



Brasil

Cenário Macro

Junho 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 no centro das discussões globais, com as restrições no Estreito de Ormuz mantendo no radar riscos inflacionários adicionais via energia e frete. Nos EUA, a combinação de inflação ainda elevada, mercado de trabalho firme e crescimento resiliente torna o balanço de riscos mais complexo para o Fed e intensifica o debate sobre o nível terminal apropriado da taxa de juros, embora nosso cenário-base ainda contemple manutenção ao longo de 2026. Na Zona do Euro, o choque energético tem pressionado mais os preços do que a atividade, o que deve levar o Banco Central Europeu a elevar juros na reunião deste mês. Já na China, a economia doméstica segue enfraquecida, com o crescimento ainda sustentado predominantemente pelo setor externo.

Cenário Doméstico

Setor externo: Alta do petróleo e maior quantum exportado — sobretudo de petróleo — reforçam o cenário de superávit comercial de US\$90 bi em 2026 e 2027, com viés altista. O El Niño não altera nossa projeção, o déficit em transações correntes deve recuar para 2,3% do PIB e os fluxos comerciais fortes, combinados a termos de troca potencialmente melhores e diferencial de juros ainda elevado, sustentam nossa projeção de câmbio em R\$4,90/US\$ no fim de 2026.

Política fiscal: O acúmulo de estímulos à demanda reduziu o espaço para cortes na Selic, pressionando nossas projeções de déficit nominal e dívida pública. As medidas parafiscais anunciadas desde meados de 2025 já somam cerca de R\$275 bilhões e devem injetar R\$142 bilhões adicionais na economia este ano. Projetamos déficit nominal de 8,9% do PIB em 2026 e 8,4% do PIB em 2027, refletindo juros mais altos. Como resultado, revisamos a dívida bruta para 80,9% do PIB em 2026 e 85,0% em 2027, ainda que o déficit primário permaneça compatível com o piso da meta fiscal.

Atividade econômica: PIB do primeiro trimestre confirmou a retomada da atividade econômica e os dados preliminares do segundo trimestre apontam para a continuidade da resiliência da economia. Revisamos nossa projeção de crescimento do PIB deste ano para 2,0% (ante 1,9% anteriormente). Por outro lado, cenário para o próximo ano está mais adverso, com a manutenção de uma taxa de juros em patamar ainda mais contracionista e um impulso fiscal próximo da neutralidade. Refletindo esse ambiente, revisamos o PIB de 2027 para 1,1% (de 1,6%).

Inflação: Revisamos nossa projeção para o IPCA para 5,3% em 2026 (ante 4,9%) e 4,5% em 2027 (ante 4,2%), refletindo o choque recente do petróleo que tem impactado mais diretamente alimentos (alta do diesel) e bens industriais (aumento de custos e alta no atacado) e indiretamente serviços (maior inércia e desancoragem adicional das expectativas). Incorporamos impacto do El Niño forte nos nossos números. Assimetria segue altista para este e para o próximo ano.

Política monetária: Apesar de a comunicação acumulada do Copom ainda sustentar um último corte de 25 pb em junho, a piora da inflação corrente, a resiliência da atividade e do mercado de trabalho, a deterioração das expectativas longas e a sobreposição de choques de oferta já recomendariam pausa; o principal risco é que seguir cortando amplifique a desancoragem e reduza o espaço para flexibilização em 2027. Como a comunicação do Copom continua apontando para a continuidade do processo de calibragem, nosso cenário-base é de um último corte de 25 pb em junho, levando a Selic a 14,25%, seguido de estabilidade até o fim de 2026.



Cenário Global

Luiza Paparounis

luiza.paparounis@btgpactual.com

Francisco Lopes

francisco.lopes@btgpactual.com



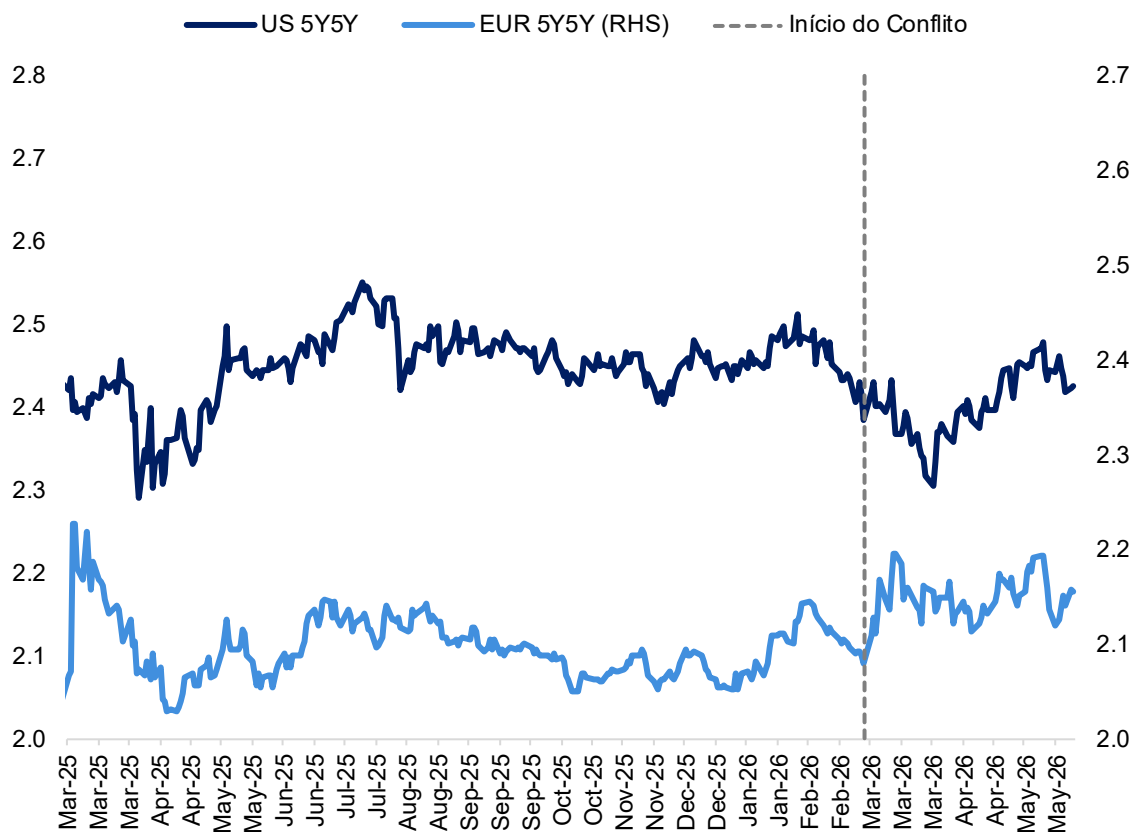
- Maio voltou a ser marcado por volatilidade elevada em torno do conflito no Oriente Médio e pela continuidade das restrições severas no Estreito de Ormuz, que já opera sob limitações há quatro meses, mantendo o prêmio de risco no mercado de energia.
- Nos Estados Unidos, os dados de abril reforçaram a complexidade do cenário. O headline do PCE avançou para 3,8% a/a, maior nível desde maio de 2023, enquanto o núcleo subiu para 3,3% a/a. Na margem, porém, o core registrou alta de 0,24% m/m, abaixo das expectativas, sugerindo alguma moderação no ritmo mensal, especialmente em serviços. Ainda assim, a composição permanece pouco confortável para o Fed, com inflação consistentemente acima da meta e riscos adicionais vindos de novos aumentos em bens, em meio ao aumento nos preços dos fretes.
- No mercado de trabalho, os dados também têm surpreendido, indicando maior dinamismo e criação de vagas robusta. Os indicadores agora sugerem um possível ponto de inflexão, não mais apenas estabilização. Os salários seguem comportados e rodando em níveis compatíveis com a meta, sinalizando que a melhora do emprego ainda não se traduz em pressões salariais adicionais.
- Com relação ao PIB, o investimento em tecnologia se mantém como uma das principais narrativas do crescimento, combinado a um consumo resiliente, sustentado pela melhora da percepção de riqueza das famílias, associada ao rally do mercado acionário, e pelos *tax refunds*.
- Nesse sentido, a economia americana, portanto, combina inflação persistente, mercado de trabalho acelerando e um choque de oferta ainda em curso. Esse arranjo torna o balanço de riscos mais desafiador para o Fed e aumenta a discussão sobre qual seria o nível apropriado para a taxa de juros. Nosso cenário-base contempla manutenção da taxa ao longo de 2026, mas reconhecemos crescente assimetria na direção de eventual discussão sobre aperto, especialmente à luz da mudança recente na comunicação de dirigentes.
- Na Zona do Euro, o choque energético segue pressionando preços mais do que atividade. A inflação permanece sensível à dinâmica do petróleo, enquanto os indicadores de crescimento mostram resiliência moderada. Com o barril acima do baseline considerado pelo BCE em março, o cenário adverso se aproxima do central, reforçando a probabilidade de alta nas próximas reuniões e mantendo a comunicação inclinada para riscos altistas para a inflação.
- A China, por sua vez, apresenta dinâmica distinta. Apesar de ser importadora líquida de petróleo, o elevado nível de estoques, a diversificação da matriz energética e os mecanismos de controle de preços mitigam os impactos diretos sobre inflação e crescimento. O efeito tende a ocorrer de forma mais indireta, via demanda externa. Assim, a agenda doméstica permanece concentrada na busca por crescimento mais sustentável, com ênfase em tecnologia e segurança energética.

Precificação dos Bancos Centrais

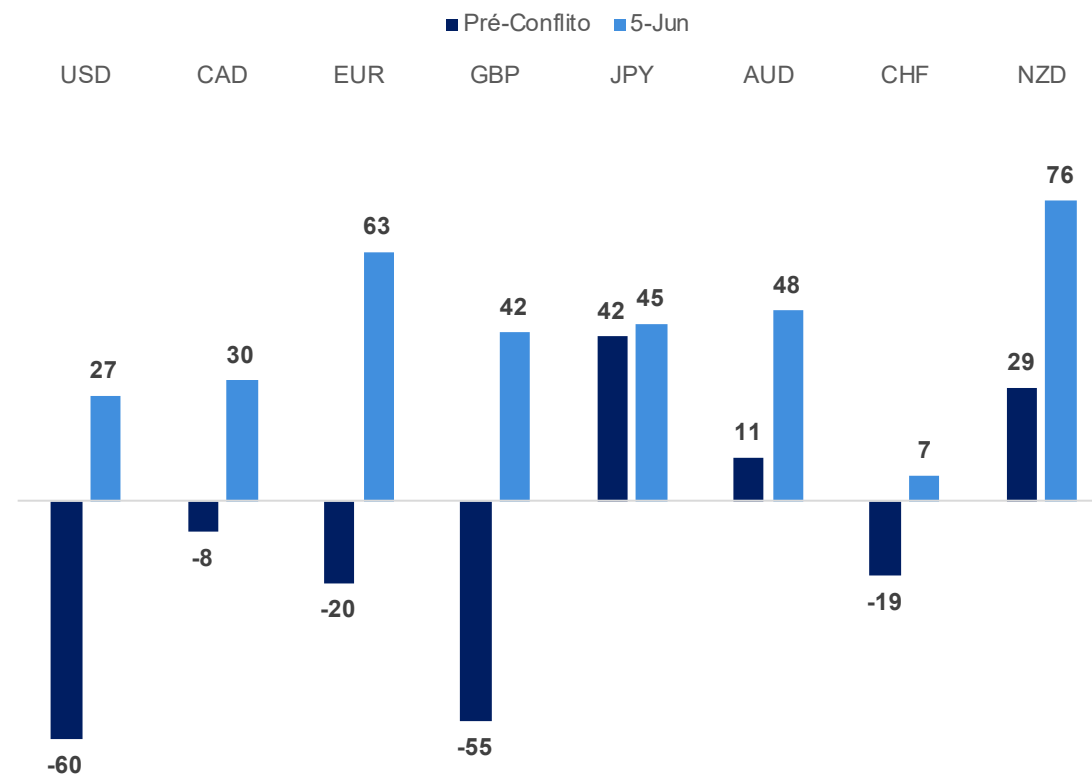
Mercados precificam algum aperto monetário os principais Bancos Centrais

- Com a continuidade do conflito no Oriente Médio e o barril de petróleo próximo a US\$ 100, os mercados passaram a embutir um prêmio de alta nas curvas de juros dos principais bancos centrais desenvolvidos. O principal destaque do último mês foi a mudança na precificação nos EUA, com o mercado voltando a atribuir probabilidade a uma alta de juros ainda em 2026.

Inflação Implícita



Precificação de mercado: Taxa de juros ao final de 2026

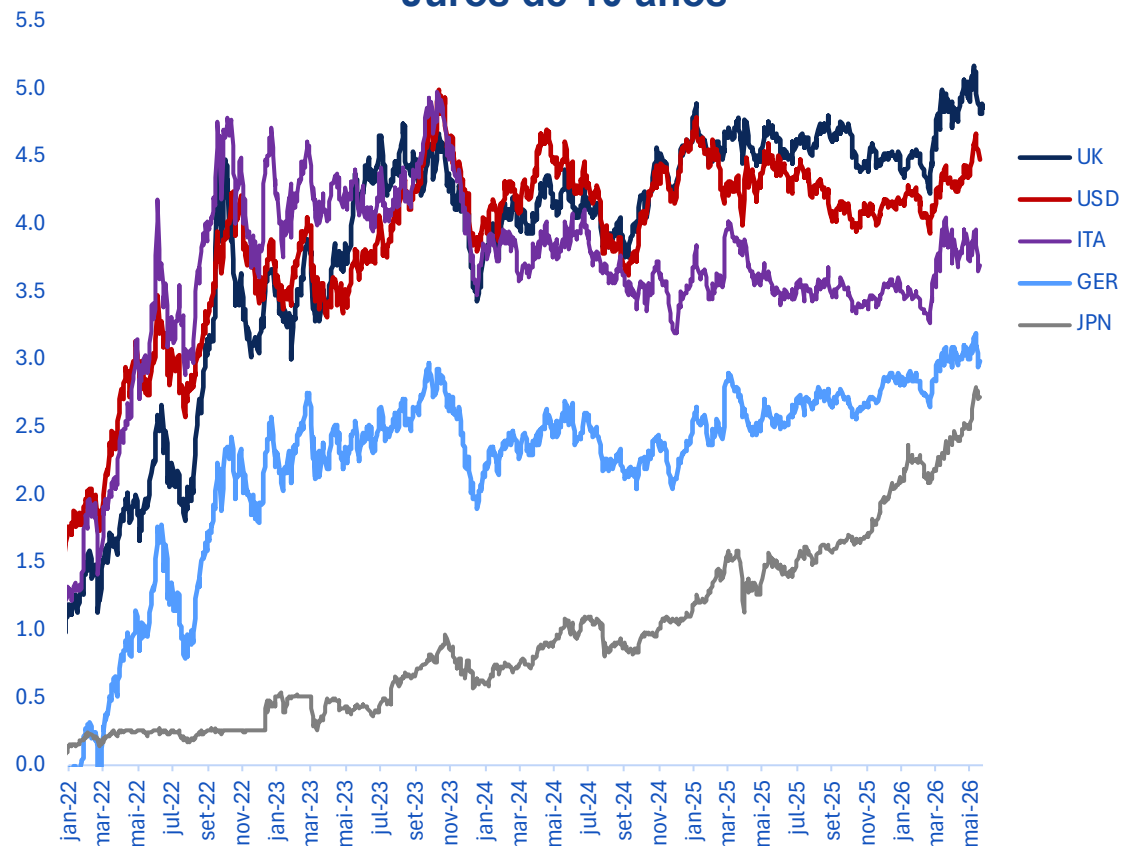


Taxas de juros globais

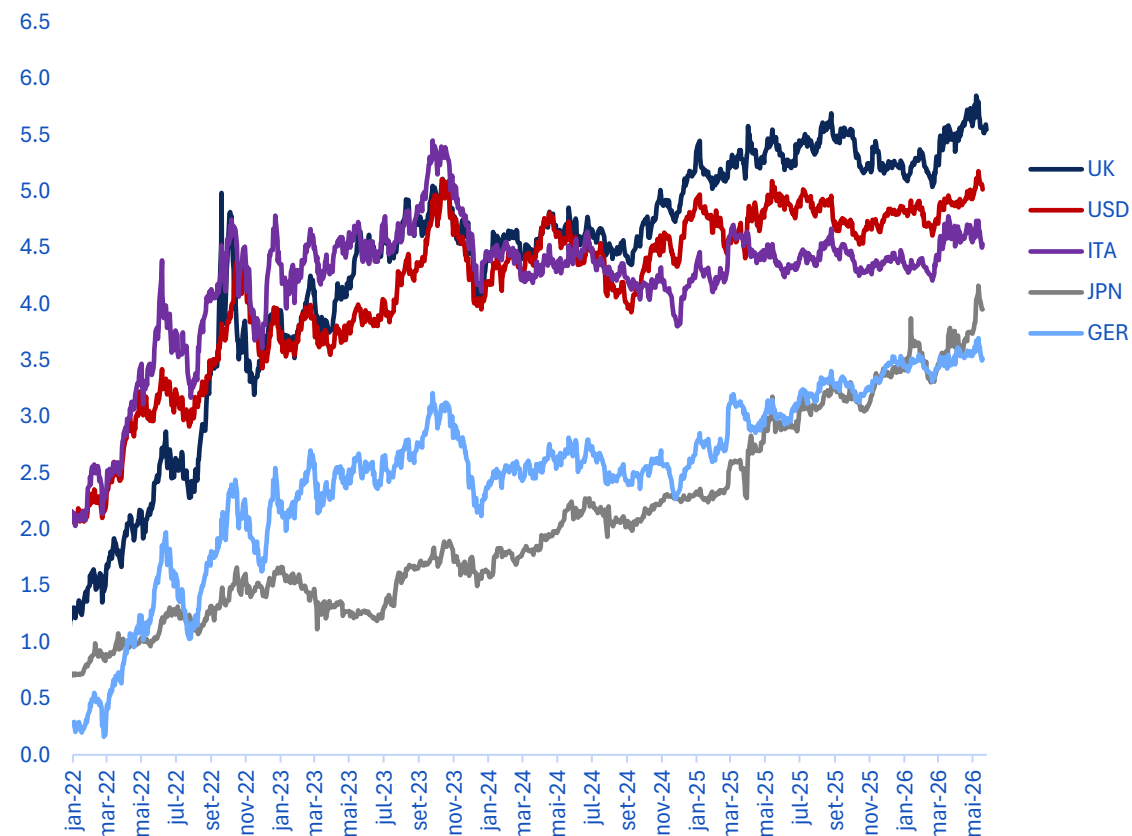
Ambiente desafiador para as taxas longas

- O ponto de partida fiscal mais deteriorado, as tensões geopolíticas, as rupturas nas cadeias de suprimentos e os riscos altistas para a inflação têm pressionado os juros de 10 e 30 anos nas principais economias.

Juros de 10 anos



Juros de 30 anos

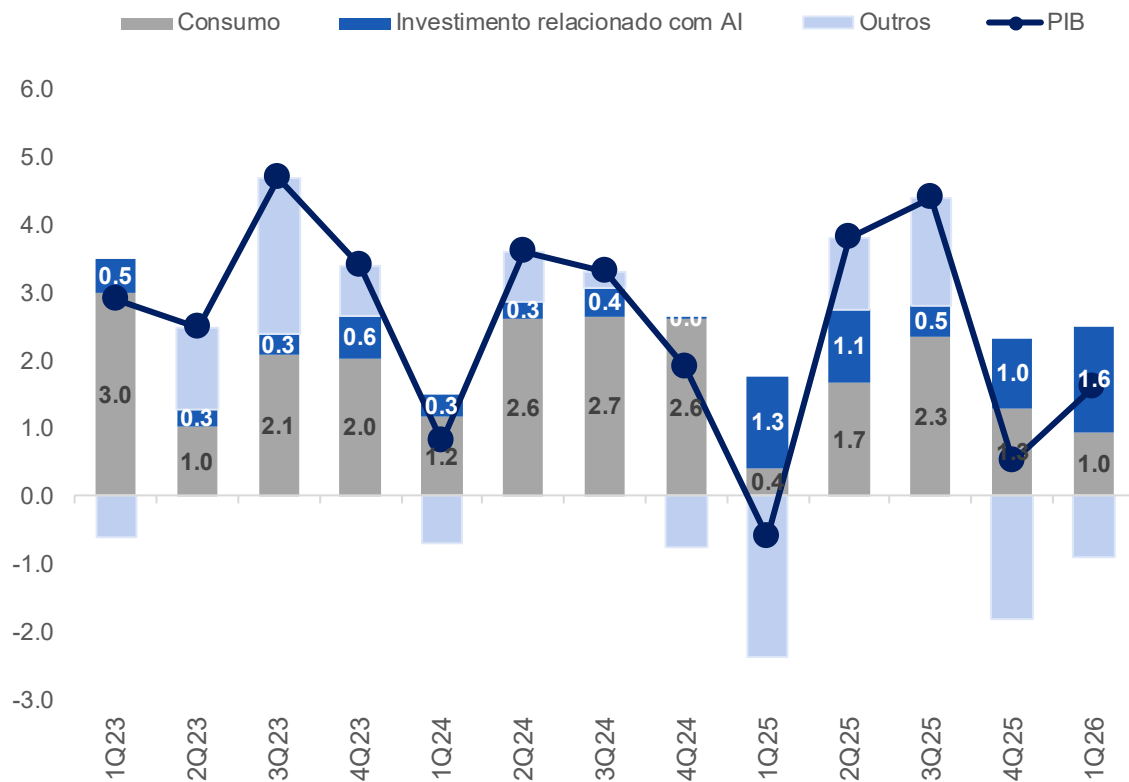


EUA: Atividade Econômica

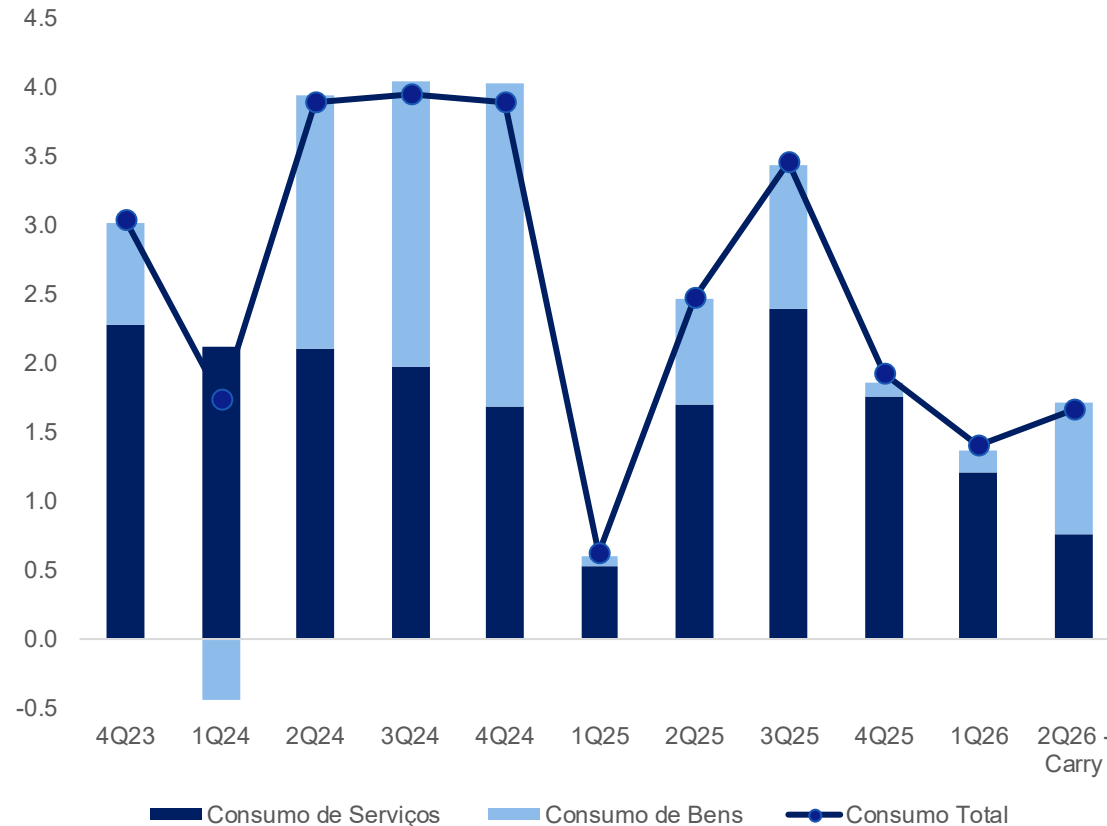
Investimento em tecnologia segue como vetor de crescimento

- No 1T26, o investimento em tecnologia contribuiu com 1,6pp para o crescimento nos EUA, mantendo-se como principal força motora da economia. Em contraste, o consumo rodou mais fraco, pressionado pelo inverno rigoroso e por alguma compressão de renda real diante da alta dos preços de gasolina.

Contribuição PIB



Consumo Real

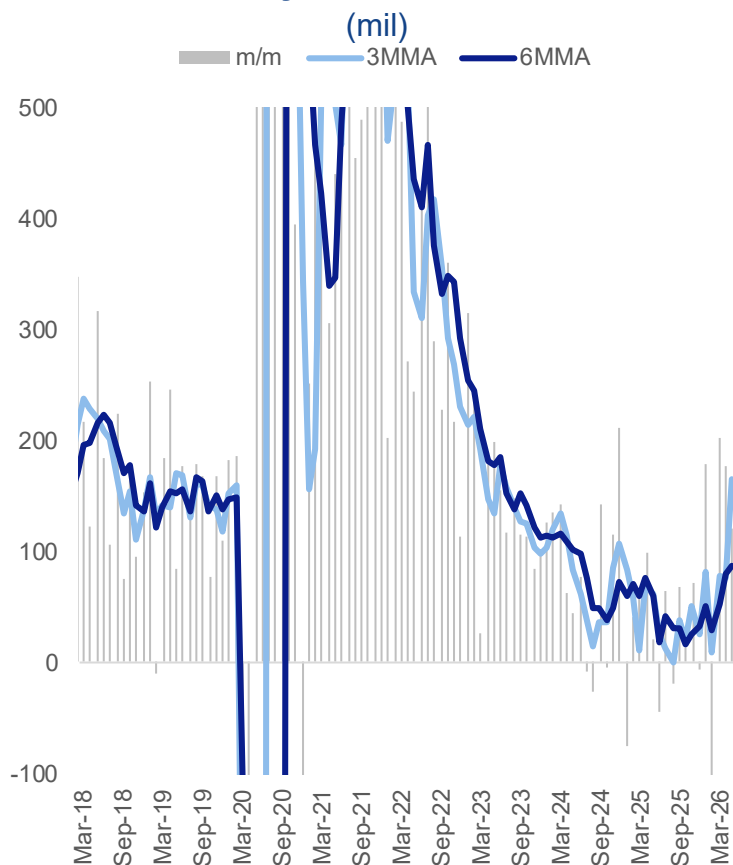


EUA: Mercado de Trabalho

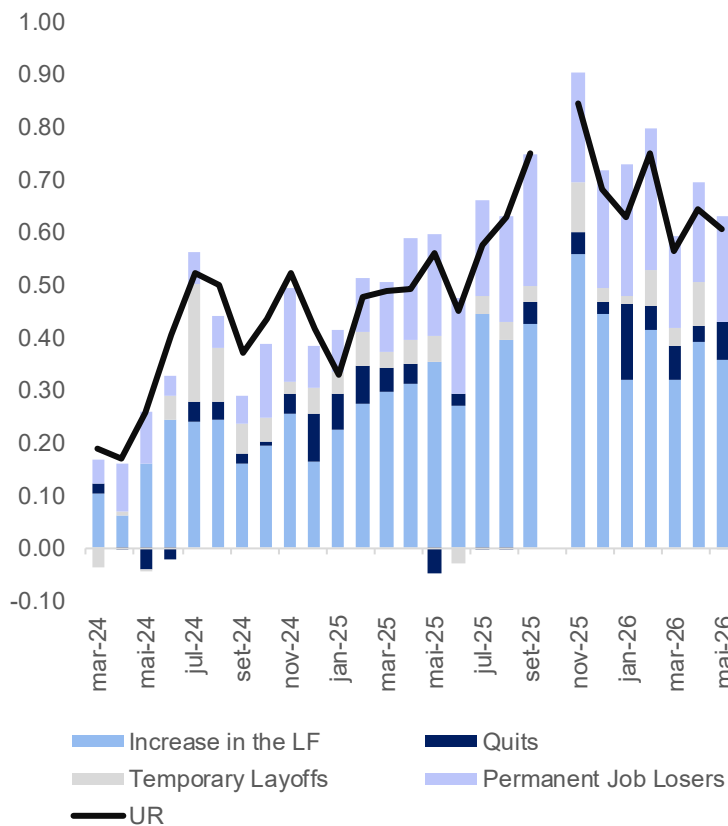
Próximos do ponto de inflexão?

- Os dados recentes do mercado de trabalho começam a sugerir uma melhora mais consistente e um possível ponto de inflexão. As contratações estão fortes nos primeiros meses do ano, rodando acima do que estimamos como ritmo neutro de criação de vagas na economia americana. Por outro lado, essa aceleração ainda não se traduz em maior pressão salarial por hora. Em outras palavras, a melhora do mercado de trabalho, até o momento, não parece ter caráter inflacionário.

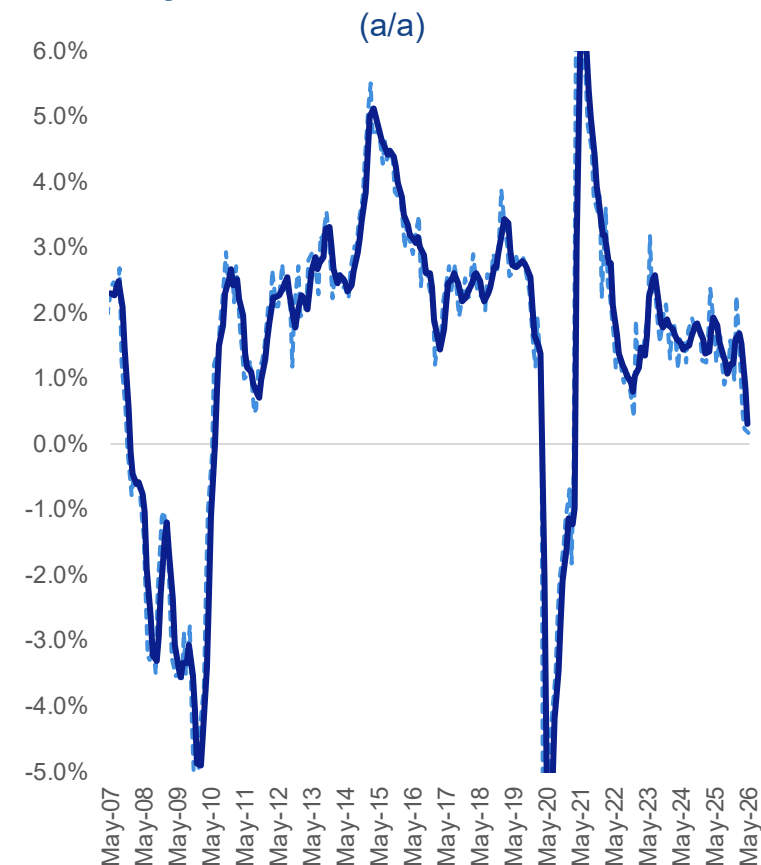
Payroll Privado



Aumento da taxa de desemprego desde Jan/24



Proxy de Renda Real do Trabalho

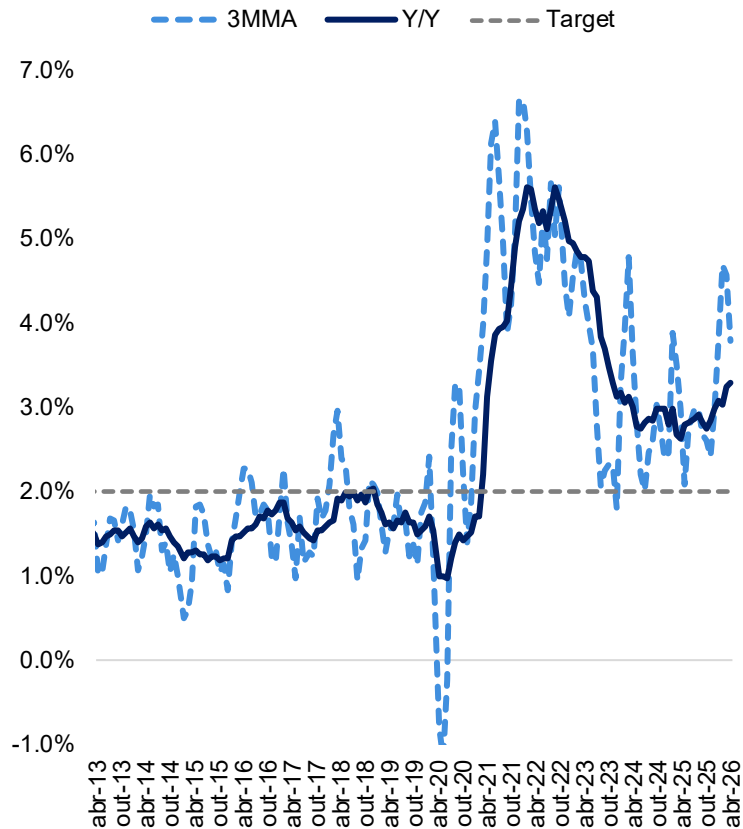


EUA: Inflação

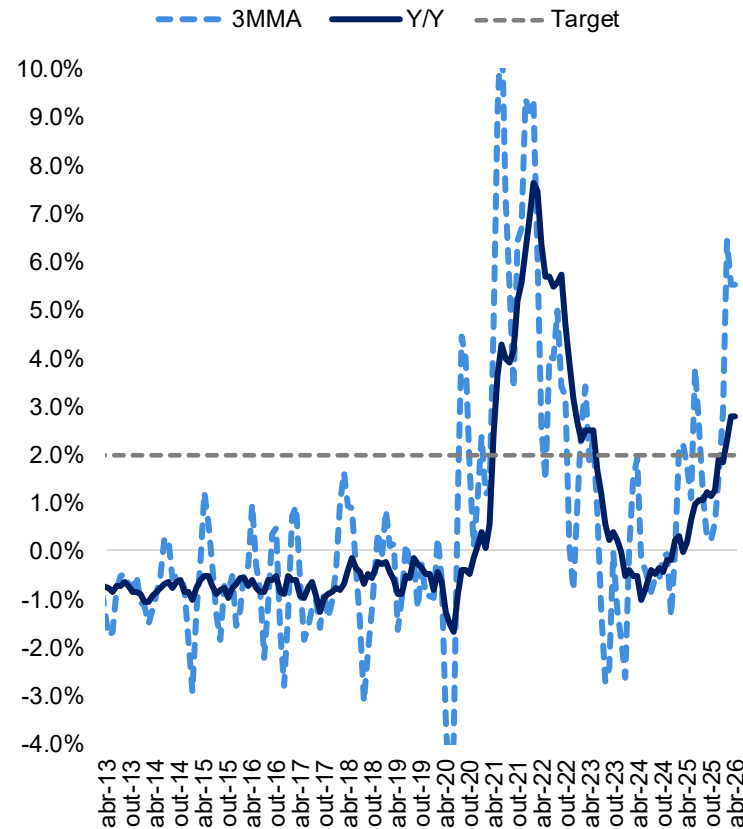
Core PCE deve encerrar 2026 ao redor de 3%

- Apesar da surpresa altista em abril, o Core PCE segue com composição desfavorável. O núcleo de serviços permanece rodando próximo a 3,5% na variação anual, enquanto o núcleo de bens voltou a rodar acima da meta de 2%.

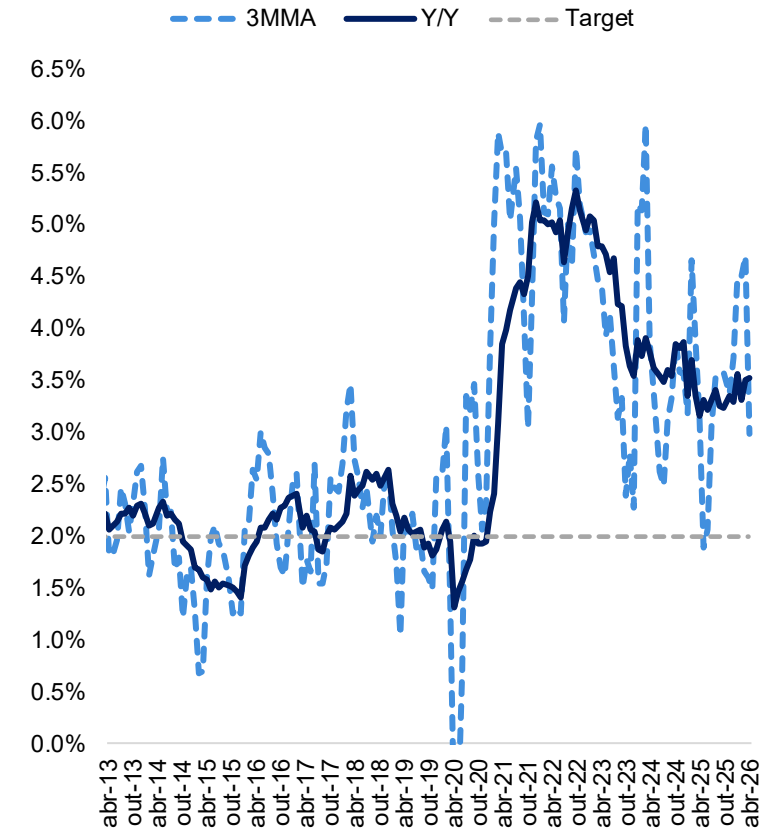
Núcleo PCE



Núcleo de Bens



Núcleo de Serviços ex-Habitação

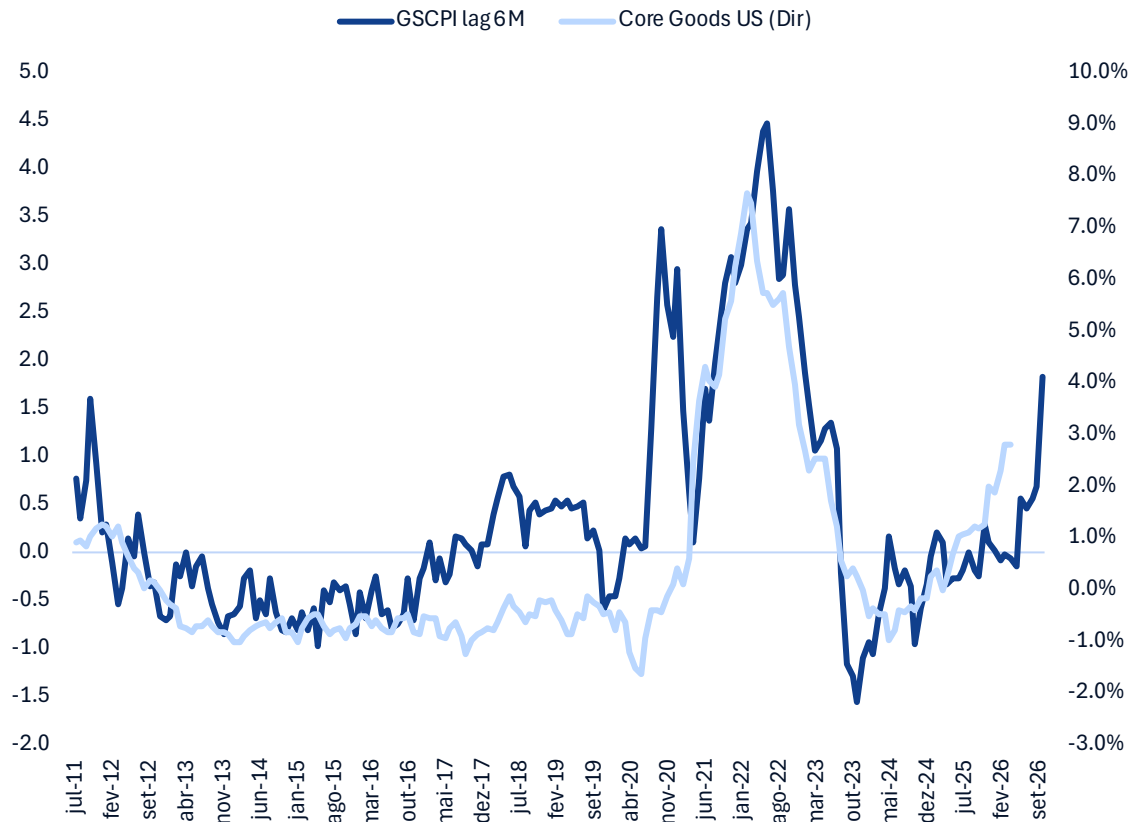


EUA: Inflação

Riscos altistas para inflação à frente

- Além das pressões correntes, os riscos para a inflação permanecem inclinados para cima. Disrupções nas cadeias produtivas globais tendem a se transmitir para a inflação americana via efeitos de segunda ordem, dinâmica já antecipada pelo índice de estresse das cadeias do NY Fed.

Núcleo de Bens e Global Supply Chain Index

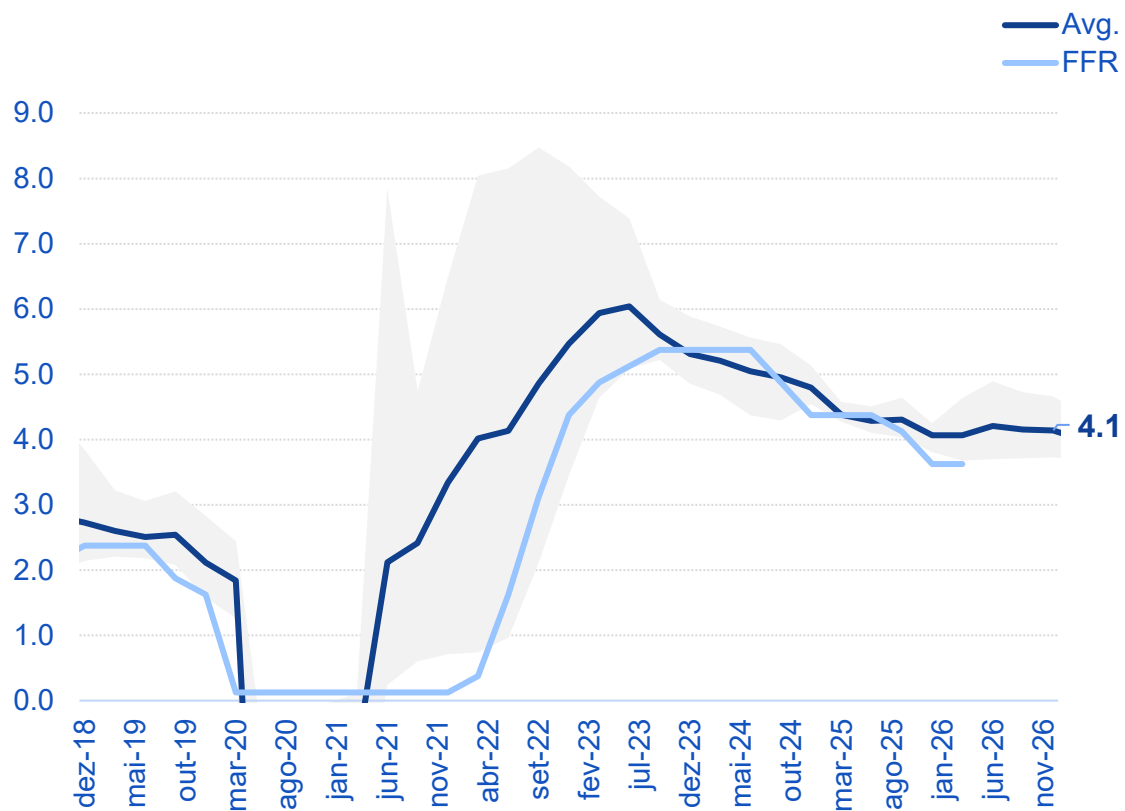


EUA: Política Monetária

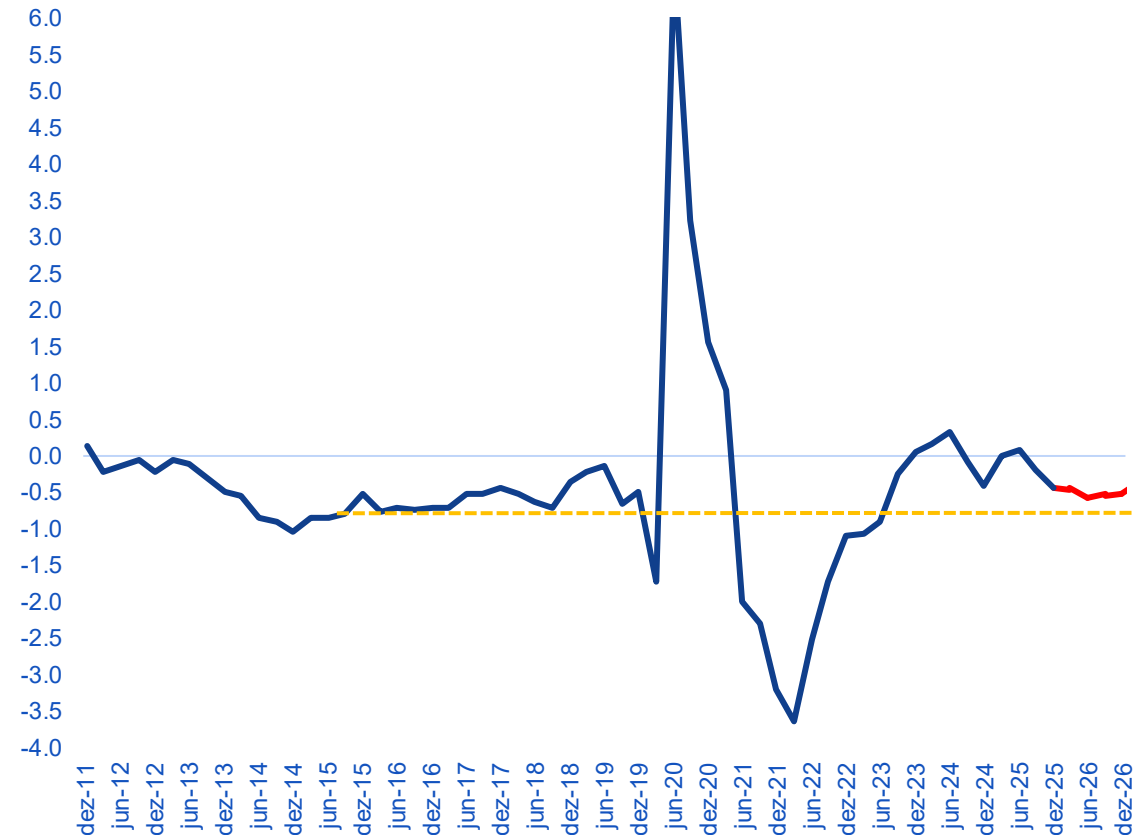
Cenário Base

- Com a discussão sobre novas altas voltando ao radar, replicamos as especificações da regra de Taylor utilizadas pelo Fed. No nosso cenário-base, com o Core PCE acelerando para 3,1% em 2026 e o desemprego estável em 4,3%, as regras apontam para uma taxa implícita de 4,1% ao fim de 2026, acima do nível atual da FFR. Embora a prescrição das regras de Taylor esteja acima da taxa efetiva, o diferencial permanece dentro da faixa histórica, sugerindo que o Fed pode tolerar essa divergência e manter a taxa estável enquanto monitora a dissipação dos choques de oferta.

Trajetória utilizando a média entre as regras de Taylor



Gap Histórico: FFR vs. Média das Regras de Taylor

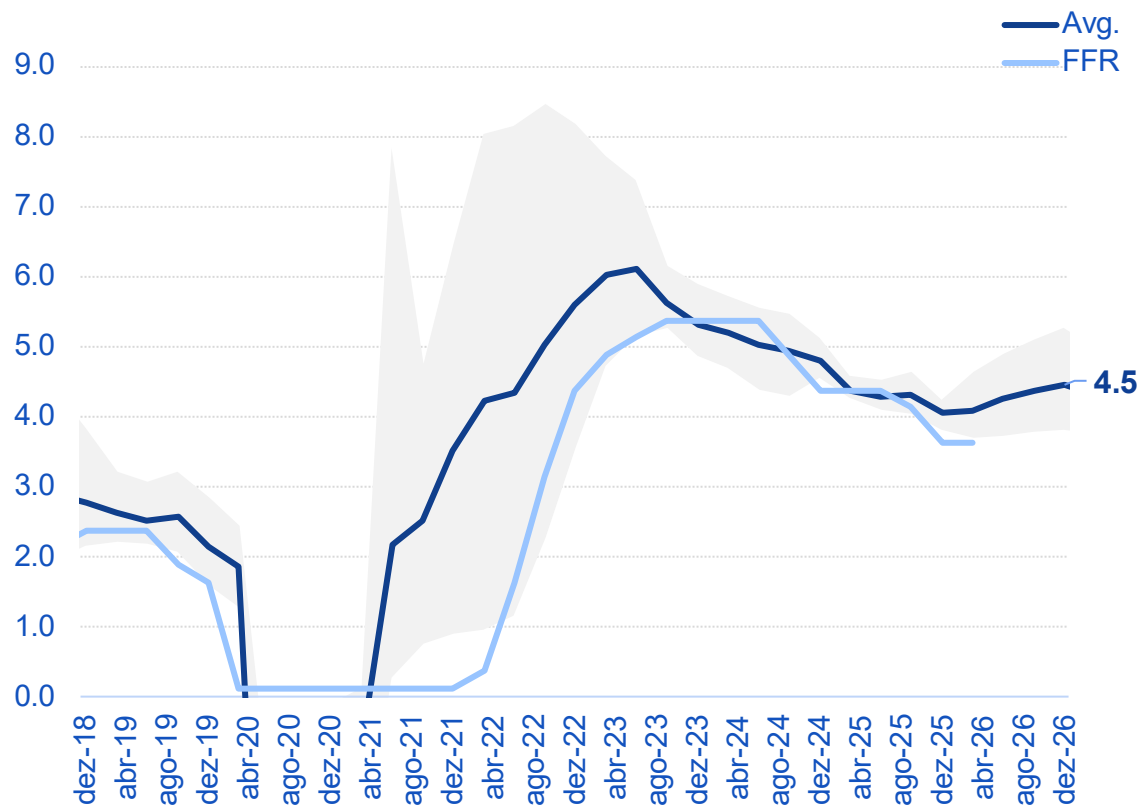


EUA: Política Monetária

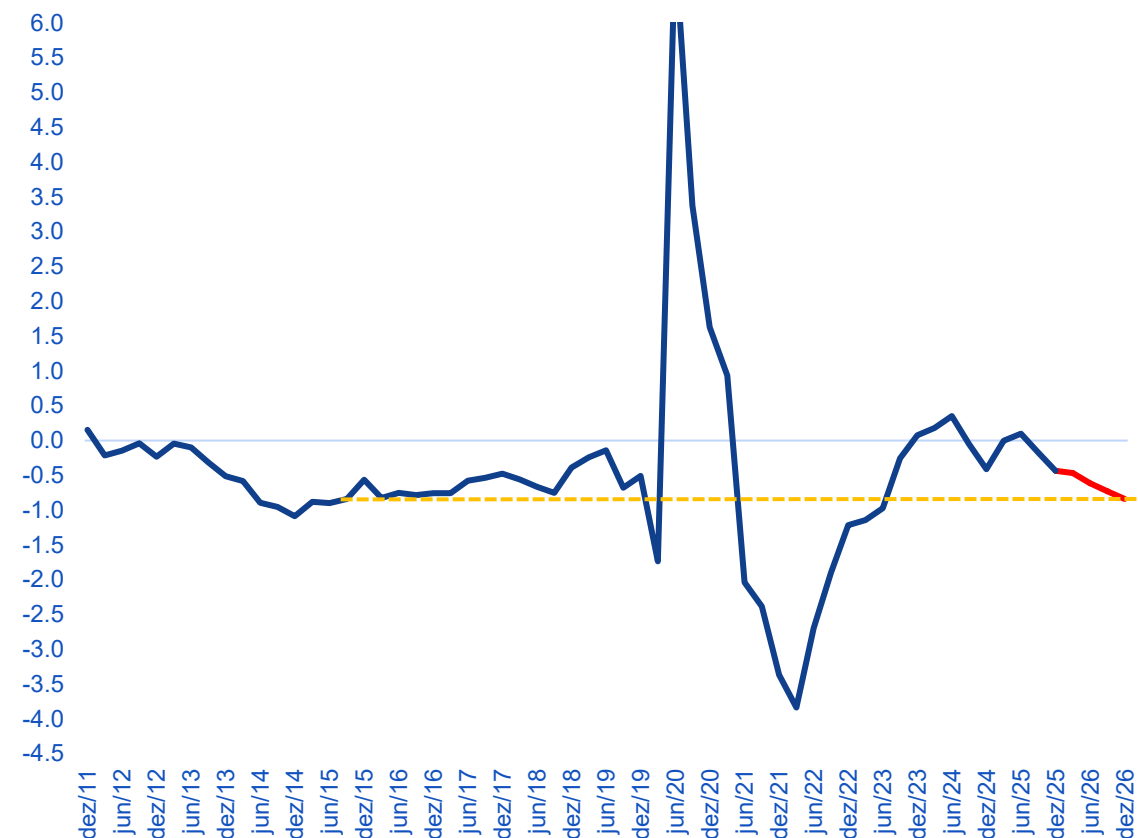
Cenário Alternativo

- Em um cenário alternativo, com o Core PCE atingindo 3,5% ao final de 2026, a prescrição das regras se desloca de forma mais significativa. A média das especificações sobe para cerca de 4,5% em 2026, abrindo um hiato mais relevante frente à taxa efetiva, de 90 bps, acima da faixa de tolerância historicamente observada pelo Fed. Nesse contexto, o balanço de riscos passaria a ser menos confortável e poderia justificar uma reação da autoridade monetária.

Trajetória utilizando a média entre as regras de Taylor



Gap Histórico: FFR vs. Média das Regras de Taylor



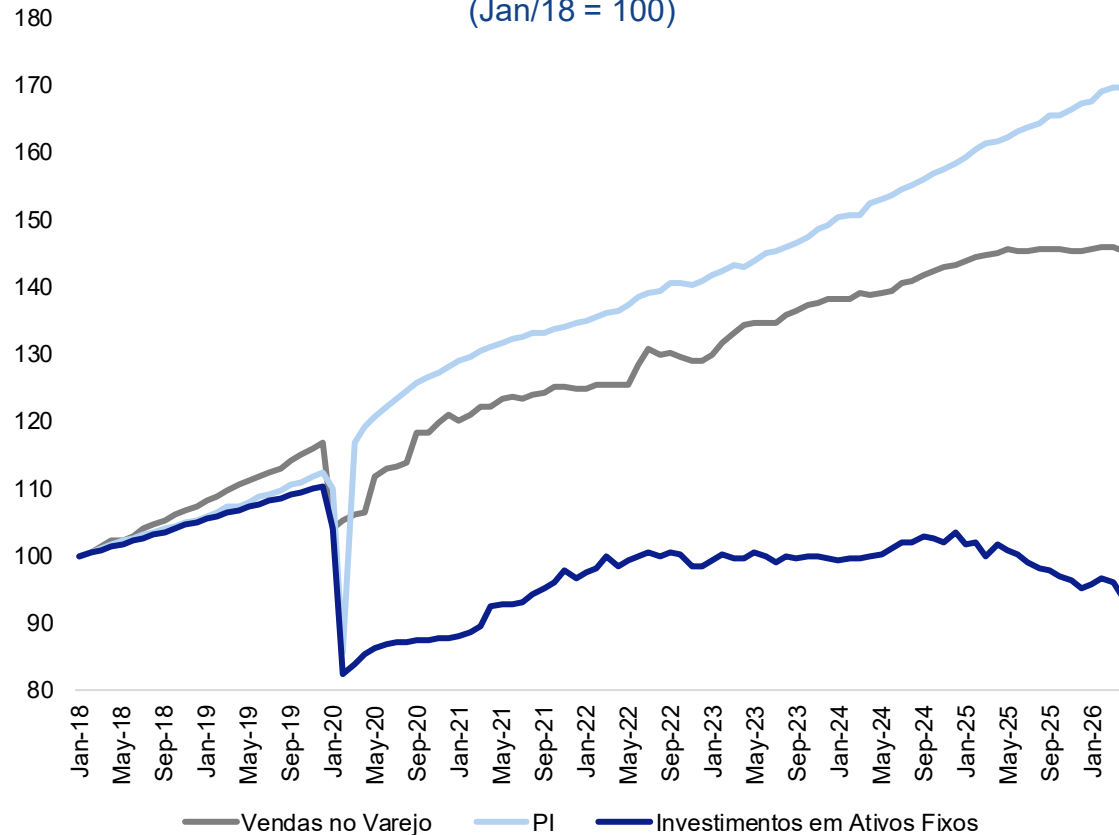
China: Atividade Econômica

Atividade doméstica enfraquecida

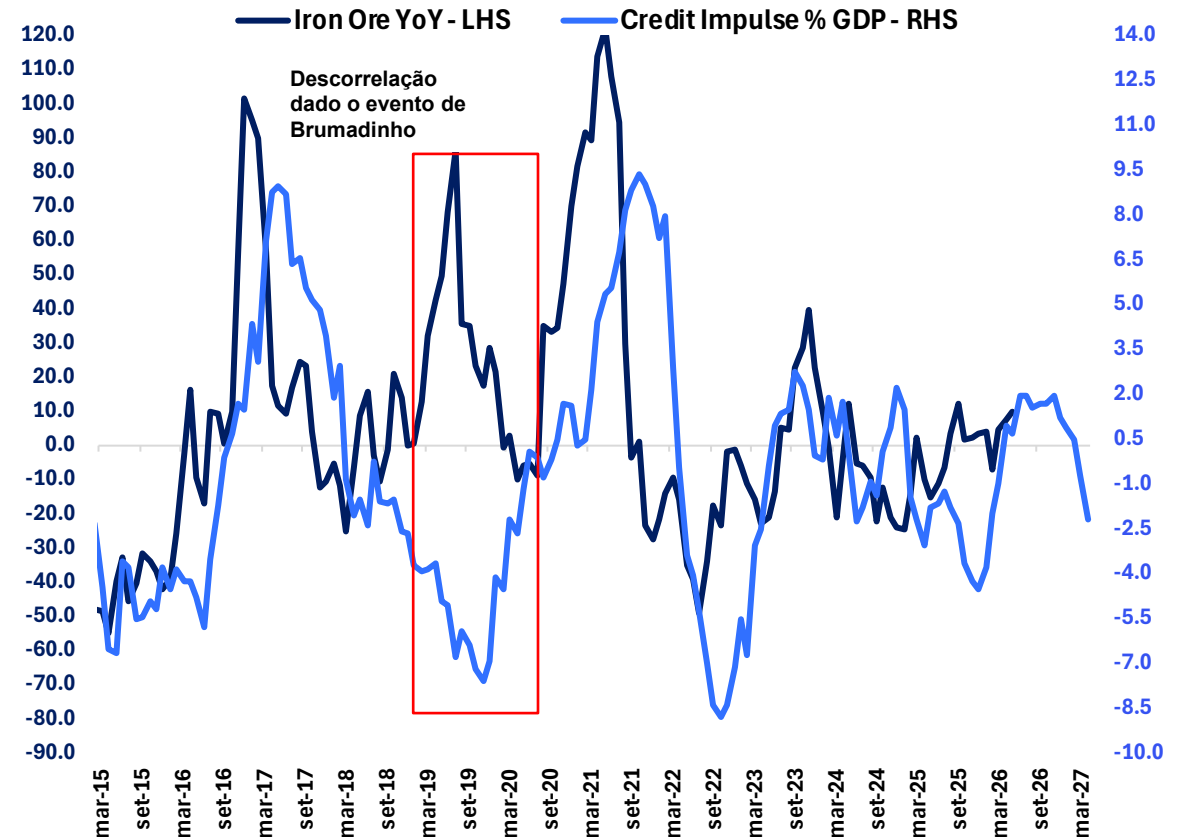
- Após um primeiro trimestre mais forte, os dados de abril perderam tração, refletindo o choque de energia, as inundações no sudeste da China e algum *payback* do trimestre anterior. O padrão segue de uma economia em duas velocidades, com exportações e setores ligados à tecnologia apresentando desempenho superior aos tos mais dependentes da demanda doméstica.

Indicadores de Atividade Econômica

(Jan/18 = 100)



Impulso de Crédito (% do PIB)



China: Inflação

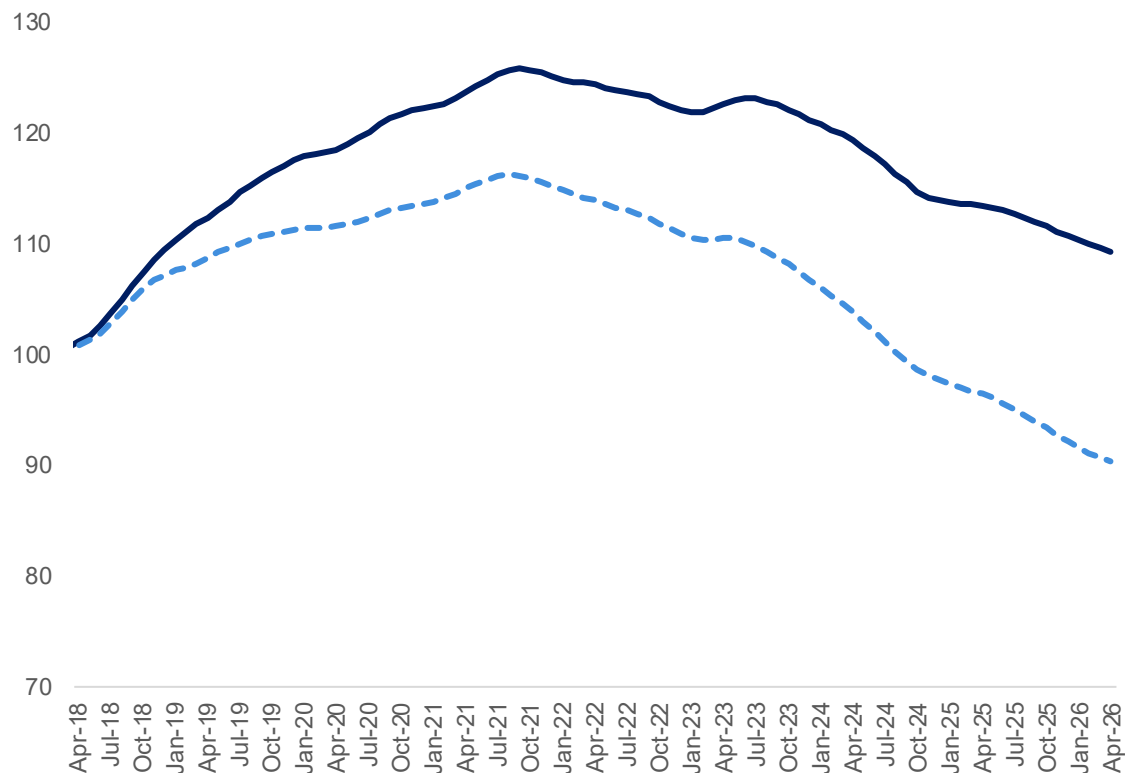
Inflação: choque de oferta, não de demanda

- Os dados de CPI e PPI mostraram aceleração na margem, impulsionada por energia e custos de produção. No entanto, a fraqueza da demanda tem limitado repasses e reduzido o risco de efeitos de segunda ordem mais intensos.

Preço de imóveis

(jan/18=100)

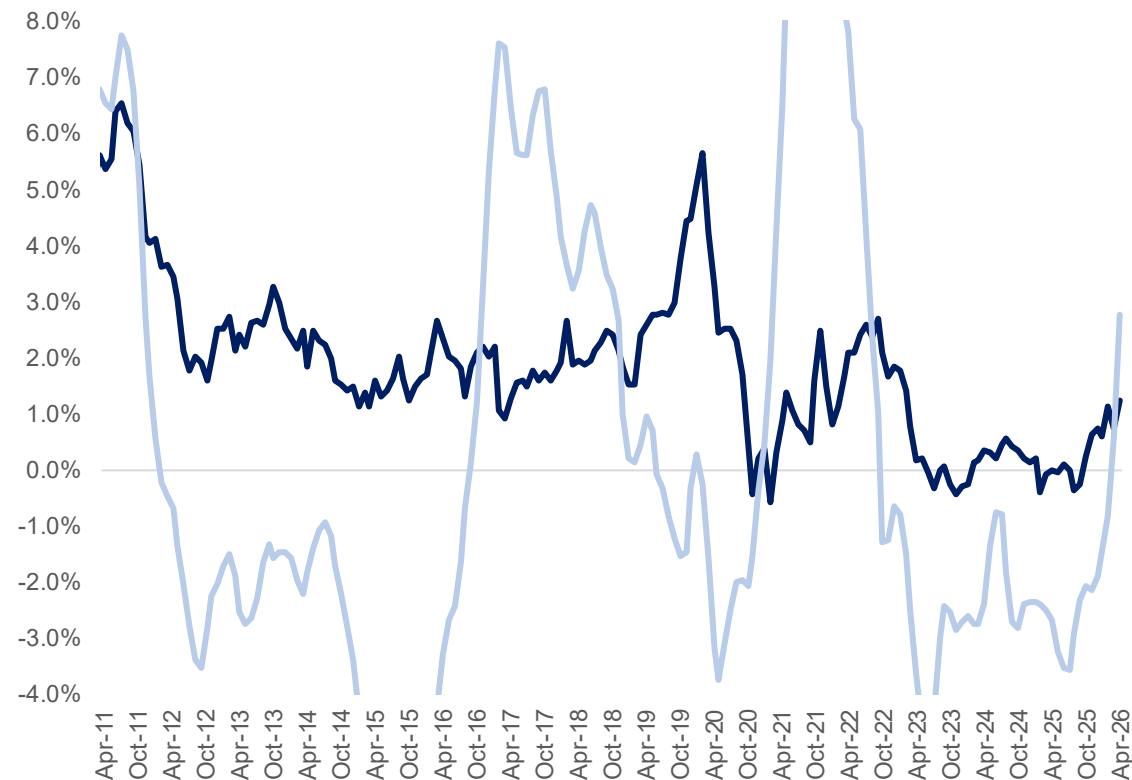
— Novas Casas — Casas Usadas



Inflação ao Consumidor e ao Produtor

(a/a, %)

— CPI — PPI



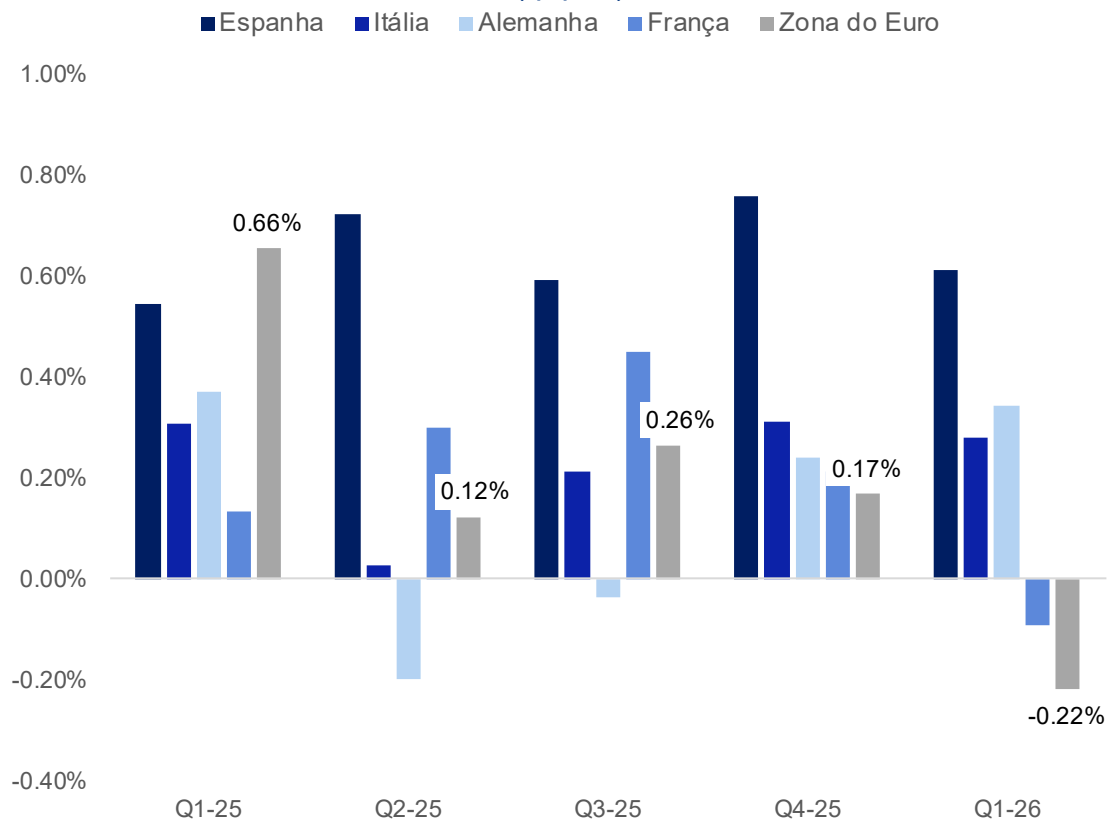
Zona do Euro: Atividade Econômica

Choque de energia ainda sem impacto relevante no crescimento

- Apesar da elevada dependência energética, os dados recentes de atividade e confiança na Europa ainda não mostram impacto significativo do choque de energia sobre o crescimento.

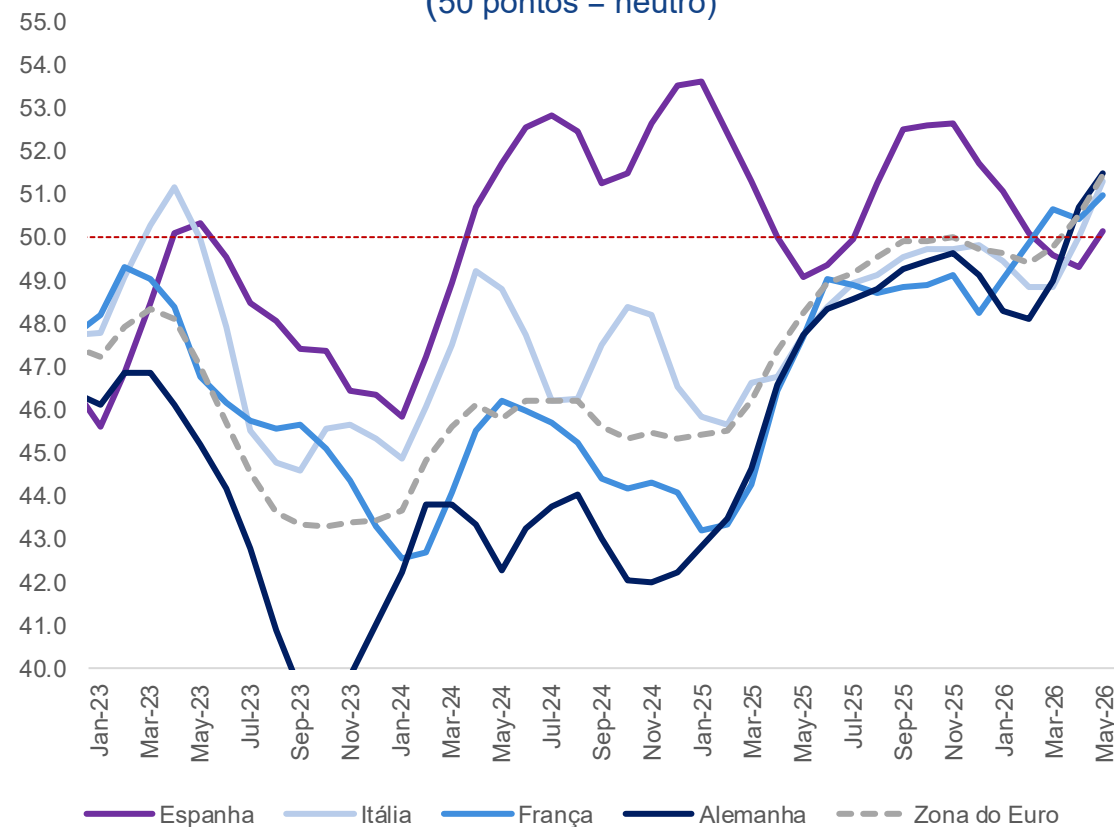
PIB regional

(q/q, %)



PMI Manufatura – 3MMA

(50 pontos = neutro)

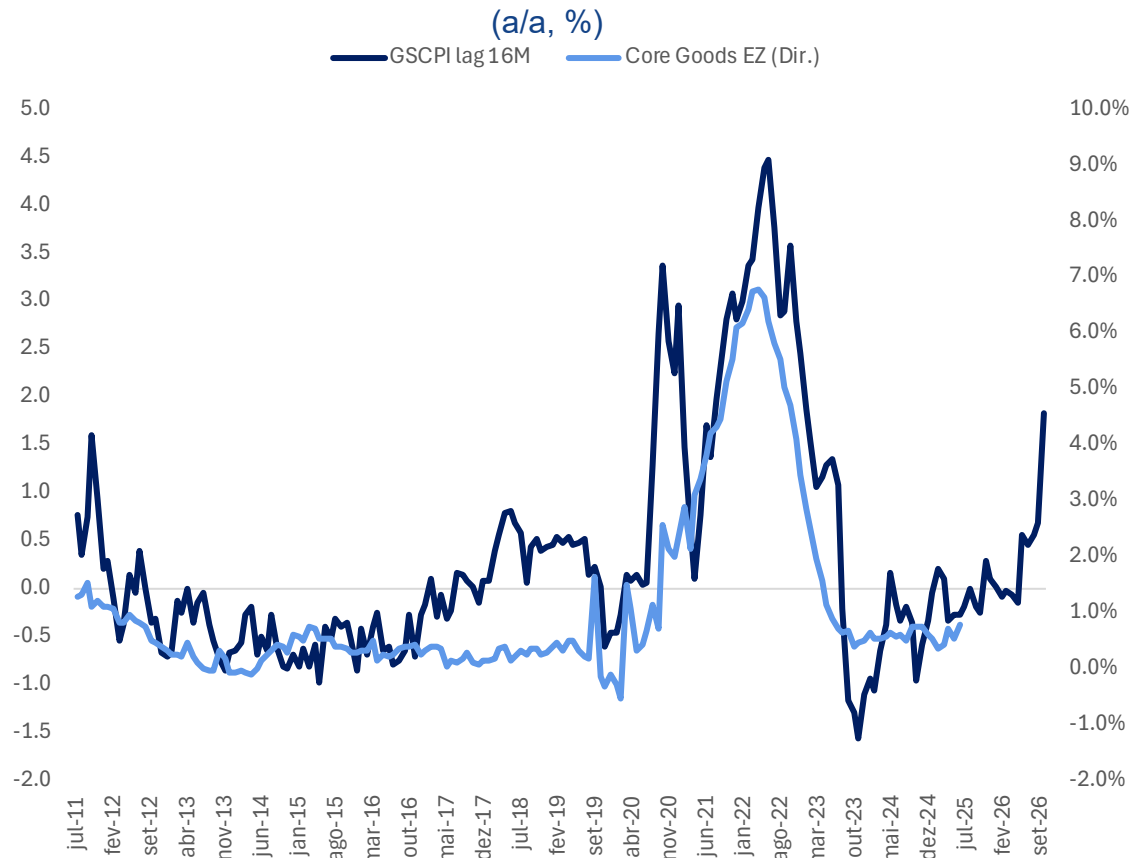


Zona do Euro: Inflação

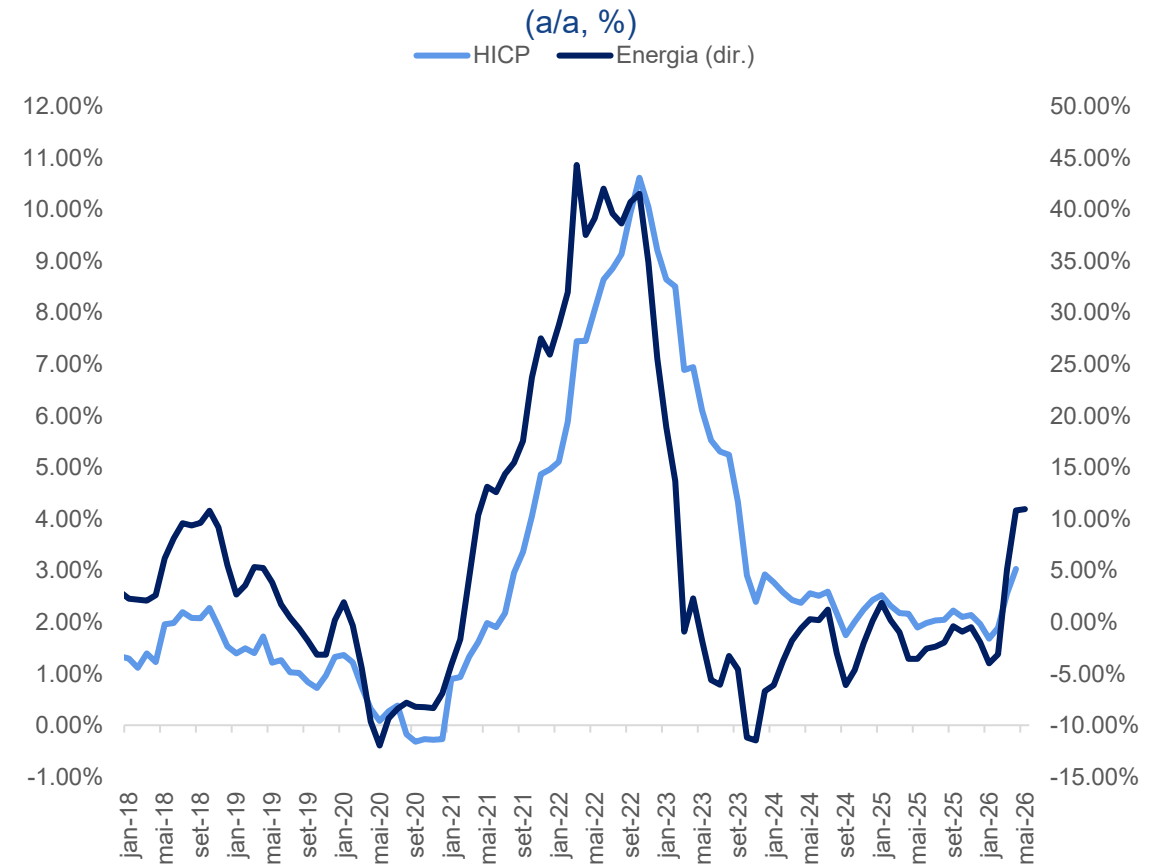
Pressões altistas na inflação?

- Assim como nos EUA, a zona do euro enfrenta riscos altistas para a inflação de bens, em meio a disrupções nas cadeias produtivas decorrentes do conflito no Oriente Médio.

HICP e salários negociados



HICP e HICP Energia

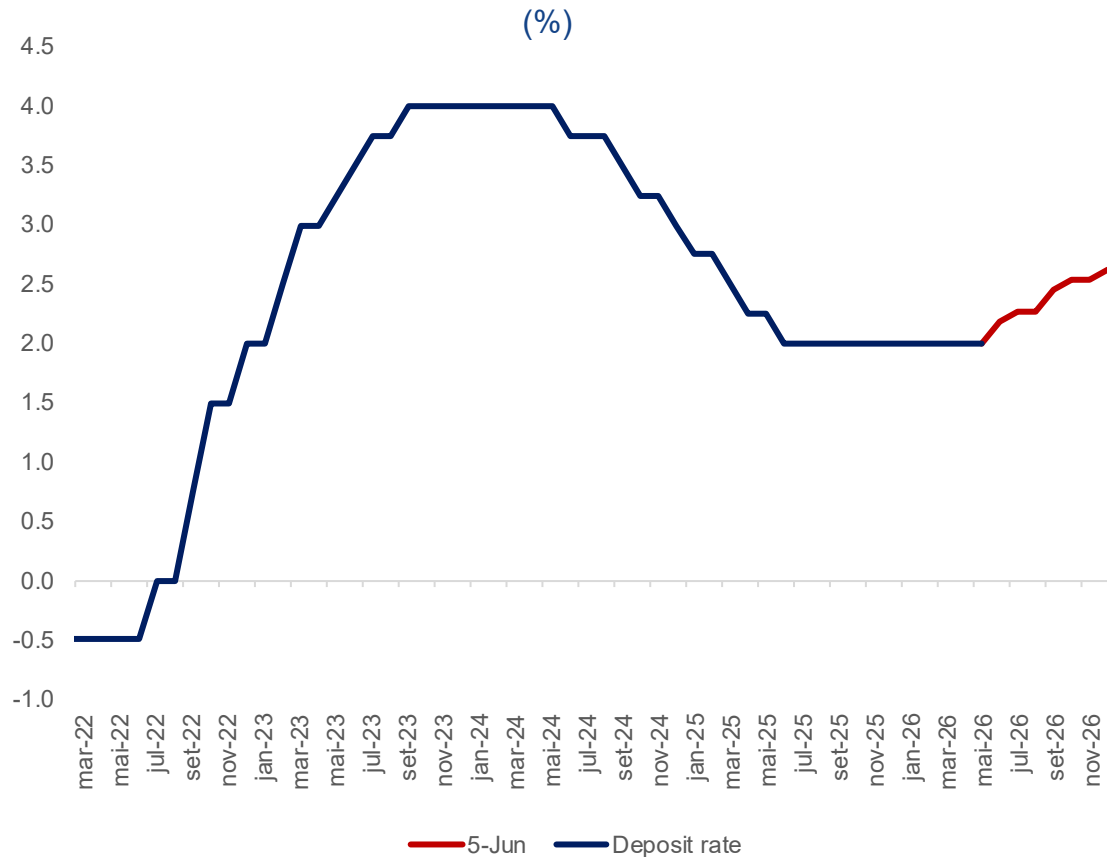


Zona do Euro: Política Monetária

BCE deve retomar alta de juros no encontro de junho

- Com o barril de petróleo consistentemente acima do nível considerado no baseline de março pelo BCE, e visando preservar credibilidade, esperamos que o Banco Central Europeu eleve a taxa de juros em 25bps na reunião de junho. A autoridade deve sinalizar postura vigilante e manter a porta aberta para ajustes adicionais. O mercado atualmente precifica cerca de 60bps de aperto, equivalente a um pouco menos que três altas de 25bps.

Precificação de Mercado: Taxa de Depósito



Condições Financeiras



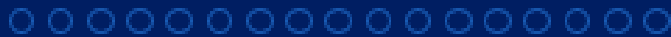
Principais projeções – Cenário Global

	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	2.2	2.2
PIB (% acum. no ano)	2.46	2.97	2.58	-2.08	6.15	2.52	2.93	2.79	2.17	2.4	2.3
Taxa de Desemprego (%)	4.13	3.91	3.55	6.70	3.94	3.49	3.77	4.09	4.38	4.3	4.3
PCE Headline (% a/a)	1.75	2.05	1.43	1.09	4.13	6.54	3.81	2.62	2.90	3.8	2.4
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	4.0	2.4
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	0.8	1.3
CPI Headline (% y/y)	1.53	1.76	1.19	0.25	2.60	8.36	5.47	2.37	2.12	2.9	2.1
CPI Núcleo (% y/y)	1.01	1.01	1.05	0.69	1.45	3.94	4.96	2.86	2.42	2.4	2.3
ECB Deposit Rate (%)	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	2.00	4.00	3.00	2.00	2.5	2.5
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	1.1	1.1
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	6.75	6.6
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

Pedro Oliveira

Pedro-h.oliveira@btgpactual.com

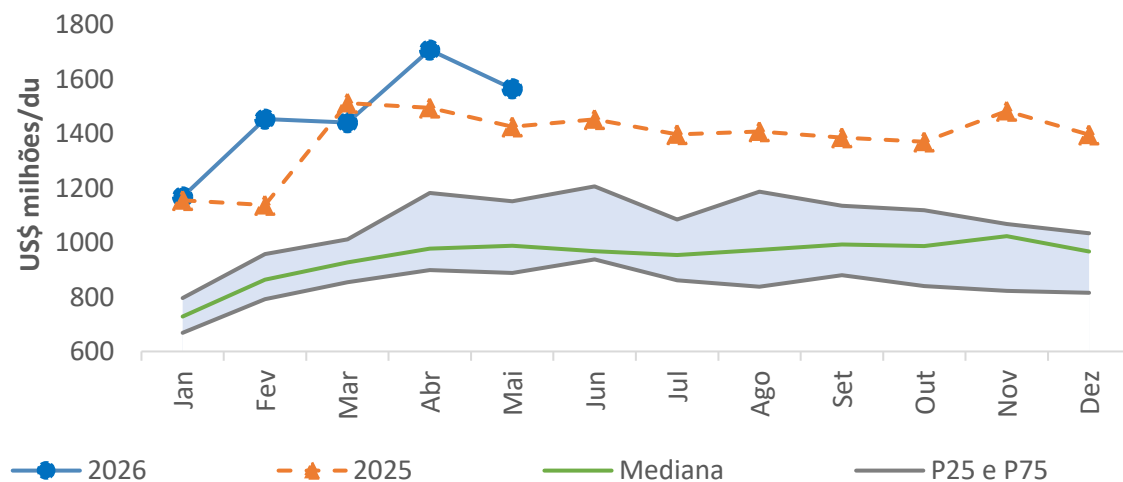


- **Projetamos superávit comercial de US\$90 bilhões em 2026; viés é altista.** O superávit comercial vinha ganhando tração desde o 4T25, sobretudo em função do **aumento do quantum exportado** – destaque para petróleo por conta do significativo aumento da produção a partir do 2S25. A forte alta dos preços do petróleo no mercado internacional e de outras commodities reforçou as exportações na margem, mas não resultou em aumento significativo dos termos de troca até abril. A manutenção dos preços do Brent 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.
- **O El Niño não altera nosso cenário para as contas externas.** Os efeitos sobre a produção agrícola tendem a se concentrar em 2027, com impacto potencialmente mais relevante sobre o milho. Para a soja, o histórico sugere efeitos moderados sobre a produção e valor exportado – a redução do quantum exportado tende a ser compensada por preços mais elevados. Nas demais commodities relevantes da pauta exportadora, o impacto sobre o valor exportado tende a ser mínimo. Além disso, nossa projeção para a produção de petróleo em 2027 (de 4,2 milhões de barris por dia) já foi superada pelos dados recentes, o que levou à incorporação de um cenário ligeiramente mais forte para o setor que compensa integralmente o impacto do El Niño. Assim, mantemos nossa projeção de superávit comercial em US\$ 90 bilhões em 2027.
- **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, embora o saldo considerando o IDP líquido fique ligeiramente negativo.
- **Forte aceleração do fluxo comercial em maio.** A entrada de dólares para o país pelo to comercial acelerou de forma significativa na margem, alcançando em maio quase US\$9bilhões – o maior fluxo de todos últimos 13 anos. A continuidade da aceleração da balança comercial sugere potencial para entradas adicionais expressivas de dólares pelo to ao longo dos próximos meses. O fluxo financeiro segue volátil, mas com saída líquida no ano até maio significativamente inferior à dos últimos 3 anos. Como resultado, o fluxo total líquido do ano está positivo em US\$ 14bilhões, o maior valor dos últimos 9 anos.
- **Mantemos nossa projeção de taxa de câmbio de R\$4,90/US\$ no fim de 2026.** A projeção reflete a melhora das contas externas, impulsionada pelo maior superávit comercial associado ao petróleo, a posição relativa mais favorável do Brasil entre emergentes no choque atual e o diferencial de juros ainda elevado. Contudo, pressupõe um compromisso crível com a estabilização fiscal após as eleições e está sujeita a riscos de curto prazo decorrentes do ambiente internacional mais adverso.

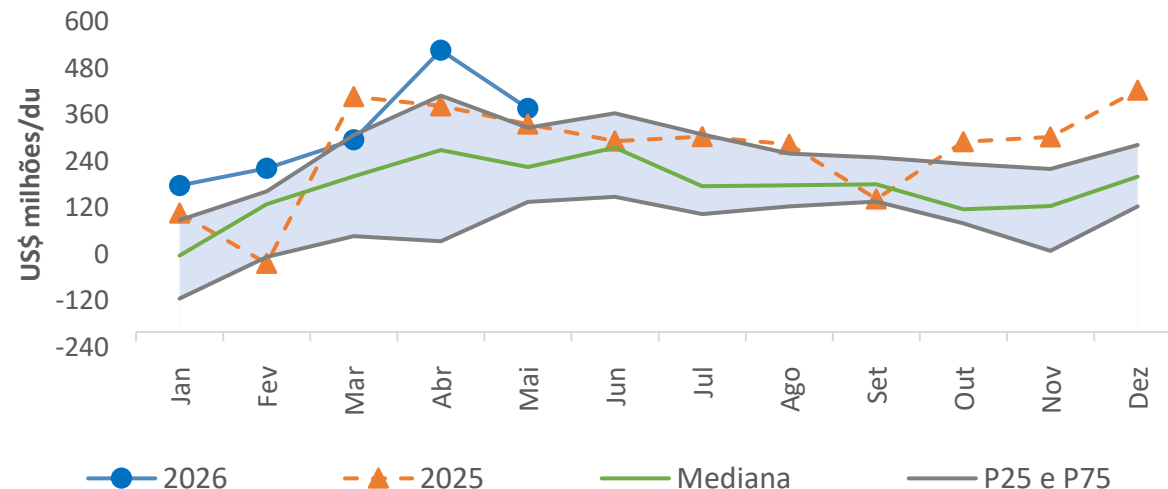
Forte aceleração das exportações em 2026

- A aceleração do saldo comercial desde o 4T25 decorre, sobretudo, do maior dinamismo das exportações, em função do aumento da produção de commodities, com destaque para o petróleo.

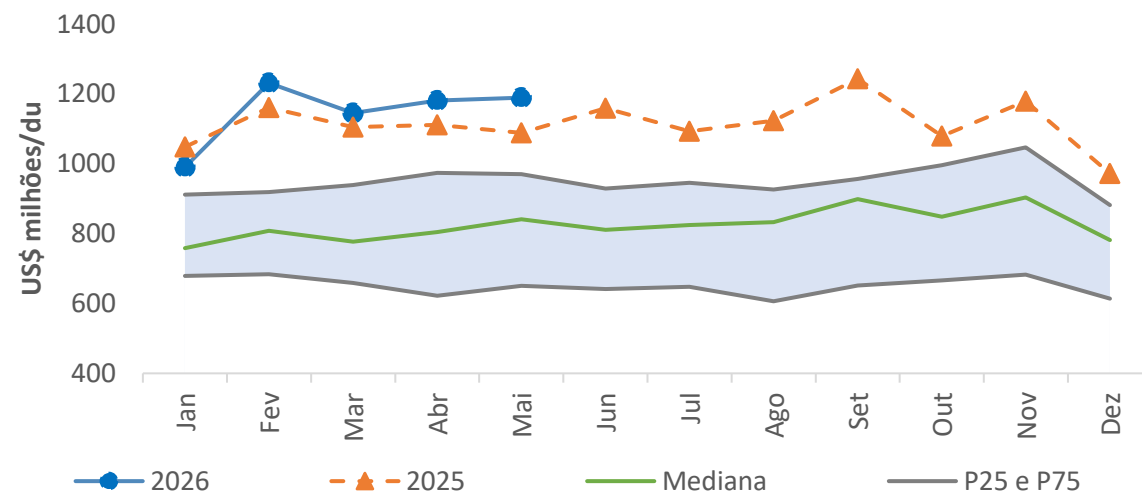
Exportações (US\$milhões/du)



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



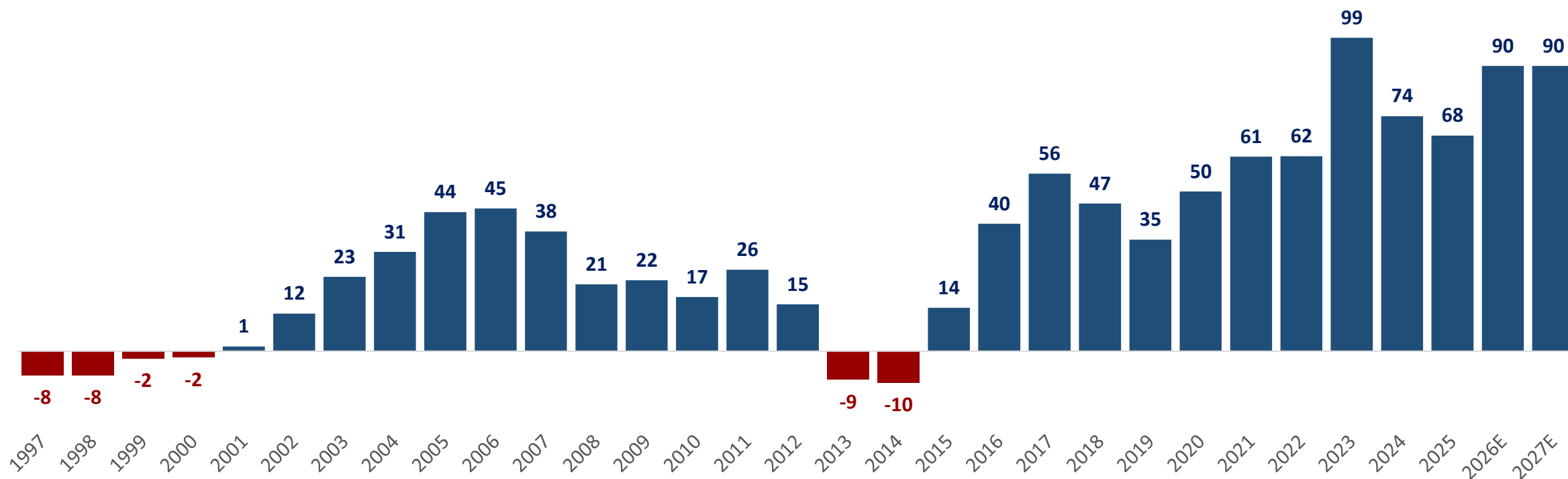
Importações (US\$milhões/du)



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.

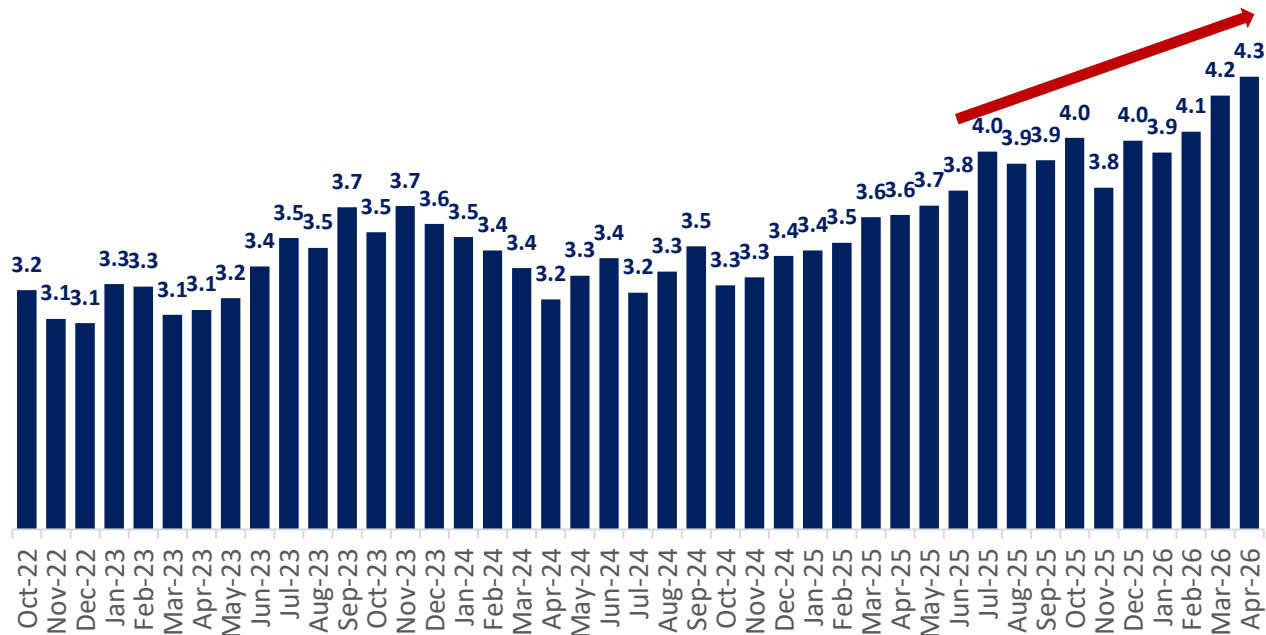
Saldo da balança comercial (MDIC)
(US\$ bilhões)



Petróleo: forte alta da produção e de 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 4,3 milhões de barris/dia em abr/2026**.
- Apesar da tendência de alta da produção, houve recuo das exportações de petróleo em maio, refletindo fatores temporários, como reprogramação de embarques, ajustes operacionais após a introdução do imposto de exportação de 12% sobre o produto e maior utilização das refinarias domésticas. Esperamos retomada das exportações de petróleo e derivados nos próximos meses, sustentada pela produção recorde e pela manutenção dos preços internacionais em patamar elevado.

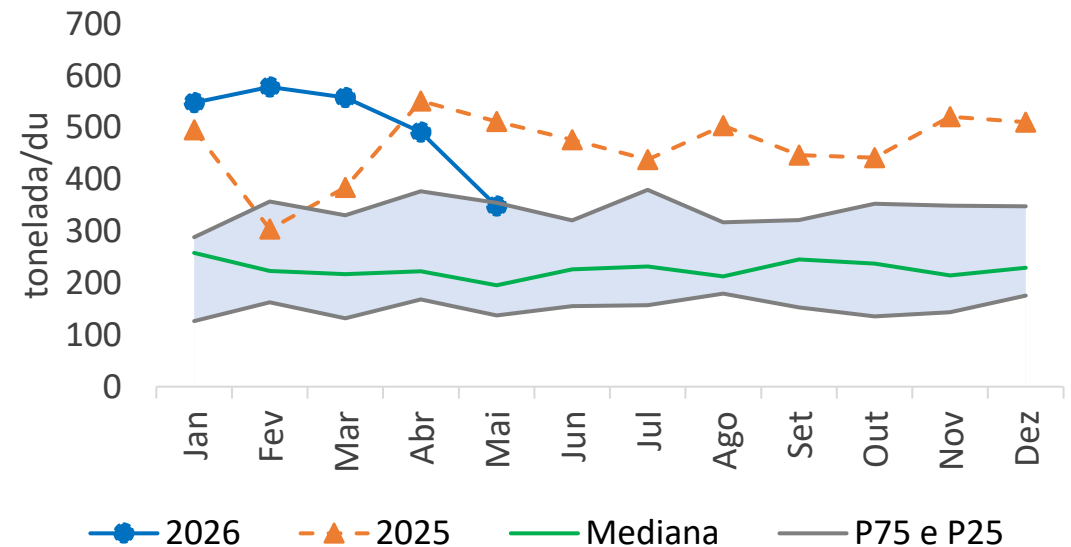
Produção de petróleo mensal (Mboe/d)



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



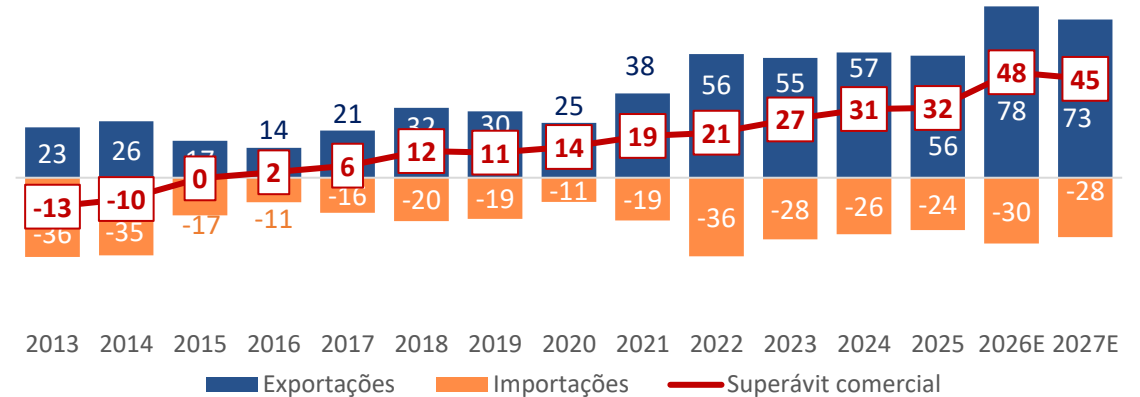
Quantum exportado de petróleo e derivados (Ton/dia útil)



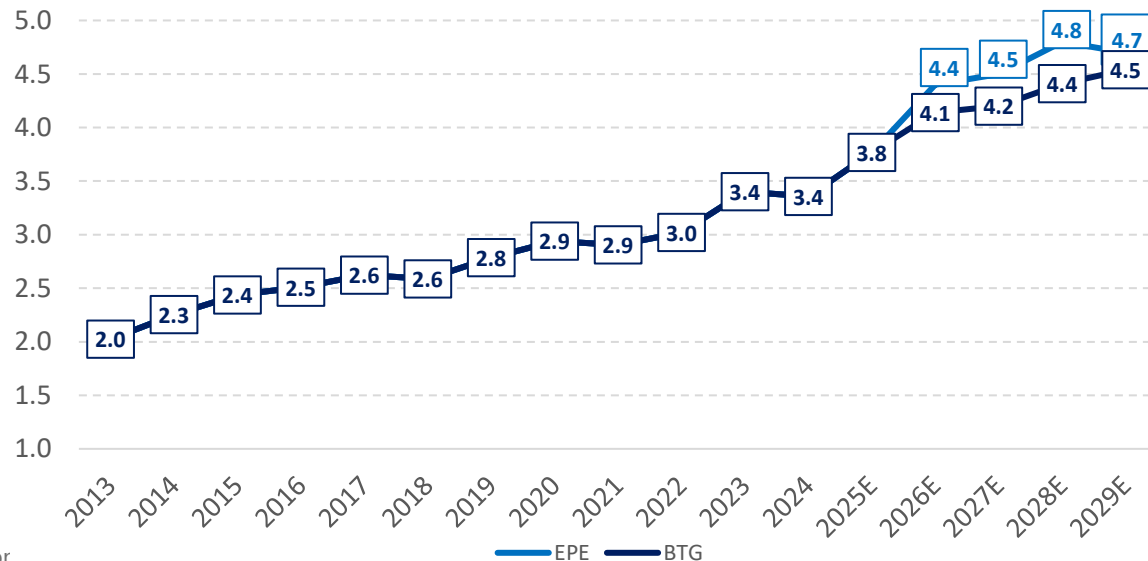
Superávit de petróleo e derivados: recorde de US\$48bi em 2026

- 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.

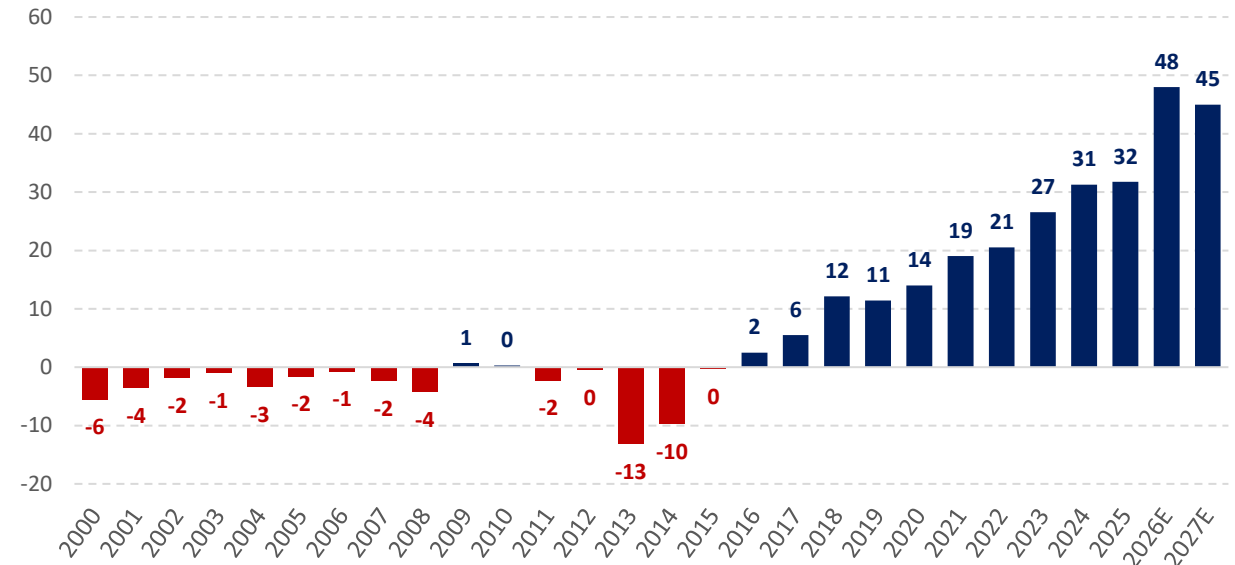
Exportações, importações e saldo de petróleo e derivados (US\$ bilhões)



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



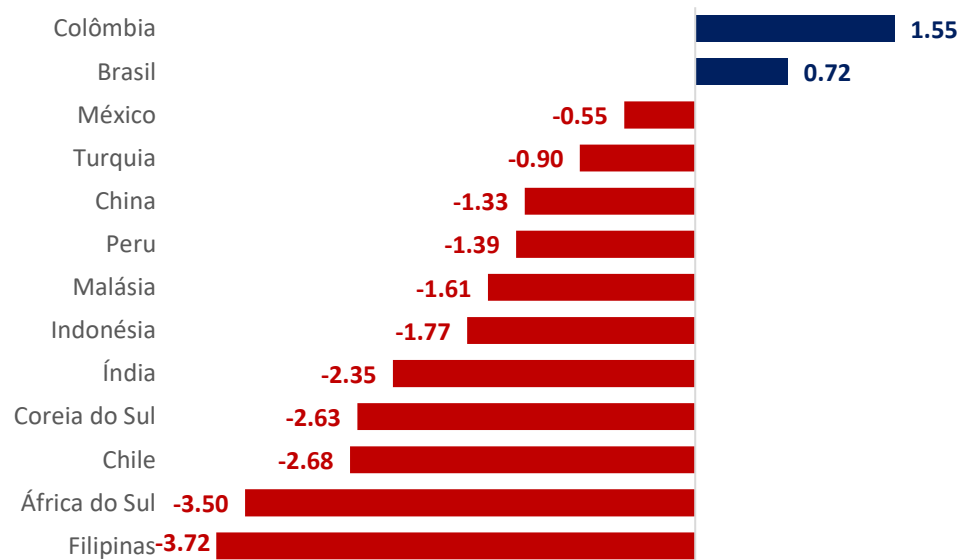
Saldo da balança de petróleo e derivados (US\$ bilhões)



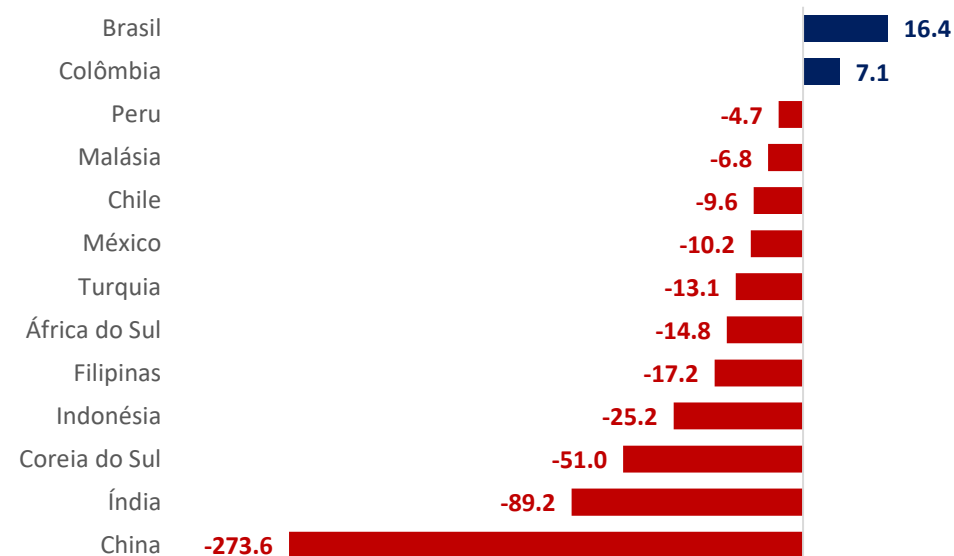
Brasil se destaca entre emergentes no choque atual

- 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)



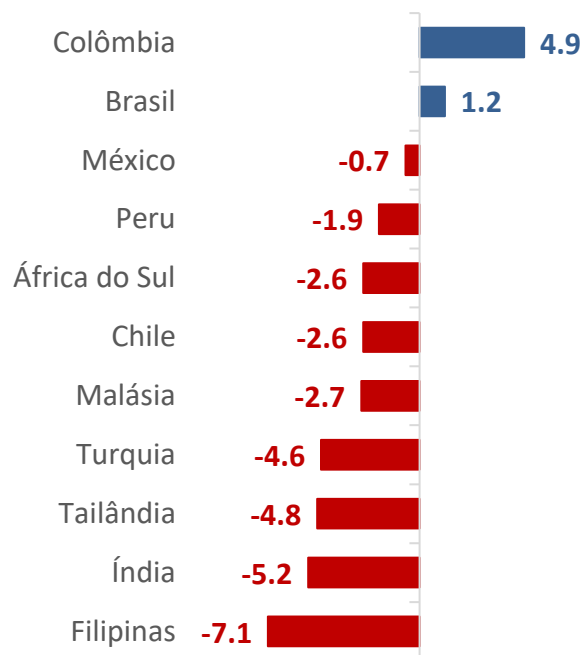
Saldo da balança comercial de petróleo e derivados + fertilizantes em 2025 (US\$ bilhões)



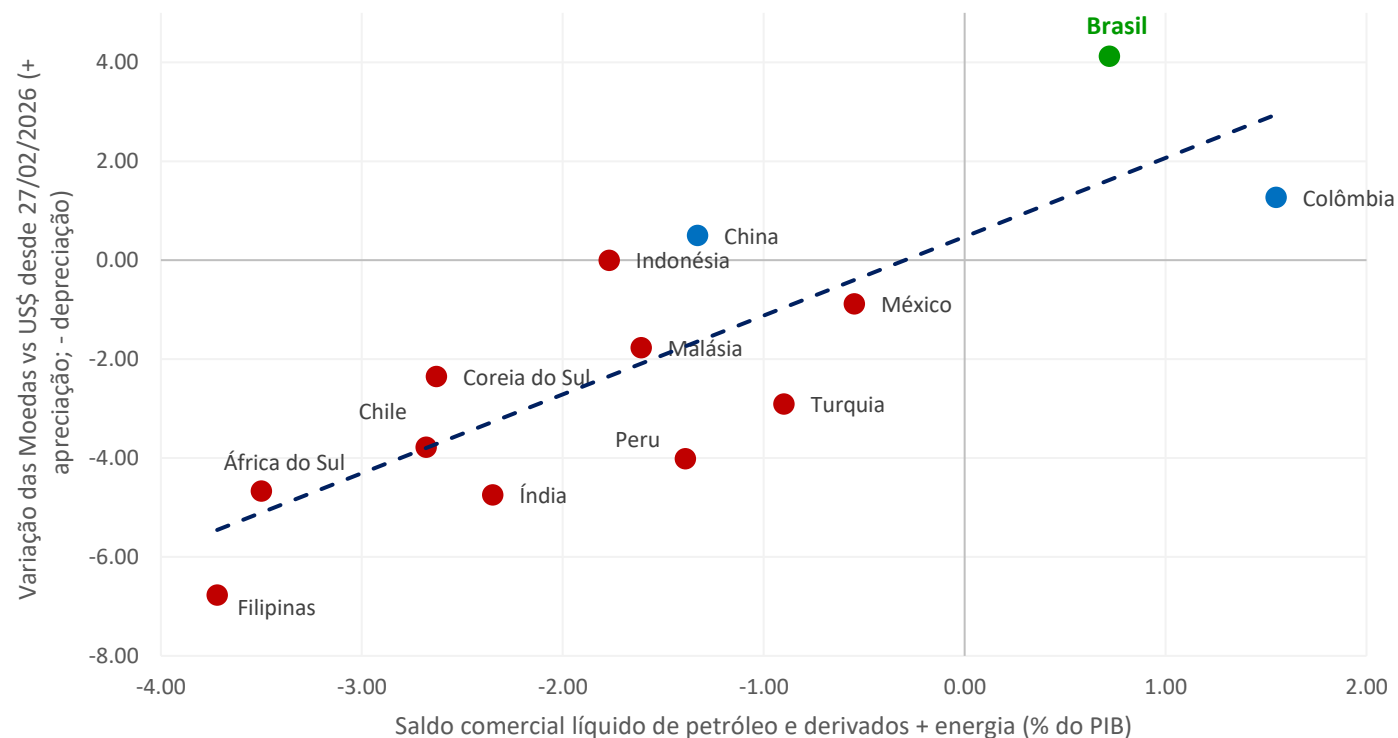
Países com saldo de energia mais favorável apresentaram melhor desempenho relativo de suas moedas

- 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)



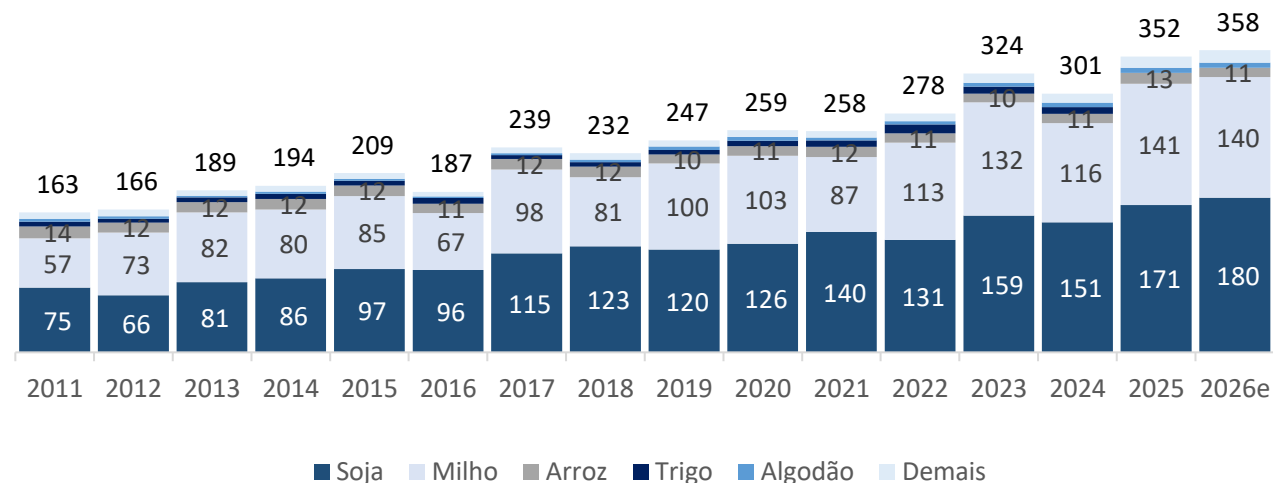
Saldo da balança comercial de energia + fertilizantes e variação da taxa de câmbio



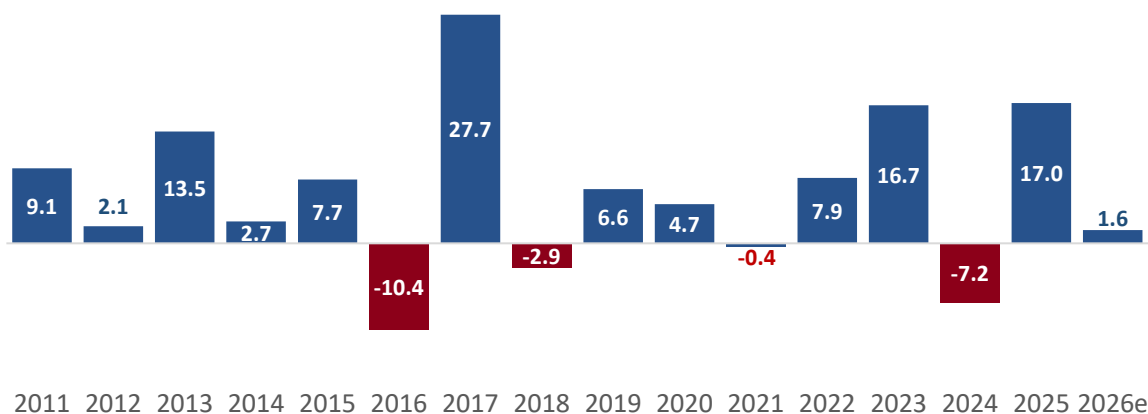
Produção de grãos atingirá novo recorde em 2026

- Para 2026, as projeções mais recentes da CONAB indicam que a produção de grãos deverá atingir máxima histórica, com crescimento de 1,6% ante a safra anterior. O avanço é puxado pela soja (+5,0%); a produção de milho deverá recuar 0,7%.

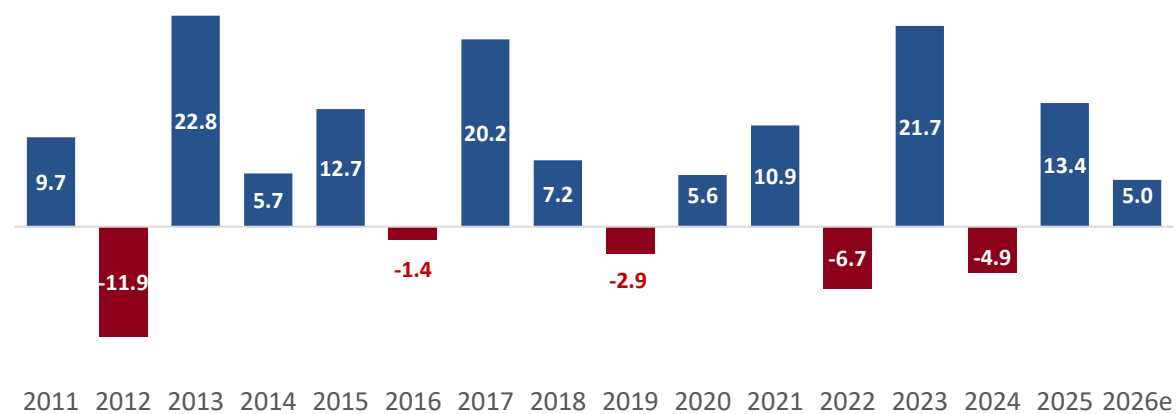
Produção - principais grãos (ton x 10³)



Crescimento da produção de grãos (% a/a)



Crescimento da produção de soja (% a/a)



El Niño: impacto entra principalmente em 2027; 2026 quase não muda

- NOAA/CPC: El Niño provável a partir de maio-julho/26 e persistente até dez/26-fev/27.
- Soja 25/26: colheita 98,3% em maio; impacto climático novo não muda de forma relevante produção/exportações de 2026.
- Milho 25/26: é possível algum impacto na safrinha, colheita e logística.
- Safra 26/27: plantio/desenvolvimento coincidem com pico do fenômeno - **impacto entra em 2027**



Soja

O efeito nacional não é linear: o Sul tende a ganhar com mais chuva enquanto o CO/MATOPIBA perde com seca. Viés baixista para a produtividade nacional vs. Tendência, mas a produção total pode não cair em termos absolutos se houver ganho de área e boa performance no Sul.



Milho

O problema não é só o clima sobre o milho: é o encadeamento. Se a soja atrasa, a colheita atrasa, e o milho safrinha entra mais tarde. Tendência claramente baixista.



Café

Impacto indireto: El Niño pode reduzir risco de geada (positivo). Efeito mais em qualidade/peneira e preço que em volume.



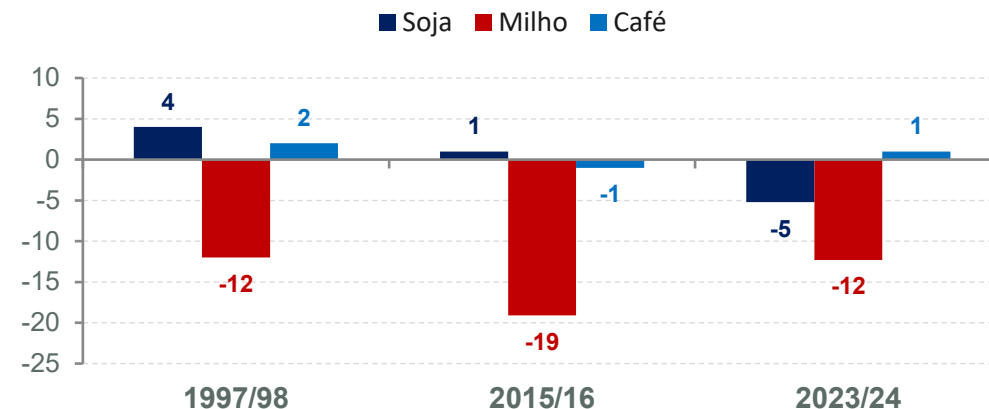
Açúcar e cana

Impacto ambíguo: caiu em 2015/16, mas o clima seco até favoreceu a colheita do Centro-Sul em 2023/24.

Balança comercial: revisão concentrada em 2027, com foco em milho

- Impacto na produção de 2027 tende a ser mais relevante em milho. Em soja, tende a ser bem moderado. Ademais, menor volume exportável deve ser compensado parcialmente por preços mais altos. Projetamos redução da produção de soja de 2% e de milho de 12%. Considerando compensação parcial de preços, nossa projeção para saldo da balança comercial em 2027 reduz apenas em US\$ 0,7bilhão.

Variação de produção em anos de El Niño (% a/a)

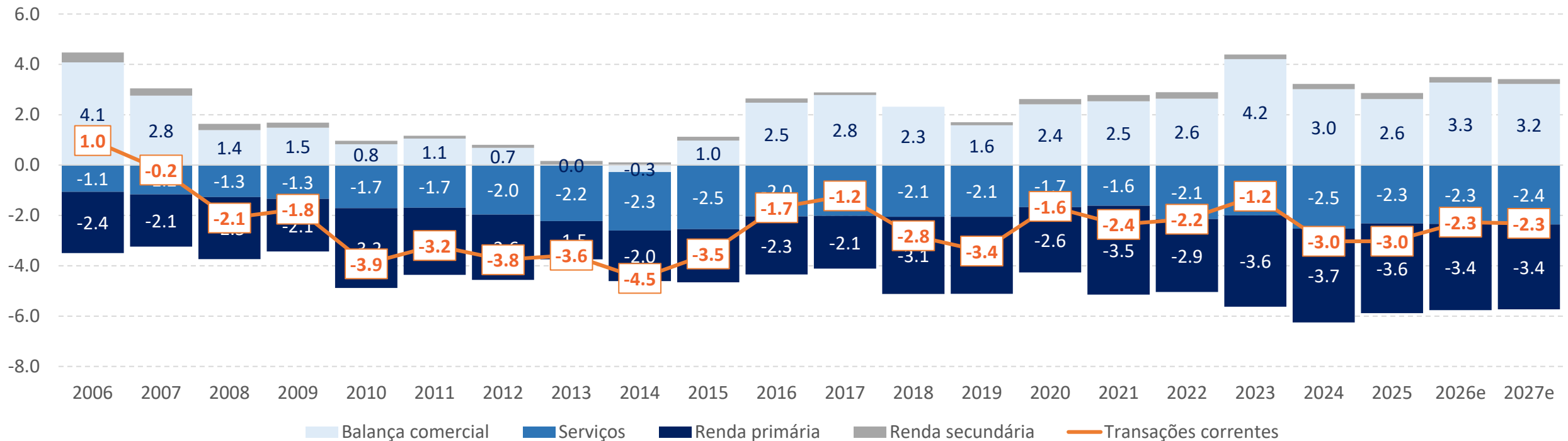


Produto	2026	2027	Nossa projeção
Soja	Sem revisão de volume; safra 25/26 já definida.	Viés baixista leve: produtividade abaixo do potencial, mas Sul pode compensar.	Assumimos redução da produção de soja de 2%, ante projeção anterior de estabilidade. Será compensada por aumento de preços.
Milho	Risco condicional no 2S26 se houver perda na safrinha/colheita/logística.	Principal choque: assumir -12% de produção/exportável	Assumimos redução da produção de milho de 12%, ante projeção anterior de estabilidade. Será compensada apenas parcialmente por aumento de preços.
Café	Sem revisão	Sem revisão de volume; monitorar qualidade, peneira e arábica.	Efeito mais em volatilidade/preço do que em volume exportado.
Açúcar/cana	Sem revisão	Sem revisão de volume; monitorar ATR, mix açúcar/etanol e moagem.	Impacto climático é ambíguo; não alteramos exportações no nosso cenário-base.
Carnes	Sem revisão	Canal indireto via milho/farelo e pastagens.	Risco de margem/custo para aves e suínos; não alteramos nosso volume exportado base.

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.

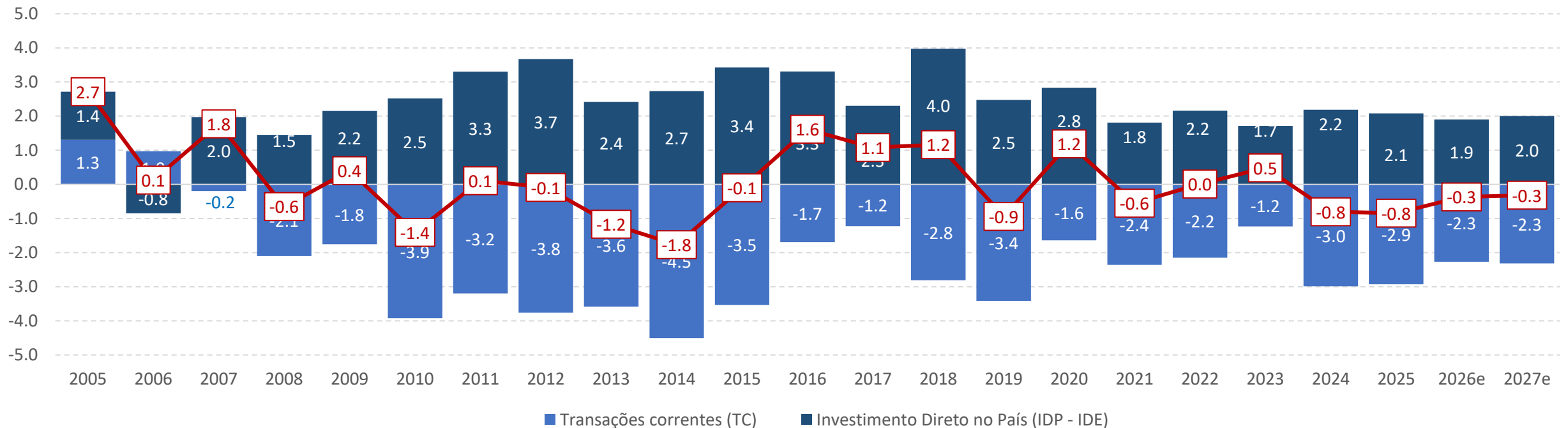
Transações correntes desagregadas
(% do PIB)



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.

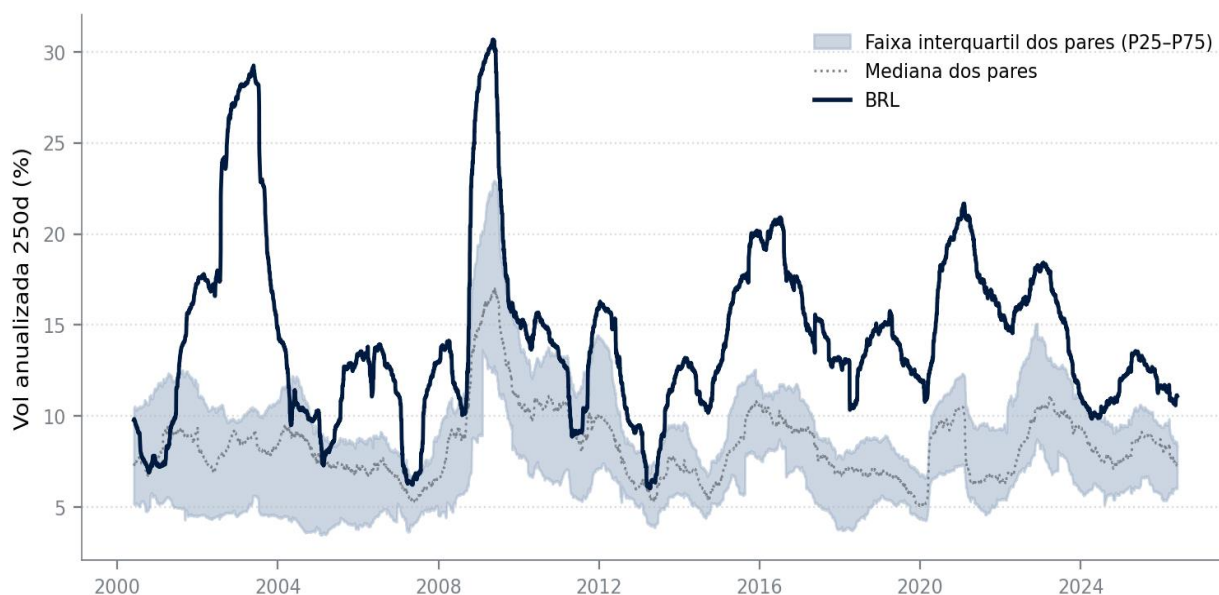
Transações correntes + IDP líquido - Necessidade de financiamento externo
(% do PIB)



No curto prazo, a volatilidade do Real voltou a aumentar

- A vol realizada de 250 dias do BRL está em 11,1%, abaixo da mediana histórica de 13,4% há cerca de 12 meses. Em todos os seis episódios anteriores de vol sustentadamente abaixo do P20, a vol subiu nos 18 meses seguintes. O histórico não associa vol baixa do real a uma direção específica para o câmbio nos meses seguintes, mas à posterior retomada da volatilidade.
- O BRL segue entre as moedas mais voláteis do EM, apesar da queda da vol corrente.
- Assimetria do beta do BRL contra o fator emergente: o real amplifica mais episódios de queda do que de alta. Atualmente, em semanas de depreciação da cesta EM ex-BR, o beta do BRL é de 1,77, ou seja, o real deprecia 1,77% para cada 1% de depreciação da cesta. Em semanas de apreciação da cesta, o beta do BRL é de 1,21.

Vol anualizada – BRL x mediana e percentis dos pares



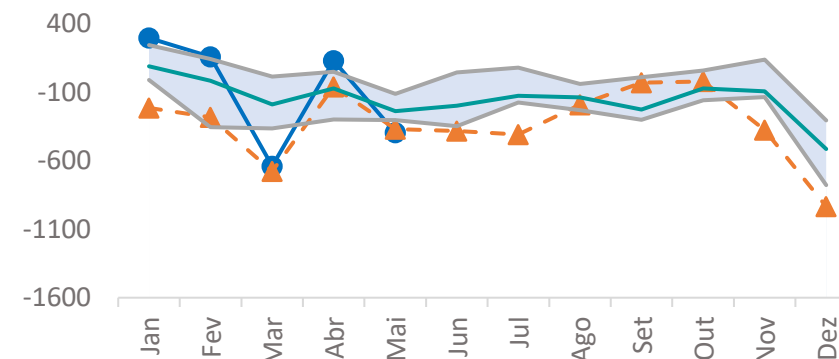
Beta condicional do BRL contra a cesta EM ex-BR (Janela móvel de 156 semanas)



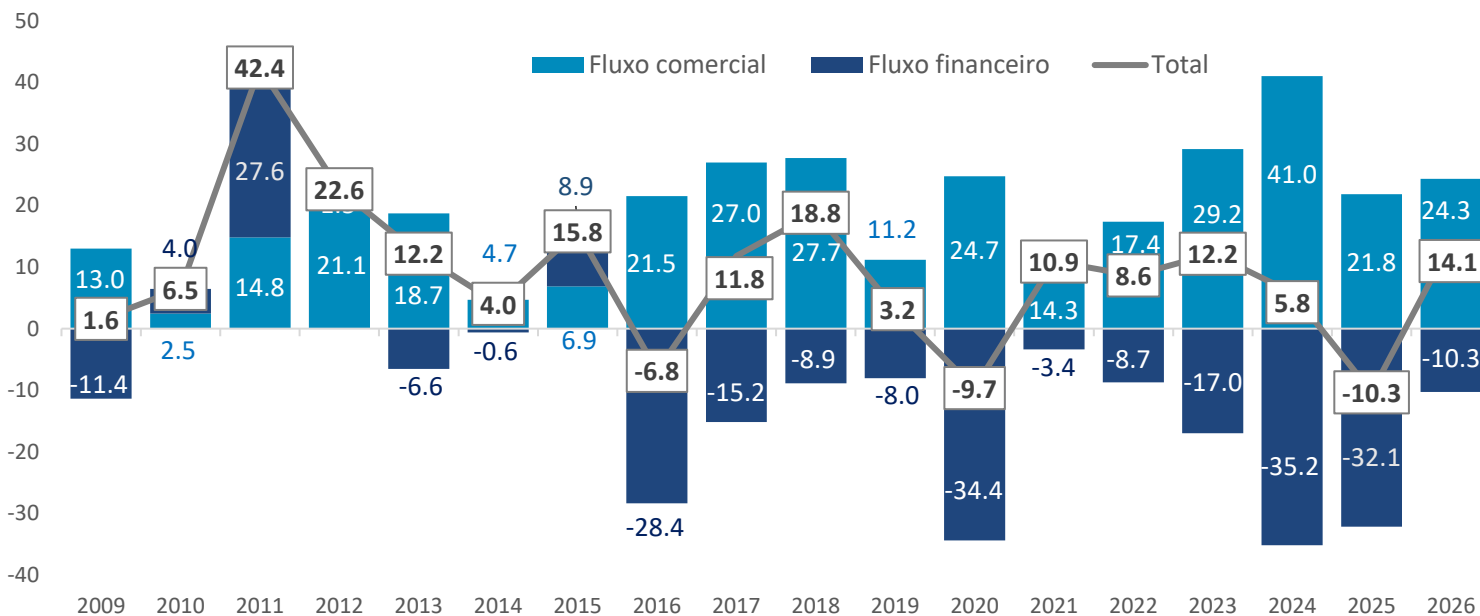
Forte aceleração do fluxo comercial na margem

- A entrada de dólares para o país pelo to comercial acelerou de forma significativa na margem, alcançando em maio quase US\$9 bilhões – o maior fluxo do to dos últimos 13 anos. A continuidade da aceleração da balança comercial sugere potencial para entradas adicionais expressivas de dólares pelos to ao longo dos próximos meses. O fluxo financeiro segue volátil, mas com saída líquida no ano até maio significativamente inferior à dos últimos 3 anos. Como resultado, o fluxo total líquido do ano está positivo em US\$ 14 bilhões, o maior valor dos últimos 9 anos.

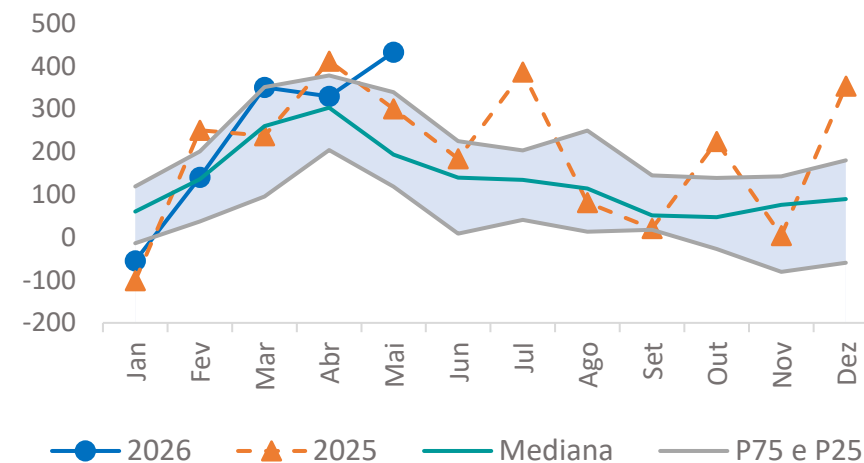
Fluxo financeiro
(média diária, US\$milhões/du)



Fluxo cambial líquido (acumulado no ano até maio, US\$bilhões)



Fluxo comercial
(média diária, US\$milhões)



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



11 12 13 14 15 16 17

Year 2016
10
25
34
30
60
90
150
120



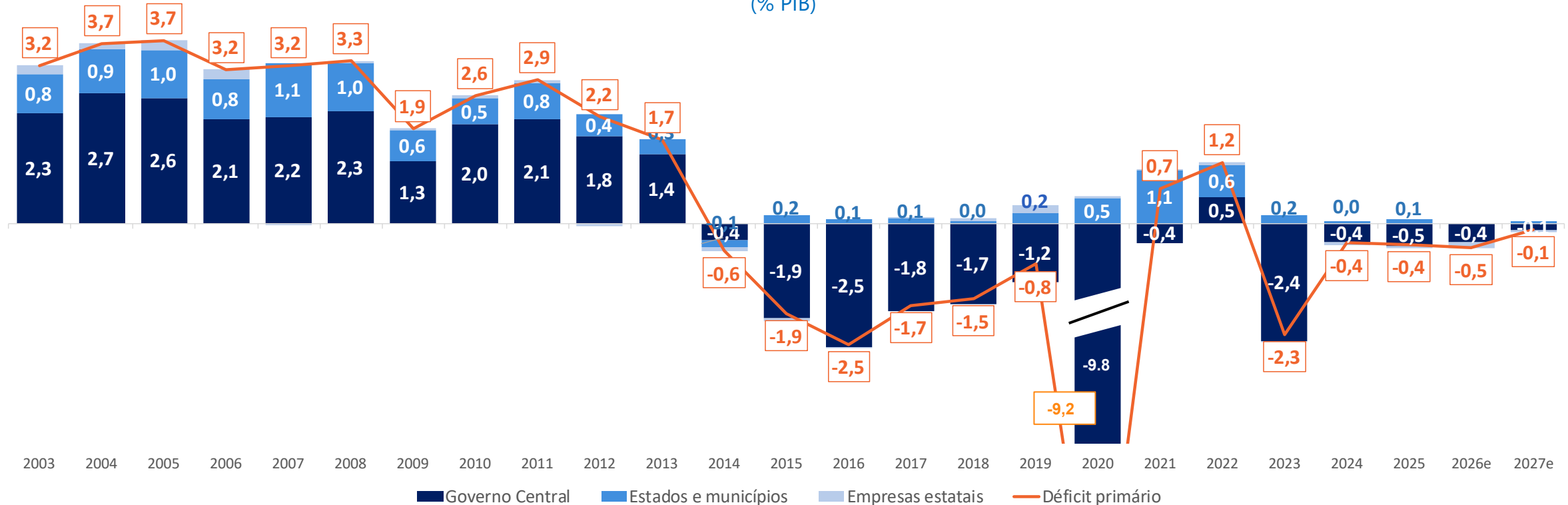
Medidas de estímulo à demanda reduzem espaço para cortes na Selic, pressionando o déficit nominal e a dívida pública

- O acúmulo de estímulos à demanda reduziu o espaço para cortes na Selic e pressionou nossas projeções fiscais. As medidas parafiscais anunciadas desde meados de 2025 já somam cerca de R\$275 bilhões e devem injetar R\$142 bilhões adicionais na economia este ano. Embora não sejam contabilizadas como despesa primária e, portanto, não afetem diretamente o cumprimento das metas fiscais, os custos de sua expansão já aparecem na forma de despesas maiores com juros.
- Projetamos déficit nominal de 8,9% do PIB em 2026, o maior desde a pandemia, refletindo despesas com juros de 8,4% do PIB. O impacto mais relevante da revisão do cenário de Selic, contudo, ocorre em 2027, ano para o qual elevamos nossa projeção de déficit nominal de 7,4% para 8,4% do PIB.
- Com isso, revisamos nossa projeção de dívida bruta de 80,6% para 80,9% do PIB em 2026 e de 83,9% para 85,0% em 2027.
- A arrecadação federal segue robusta até abril, já incorporando os primeiros efeitos do choque do petróleo. Para 2027, o cenário de cortes menores na Selic implica crescimento econômico mais fraco, mas o impacto sobre a receita foi compensado, por ora, por uma hipótese mais alta para a inflação. Projetamos, assim, déficit primário do setor público de 0,5% do PIB em 2026 e 0,1% em 2027. Para o governo central, as projeções são de déficits de 0,4% e 0,1% do PIB, respectivamente, ambos compatíveis com o piso da meta fiscal.
- Por fim, novas medidas para suavizar os preços de combustíveis foram anunciadas nas últimas semanas, elevando o impacto primário total a um patamar compatível com nossa premissa original. Assumindo adesão de 85% na gasolina e 65% no diesel aos programas de subsídio, estimamos custo primário de R\$44 bilhões para as medidas já anunciadas, podendo chegar a R\$65 bilhões em caso de adesão integral. Com receita extra associada ao choque do petróleo estimada em R\$53 bilhões, estamos próximos do limite para acomodar essas políticas sem deterioração adicional do cenário fiscal deste ano.

Inflação mais alta limita impacto do PIB mais fraco no primário de 2027

- Para 2026, projetamos déficit primário do setor público de R\$69 bilhões (0,5% do PIB), ante R\$55 bilhões (0,4% do PIB) há um mês, refletindo a piora do governo central após a exclusão das receitas com leilões de petróleo. Para fins de cumprimento da meta, o resultado equivale a superávit de R\$10 bilhões, acima do limite inferior da banda (déficit zero).
- Para 2027, o efeito do crescimento mais fraco tem sido compensado por uma inflação mais elevada. Projetamos déficit primário de R\$19 bilhões (0,1% do PIB), praticamente estável em relação ao mês anterior. Para o governo central, a projeção é de déficit de R\$21 bilhões (0,1% do PIB), equivalente a superávit de R\$45 bilhões pelo critério ajustado, acima do limite inferior da meta (R\$37 bilhões).

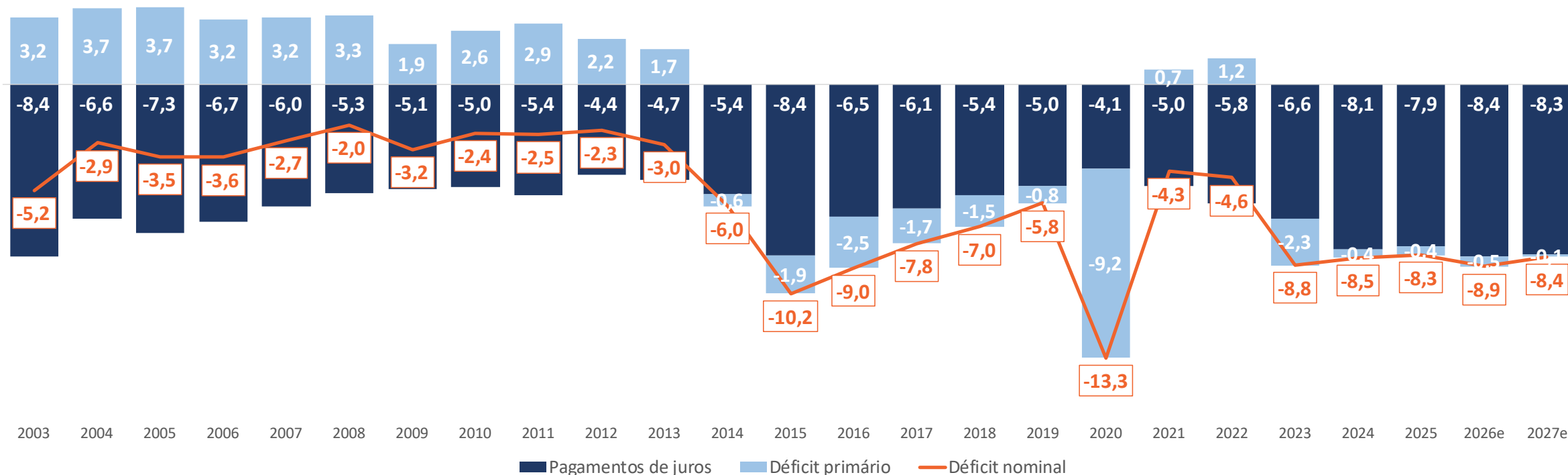
Resultado Primário do Setor Público
(% PIB)



Mas Selic mais elevada pressionará o pagamento de juros e dívida

- Acúmulo de medidas fiscais reduz espaço para cortes do Banco Central, pressionando o déficit nominal e a dívida pública.
- Projetamos déficit nominal de 8,9% do PIB em 2026, o maior desde a pandemia, refletindo déficit primário de 0,5% do PIB e despesa com juros de 8,4% do PIB.
- O impacto mais relevante da revisão do nosso cenário de Selic ocorre em 2027, quando elevamos a projeção de déficit nominal para 8,4% do PIB, ante 7,4% anteriormente.

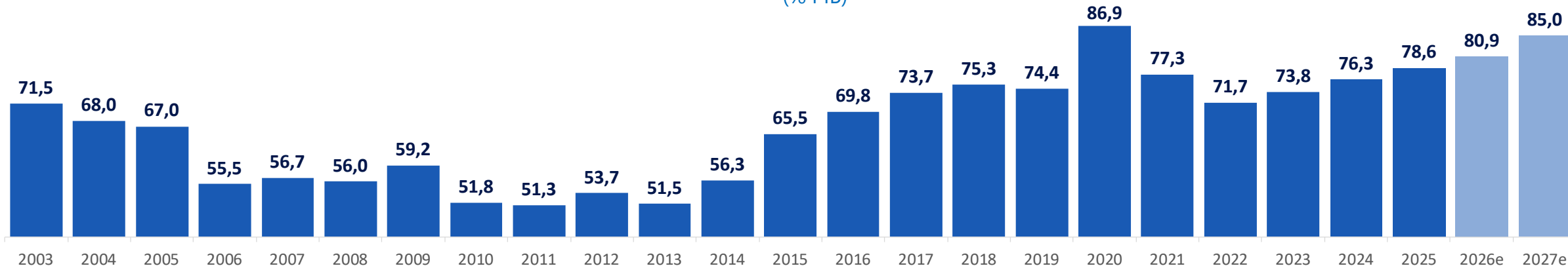
Resultado Nominal do Setor Público
(% PIB)



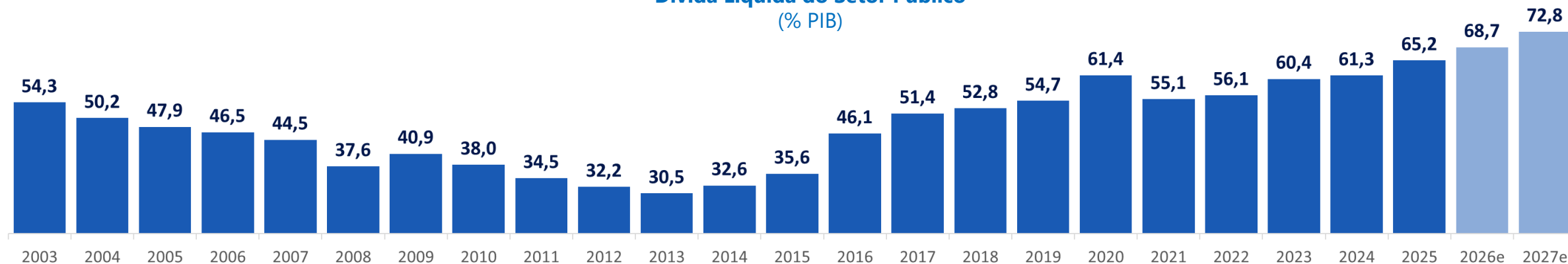
Dívida bruta deve alcançar 85% do PIB em 2027

Estimativas sobem para 80,9% do PIB em 2026 e 85,0% em 2027, ante 80,6% e 83,9%, com Selic mais elevada

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

- A arrecadação federal segue forte, refletindo a combinação de atividade econômica resiliente, medidas aprovadas nos últimos anos e primeiros sinais do impacto do choque do petróleo sobre a receita.
- No último relatório bimestral, o governo deixou de incorporar receitas com leilões de petróleo em 2026, com impacto negativo de R\$31 bilhões. Nossa projeção já era mais conservadora, de R\$10 bilhões, mas a revisão ainda teve impacto negativo sobre nosso cenário fiscal.

Arrecadação Federal
(% do PIB)



Principais Medidas de Receita para 2026
Orçamento vs. Projeção BTGP

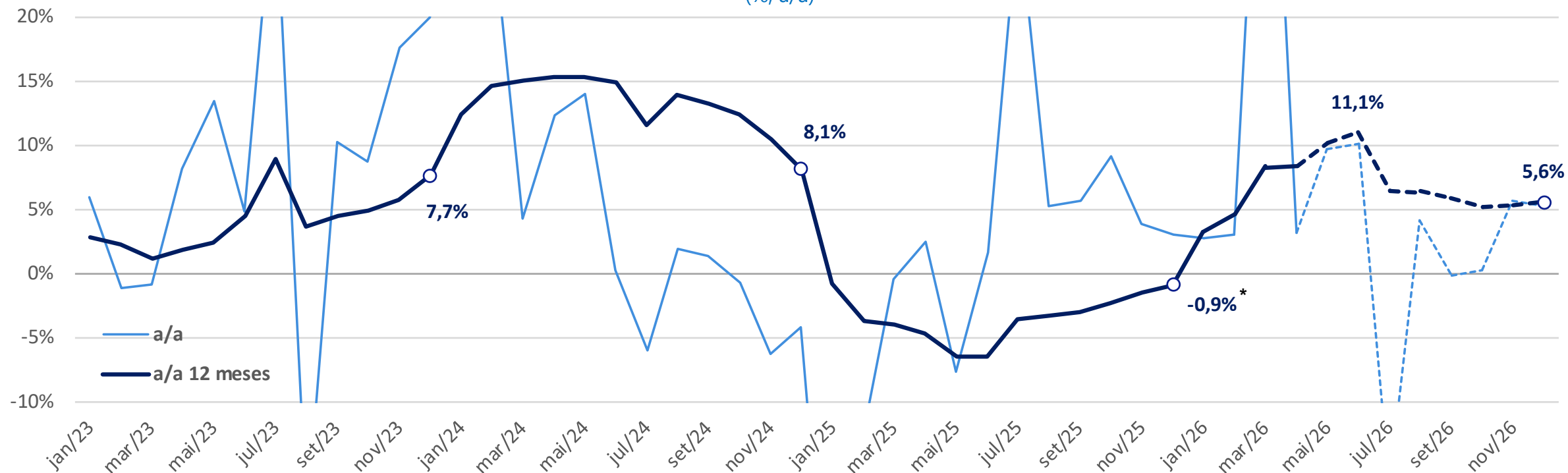
Medida	R\$ bilhões		
	LOA 2026	2o Bimestral	BTGP
Receitas Extraordinárias	112,1	82,4	72,2
Dividendos	54,1	55,4	62,2
Leilão de Petróleo	31,0	0,0	0,0
Transações tributárias	27,0	27,0	10,0
Majoração de impostos	84,3	84,3	74,5
Redução benefício tributário	19,8	19,8	10,0
IOF	18,0	18,0	18,0
Majoração de Imposto de Importação	14,0	14,0	14,0
Limitação ao uso de compensações tributárias	10,0	10,0	10,0
Fase out da desoneração da folha	8,0	8,0	8,0
Fim do PERSE	7,5	7,5	7,5
CSLL mínima (15%) - grandes multinacionais	3,4	3,4	3,4
Majoração de IRRF sobre JCP	2,5	2,5	2,5
Majoração de CSLL de fintechs	0,8	0,8	0,8
Majoração de tributação sobre GGR de bets	0,3	0,3	0,3
Total	196,4	166,7	146,7

Despesa primária do governo central seguirá acelerando

- A despesa primária do governo central segue acelerando, refletindo antecipação de precatórios (de jun/25 para mar/26), execução *front-loaded* de discricionárias e a 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 5,6% a/a, refletindo a expansão do limite de gastos e o avanço das despesas fora do teto, em especial os subsídios para suavização dos preços dos combustíveis.
- Gasto primário do governo federal deve registrar crescimento real de 22% ao longo do mandato presidencial atual.

Crescimento Real da Despesa Primária do Governo Central

(%, a/a)

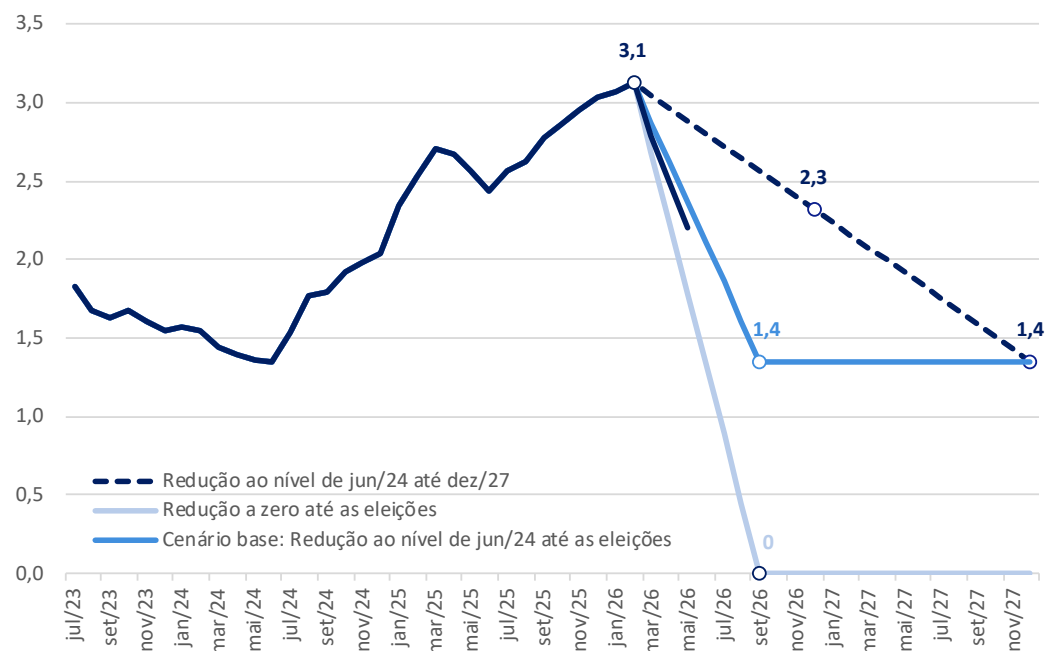


Reversão da fila do INSS em linha com cenário base

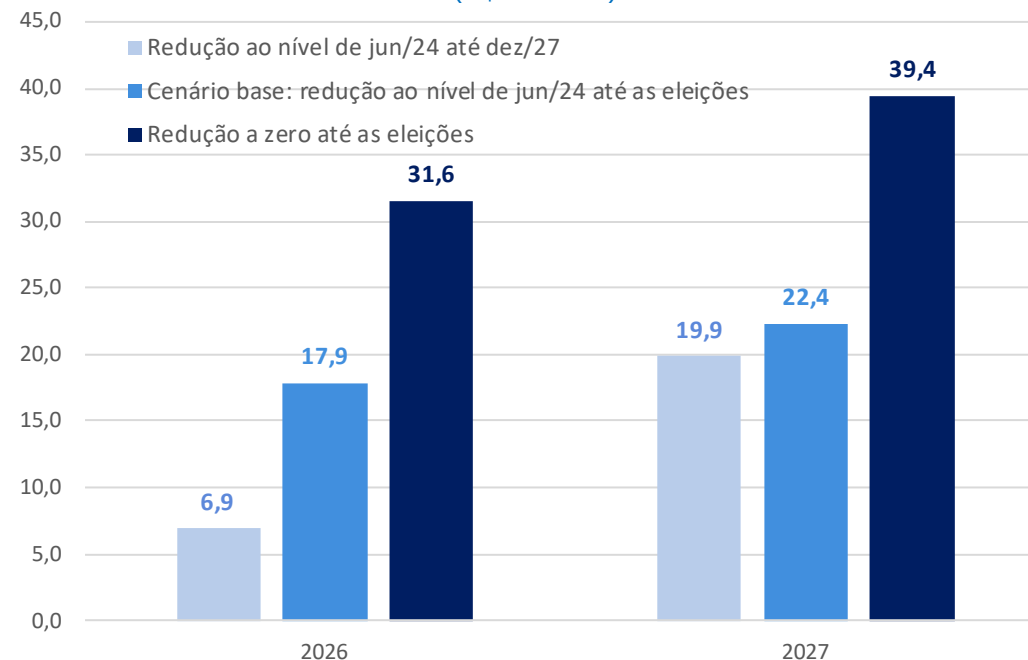
Nosso cenário-base contempla a normalização da fila aos níveis de junho de 2024 até as eleições, com custo de R\$18 bilhões em 2026.

- Apesar de os dados da fila apontarem para normalização acelerada, a despesa com benefícios previdenciários e BPC ainda não mostra a mesma pressão, com execução em abril e maio consideravelmente abaixo do esperado.
- No segundo relatório bimestral, o governo revisou essas duas rubricas de forma expressiva, possivelmente incorporando um cenário de normalização da fila aparentemente ainda mais agressivo que o nosso.

Fila de Requerimentos de Benefícios do INSS (milhões)



Custo da Normalização da Fila (R\$ bilhões)



Bloqueio de R\$24 bi deve ser parcialmente revertido

A elevação do bloqueio refletiu cautela com a normalização da fila de requerimentos, incorporando um cenário mais agressivo que o nosso. Principais despesas obrigatórias sujeitas ao teto nos parecem superestimadas.

2º Relatório Bimestral (R\$ bilhões)

	2026				
	R\$ bilhões				
	1o Bimestral	2o Bimestral	Δ	BTGe	Dif.
Receita Total	3.197,5	3.218,0	20,5	3.215,4	-2,6
Receita Administrada pela RFB	2.032,4	2.052,0	19,6	2.061,0	9,0
Incentivos Fiscais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Arrecadação Líquida para o RGPS	785,3	788,3	3,0	782,2	-6,2
Outras Receitas não Adm pela RFB	379,8	377,7	-2,1	372,3	-5,4
Concessões e Permissões	6,5	6,6	0,1	6,5	-0,1
Dividendos e Participações	54,6	55,4	0,8	62,2	6,8
Exploração de Recursos Naturais	177,1	172,5	-4,6	159,0	-13,5
Demais Receitas	141,6	143,2	1,6	144,7	1,5
Transferências (Repartição de Receita)	620,6	636,7	16,1	624,3	-12,3
Receita Líquida	2.576,9	2.581,3	4,4	2.591,1	9,7
Despesas	2.636,8	2.641,7	4,9	2.645,6	4,0
Benefícios Previdenciários	1.123,9	1.135,7	11,8	1.137,5	1,8
Pessoal e Encargos Sociais	457,6	454,1	-3,4	445,1	-9,1
Abono e Seguro Desemprego	96,6	96,6	0,0	92,7	-3,9
LOAS / RMV (BPC)	133,9	148,0	14,1	143,3	-4,7
Outras Obrigatórias	206,0	210,3	4,2	233,7	23,4
Obrigatórias com Controle de Fluxo	374,1	377,5	3,4	385,0	7,5
Discricionárias	244,7	219,5	-25,2	208,4	-11,1
Primário Governo Central - Total	-59,8	-60,3	-0,5	-54,4	5,9
Despesas excluídas da meta	63,4	64,4	1,0	64,4	0,0
Primário Governo Central - Meta	3,5	4,1	0,5	9,9	5,9
Meta - Limite Inferior	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Programas parafiscais devem injetar R\$142 bilhões a mais em 2026 do que em 2025

Medidas parafiscais e outras iniciativas sem impacto primário - Impulso

Programa	Status	Orçamento	Δ 25-26 (R\$ bi)	Δ 25-26 % PIB
		276,9	141,8	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	31,2	29,7	0,2%
Consignado	Início: mai/25	-	24,0	0,2%
Novo Modelo de Crédito Imobiliário	Início: out/25	37,2	22,3	0,2%
Desenrola 2.0 + FGTS	Início: maio/26	23,2	10,5	0,1%
Reforma Casa Brasil	Início: nov/25	40,0	12,9	0,1%
Move Aplicativo	Início: jul/26	30,0	7,4	0,1%
MCMV – Faixa 3 e 4	Início obras: 1S26 (faixa 4) / 2S26 (faixa 3)	50,0	6,5	0,0%
Luz do Povo	Início: jul/25	13,0	4,3	0,0%
Saque FGTS	Saques: jan/26, fev/26, mai/26	16,2	4,2	0,0%
Gás do Povo	Início: nov/25	5,1	1,6	0,0%
Restrições Saque Aniversário	Início: nov/25	-	-12,5	-0,1%

Suavização de combustíveis tem custo de R\$44 bilhões, podendo chegar a R\$65 bilhões a depender da adesão

- Novos anúncios de subvenções a combustíveis vieram em linha com o impacto fiscal já incorporado ao nosso cenário.
- Assumimos adesão limitada, com cobertura de 85% da gasolina e 65% do diesel, resultando em custo primário de R\$44 bilhões. O impacto pode chegar a R\$65 bilhões caso todo o consumo de gasolina e diesel seja incluído no programa.
- A receita estimada com o choque de petróleo, de R\$53 bilhões em 2026, compensa o custo das subvenções até o momento.

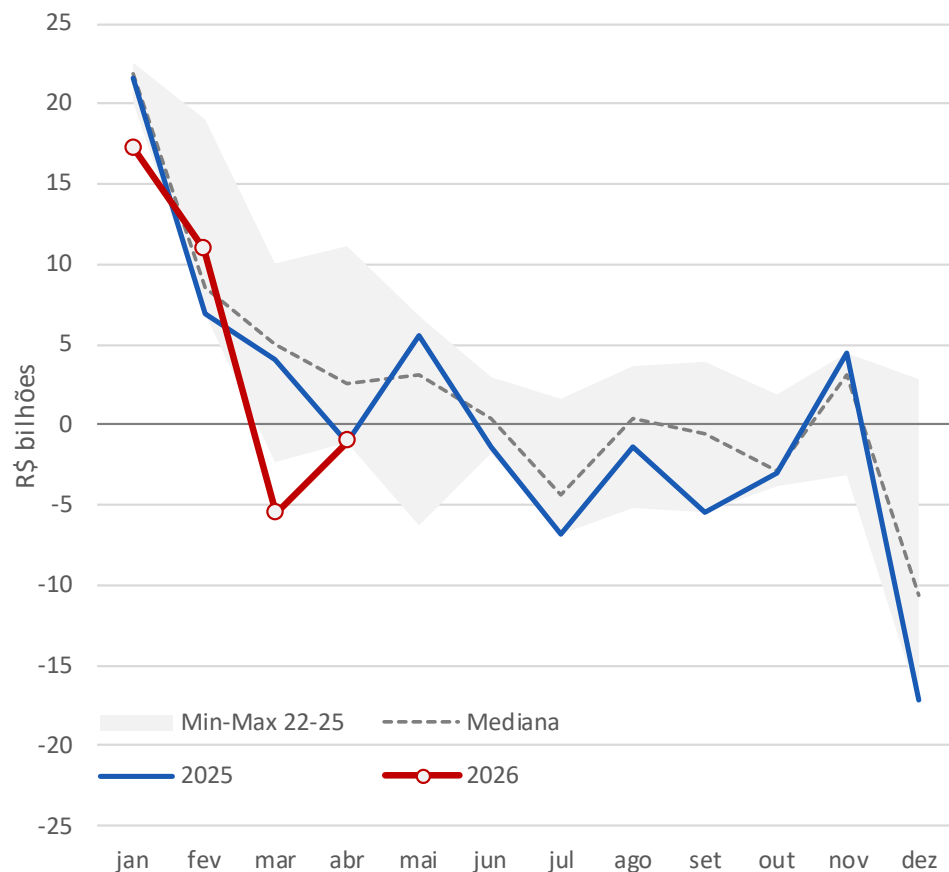
Medidas de suavização dos preços de combustíveis – Impacto Fiscal (R\$ bilhões)

Medida	Combustível	Agente	Data	Cenário-base	Impacto Máximo
Total				52,8	73,1
Medidas com impacto primário				44,3	64,6
Subvenção de R\$ 0,32/L	Diesel A	Produtor e importador	12/mar - 31/dez	3,1	4,8
Subvenção de R\$ 0,80/L	Diesel A	Produtor	7/abr - 31/mai	3,7	5,7
Subvenção de R\$ 1,20/L	Diesel A	Importador	7/abr - 31/mai	2,2	3,5
Subvenção de R\$ 1,12/L	Diesel A	Produtor e importador	1/jun-31/dez	25,6	39,4
Subvenção de R\$ 850/ton	GLP	Importador	1/abr - 31/mai	0,2	0,2
Subvenção de R\$ 0,35/L	Diesel A	Produtor e importador	29/mai-29/jul	2,3	3,5
Subvenção de R\$ 0,44/L	Gasolina A	Produtor e importador	25/mai-25/jul	2,1	2,5
Redução a zero de PIS/Cofins	Diesel A	Produtor e importador	12/mar - 31/mai	4,6	4,6
Redução a zero do PIS/Cofins	QAV	Produtor e importador	8/abr - 31/jul	0,2	0,2
Redução a zero do PIS/Cofins	Biodiesel	Produtor e importador	7/abr - 31/mai	0,2	0,2
Medidas com impacto financeiro				8,5	8,5
Crédito para reestruturação - FNAC	-	-	-	7,5	7,5
Crédito para capital de giro	-	-	-	1,0	1,0

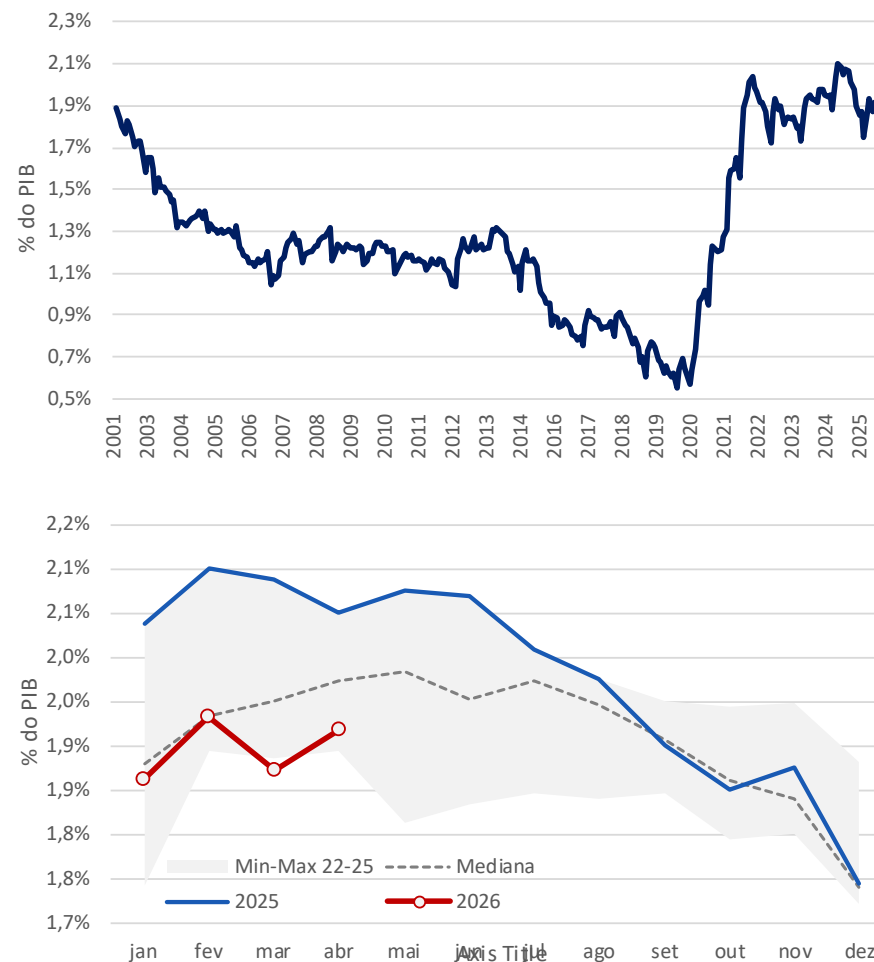
Estados seguem fracos, mas março parece ter sido um ponto fora da curva

Resultado primário de abril veio mais alinhado à sazonalidade do mês; por ora, mantemos projeção de resultado zerado para os entes subnacionais.

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	-69,2	-18,6
Governo Central (R\$ bi)	-118,4	-116,2	-88,9	-745,3	-35,9	54,9	-264,5	-45,4	-58,7	-54,2	-20,8
<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	10,2	44,9
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	-15,0	-5,1
Resultado Primário (% PIB)	-1,7	-1,5	-0,8	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,1
Resultado Nominal (% PIB)	-7,8	-7,0	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	-8,3	-8,9	-8,4
Dívida Líquida (% PIB)	51,4	52,8	54,7	61,4	55,1	56,1	60,4	61,3	65,2	68,7	72,8
Dívida Bruta (% PIB)	73,7	75,3	74,4	86,9	77,3	71,7	73,8	76,3	78,6	80,9	85,0



Atividade Econômica



Ederson Schumanski

Ederson.Schumanski@btgpactual.com
Fonte: +55 (11) 3383 3453

Bruno Martins

Bruno-S.Martins@btgpactual.com
Fonte: +55 (21) 3262 4728



Atividade econômica resiliente neste primeiro semestre

- PIB do primeiro trimestre confirmou a retomada da atividade econômica, com destaque para a demanda privada doméstica (consumo e investimentos). Adicionalmente, dados preliminares do segundo trimestre apontam para a continuidade da resiliência da economia, com destaque para a indústria. 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 2,0% (ante 1,9% anteriormente). Por outro lado, cenário para o próximo ano está mais adverso, com a manutenção de uma taxa de juros em patamar ainda mais contracionista e um impulso fiscal próximo da neutralidade. Refletindo esse ambiente, revisamos o PIB de 2027 para 1,1% (de 1,6%).
- Os estímulos fiscais - especialmente o pagamento de precatórios em março, a isenção do Imposto de Renda e programas de crédito - aliados ao aquecimento do mercado de trabalho, segue trazendo resiliência para a atividade econômica neste primeiro semestre. O impulso fiscal tem mais do que compensado o elevado aperto da política monetária neste ano.
- Mercado de trabalho seguiu resiliente nos últimos meses, com a manutenção da taxa de desemprego nas mínimas históricas (bem abaixo da NAIRU) e com rendimentos reais acima da produtividade, reforçando um mercado de trabalho bastante apertado.
- O crédito segue sendo a principal preocupação no cenário de atividade, com as famílias apresentando altos níveis de endividamento e comprometimento de renda em um cenário de elevada taxa de juros. Apesar de algumas linhas de crédito ainda em expansão (como o consignado privado), o cenário de crédito segue desafiador, principalmente para o próximo ano.

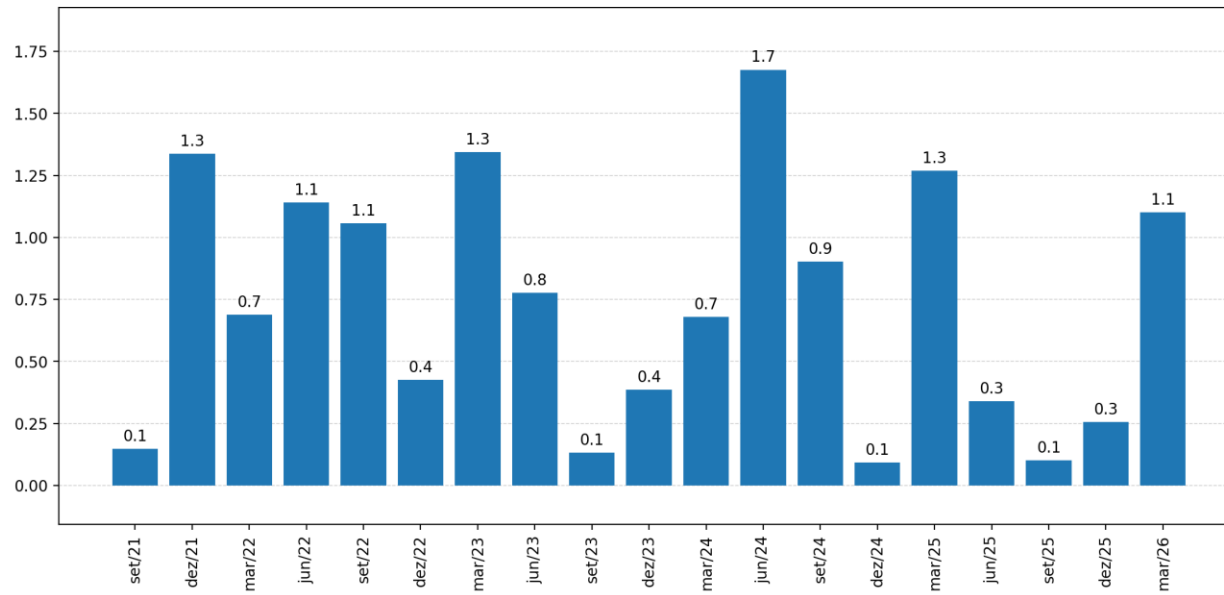
PIB 2026Q1 voltando a reacelerar

- Recuperação do PIB sendo puxado pela demanda privada, após fraqueza no segundo semestre do ano passado.

PIB (variação trimestral s.a.)

PIB

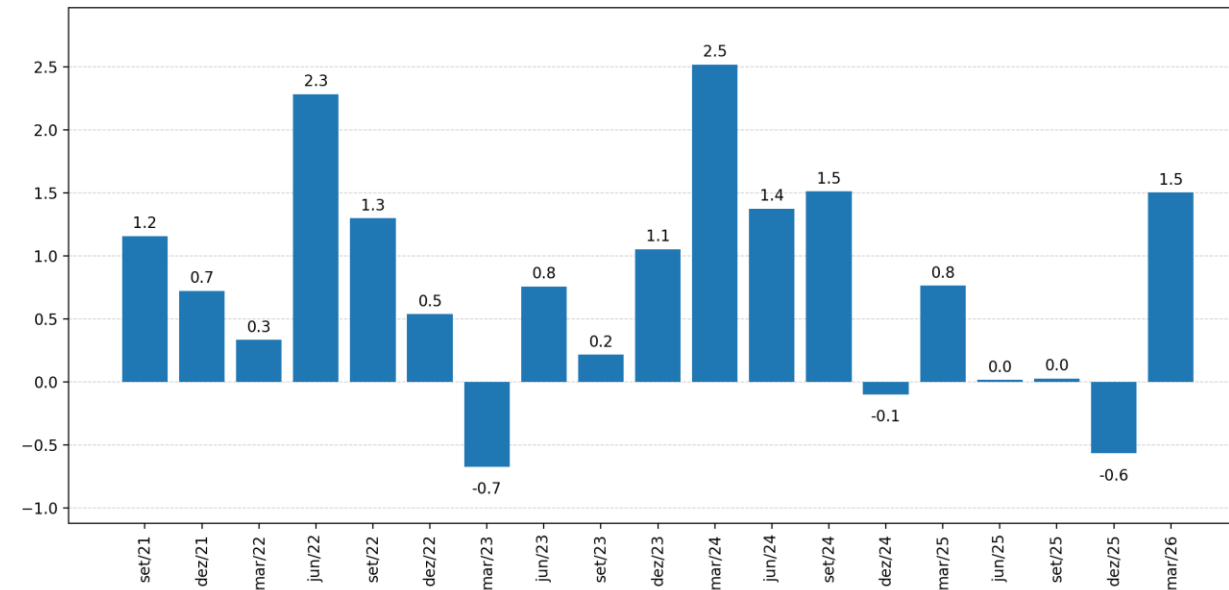
%QoQ sa



PIB (variação trimestral s.a.)

Demanda Doméstica Privada Final (C+I ex Estoques)

QoQ SA



Fiscal impulsionando a atividade, apesar da política monetária contracionista

- Diversas medidas já implementadas e que ainda serão implementadas dando suporte para o crescimento neste ano.

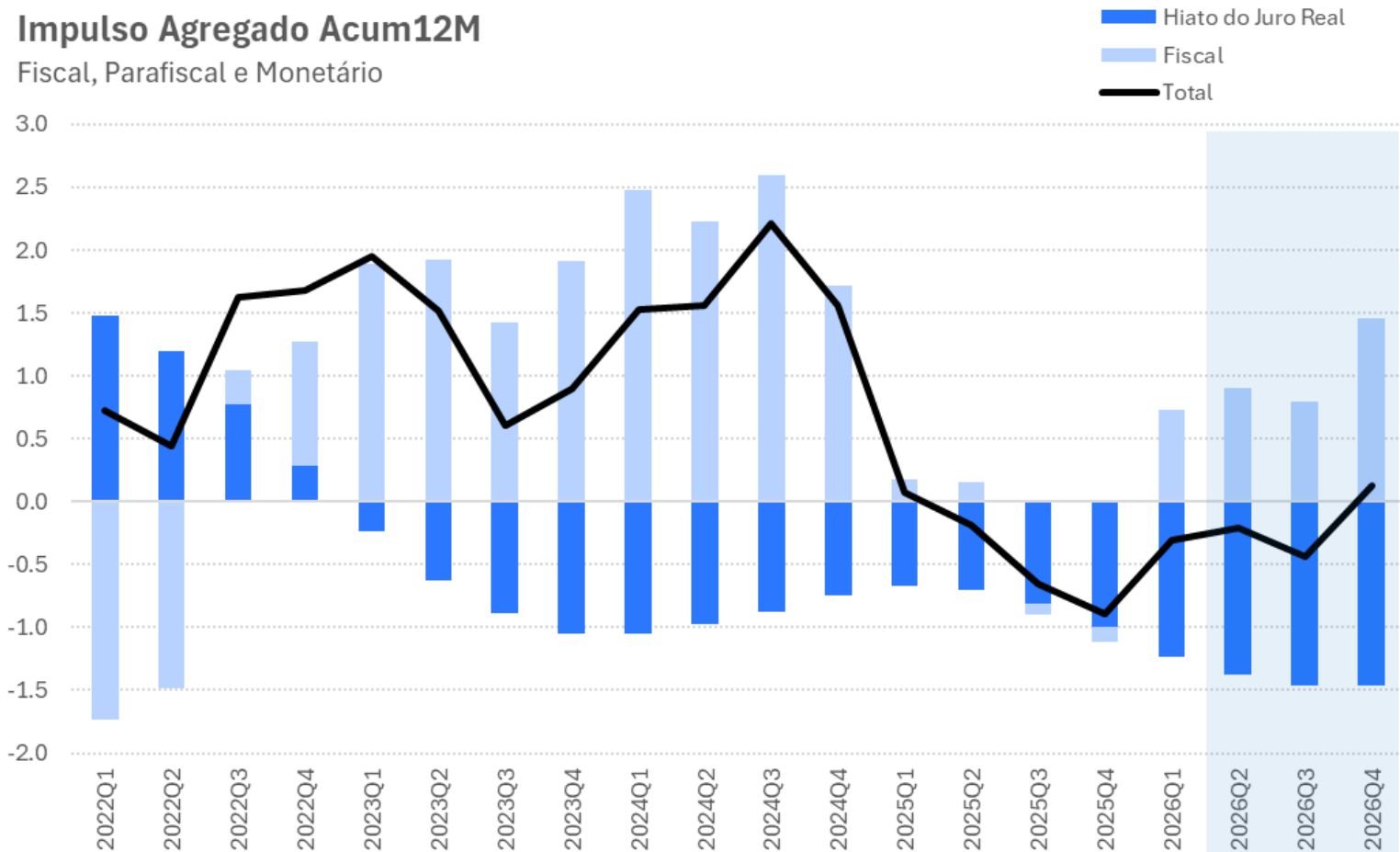
Novos programas governamentais

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.

Fiscal impulsionando a atividade, apesar da política monetária contracionista

- As diversas medidas implementadas pelo governo estão gerando um impulso positivo na economia, principalmente neste primeiro semestre.

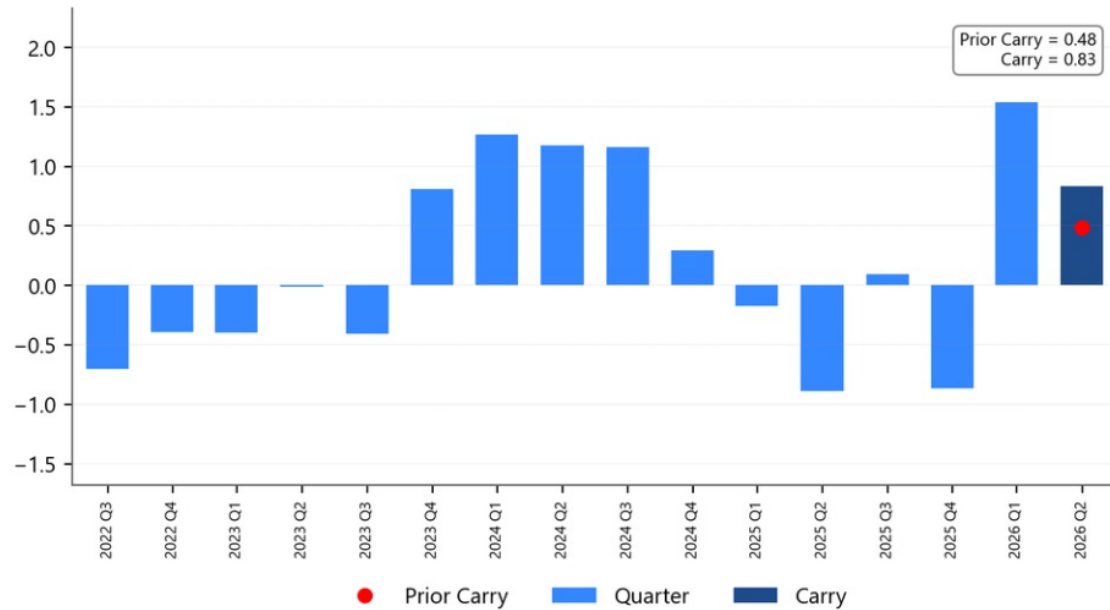
Impulso Fiscal mantendo a economia aquecida neste primeiro semestre



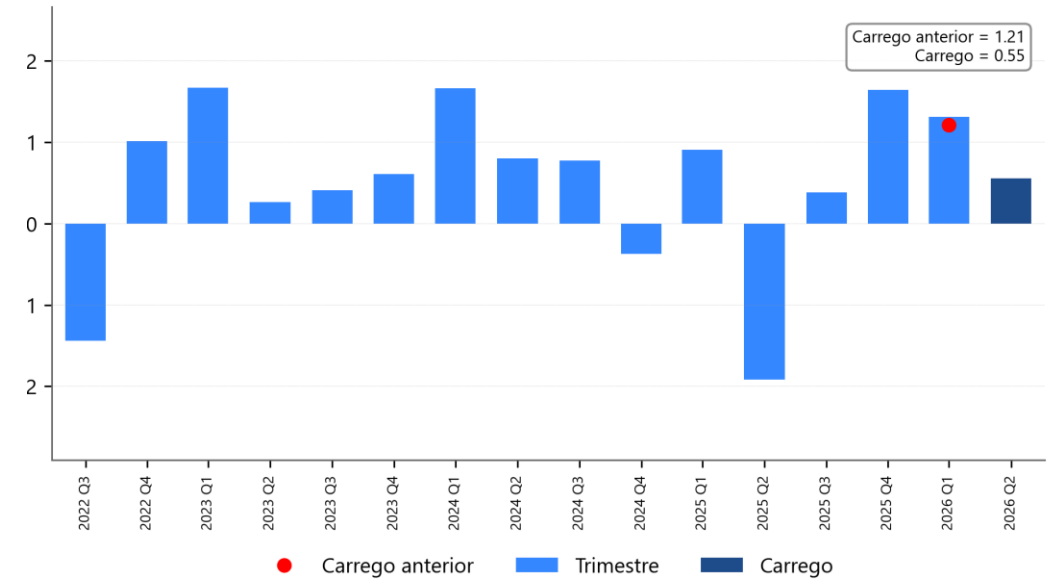
PIM e PMC começam o ano fortes

- Os dados do início do ano apontam para resiliência da atividade, com destaque para a recuperação da indústria.

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



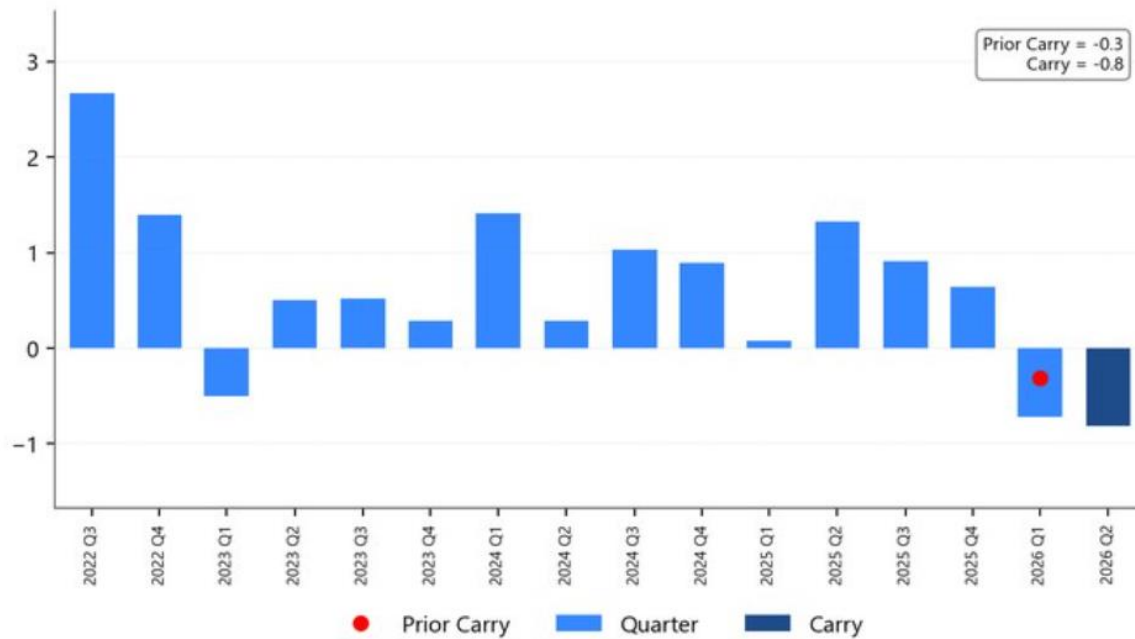
PMC - Varejo Ampliado (carrego e variação trimestral s.a.)



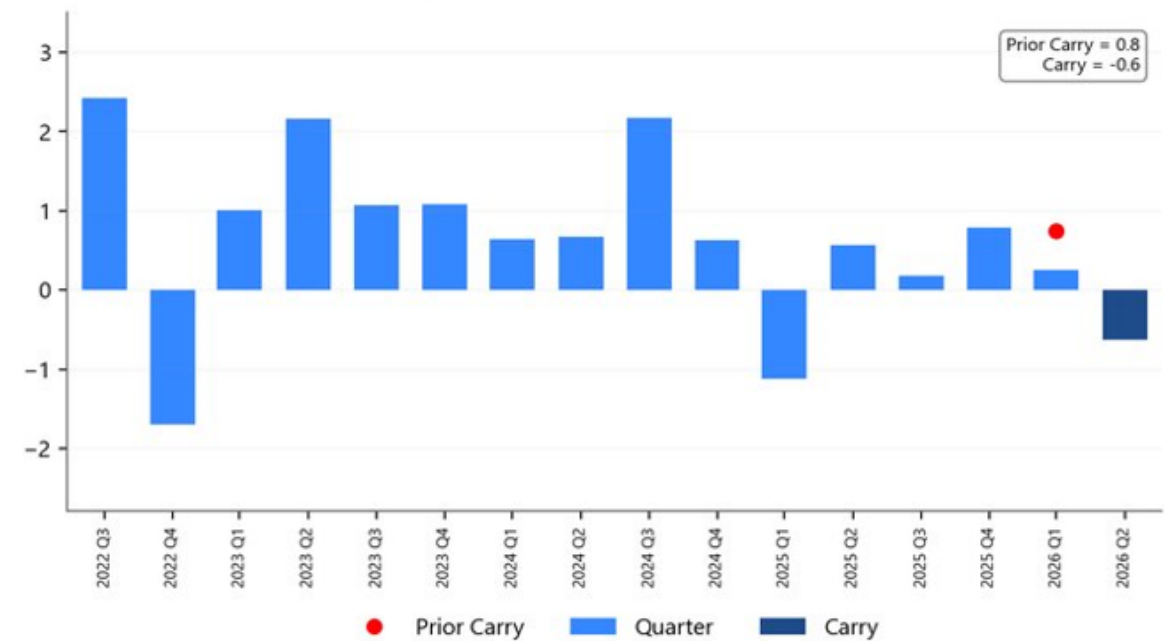
Por outro lado, PMS mais fraca

- Setor de serviços mostrando alguma fraqueza neste início de ano.

PMS (carrego e variação trimestral s.a.)



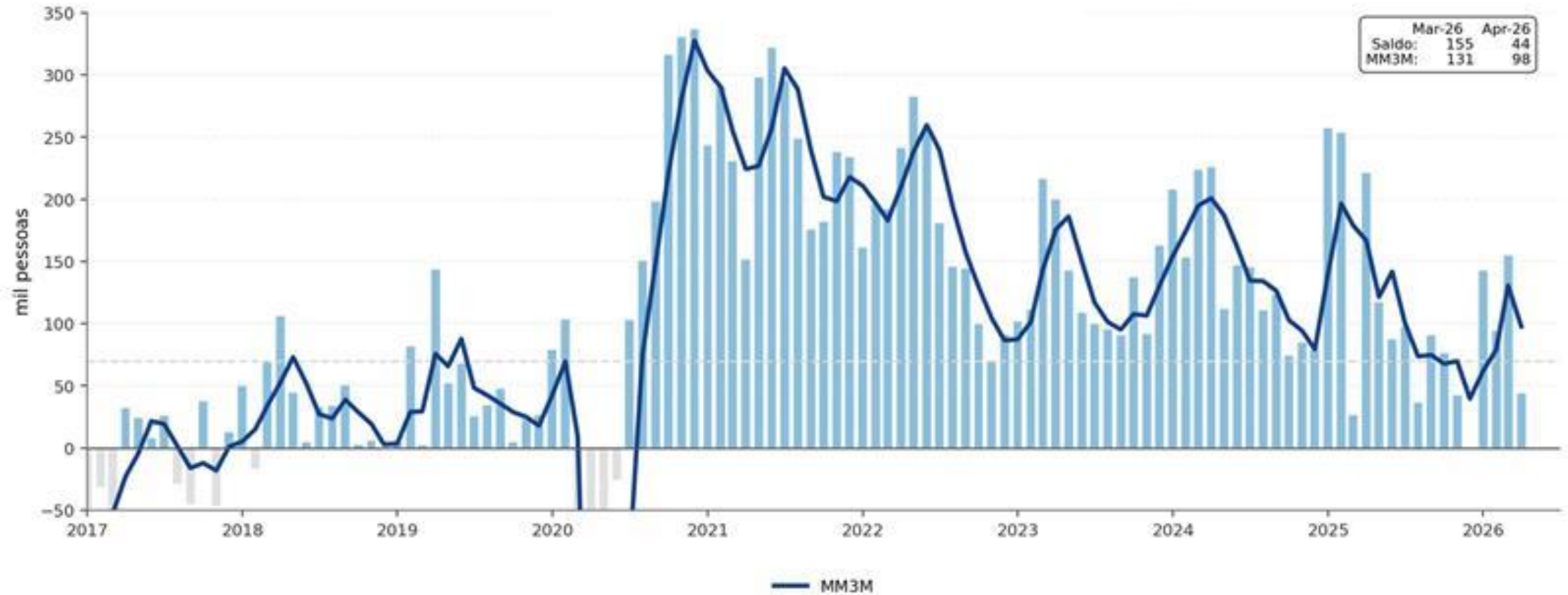
PMS – Serviços Prestados às Famílias (carrego e variação trimestral s.a.)



Criação líquida de vagas formais do CAGED

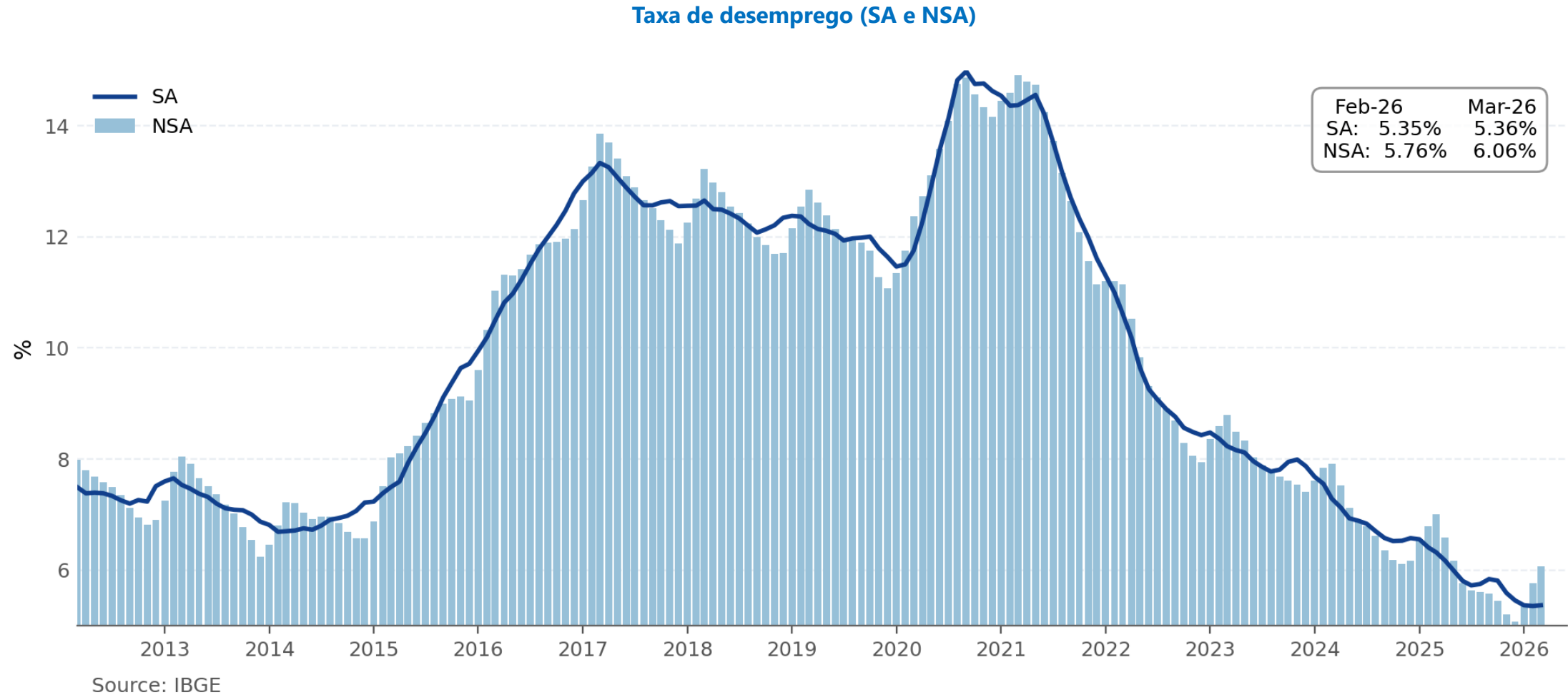
- Mercado de trabalho segue resiliente neste primeiro semestre.

Criação líquida de vagas formais (SA e MM3)



Taxa de desemprego segue nas mínimas, abaixo da NAIRU

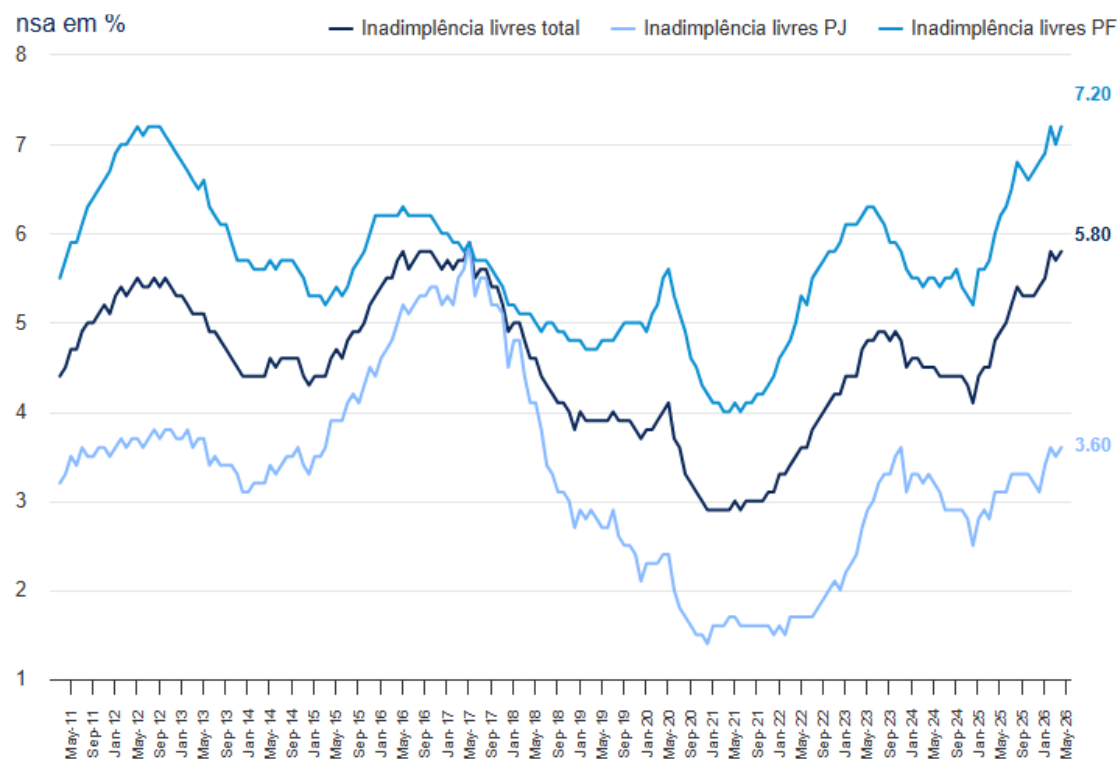
- Taxa de desemprego com ajuste sazonal permanece próxima das mínimas históricas, reforçando um mercado de trabalho bastante apertado.



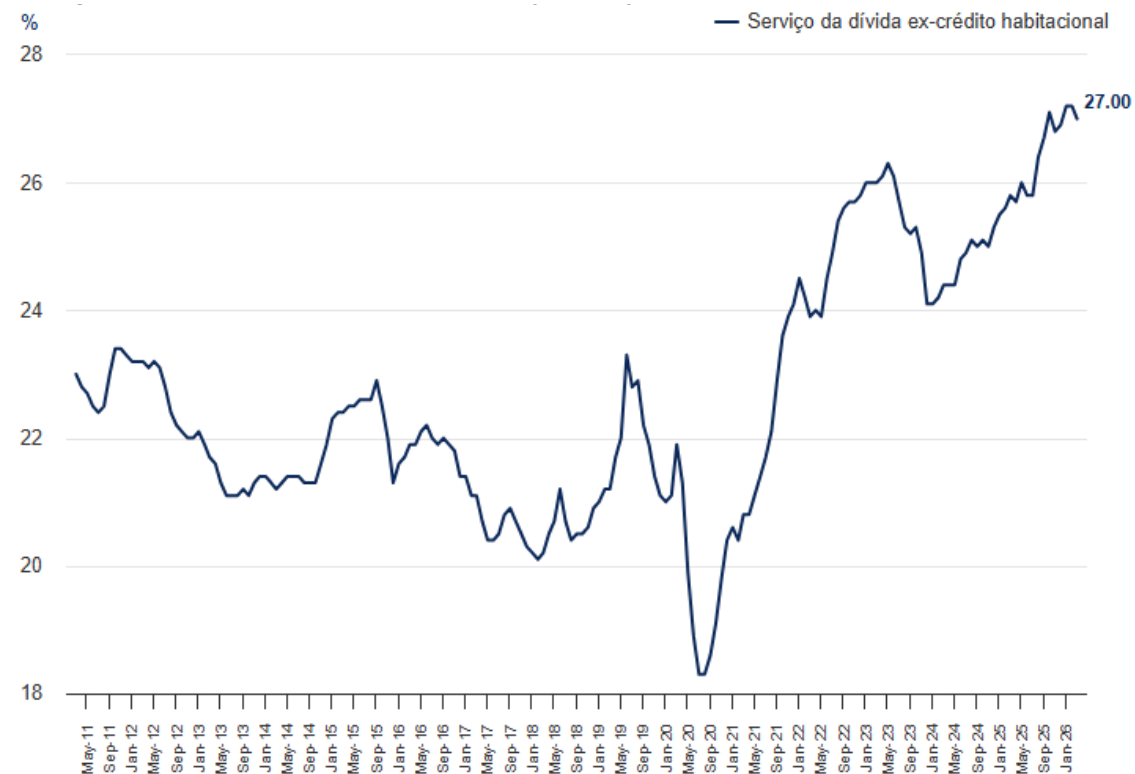
Crédito é a preocupação dado o nível elevado dos juros

- 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.

Inadimplência – Recursos Livres



Comprometimento de renda PF (%. ajuste sazonal)



Projeções do PIB

- Com a entrada de novos impulsos fiscais e com a resiliência da atividade no primeiro trimestre que passou, revisamos marginalmente o PIB deste ano para 2,0% (de 1,9%). Por outro lado, revisamos o PIB de 2027 para 1,1% (de 1,6%), refletindo um aperto monetário maior (revisão altista da Selic) e um impulso fiscal próximo de zero ao longo do próximo ano.

Crescimento do PIB

	a/a			
	2024	2025	2026	2027
PIB	3.4%	2.3%	2.0%	1.1%
Agropecuária	-3.7%	11.7%	0.1%	1.2%
Indústria	3.1%	1.4%	1.0%	-0.3%
Extrativa Mineral	0.5%	8.6%	4.5%	1.1%
Transformação	3.9%	-0.2%	0.9%	-0.5%
Construção	4.4%	0.5%	-2.6%	-3.3%
Prod. e distr. de eletricidade, gás e água	1.0%	-0.4%	1.0%	2.7%
Serviços	3.8%	1.8%	2.4%	1.4%
Comércio	3.8%	1.1%	2.1%	0.7%
Transporte	1.9%	2.1%	1.0%	1.6%
Tecnologia da Informação	6.1%	6.5%	5.4%	1.6%
Serviços Financeiros	5.5%	2.9%	3.1%	2.5%
Outros Serviços	5.3%	2.0%	3.0%	1.6%
Imobiliário/aluguel	3.1%	2.0%	2.2%	0.9%
Educação/saúde	1.7%	0.5%	1.8%	1.6%
Impostos	5.7%	1.7%	2.2%	1.7%
Consumo das famílias	5.1%	1.3%	2.2%	1.0%
Consumo do governo	2.0%	2.1%	2.5%	2.0%
Formação bruta de capital fixo	6.9%	2.9%	-1.3%	-1.7%
Exportações	2.8%	6.2%	2.5%	2.3%
Importações	15.6%	4.2%	1.2%	0.8%

Fonte: IBGE e BTG Pactual

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	2,00	1,10
PIB Nominal (US\$ bi)	2.064	1.914	1.871	1.475	1.669	1.951	2.193	2.185	2.279	2.748	2.997
PIB Nominal (R\$ bi)	6.585	7.004	7.389	7.610	9.012	10.080	10.943	11.779	12.739	13.739	14.686
Agricultura (% a/a)	14,15	1,31	0,42	4,17	0,00	-1,13	16,30	-3,74	11,70	0,10	1,20
Industria (% a/a)	-0,50	0,72	-0,67	-2,97	5,04	1,52	1,68	3,08	1,45	1,00	-0,30
Serviços (% a/a)	0,77	2,09	1,51	-3,74	4,80	4,26	2,78	3,78	1,82	2,40	1,40
Consumo Privado (% a/a)	1,98	2,37	2,60	-4,56	2,96	4,15	3,24	5,10	1,31	2,20	1,00
Consumo Governo (% a/a)	-0,67	0,79	-0,49	-3,69	4,17	2,14	3,77	2,00	2,10	2,50	2,00
Investimentos (% a/a)	-2,56	5,23	4,03	-1,75	12,91	1,09	-2,98	6,86	2,93	-1,30	-1,70
Exportações (% a/a)	4,91	4,05	-2,56	-2,29	4,38	5,74	8,92	2,76	6,16	2,50	2,30
Importações (% a/a)	6,72	7,74	1,33	-9,48	13,75	0,95	-1,18	15,57	4,47	1,20	0,80
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	5,35	6,07
Taxa de desemprego (% média)	12,85	12,38	11,98	13,78	13,49	9,51	8,00	6,90	6,00	5,47	6,01

Inflação



Ederson Schumanski

Ederson.Schumanski@btgpactual.com

Fonte: +55 (11) 3383 3453



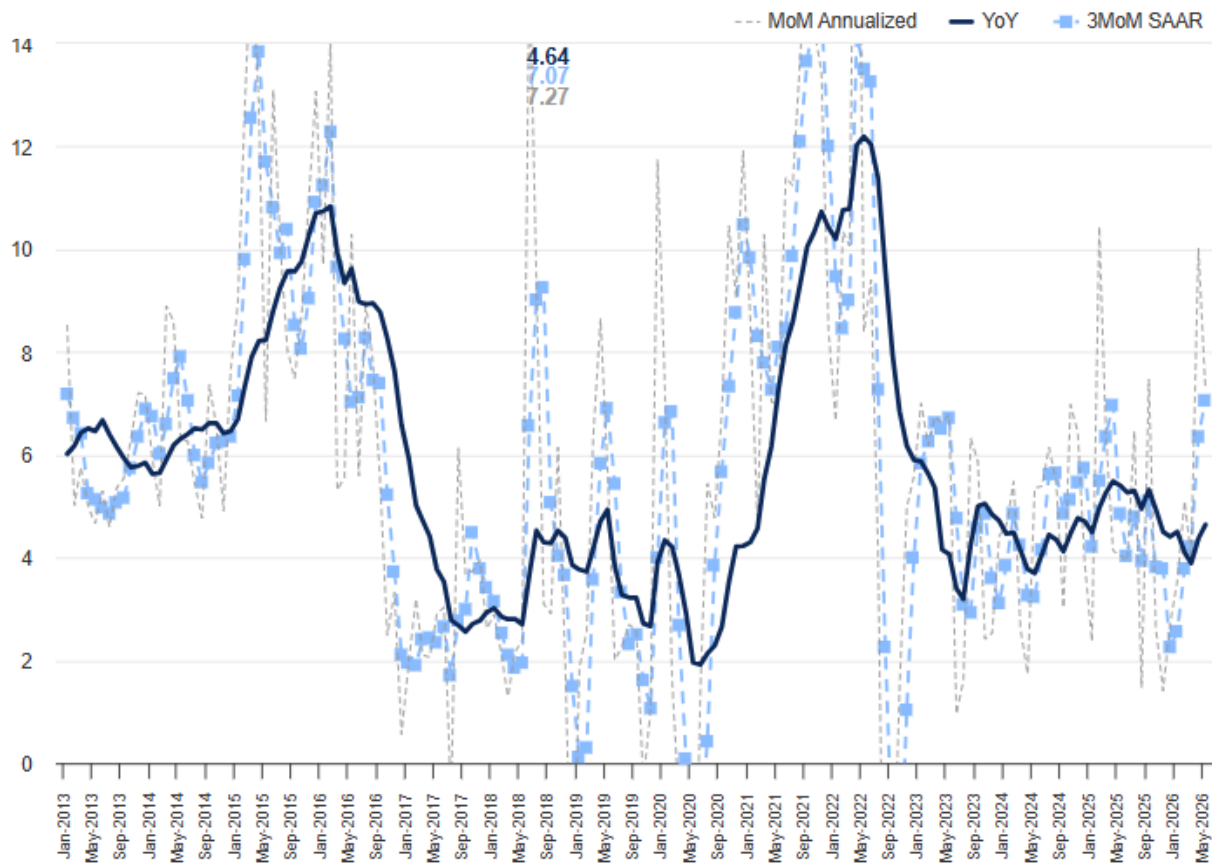
Cenário para a inflação se deteriorou ainda mais

- O cenário de inflação que já estava desafiador antes da guerra no Oriente Médio - com expectativas de inflação desancoradas e atividade econômica em retomada - ganhou novos riscos. O prolongamento do conflito tem mantido os preços do petróleo em patamar elevado e tem pressionado custos e alguns produtos industriais, além de levar a uma desancoragem adicional das expectativas.
- A forte alta do diesel observada em março, excesso de chuva em algumas regiões produtoras e a retomada da atividade neste início de ano, tem contribuído para pressionar a inflação de alimentos no primeiro semestre.
- Bens industriais tem ficado mais pressionado desde janeiro. O choque do petróleo e alguns problemas nas cadeias de suplemento por conta da manutenção do fechamento do Estreito tem pressionado os preços no atacado e quem tem chegado ao consumidor.
- Serviços mais resiliente diante da maior inércia, desancoragem adicional das expectativas e retomada da atividade econômica em cenário de mercado de trabalho bastante apertado .
- Revisamos nossa projeção de 2026 para 5,3% (antes 4,9%), refletindo a manutenção do preço do petróleo em patamar elevado e a pressão de alimentos no domicílio (coletas de curto prazo mais altas). Passamos a projetar IPCA de 4,5% em 2027 (antes 4,2%) dada a maior inércia inflacionária deste ano, a piora adicional das expectativas de inflação dos agentes e, principalmente, a incorporação do fenômeno El Niño forte.
- 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 caso se consolide um El Niño mais forte do que temos no cenário. Por fim, o fim da escala 6x1 traz incerteza adicional ao cenário, podendo ter efeitos altistas, principalmente nos setores mais intensivos em mão de obra do IPCA.

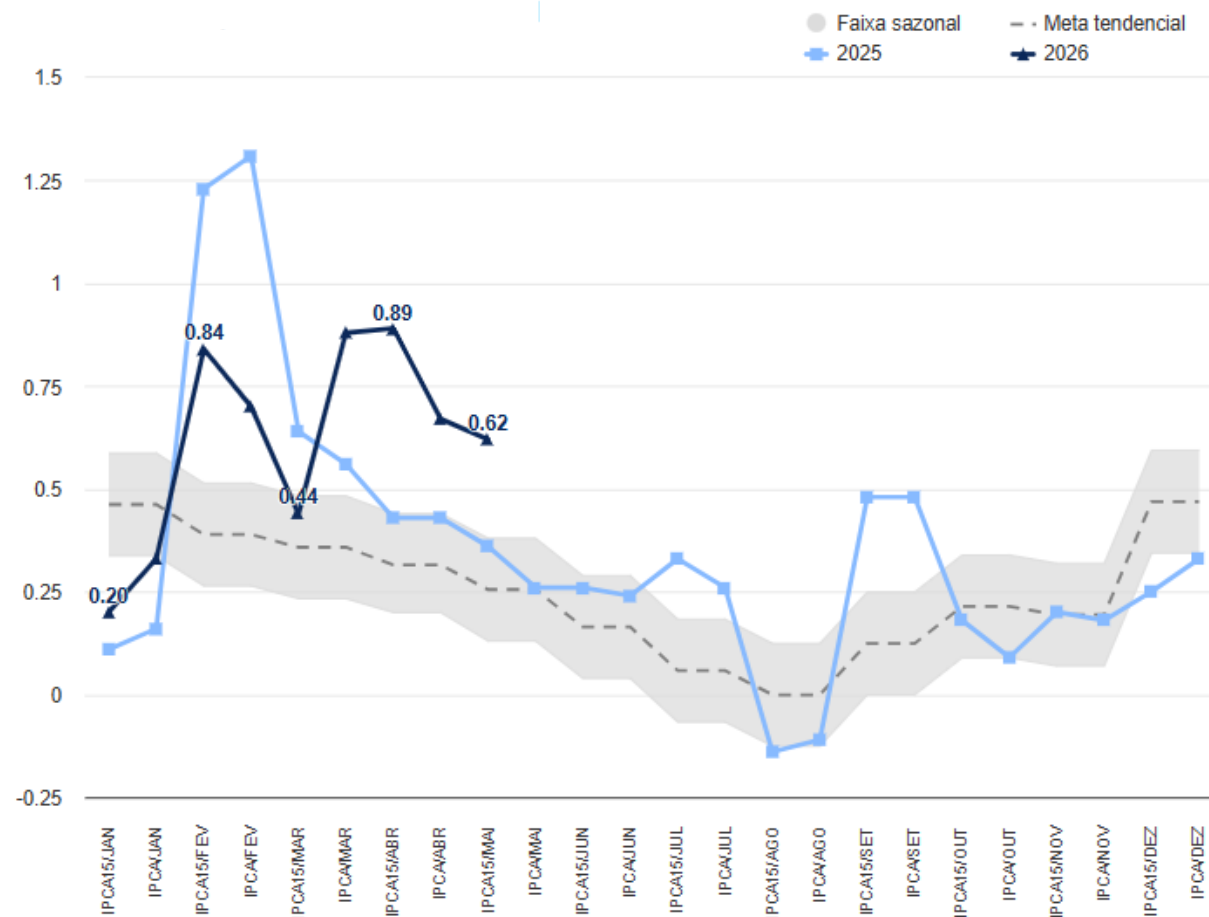
IPCA-15

- Acumulado voltando a acelerar neste ano.

IPCA-15



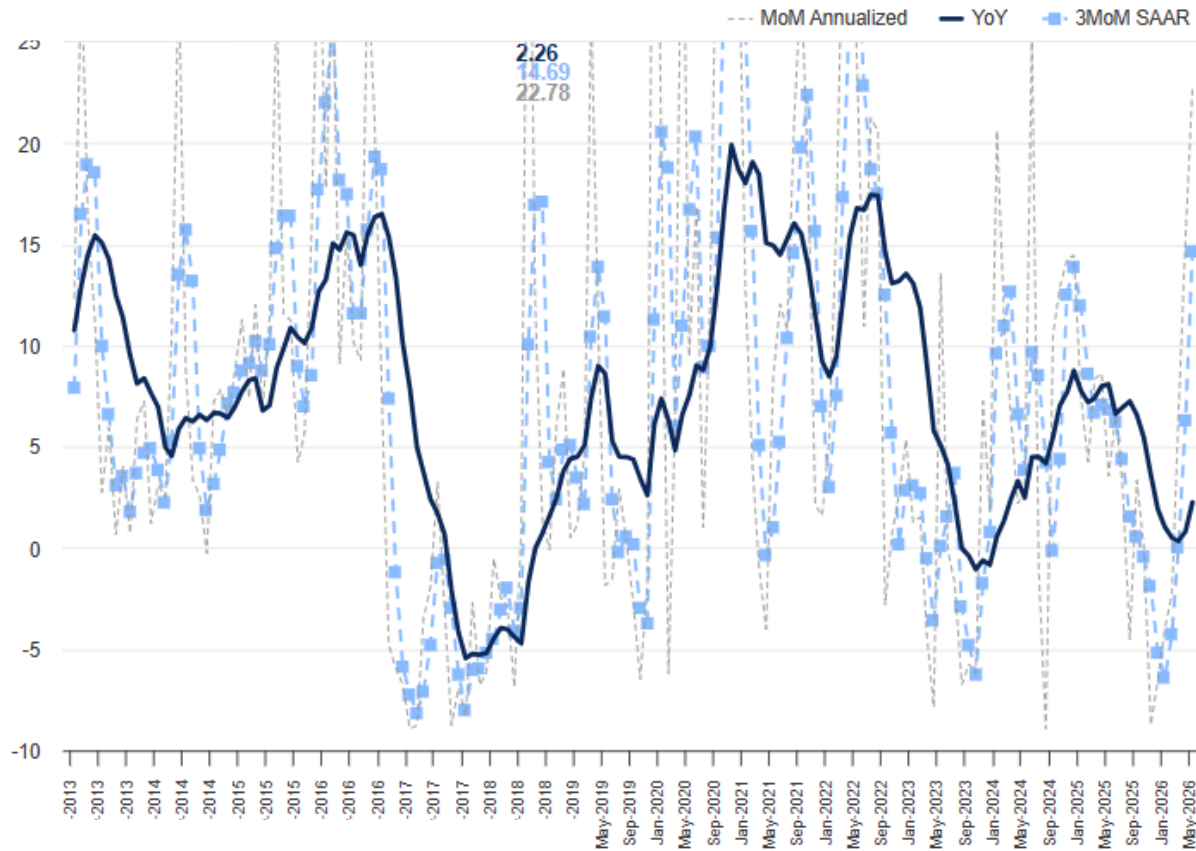
Índice geral – (100%)



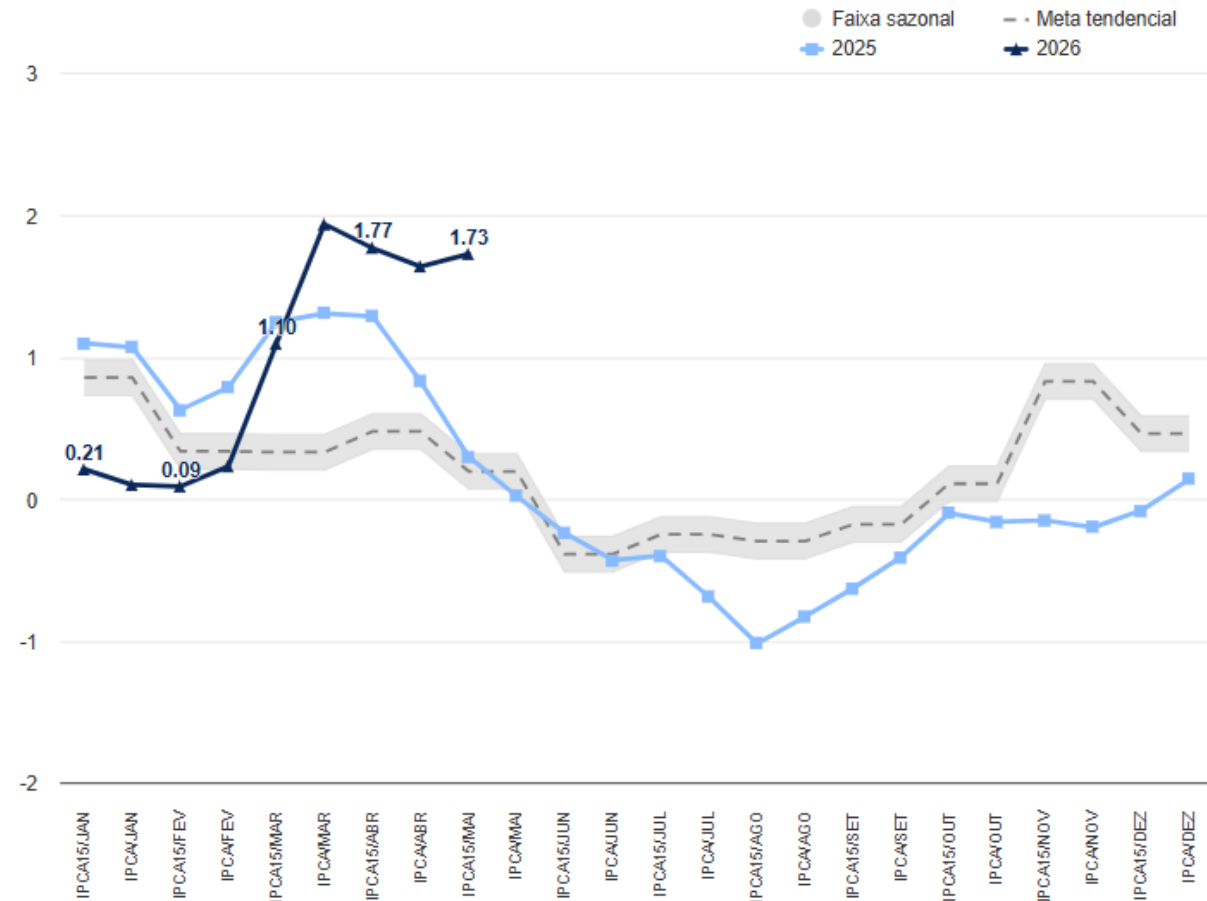
Alimentação no Domicílio

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

IPCA-15 – Alimentação no domicílio



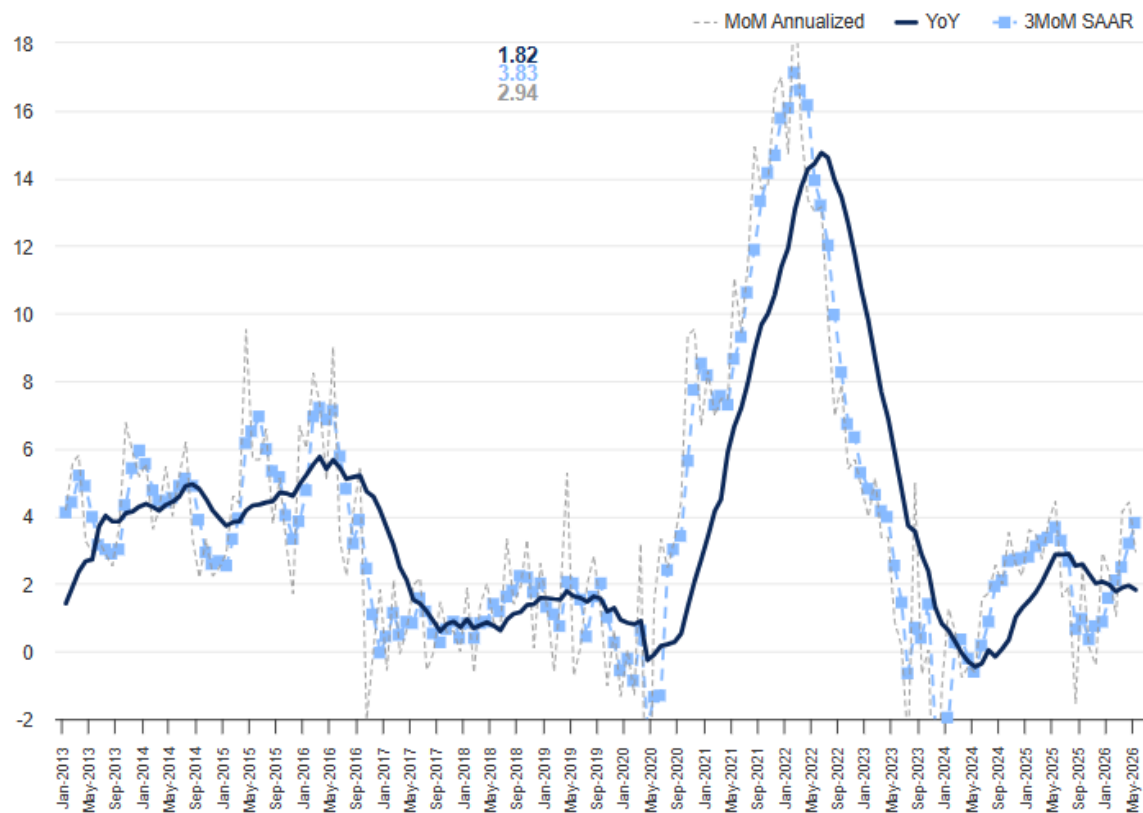
Alimentação no domicílio (15,31%)



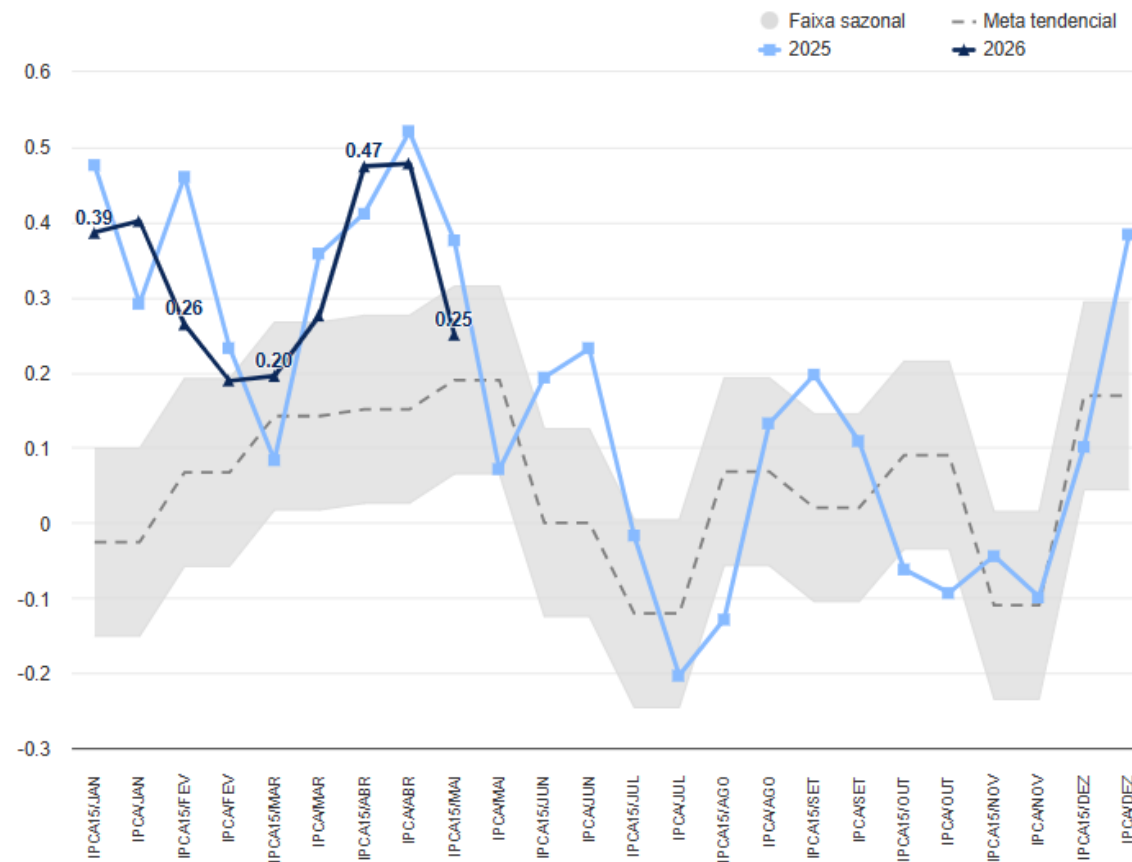
Bens Industriais (ex higiene pessoal, fumo e etanol)

- Bens industriais mais pressionado desde dezembro do ano passado.

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



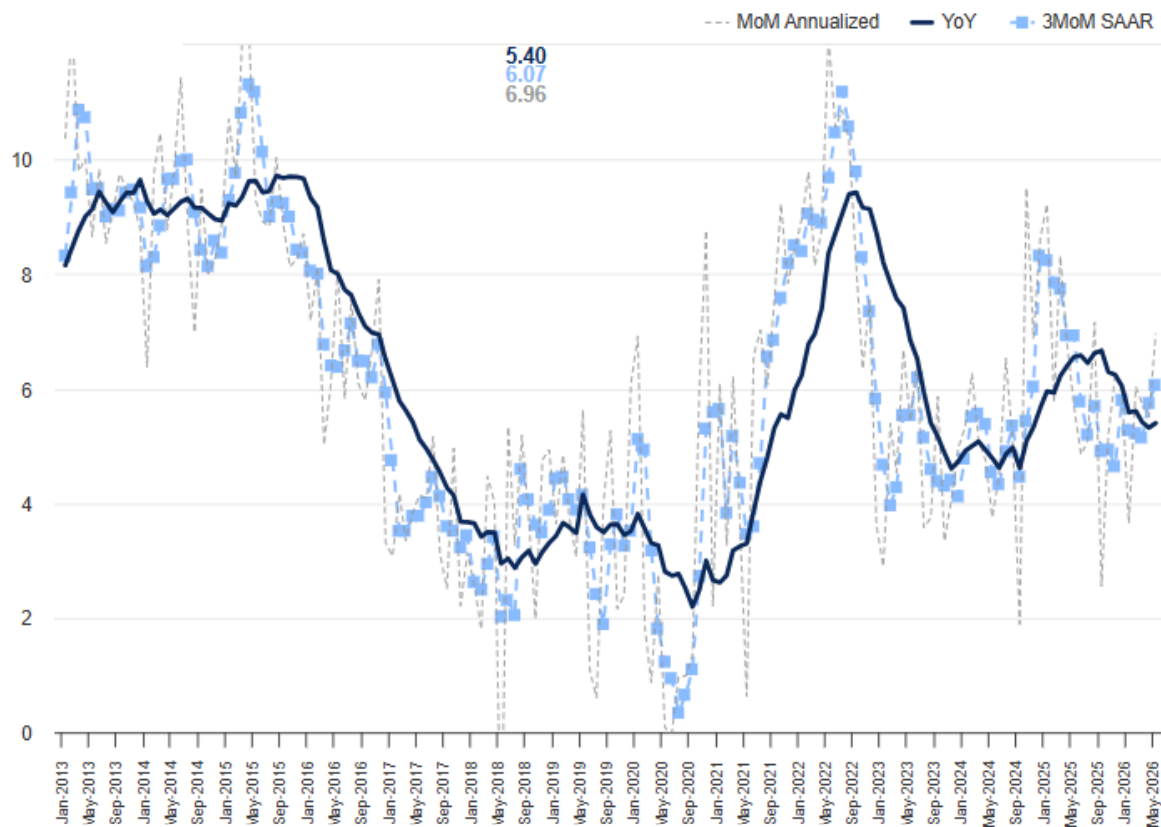
Bens industriais ex higiene pessoal, fumo e etanol (18,77%)



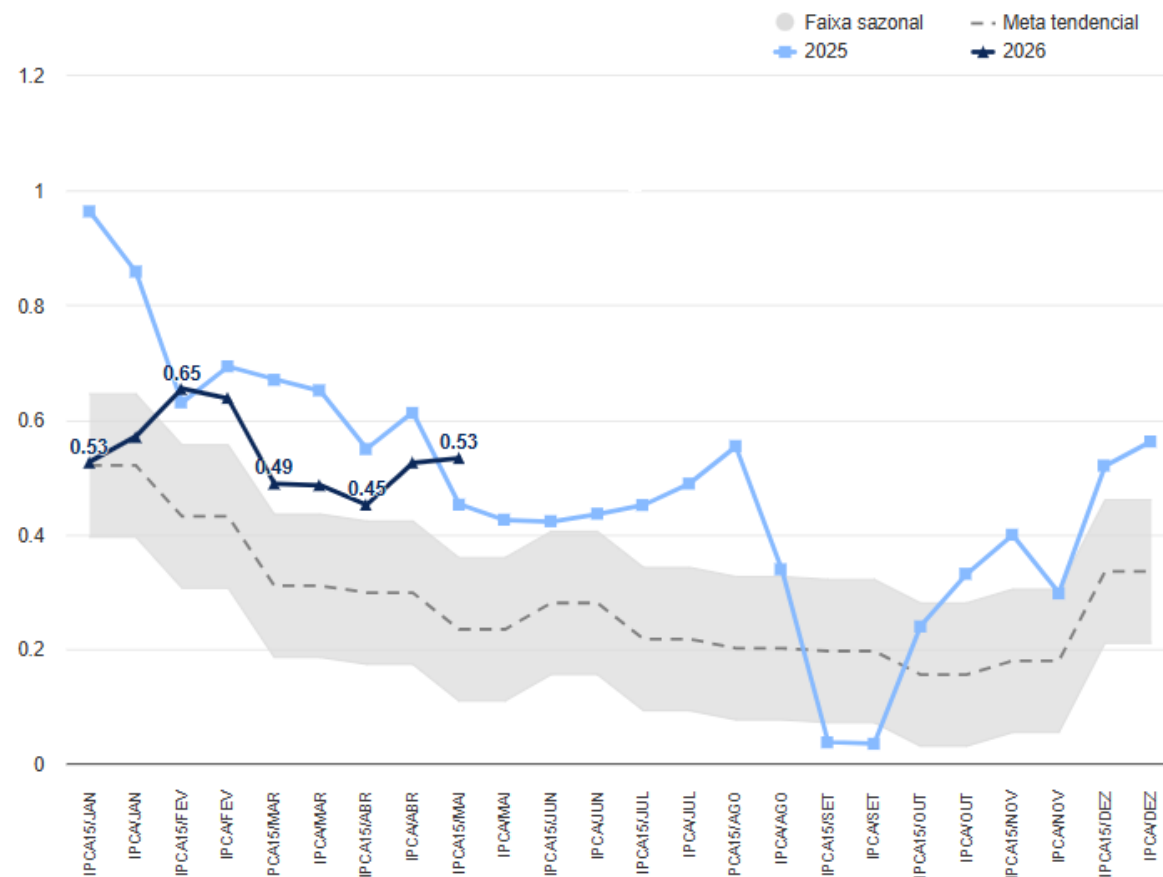
Serviços Subjacentes

- Serviços mais resiliente diante da maior inércia, desancoragem adicional das expectativas e retomada da atividade econômica.

IPCA-15 – Serviços subjacentes



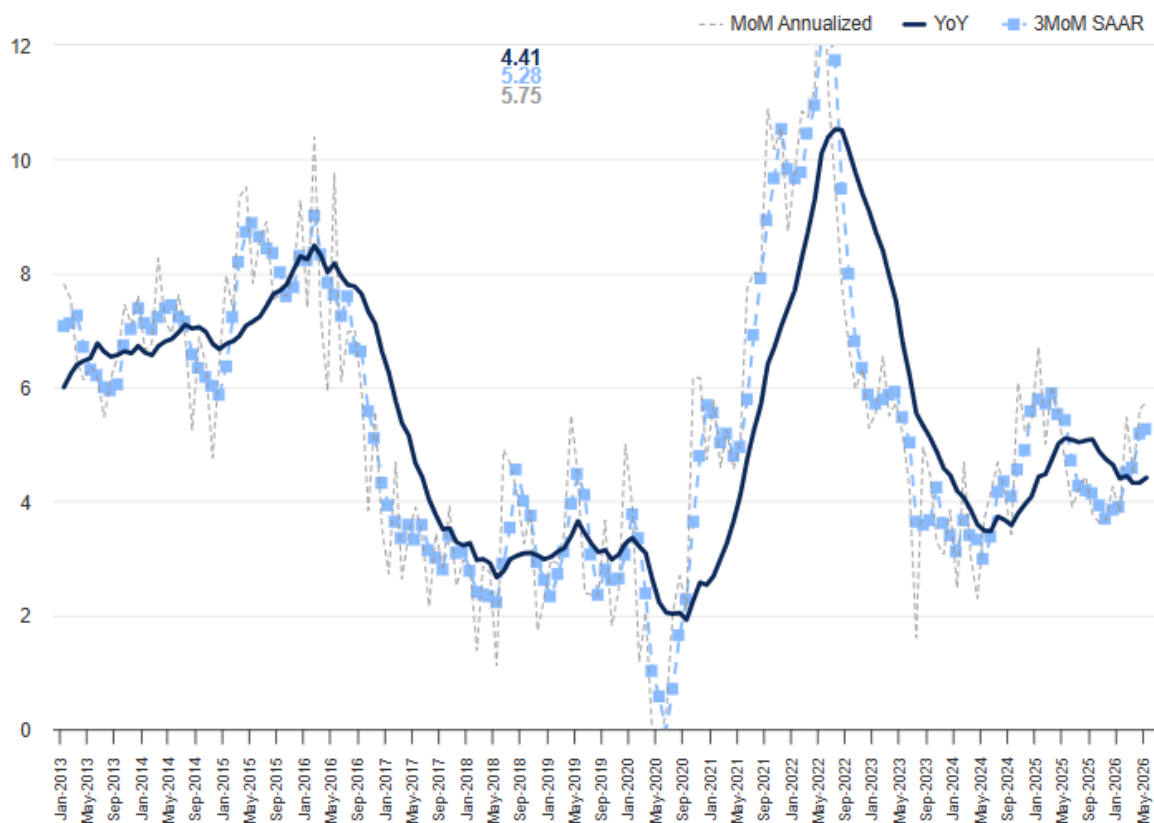
Serviços subjacentes (21,66%)



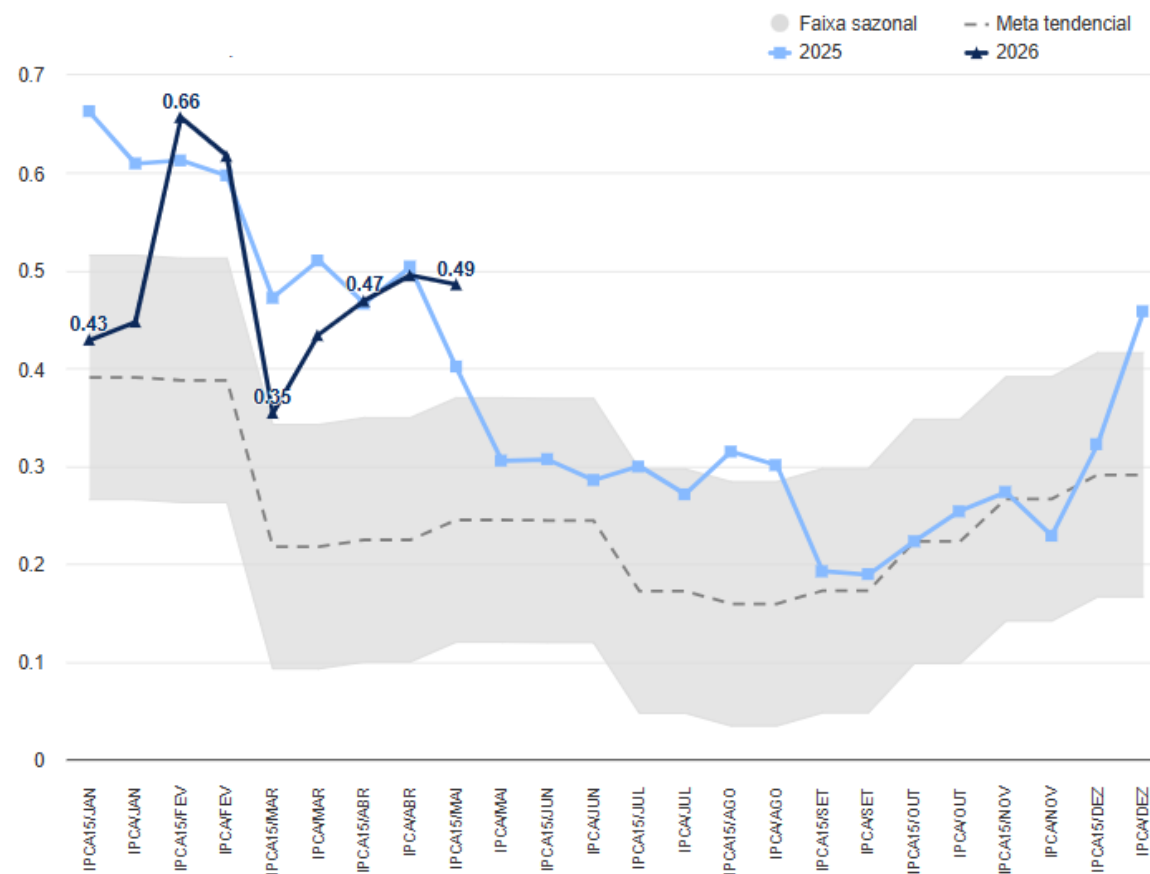
Média - Núcleos

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

IPCA-15 – Média dos núcleos acompanhados



Média dos Núcleos



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
BRL (R\$/US\$)	4.60	3.68	3.95	4.21	4.74	5.00	5.27	5.53
	4.70	3.82	4.09	4.35	4.88	5.14	5.41	5.67
	4.80	3.96	4.23	4.49	5.02	5.28	5.55	5.81
	4.90	4.10	4.37	4.63	5.16	5.42	5.69	5.95
	5.00	4.24	4.51	4.77	5.30	5.56	5.83	6.09
	5.10	4.38	4.65	4.91	5.44	5.70	5.97	6.23
	5.20	4.52	4.79	5.05	5.58	5.84	6.11	6.37
	5.30	4.66	4.93	5.19	5.72	5.98	6.25	6.51

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					
IPCA 2026		10.0%	20.0%	30.0%	40.0%	50.0%	60.0%
		R\$ 0.18	R\$ 0.36	R\$ 0.54	R\$ 0.72	R\$ 0.90	R\$ 1.08
Governo	R\$ 0.10	5.37	5.52	5.67	5.82	5.97	6.12
	R\$ 0.20	5.28	5.43	5.58	5.73	5.88	6.03
	R\$ 0.30	5.20	5.30	5.50	5.65	5.80	5.95
	R\$ 0.40	5.12	5.27	5.42	5.57	5.72	5.87
	R\$ 0.50	5.03	5.18	5.33	5.48	5.63	5.78
	R\$ 0.60	4.95	5.10	5.25	5.40	5.55	5.70
	R\$ 0.68	4.88	5.03	5.18	5.33	5.48	5.63

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

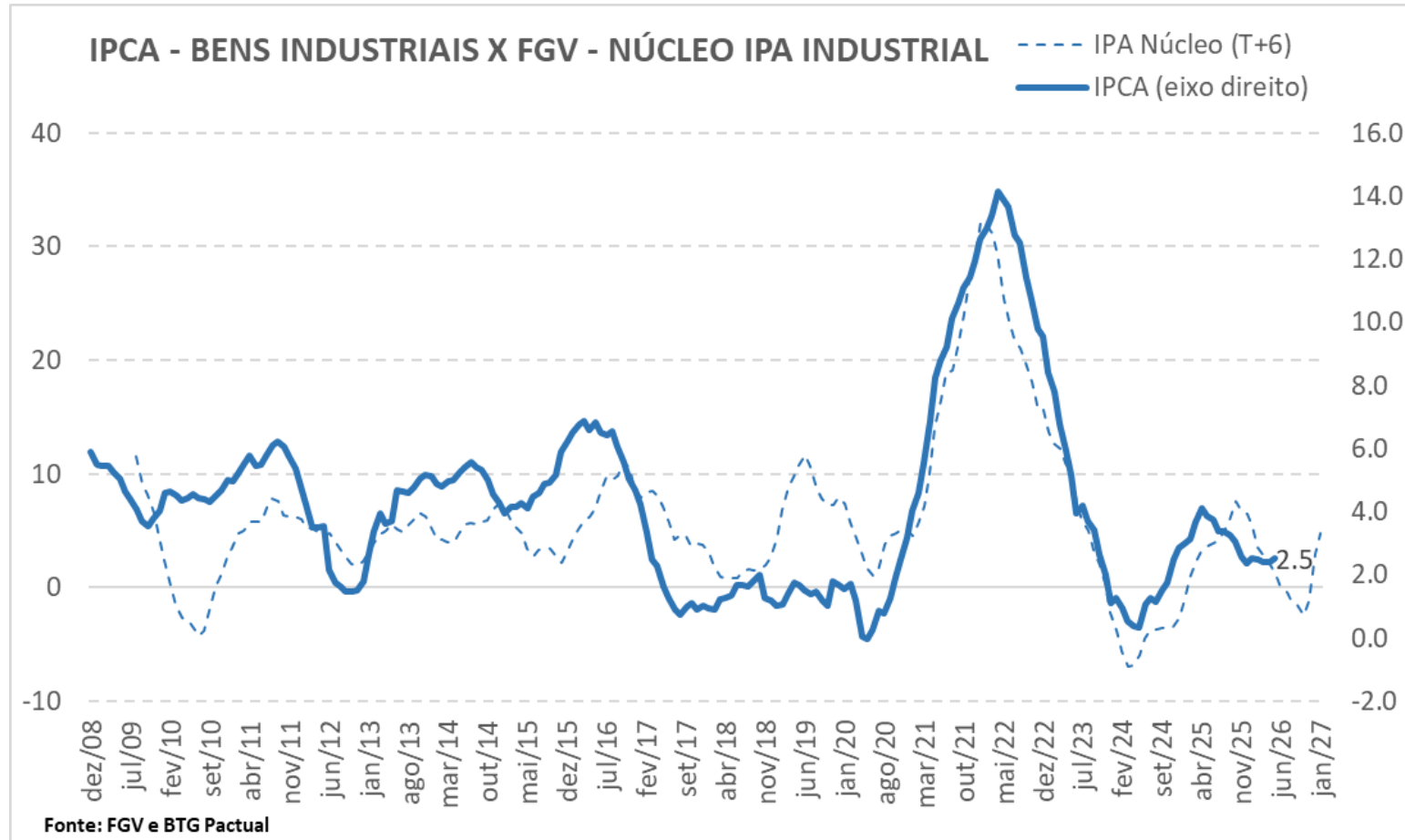
OBS 2: A partir de R\$0.68 o governo não tem mais espaço para reduzir impostos federais, teria que ser via ICMS (estados) ou subsídio (que não está no PLP)

OBS 3: Nosso cenário base considera um reajuste entre 15% e 20% da Petrobras, com compensação parcial (R\$0.30)

Pressão de industriais no atacado chegando no varejo

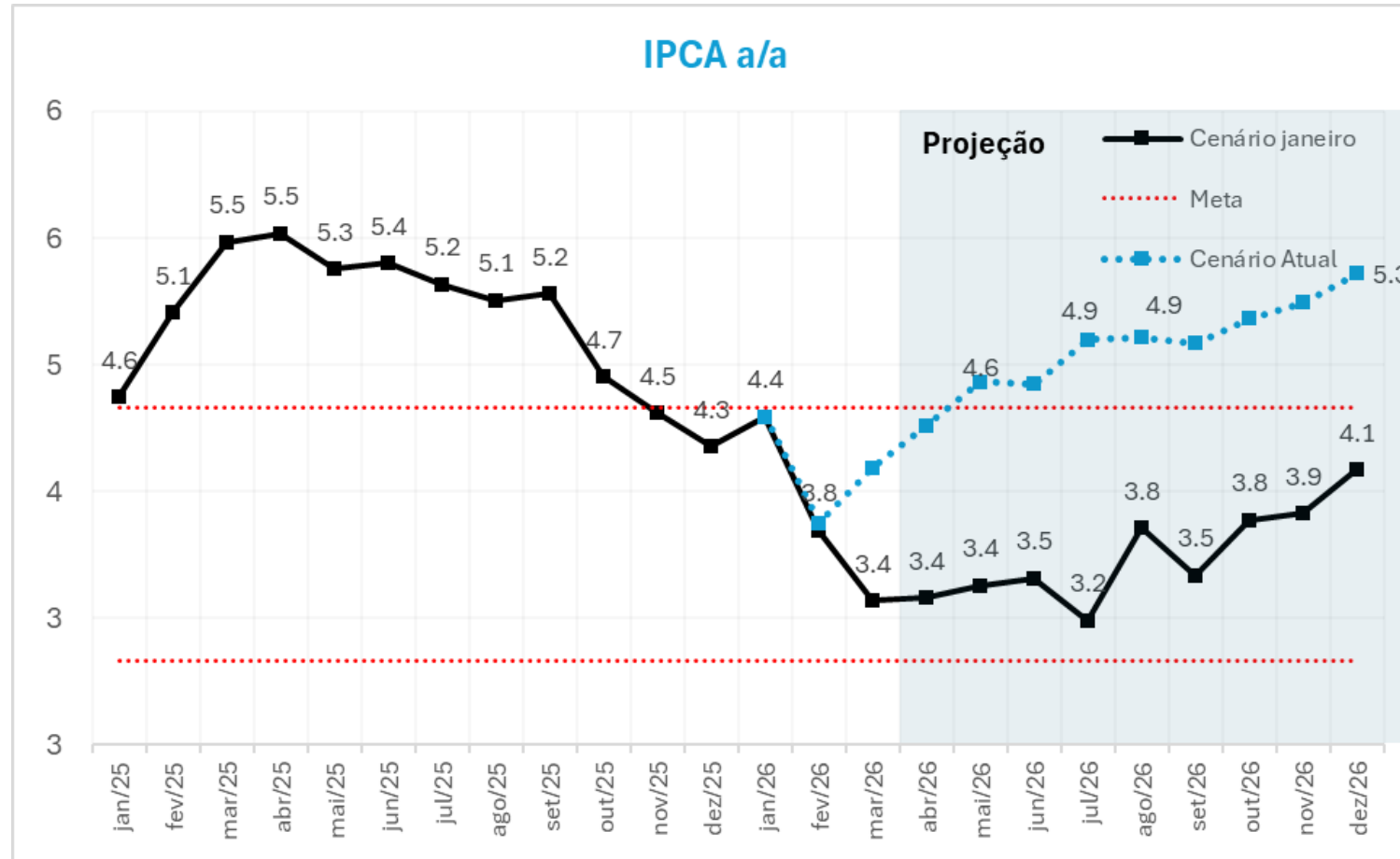
- Estamos vendo aceleração disseminada no atacado que já está chegando ao consumidor.

IPCA bens industriais e núcleo do IPA industrial y/y



Maior inércia afetará serviços nos próximos meses

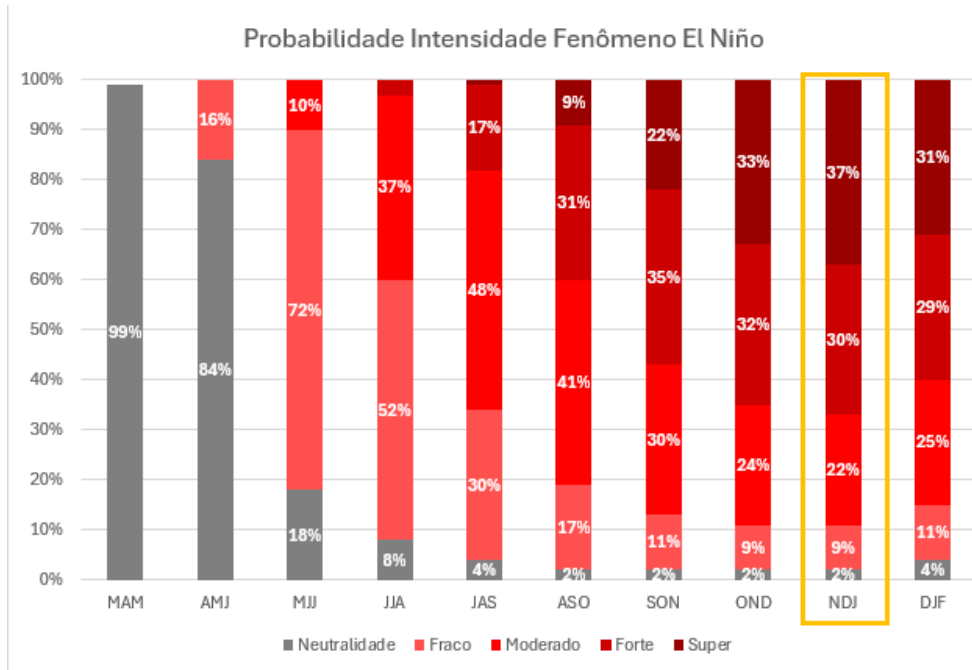
- A inflação de serviços que se beneficiaria de uma inércia menor ao longo do ano (em janeiro projetávamos IPCA acumulado em doze meses indo para 3,2% em julho), agora terá uma bem mais elevada ao longo do ano todo.



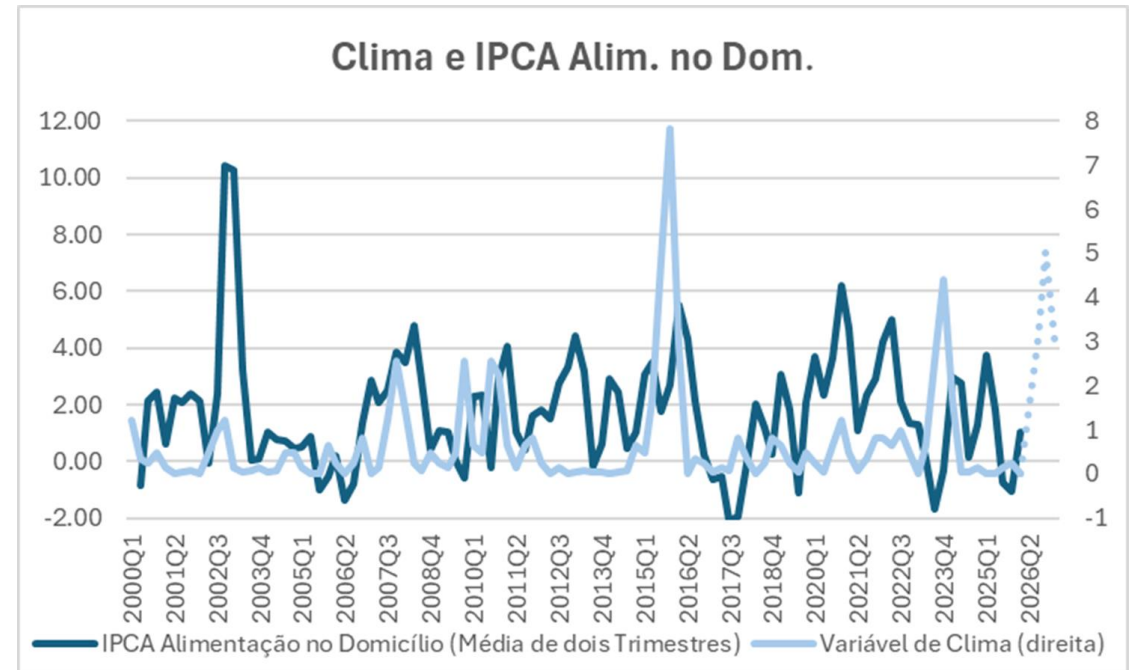
El Niño “forte” se consolidando no cenário

- Passamos a considerar o fenômeno El Niño “forte” no cenário a partir de segundo semestre deste ano, com efeito sobre a inflação de alimentos principalmente em 2027. Riscos seguem assimétricos para cima dado o risco de termos um fenômeno ainda mais intenso.

El Niño “forte” ou “super” no final do ano se consolidando



Quando mais intenso o El Niño, maior o impacto potencial em alimentos



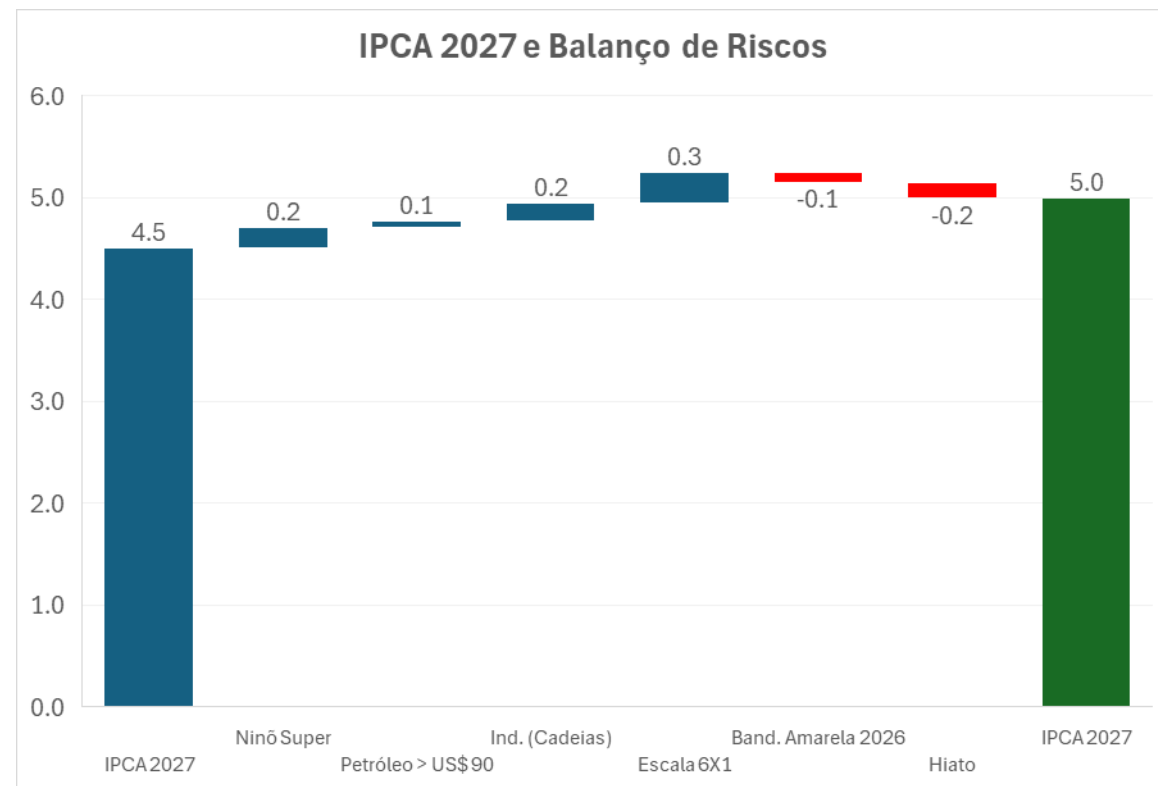
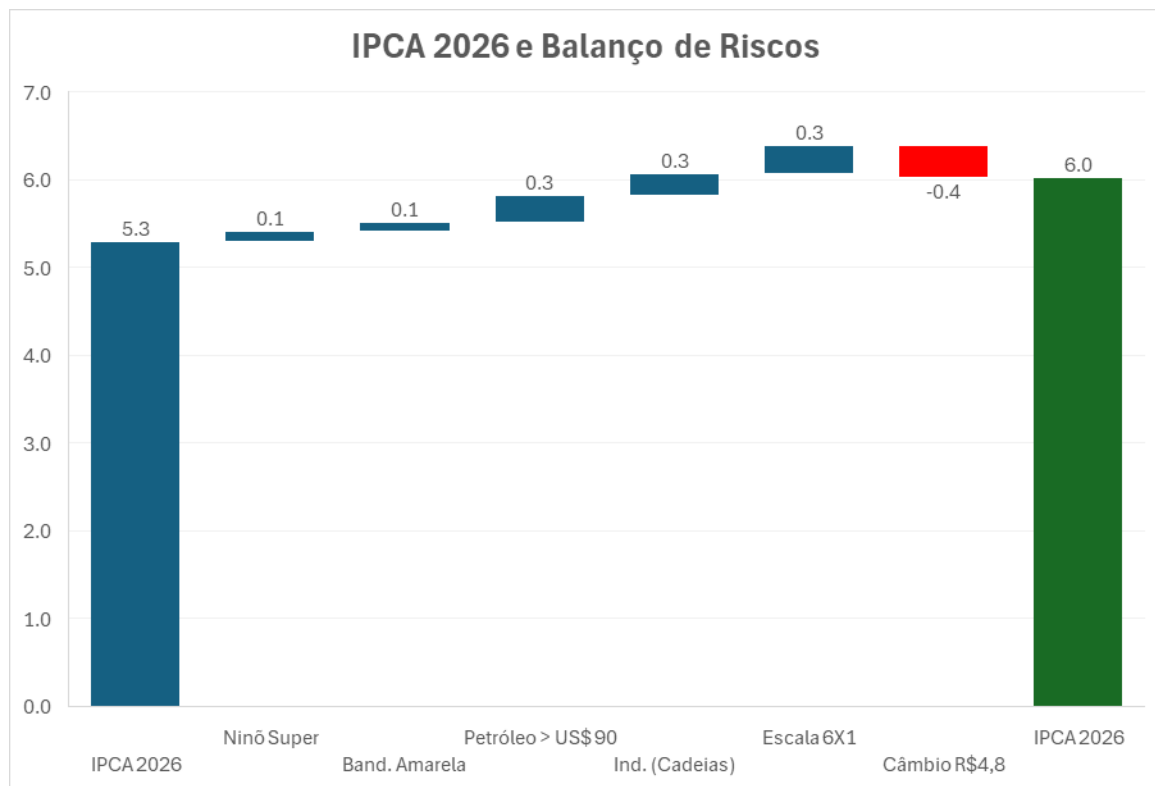
Projeção IPCA

- Passamos a projetar IPCA de 2026 em 5,3% (antes 4,9%) e de 2027 em 4,5% (antes 4,2%).

	2025	2026	2027
IPCA	4.3	5.3	4.5
Livres	3.9	5.8	4.8
Alimentação no domicílio	1.4	7.0	5.9
Bens industriais	2.4	3.4	2.1
Serviços	6.0	6.7	6.0
Serviços Subjacentes	5.9	6.2	5.2
Núcleo-EX0	4.6	5.4	4.5
Administrados	5.3	3.9	3.5
Gasolina	1.9	2.5	0.6
Energia Elétrica	12.3	4.2	5.1
Média Núcleos	4.6	4.6	3.9

Balço de Riscos

- Riscos seguem assimétricos para cima



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	5,30	4,50
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	8,00	6,22	5,53	2,63	16,90	-3,83	9,12	4,66	5,29	3,90	3,50
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	5,80	4,80
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

Mateus Della

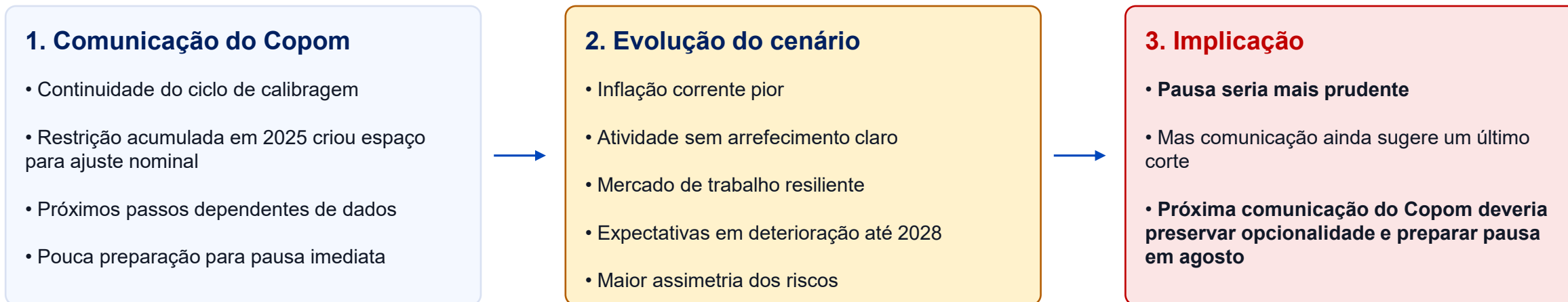
mateus.della@btgpactual.com

Copom: cenário exige pausa, mas comunicação ainda aponta corte adicional

- **A comunicação do Copom desde a última reunião ainda sinaliza continuidade do ciclo de calibragem**, sustentada pela avaliação de que a política monetária foi suficientemente contracionista em 2025 e criou espaço para ajustar o nível nominal da Selic em 2026.
- **Contudo, o cenário se deteriorou de forma relevante:** (i) a inflação corrente surpreendeu para cima e veio com composição menos favorável; (ii) os indicadores de atividade, mercado de trabalho e crédito seguem sem evidências claras de arrefecimento; e (iii) as expectativas de inflação continuaram se deteriorando, inclusive em horizontes mais longos, como 2028.
- **Ao mesmo tempo, o balanço de riscos para a inflação tornou-se significativamente mais assimétrico**, com a persistência do choque de petróleo, riscos relacionados às cadeias globais de produção, *El Niño* forte e possível fim da escala 6x1. Em um ambiente de expectativas já desancoradas, a coexistência de múltiplos choques de oferta torna particularmente difícil separar efeitos primários de efeitos secundários, recomendando cautela adicional na condução da política monetária.
- **Nossa avaliação é que a decisão mais adequada seria pausar o ciclo de calibragem já em junho**, até haver maior clareza sobre a materialização desses riscos e sobre a persistência dos efeitos secundários que já se materializam.
- Ainda assim, como a comunicação do Copom continua apontando para a continuidade do processo de calibragem, **nosso cenário-base é de um último corte de 25 pb em junho, levando a Selic a 14,25%, seguido de estabilidade até o fim de 2026.**
- **Nosso cenário de Selic terminal em 12,50% em 2027 pressupõe estabilização das expectativas de 2028 e preservação da credibilidade da política monetária.** A continuidade do ciclo atual aumenta o risco de reduzir esse espaço à frente.

Comunicação vs. fundamentos: a divergência ficou maior

A recomendação técnica é pausar agora; o cenário-base de mais um corte reflete a comunicação acumulada, não os fundamentos



A decisão de junho deve refletir a tensão entre a comunicação acumulada do Copom e a deterioração dos fundamentos – que já não comportam novos cortes. **O risco é que a continuidade do ciclo amplifique a desancoragem e reduza o espaço para cortes em 2027.**

Selic atual	Junho/26	Fim de 2026	Fim de 2027
14,50%	14,25%	14,25%	12,50%

Inflação corrente: deterioração disseminada e composição pior

A dinâmica já vinha desconfortável; últimos dados intensificaram a deterioração

- Surpresas altistas recentes foram acompanhadas de piora qualitativa, tanto em serviços quanto em bens industriais.
- Serviços intensivos em trabalho seguem acelerando, refletindo mercado de trabalho apertado e crescimento salarial acima da produtividade.
- Bens industriais permanecem pressionados, com riscos adicionais vindos do petróleo e das cadeias globais.
- As projeções de curto prazo continuam sendo revisadas para cima, reforçando o viés altista para 2026 e 2027.

IPCA

Últimos indicadores acima do esperado e com composição mais desfavorável e disseminada entre os grupos

IPCA-15 acum. em 12 meses

4,64%

Voltando a ficar acima do teto da meta.

Média 5 núcleos

5,3%

MM3 SAAR acelerando

Serviços subjacentes

6,1%

MM3 SAAR, ainda pressionado.

Intensivos em trabalho

7,5%

Patamar muito elevado, compatível com mercado de trabalho apertado.

Leitura: a composição da inflação ficou menos benigna e mais difícil de tratar como choque puramente temporário. **Em ambiente de expectativas desancoradas, isso aumenta a necessidade de cautela.**

Atividade, trabalho e crédito: sem arrefecimento suficiente

Dados reforçam hiato mais fechado e menor espaço para cortes

PIB 1T26

+1,1% t/t

Aceleração da demanda privada, puxada por consumo e investimento – vieram mais fortes do que o esperado por nós

Demanda privada

+1,5% t/t

Consumo e investimento vieram mais fortes do que o esperado

Desemprego SA

~5,4%

Próximo das mínimas históricas; muito abaixo da NAIRU estimada

Hiato estimado

+0,4%

Alta ante cerca de +0,1% no fim de 2025

Mercado de trabalho

PNAD e CAGED ainda são consistentes com mercado apertado. Salários reais crescem acima da produtividade, sustentando renda e serviços intensivos em trabalho.

Crédito

Há desaceleração em algumas métricas, mas ainda sem arrefecimento suficiente para alterar a leitura de demanda resiliente. Juros, spreads e inadimplência subiram.

NUCI e hiato

NUCI mais elevada, PIB forte, PNAD e CAGED devem levar o BC a revisar para cima sua estimativa de hiato em junho.

Focus: deterioração das expectativas ganhou tração

A deterioração de 2028 torna mais custoso seguir cortando e aumenta o risco de comprometer a retomada da flexibilização em 2027

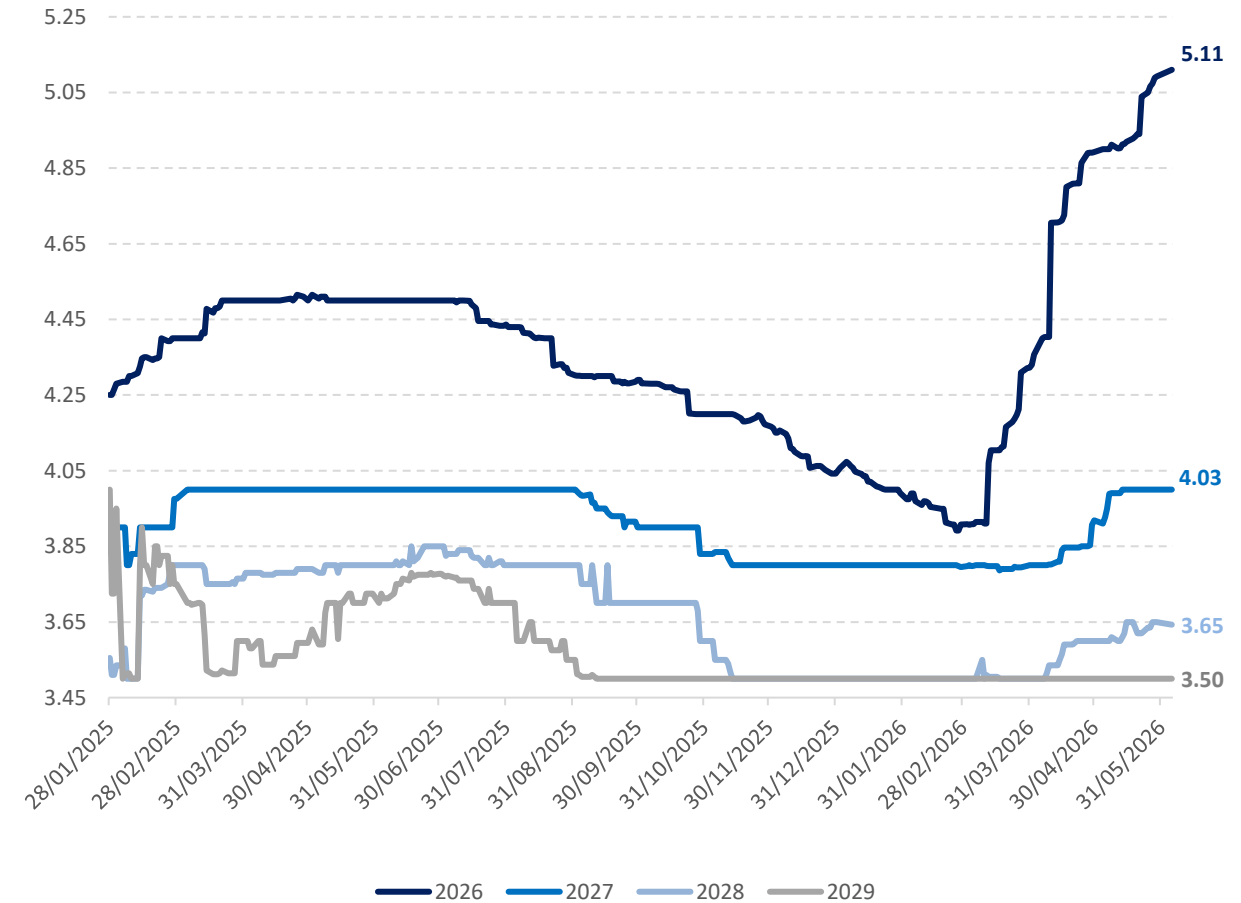
A continuação da deterioração de 2028 merece destaque porque ocorre em horizonte menos diretamente impactado pelos efeitos primários do choque corrente e indica risco de efeitos de segunda ordem sobre as expectativas. **O movimento é desfavorável para o BC: a deterioração de 2028 torna mais custoso seguir cortando e aumenta o risco de comprometer a retomada da flexibilização em 2027.**

Focus: IPCA antes e depois do último Copom

Ano	Copom de abril	5 de junho*	Diferença
2026	4,86%	5,11%	+0,25 pp
2027	4,00%	4,03%	+0,03 pp
2028	3,61%	3,65%	+0,04 pp
2029	3,50%	3,50%	0,00 pp

* As expectativas apresentadas correspondem ao Focus de 5 de junho e podem sofrer alterações até a data de corte utilizada pelo Copom (12 de junho) para a próxima reunião.

Focus – Inflação IPCA (%)



Balanço de riscos: choques sucessivos ampliam assimetria

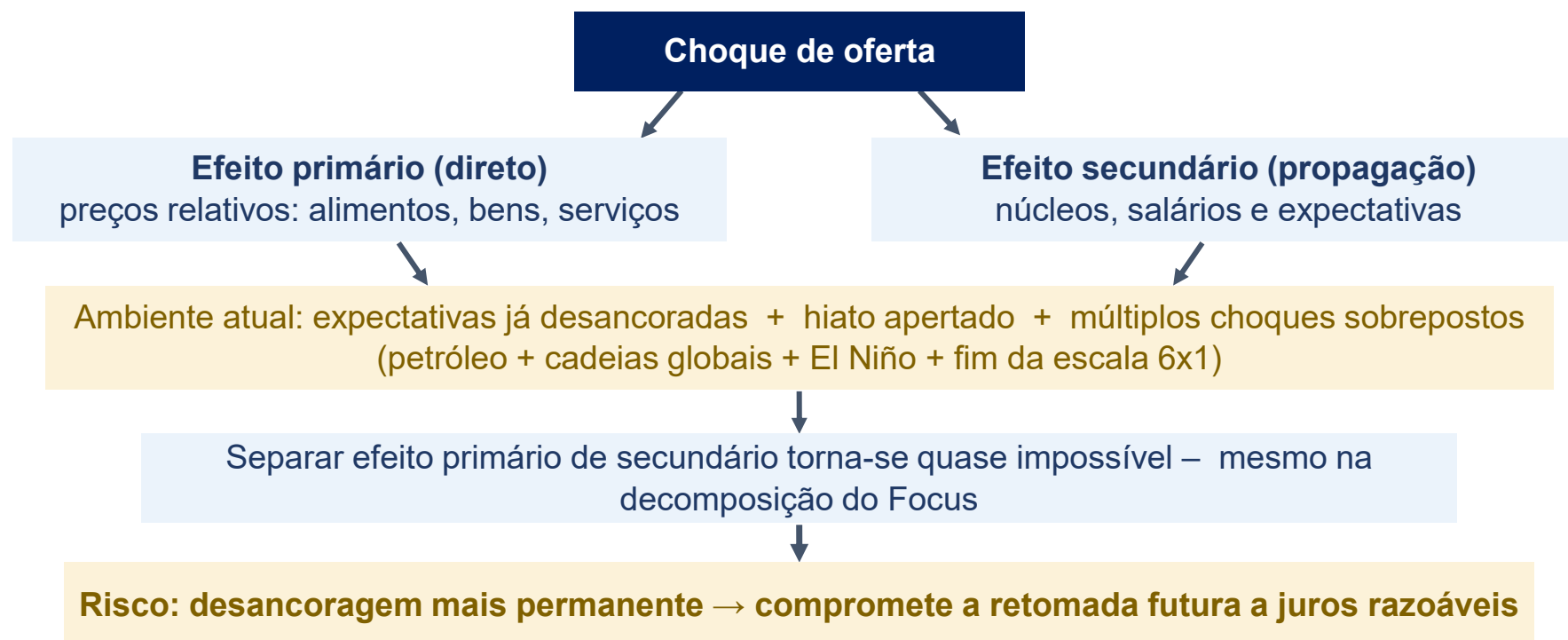
O desafio é distinguir efeitos primários de propagação em ambiente de expectativas desancoradas

Risco	Canal primário	Risco de segunda ordem	Implicação para o Copom
Petróleo / conflito no Oriente Médio mais prolongado	Combustíveis, fretes e energia	Expectativas, núcleos e repasses indiretos	Cautela até haver clareza sobre duração e transmissão do choque
Cadeias globais de insumos	Bens comercializáveis e custos de produção	Eventual restrição prolongada por Ormuz pode gerar efeitos não-lineares em bens, semelhantes aos observados na pandemia. O impacto pode ser 0,26pp no IPCA de 2026 em um cenário com metade da pressão e duração observada na pandemia	Como bens industriais já mostram alguma pressão no atacado e no IPCA, a identificação entre choque temporário e persistente é difícil
El Niño forte / super forte	Alimentos e preços agrícolas em 2027. Nosso cenário de inflação já incorpora um El Niño forte, com impacto de cerca de 30 pb no IPCA de 2027. Um episódio super forte teria um efeito maior	Desancoragem nos horizontes mais longos	Parte do choque pode ser transmitida para 2028 via inércia e expectativas. O tamanho desse repasse depende da credibilidade do BC e da reação de curto prazo: quanto mais o ciclo prosseguir, maior o risco de desancoragem
Fim da escala 6x1	Custo do trabalho e oferta em serviços (~+30 pb em 2027)	Pressão no setor mais sensível ao ciclo e à política	Dificulta separar o que seria efeito regulatório exógeno do que já é pressão de demanda e mercado de trabalho apertado

O desafio é a sobreposição. Em circunstâncias normais, a política monetária ignora efeitos primários e reage à propagação. **Com choques sucessivos e sobrepostos, separar inflação temporária de persistência fica muito mais difícil e a assimetria dos riscos aumenta.**

Por que choques de oferta são especialmente perigosos agora

- Com expectativas já desancoradas e hiato apertado, choques de oferta contaminam a formação de preços de modo mais persistente do que sob expectativas ancoradas. Com vários choques simultâneos, separar efeito primário de secundário torna-se quase impossível – inclusive na decomposição do próprio Focus.



Em regime de expectativas ancoradas, a política 'olha através' do efeito primário de um choque de oferta e reage só à propagação. Esse princípio se enfraquece quando (i) as expectativas já estão desancoradas e (ii) os choques são múltiplos e sobrepostos – exatamente o caso atual. Nessas condições, a probabilidade de efeitos primários se converterem em secundários cresce de forma não-linear.

Sem espaço no modelo para cortes adicionais

- No cenário do próximo Copom (juros Focus), a projeção no horizonte relevante (4T27) deve aumentar de 3,5% para 3,64% - acima da meta de 3,0%. Essa revisão incorpora um hiato mais fechado, expectativas de inflação mais elevadas, sobretudo para 2026, e maior inércia inflacionária. Contudo, não incorporam os riscos altistas recentes (El Niño super forte, supply chain e fim da escala 6x1).
- Mesmo com a Selic mantida em 14,50% até o 4T27, a projeção da inflação no HR fica em 3,28% - ou seja, a leitura estrita do modelo não abre espaço para cortes adicionais.

Projeções de inflação no modelo de referência do BC

Cenário (modelo desagregado do BC)	2026 4T	2027 3T	2027 4T (HR)	2028 1T	2028 2T	2028 3T	2028 4T
Copom março (R\$5,20/US\$; Brent US\$90)	3,93%	3,29%	3,29%	3,20%	3,17%	3,08%	3,05%
Copom abril (R\$5,00/US\$; Brent US\$100)	4,60%	3,60%	3,50%	3,40%	3,32%	3,22%	3,15%
Próximo Copom – junho (R\$5,00/US\$; hiato ↑)	4,97%	3,80%	3,64%	3,51%	3,41%	3,29%	3,22%
Juros constantes (até 2027 4T)	4,92%	3,55%	3,28%	3,03%	2,80%	2,55%	2,36%

A retomada de 2027 depende da inércia dos choques e da credibilidade da resposta do BC

- As decisões de 2027 serão guiadas pelas projeções e expectativas de 2028.
- Pano de fundo: impulso fiscal limitado (ou levemente negativo) e taxa neutra real de curto prazo convergindo para ~5%. Combinado a uma Selic parada em 14,25% ao longo de 2026, preserva grau relevante de restrição.
- Se as expectativas de 2028 se estabilizarem em ~3,8% - incorporando parte da inércia dos choques, sem perda adicional de credibilidade -, há espaço para retomada gradual em 2027, com terminal de 12,50%.
- O ponto central: **a retomada depende da inércia dos choques e da credibilidade do BC. Continuar cortando em 2026 afastaria as expectativas de 2028 da meta, reduzindo (ou eliminando) o espaço de 2027.**

A tabela ao lado apresenta a Selic terminal em 2027 compatível com diferentes graus de desancoragem das expectativas de inflação para 2028 de forma a manter a trajetória de inflação projetada em 2028 em valores próximos a meta. Esse exercício é relevante porque há uma série de riscos altistas em curso. A materialização desses choques poderia levar a uma desancoragem adicional das expectativas de 2027, com parte desse movimento sendo transmitida para 2028 via inércia inflacionária e de forma condicional à reação do Banco Central no curto prazo.

No cenário em que a expectativa para 2028 sobe para 3,8% e a de 2027 vai para 4,7%, o modelo indica que o Banco Central ainda poderia cortar a Selic para algo em torno de 12,5%. No entanto, se as expectativas de 2028 continuarem se desancorando, o espaço para cortes no próximo ano diminuiria ainda mais, mesmo considerando um hiato aberto.

Ciclo em 2027 para diferentes níveis de taxa de câmbio e expectativas

Ciclo em 2027 para diferentes níveis de BRL/ Expectativas					
BRL/ Expectativa de Inflação 28	3.95	3.8	3.66	3.44	3.24
5.1	13.38%	12.71%	12.03%	11.61%	11.18%
5	13.10%	12.43%	11.75%	11.33%	10.90%
4.9	12.96%	12.29%	11.61%	11.19%	10.76%
4.7	12.66%	11.99%	11.32%	10.90%	10.47%

Duração dos ciclos monetários no Brasil

Ciclo		Selic no início do ciclo (%)	Selic no fim do ciclo (%)	Corte		Estabilidade Duração	Alta		Magnitude da primeira decisão do ciclo	Magnitude da última decisão do ciclo	Presidentes do BC
Início	Fim			Magnitude	Duração		Magnitude	Duração			
mar-04	abr-04	16.50	16.00	50pb	1 mês			-25pb	-25pb		
abr-04	set-04	16.00	16.00			5 meses		0pb	0pb		
set-04	mai-05	16.00	19.75				375pb	8 meses	25pb	25pb	
mai-05	set-05	19.75	19.75			4 meses		0pb	0pb		
set-05	set-07	19.75	11.25	850pb	24 meses			-25pb	-25pb		
set-07	abr-08	11.25	11.25			7 meses		0pb	0pb		
abr-08	set-08	11.25	13.75				250pb	5 meses	50pb	75pb	Henrique Meirelles
set-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	abr-10	8.75	8.75			9 meses		0pb	0pb		
abr-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	
ago-11	out-12	12.50	7.25	525pb	14 meses			-50pb	-25pb		
out-12	abr-13	7.25	7.25			6 meses		0pb	0pb		
abr-13	abr-14	7.25	11.00				375pb	12 meses	25pb	25pb	
abr-14	out-14	11.00	11.00			6 meses		0pb	0pb	Alexandre Tombini	
out-14	jul-15	11.00	14.25				325pb	9 meses	25pb	50pb	
jul-15	out-16	14.25	14.25			15 meses		0pb	0pb		
out-16	mar-18	14.25	6.50	775pb	17 meses			-25pb	-25pb		
mar-18	jul-19	6.50	6.50			16 meses		0pb	0pb		
jul-19	ago-20	6.50	2.00	450pb	13 meses			-50pb	-25pb	Ilan Goldfajn	
ago-20	mar-21	2.00	2.00			7 meses		0pb	0pb		
mar-21	ago-22	2.00	13.75				1175pb	17 meses	75pb	50pb	
ago-22	ago-23	13.75	13.75			12 meses		0pb	0pb	Roberto Campos Neto	
ago-23	mai-24	13.75	10.50	325pb	9 meses			-50pb	-25pb		
mai-24	set-24	10.50	10.50			4 meses		0pb	0pb		
set-24	jun-25	10.50	15.00				450pb	9 meses	25pb	25pb	
jun-25	jan-26	15.00	15.00			7 meses		0pb	0pb	Gabriel Galípolo	
mar-26	jun-26	15.00	14.50	50pb	3 meses			-25pb	-25pb		
				Média	496pb	12 meses	8 meses	416pb	9 meses		
				Mediana	500pb	13 meses	7 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	14.25	12.50
Taxa Selic (% , média)	10.14	6.58	6.03	2.88	4.59	12.63	13.25	10.92	14.56	14.46	13.65

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.

