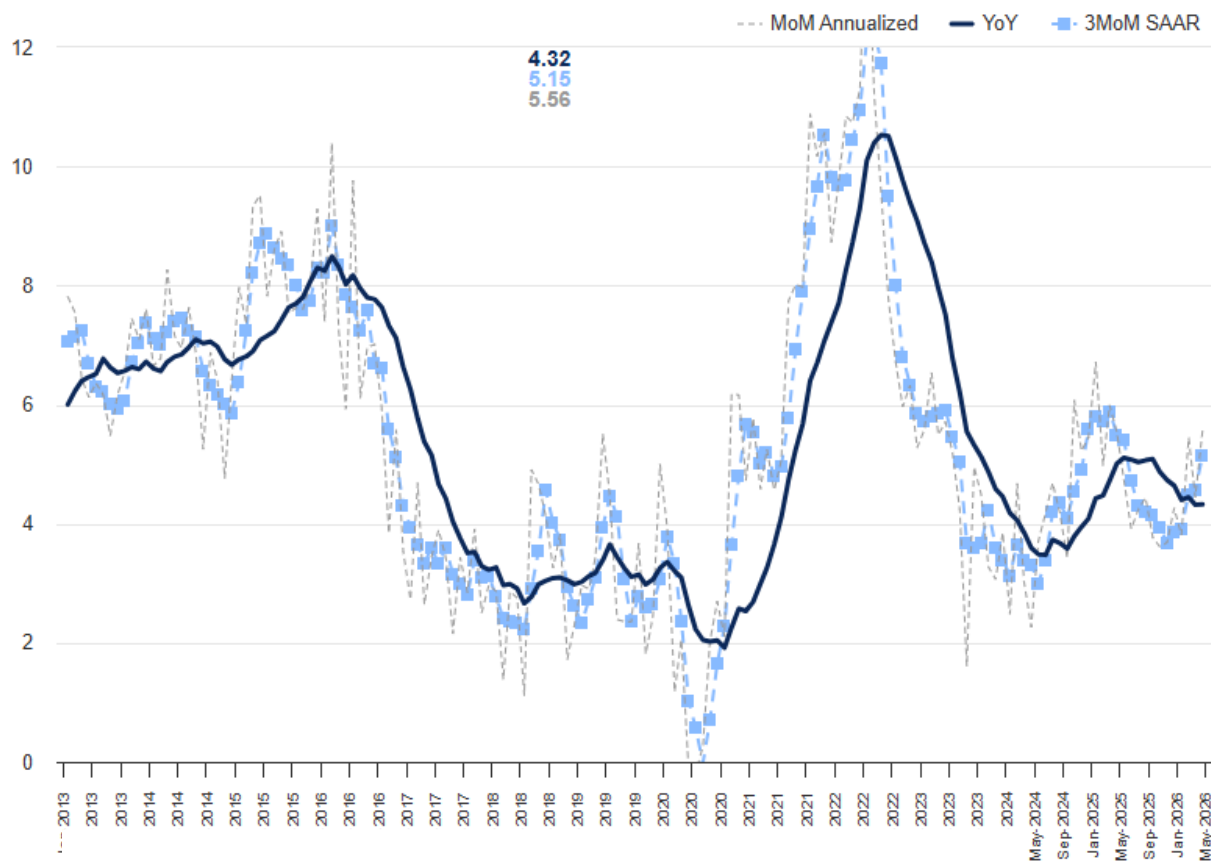
Serviços subjacentes (21,66%)



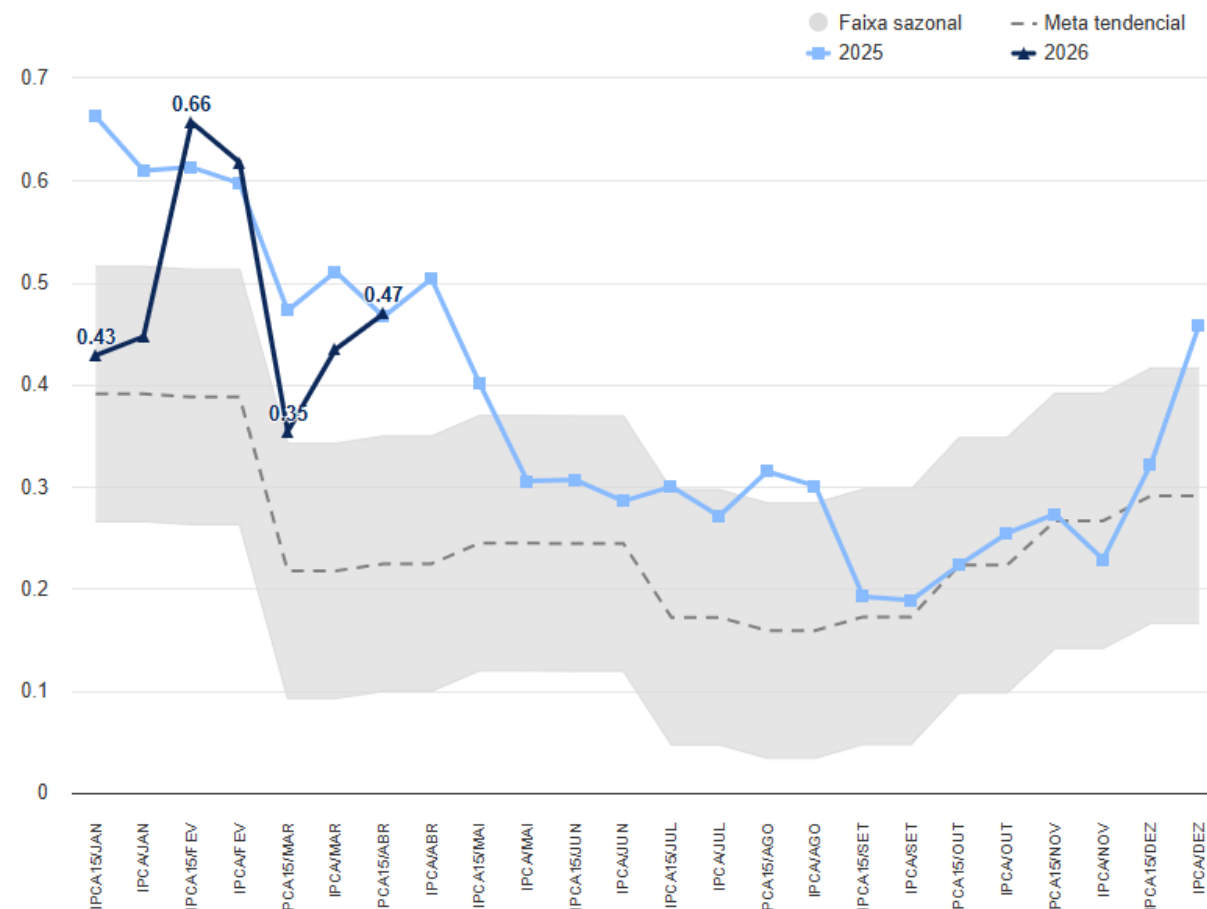
Média - Núcleos

- Aceleração dos núcleos nos últimos quatro meses e disseminada entre os cinco núcleos.

IPCA-15 – Média dos núcleos acompanhados



Média dos Núcleos



Defasagem dos combustíveis em níveis desconfortáveis

- Defasagem de combustíveis em patamar elevado (ao redor de 45% para diesel e gasolina).

Defasagem Gasolina



Defasagem Diesel



OBS: não considera subvenção, o que poderia levar a defasagem para ao redor de 10%.

Petróleo nesses níveis mantém assimetria altista no IPCA

- Risco está assimétrico para cima nos reajustes de combustíveis. Nosso cenário base contempla petróleo em US\$85 no final do ano.

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

IPCA 2026		Brent (US\$)								
		65	70	75	85	90	95	100	105	110
BRL (R\$/US\$)	4.60	3.28	3.55	3.81	4.34	4.60	4.87	5.13	5.40	5.66
	4.70	3.42	3.69	3.95	4.48	4.74	5.01	5.27	5.54	5.80
	4.80	3.56	3.83	4.09	4.62	4.88	5.15	5.41	5.68	5.94
	4.90	3.70	3.97	4.23	4.76	5.02	5.29	5.55	5.82	6.08
	5.00	3.84	4.11	4.37	4.90	5.16	5.43	5.69	5.96	6.22
	5.10	3.98	4.25	4.51	5.04	5.30	5.57	5.83	6.10	6.36
	5.20	4.12	4.39	4.65	5.18	5.44	5.71	5.97	6.24	6.50
	5.30	4.26	4.53	4.79	5.32	5.58	5.85	6.11	6.38	6.64

Governo sinalizou que pode compensar reajustes da Petrobras

- Nosso cenário contempla que o governo deverá compensar um eventual reajuste da Petrobras.

IPCA y/y de 2026 com diversos níveis de reajuste da Petrobras e redução de impostos federais na gasolina

		REAJUSTE PETROBRAS DISTRIBUIDORA					
		10.0%	20.0%	30.0%	40.0%	50.0%	60.0%
IPCA 2026		R\$ 0.18	R\$ 0.36	R\$ 0.54	R\$ 0.72	R\$ 0.90	R\$ 1.08
Governo	R\$ 0.10	4.97	5.12	5.27	5.42	5.57	5.72
	R\$ 0.20	4.88	5.03	5.18	5.33	5.48	5.63
	R\$ 0.30	4.80	4.90	5.10	5.25	5.40	5.55
	R\$ 0.40	4.72	4.87	5.02	5.17	5.32	5.47
	R\$ 0.50	4.63	4.78	4.93	5.08	5.23	5.38
	R\$ 0.60	4.55	4.70	4.85	5.00	5.15	5.30
	R\$ 0.68	4.48	4.63	4.78	4.93	5.08	5.23

OBS 1: Já leva em consideração o impacto indireto no Etanol Hidratado

OBS 2: A partir de R\$0.68 o governo não tem mais espaço para reduzir impostos federais, teria que ser via ICMS (estados) ou subsídio (que não está no PLP)

Projeção IPCA

- Passamos a projetar IPCA de 2026 em 4,9% (antes 4,7%) e de 2027 em 4,2% (antes 4,1%).

	2025	2026	2027
IPCA	4.3	4.9	4.2
Livres	3.9	5.1	4.3
Alimentação no domicílio	1.4	6.3	4.6
Bens industriais	2.4	2.7	2.0
Serviços	6.0	6.3	5.7
Serviços Subjacentes	5.9	5.5	5.2
Núcleo-EX0	4.6	4.8	4.3
Administrados	5.3	4.1	3.6
Gasolina	1.9	3.2	2.0
Energia Elétrica	12.3	4.1	5.9
Média Núcleos	4.6	4.3	3.9

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	4,90	4,20
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	4,10	3,60
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	5,10	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	5,70	4,10



Política Monetária



Tiago Berriel

tiago.berriel@btgpactual.com

Iana Ferrão

iana.ferrao@btgpactual.com

Ederson Schumanski

ederson.schumanski@btgpactual.com

Matheus Della

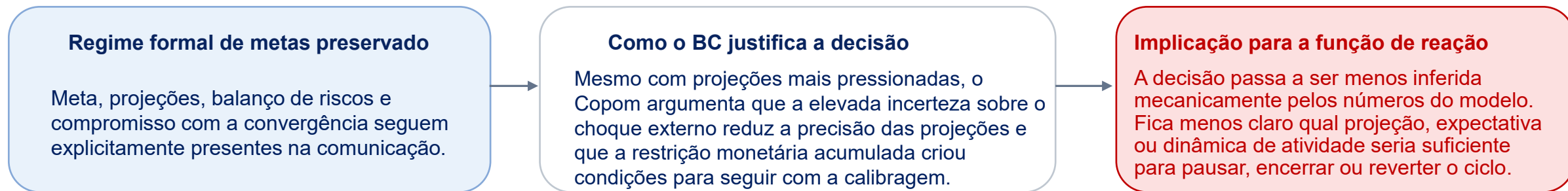
matheus.della@btgpactual.com

Copom: continuidade do ciclo de cortes no curto prazo

- **Dois pilares da comunicação: a continuidade do ciclo se apoia em dois argumentos.** Primeiro, o período prolongado de juros em patamar contracionista criou condições para a continuidade do processo de calibração da Selic. Segundo, a elevada incerteza associada ao choque externo reduziu o conteúdo informacional das projeções pontuais, aumentando o peso da avaliação qualitativa sobre persistência, transmissão e efeitos de segunda ordem.
- **Implicações: a função de reação do BC ficou mais difícil de inferir.** No regime usual de metas, a política monetária ancora expectativas e utiliza as projeções de inflação para calibrar o ritmo e a extensão da convergência à meta no horizonte relevante (HR). A comunicação atual sugere que as projeções seguem como insumo da decisão, mas carregam menos sinal diante da incerteza sobre persistência e transmissão do choque. Como resultado, ficou menos claro qual deterioração de projeções, expectativas ou núcleos levaria o Copom a interromper o ciclo.
- **Desancoragem e projeções:** a ata reforçou que expectativas desancoradas exigem juros restritivos por mais tempo, mas a reação permaneceu predominantemente qualitativa. Pelos parâmetros atuais do modelo, o espaço para cortes parece inexistente.
- **Uma alternativa:** Uma maneira de introduzir mais transparência e disciplina a uma eventual continuidade da flexibilização seria uma discussão sobre alongamento do horizonte de convergência ou o uso de uma meta ajustada. Dessa forma, teríamos mais clareza sobre como o orçamento e o ritmo do ciclo deveriam se alterar com mudanças do cenário. Evidentemente, a introdução dessa discussão *per se* traz riscos de desancoragem adicional.
- **Leitura geral:** o BC parece buscar preservar flexibilidade enquanto aguarda maior clareza sobre o cenário externo e a dinâmica das expectativas. Essa estratégia é compatível com maior uso de julgamento qualitativo em um ambiente de elevada incerteza, mas também torna menos claros os limiares que condicionam a continuidade do ciclo. Quanto mais prolongada for essa menor previsibilidade da função de reação, maior tende a ser o desafio para a ancoragem das expectativas e para a comunicação da política monetária.
- **Nosso call:** mantemos o cenário base de cortes de 25 pb nas próximas reuniões, já que a comunicação não trouxe uma pausa iminente para a mesa. O cenário mais adverso para a inflação reforça a expectativa de ritmo gradual e elevou o risco de Selic terminal acima do nosso cenário base, caso o BC mire estritamente a meta de 3% no horizonte relevante. Ainda assim, como as projeções perderam poder informacional sobre a extensão do ciclo e há margem para maior tolerância temporária, mantemos nossa projeção de Selic terminal em 13%.

Função de reação: mais julgamento qualitativo, menor sinalização via projeções

Menor clareza sobre os limiares que guiam o ciclo



O que falta quantificar?

Projeção

Qual projeção no 4T27/HR interrompe o ciclo? Qual projeção permitiria aceleração?

Expectativas longas

Qual deterioração em 2028/2029 transforma “restrição maior por mais tempo” em pausa, fim do ciclo ou alta?

Hiato e atividade

Quanto uma revisão do hiato absorve o argumento de transmissão já observada?

Choque de oferta

Qual evidência separa efeito de primeira ordem de propagação para núcleos, salários e expectativas?

Conclusão: a comunicação preserva formalmente o regime de metas e reconhece os riscos de desancoragem, mas a reação permanece pouco quantificada. Em um regime de metas flexível, o uso de julgamento é esperado em ambientes de alta incerteza; o risco é que, sem limiares operacionais mais claros, a função de reação fique menos previsível e a ancoragem dependa mais da credibilidade do Comitê.

Focus: deterioração das expectativas ganhou tração

Expectativas longas subiram na margem, reduzindo o conforto para o BC prolongar o ciclo sem explicitar uma régua de reação

A **deterioração de 2028 merece destaque** porque ocorre em horizonte menos diretamente impactado pelos efeitos primários do choque corrente e pode indicar risco de efeitos de segunda ordem sobre as expectativas. Mesmo que a alta seja explicada, em parte, pela surpresa de inflação corrente e pela revisão do curto prazo, **o movimento é desfavorável para o BC: expectativas longas mais desancoradas elevam o custo de convergência, reduzem o espaço para cortes e reforçam a necessidade de maior cautela**. Além disso, a piora reduz o conforto para prolongar o ciclo sem explicitar uma régua de reação mais clara - isto é, quais condições levariam a pausa, fim do ciclo ou maior restrição. Sem isso, **umenta o risco de deterioração da ancoragem das expectativas e da credibilidade da comunicação**.

IPCA 2026

4,90%

alta contínua desde março

IPCA 2027

4,00%

voltou a subir na margem

IPCA 2028

3,64%

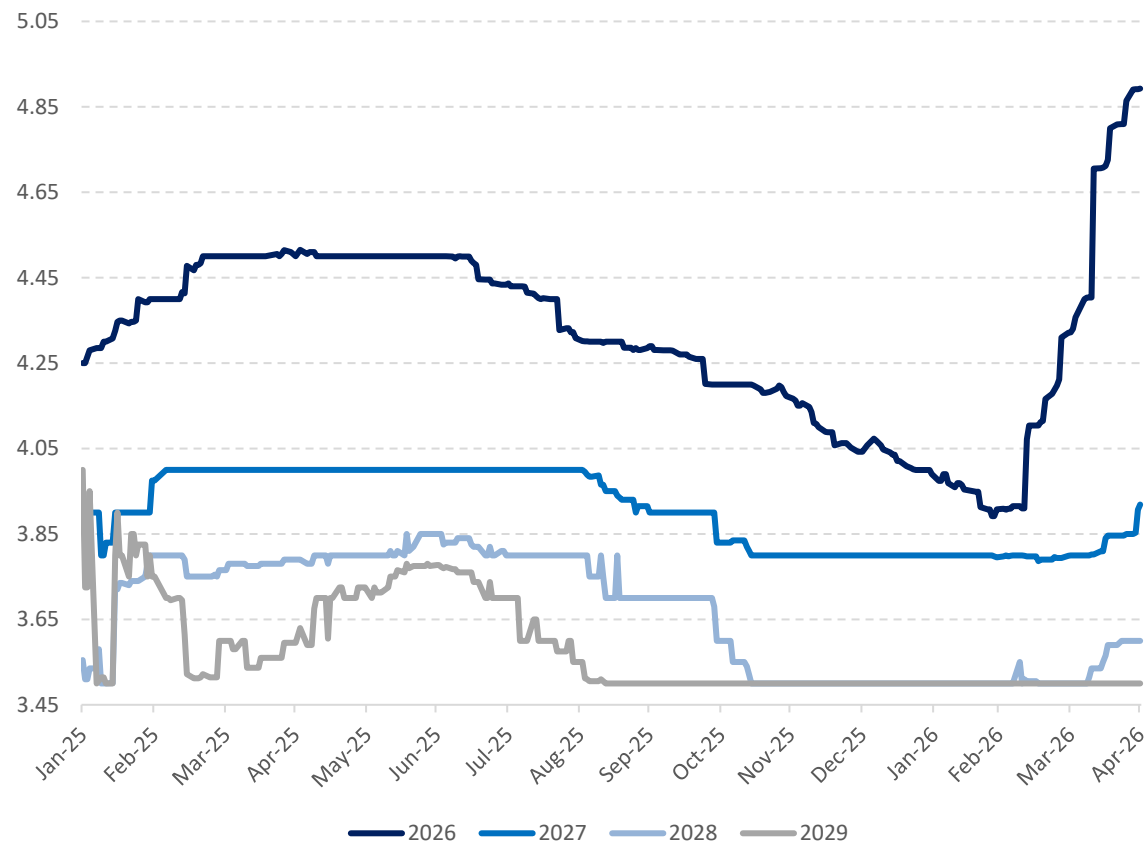
destaque: piora do longo

IPCA 2029

3,50%

estável, mas acima da meta

Focus – Inflação IPCA (%)



Sem espaço no modelo, mas decisão não é mecânica

- Com petróleo partindo de US\$100/barril, taxa de câmbio de R\$4,90/US\$, hiato mais alto e expectativas Focus no patamar atual, a projeção para o 4T27, horizonte relevante da reunião de junho, seria de **3,54%**, similar à da reunião de abril (3,50%).
- No cenário de juros constantes em 14,50%, **a inflação no 4T27 fica em 3,12%, acima da meta**. Sob uma leitura estrita do modelo – com meta de 3% no horizonte relevante e alta confiança na projeção pontual – o cenário não traz espaço para novo corte em junho. No entanto, a própria comunicação do BC indica que a incerteza elevada reduz o conteúdo informacional da projeção central, o que abre espaço para uma decisão menos mecânica e mais dependente da avaliação qualitativa do choque.

Projeções de inflação no modelo de referência do BC

Diferentes cenários	Inflação 4T26	Inflação 3T27	Inflação 4T27	Inflação 1T28	Inflação 2T28	Inflação 3T28
Copom de Março (Câmbio em R\$5.20/US\$ e Brent em US\$ 90/barril)	3.93%	3.29%	3.29%	3.20%	3.17%	3.08%
Copom de Abril (Câmbio em R\$5.00/US\$ e Brent em US\$ 100/barril)	4.60%	3.60%	3.50%	3.40%	3.32%	3.22%
Próximo Copom (Câmbio em R\$4.90/US\$; Brent em US\$ 100/barril e revisão altista do hiato)	4.53%	3.63%	3.54%	3.45%	3.38%	3.29%
Juros Constantes (até 2027Q4)	4.47%	3.33%	3.12%	2.90%	2.69%	2.47%

Risco de Selic terminal acima do nosso cenário base

- Sob uma leitura mais estrita do modelo – mirando convergência para 3% no horizonte relevante –, o espaço para cortes adicionais da taxa Selic seria inexistente. Com câmbio em R\$4,90/US\$, hiato revisado para cima e expectativas Focus estáveis até junho, a Selic terminal implícita para 2026 ficaria acima da terminal do nosso cenário base de 13%.
- Com câmbio mais apreciado, meta ajustada e sem deterioração adicional das expectativas, a Selic poderia se aproximar de 13%.
- Uma nova deterioração das expectativas longas – por exemplo, 2028 em 3,85% ou acima – mudaria a natureza da discussão: mesmo sob uma régua de convergência mais flexível, com meta próxima de 3,3%, o debate passaria a ser se a pausa do ciclo seria suficiente para assegurar a convergência da inflação à meta.

Selic terminal em 2026 sob diferentes níveis de taxa de câmbio e com alternativas para o centro da meta

Diferentes cenários	Mirando 3.0%	Mirando 3.2%	Mirando 3.3%	Mirando 3.5%
5.40	14.89%	14.37%	14.10%	13.58%
5.30	14.76%	14.24%	13.97%	13.45%
5.20	14.63%	14.10%	13.84%	13.32%
5.10	14.49%	13.97%	13.70%	13.18%
5.00	14.35%	13.83%	13.57%	13.04%
4.90	14.21%	13.69%	13.42%	12.90%
4.70	13.92%	13.40%	13.13%	12.61%

Leitura para Selic terminal

O cenário base de 13,0% exige apreciação adicional do câmbio, ausência de nova deterioração de expectativas e/ou uma régua menos estrita do que 3,0% no HR.

Tamanho do ciclo implícito até 2027 sob meta de 3,3% no HR (pp) Sensibilidade a câmbio e expectativas de inflação

BRL / Expectativa de Inflação 26/27/28	6.5/4.3/3.85	5.7/4.15/3.75	4.9/4/3.64	4.36/3.8/3.5
5.40	-5.95%	-3.60%	-1.24%	0.18%
5.30	-5.42%	-3.07%	-0.72%	0.70%
5.20	-4.89%	-2.53%	-0.18%	1.24%
5.10	-4.34%	-1.98%	0.37%	1.79%
5.00	-3.78%	-1.42%	0.93%	2.35%
4.90	-3.21%	-0.85%	1.50%	2.92%
4.70	-2.03%	0.32%	2.67%	4.09%

Risco de expectativas

Nova piora das expectativas longas reduziria fortemente o espaço para cortes.

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	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.

