

Pesquisa Macroeconômica

Brasil – Visão Macro

Setembro de 2025

Mansueto Almeida
Economista-chefe
mansueto.almeida@btgpactual.com
+55 11 3383-9856

Iana Ferrão
iana.ferrao@btgpactual.com
+55 11 3383-3453

Samuel Pessoa
samuel.pessoa@btgpactual.com
+55 11 3089-8209

Bruno Balassiano
bruno.balassiano@btgpactual.com
+55 21 3383-9854

Bruno Martins
bruno-s.martins@btgpactual.com
+55 21 3262-4414

Fabio Serrano
fabio.serrano@btgpactual.com
+55 11 3383-6400

Francisco Lopes
francisco.lopes@btgpactual.com
+55 11 3383-6989

Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com
+55 11 3383-3245

Pedro Oliveira
pedro-h.oliveira@btgpactual.com
+55 11 3383-9167



Relatório Macro Mensal**Setembro de 2025****Resumo - Inflação de serviços resiste e ameaça ciclo de cortes**

Com a surpresa positiva nos setores agropecuário e extrativo na divulgação do PIB do 2T25, nossa projeção para o crescimento de 2025 foi elevada de +1,9% para +2,0%, sem alteração na projeção para 2026 (+1,5%). A deterioração nas condições de crédito em um contexto de endividamento muito elevado das famílias deve levar a uma estagnação da economia à frente, com um crescimento de apenas +0,2% t/t (a.s.) no 3T25 e uma queda de 0,1% t/t (a.s.) no 4T25. Além disso, quedas abruptas nos indicadores de confiança sobre as perspectivas de emprego sugerem uma forte desaceleração no mercado de trabalho a partir de agosto.

Nossas projeções para o IPCA de 2025 e 2026 permanecem em 4,8% e 4,2%, respectivamente. A inflação de agosto manteve um quadro favorável para os itens comercializáveis, sustentado pela apreciação cambial ao longo deste ano e por menores preços de commodities, mas sinalizaram uma reaceleração da inflação de serviços. Nosso cenário relativamente benigno, que pressupõe acomodação adicional da inflação de serviços em 2026, é consistente com um pouso suave da atividade e permanece condicionado a riscos fiscais administráveis e câmbio relativamente estável.

Déficit em transações correntes desacelerará à frente. Mantemos nossa projeção de superávit comercial em US\$ 65 bilhões em 2025 e US\$ 70 bilhões em 2026. A desaceleração da demanda interna contribuirá também para reduzir gradualmente o déficit em transações correntes, para 3,3% do PIB no fim de 2025 e 2,6% em 2026. Com a perspectiva de um dólar globalmente mais fraco e mais cortes de juros pelo Fed, revisamos a projeção do câmbio para R\$ 5,40/US\$ em 2025 e R\$ 5,20/US\$ em 2026.

Mantemos a projeção de déficit primário do governo central em R\$72 bilhões (-0,6% do PIB) e R\$57,5 bilhões (-0,4% do PIB), respectivamente, para 2025 e 2026. Os resultados são compatíveis com a meta estabelecida para ambos os anos. O projeto orçamentário de 2026 enviado ao Congresso apresenta premissas mais realistas para a despesa obrigatória, mas não incorpora os R\$12 bilhões adicionais ao limite de gastos viabilizados pela PEC 66, e projeta receitas superestimadas. Ainda assim, a combinação entre um empoçamento estimado de R\$20 bilhões e a execução fiscal voltada ao piso da banda (déficit zero) deve garantir o cumprimento da meta.

Mantemos o cenário de Selic estável em 15,00% até o fim de 2025, com início do ciclo de flexibilização em janeiro de 2026. A antecipação para o fim deste ano não está descartada, mas ficou menos provável após surpresas altistas de inflação e maior resiliência do mercado de trabalho. Para cortes em dezembro, seria importante observar ao menos dois dos seguintes vetores: (i) desaceleração mais clara do mercado de trabalho; (ii) surpresas baixistas relevantes no IPCA; e (iii) avanço adicional, ainda que parcial, na reancoragem das expectativas.

DISCLAIMERS PERTINENTES A ESTE RELATÓRIO INICIAM NA PÁGINA 21

Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com a(s) companhia(s) coberta(s) neste relatório. Por esta razão, investidores devem estar cientes de eventuais conflitos de interesse que potencialmente possam afetar os objetivos deste relatório. Investidores devem considerar este relatório apenas como mais um fator no processo de tomada de decisão de seus investimentos. Qualquer Cidadão Norte-Americano Especificado como US Person(USP) que receber este relatório e desejar realizar uma operação com valores mobiliários analisados neste relatório, deverão fazê-lo com o BTG Pactual US Capital, LLC - 212-293-4600, 601 Lexington Avenue, 57º andar, Nova York NY 10022.

Tabela 1: Histórico das mudanças nas projeções em relação aos últimos valores

	2025					2026				
	PIB Real	IPCA	Taxa Selic	Câmbio	Res. Primário - Gov. Central	PIB Real	IPCA	Taxa Selic	Câmbio	Res. Primário - Gov. Central
	(% a/a)	(% a/a)	(% p.a.)	(R\$/US\$)	(R\$bi)	(% a/a)	(% a/a)	(% p.a.)	(R\$/US\$)	(R\$bi)
Anterior	1.90	4.80	15.00	5.60	-72.3	1.50	4.20	12.00	5.50	-57.5
Atual	2.00	4.80	15.00	5.40	-72.1	1.50	4.20	12.00	5.20	-57.5

Fonte: BTG Pactual

Sumário Executivo

O boletim econômico de setembro de 2025 revela um cenário de contrastes e desafios para o Brasil. Após uma surpresa positiva nos setores agropecuário e extrativo no segundo trimestre, a projeção de crescimento do PIB para 2025 foi revisada para cima, de 1,9% para 2,0%. Contudo, a deterioração das condições de crédito, associada ao elevado endividamento das famílias, aponta para uma economia estagnada à frente, com crescimento modesto no terceiro trimestre e queda no quarto. No próximo ano, esperamos crescimento de 1,5%.

O desempenho da economia no segundo trimestre confirmou a desaceleração dos segmentos mais cíclicos, resultado do efeito retardado da política monetária restritiva e do menor impulso fiscal no primeiro semestre. Apesar disso, setores exógenos — como o agropecuário e o extrativo — tem sido resilientes, sustentando as revisões positivas do PIB.

No último mês, observamos uma piora marginal na dinâmica inflacionária, com leituras acima do esperado, especialmente na inflação de serviços, que interrompeu a tendência de desaceleração. Os itens comercializáveis beneficiaram-se da apreciação cambial e dos menores preços de commodities, mas o núcleo de serviços voltou a acelerar, especialmente nos segmentos intensivos em trabalho.

Apesar dessa leve piora, a projeção para o IPCA manteve-se em 4,8% para 2025 e, ao longo do último mês, revisamos o próximo ano de 4,3% para 4,2%. Adicionalmente, as expectativas de inflação para 2027 e 2028 continuaram a recuar. Apesar desse cenário mais positivo para inflação nos próximos anos, o nosso cenário base é que o início do corte de juros comece em janeiro de 2026; um ciclo de corte de 300 bps que levaria a taxa de juros Selic para 12% no final de 2026, ou seja, uma taxa de juros real média ainda muito elevada e acima de 8%.

Apesar das incertezas em relação a alguns itens da arrecadação do governo federal, mantivemos a nossa projeção de déficit primário de R\$ 72 bilhões (-0,6% do PIB) para 2025 e R\$ 57,5 bilhões (-0,4% do PIB) para 2026. Dadas as exceções do atual arcabouço fiscal e a margem de tolerância da meta fiscal, os déficits acima são compatíveis com o resultado primário oficial que é meta de primário “zero” neste ano e superávit de 0,25% do PIB no próximo.

Uma dúvida no cenário fiscal é o risco de alteração das metas de primário e aprovação de novas exceções ao arcabouço fiscal, em 2026. No entanto, acreditamos que esse risco é pequeno e recentemente, com a aprovação da PEC 66, o governo federal ganhou um espaço fiscal extra de R\$ 12 bilhões para gastar no próximo ano. Ou seja, o governo já conseguiu uma flexibilização pequena da regra fiscal para 2026.

Como já destacado em boletins anteriores, o grande fator de melhora nos preços dos ativos este ano foi a rotação de carteira de investidores internacionais, o que levou a um fluxo positivo para mercados emergentes. Adicionalmente, este mês, o FED cortou a taxa de juros em 25 pb e há perspectiva de mais dois cortes da mesma magnitude até o final do ano e mais dois cortes adicionais, em 2026, levando a taxa de juros para 3,1% até junho de 2026.

Se por um lado os dados do mercado de trabalho têm surpreendido para baixo e anteciparam o início do ciclo de corte de juros pelo FED, as projeções de crescimento para economia americana foram revisadas para cima pelo FED na reunião deste mês de 1,4% para 1,6% este ano, e de 1,6% para 1,8% no próximo. Esse é um cenário diferente do que o mercado sinalizava após 2 de abril, quando o anúncio dos fortes aumentos de tarifas no “Liberation Day” e elevou o risco de recessão. Este não é mais o caso e a combinação de mercado de trabalho forte com recuperação do crescimento da economia americana podem dificultar a convergência da inflação para a meta e aumentar a incerteza do tamanho do ciclo de corte de juros pelo FED ao longo de 2026.

O cenário de corte de juros pelo FED e a manutenção da taxa de juros no Brasil em 15% nos levou a revisar a projeção da taxa de câmbio para R\$ 5,40/US\$ no final de 2025 e R\$ 5,20/US\$ em 2026, em linha com a expectativa de um dólar mais fraco globalmente e a normalização das operações de hedge dos investidores. Não alteramos a nossa expectativa para taxa Selic em 15% até ao final de 2025 e início dos cortes em janeiro de 2026. Para que o Copom antecipe a flexibilização, e inicie o ciclo de redução de Selic ainda em 2025, seriam necessárias surpresas desinflacionárias relevantes e sinais mais claros de aumento do desemprego ao longo dos próximos meses, um cenário que hoje não parece que ocorrerá.

Dentre os principais fatores de risco que precisam ser monitorados, destacamos o comportamento da inadimplência. Em geral, períodos de forte crescimento do emprego e da massa salarial são acompanhados por uma queda no comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida. Essa correlação não foi observada no período recente, o que pode se tornar um problema no cenário esperado de desaceleração da economia e juros elevados neste e no próximo ano.

Um segundo risco é um cenário mais adverso para a inflação de serviços, atualmente em torno de 6% ao ano, com aceleração mais significativa no segmento nos próximos meses e frustração da desaceleração projetada para 2026. Mesmo com a desaceleração do crescimento econômico esperado e aumento da taxa de desemprego para 7% no próximo ano, uma taxa de desemprego nesse nível pode não ser suficiente para evitar um aumento na inflação de serviços, o que poderia reduzir o ciclo de corte de juros de 300 pb esperado para o próximo ano.

Terceiro, em uma economia como o Brasil com déficit nominal médio de 8,5% do PIB de 2023 até 2026, o risco fiscal sempre estará presente. Como já destacado acima, temos uma visão mais otimista do fiscal que a mediana do mercado, pois acreditamos ser pequena a possibilidade de uma forte expansão fiscal e mudanças das regras fiscais seja neste ou no próximo ano. Uma expansão maior do gasto público poderá vir, no entanto, dos estados, dada a combinação de disponibilidade de caixa, aumento dos empréstimos com garantia da União e renegociação de dívidas no âmbito do Programa de Pleno Pagamento de Dívidas dos Estados (Propag).

Mansueto Almeida

Internacional - Fed retoma o ciclo de cortes de juros após 9 meses de pausa

Luiza Paparounis • luiza.paparounis@btgpactual.com • +55 11 3383-3245

Nos Estados Unidos, após uma nova rodada de dados que sinaliza enfraquecimento do mercado de trabalho, o Fed retomou o ciclo de cortes de juros após 9 meses de pausa.

O payroll apontou a criação de apenas 22 mil vagas em agosto, bem abaixo das expectativas. Com isso, a média móvel de três meses caiu para 29 mil e a de seis meses para 64 mil, ambas em ritmo significativamente mais fraco do que no mesmo período de 2024 e possivelmente abaixo do *payroll* neutro (nível necessário para manter a taxa de desemprego estável). O setor de bens eliminou 25 mil postos, enquanto o setor de serviços adicionou 63 mil vagas, concentradas em educação, saúde e lazer, mas com quedas relevantes em comércio e serviços profissionais. Após excluir saúde e educação, que registraram 46 mil novos postos no mês, o setor privado registrou destruição líquida de 8 mil vagas. A taxa de desemprego aumentou para 4,32%, acompanhada de um crescimento na proporção de desempregados de longo prazo (+26 semanas), que atingiu 26% do total, maior nível desde a pandemia.

A prévia da revisão anual do payroll reforçou a percepção de um mercado de trabalho menos sólido. O dado sugere ajuste baixista de 911 mil vagas no período entre abril de 2024 e março de 2025, equivalente a mais de 50% dos postos inicialmente reportados. Mesmo considerando que a prévia tende a superestimar a revisão final, que só ocorre em fevereiro de 2026, o ritmo mensal deve ser entre 55 mil e 70 mil vagas mais fraco do que inicialmente reportado. Os cortes mais relevantes recaem sobre manufatura, varejo, serviços profissionais e lazer & hotelaria.

O cenário inflacionário segue desafiador. O CPI de agosto acelerou para 0,38% m/m (2,9% a/a), acima das expectativas, puxado por alimentos e energia, enquanto o núcleo avançou 0,35% m/m (3,1% a/a), levemente acima do esperado. A composição melhorou em comparação com a divulgação de julho, com desaceleração no supercore, mas a resiliência dos preços de serviços indica perda de tração do processo de desinflação. Do lado das tarifas, os bens diretamente impactados cresceram 0,28% no mês, contribuindo com cerca de 5pb para o núcleo. Produtos sujeitos à tarifa de 50% sobre o Brasil apresentaram altas expressivas: carnes (+1,8% m/m), frutas e vegetais (+1,9%) e café (+3,6%). Devido às diferenças metodológicas, projetamos para o PCE um núcleo mais benigno, de 0,22% m/m (2,9% a/a).

No campo da política monetária, o Federal Reserve retomou o ciclo de cortes de juros, reduzindo a taxa básica em 25pb para o intervalo de 4,00%-4,25% (mediana em 4,1%). A decisão não foi unânime: Stephen Miran, dirigente recentemente indicado por Trump, defendeu um corte maior, de 50pb. O comunicado reconheceu a desaceleração do mercado de trabalho, com menor criação de vagas e desemprego mais alto, ainda que baixo em termos históricos, e destacou que os riscos para o mandato de emprego estão aumentando. Quanto à inflação, o Fed indicou aumento das pressões inflacionárias, em parte ligadas a tarifas. Porém, na coletiva de imprensa, o presidente Jerome Powell afirmou que os efeitos das tarifas devem ser temporários. No *Summary of Economic Projections* (SEP), a mediana das projeções de FFR para 2025 caiu para 3,6%, implicando dois cortes adicionais de 25pb neste ano, com trajetória de reduções graduais até 2027 (3,1%). Powell, na coletiva, ressaltou o difícil equilíbrio entre inflação e emprego, classificando a decisão como uma medida de “gestão de risco”, e não o início de um ciclo agressivo de afrouxamento, descartando um corte de 50pb para este momento. Na nossa visão, diante da fraqueza do mercado de trabalho e do repasse tarifário ainda gradual, o Fed deve promover mais dois cortes em 2025, levando a taxa a 3,6% no fim do ano, seguidos por dois cortes adicionais em 2026, sob a nova presidência, levando a taxa terminal para 3,1%.

Na Zona do Euro, a inflação permanece em trajetória benigna. A leitura final do CPI de julho confirmou alta de 2,0% a/a no *headline* e 2,3% no núcleo, com inflação de serviços recuando para 3,1% (menor nível desde 2022) apesar da taxa de desemprego seguir em mínima histórica. Do lado da atividade, o PMI composto de agosto subiu para 51,1, maior nível em 15 meses, puxado pela recuperação da indústria, enquanto o setor de serviços apresentou uma pequena deterioração.

No cenário político, o primeiro-ministro francês François Bayrou perdeu o voto de confiança e renunciou, sendo substituído por Sébastien Lecornu. O novo premiê enfrenta um ambiente fiscal delicado e dificuldade para construir consensos na Assembleia Nacional, aumentando o risco de instabilidade política e volatilidade para o euro.

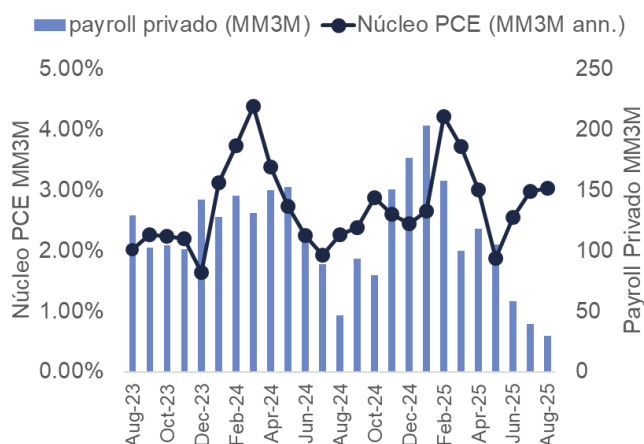
O BCE, por sua vez, manteve a taxa de depósito em 2%, nível que consideramos o limite inferior das estimativas da taxa neutra. A instituição reconheceu que o cenário inflacionário está mais incerto do que o usual: apreciação do euro ou desaceleração da demanda externa poderiam manter a inflação abaixo da meta, enquanto disfunções de oferta, maiores gastos em defesa, mercado de trabalho ainda apertado e choques climáticos representam riscos altistas. A sinalização de Christine Lagarde foi de conforto com o nível atual de juros, reforçando nossa expectativa de estabilidade até o fim de 2025.

Na China, os dados de agosto reforçaram a perda de fôlego na economia no início do segundo semestre. As vendas no varejo cresceram apenas 3,4% a/a, mínima do ano. O investimento em ativos fixos avançou apenas 0,5% no acumulado do ano, menor nível desde o atípico ano de 2020, com alta de 2,3% nos investimentos do setor público, enquanto o setor privado apresentou recuo de -2,3%. A produção industrial desacelerou para 5,2% a/a, mínima em onze meses.

O setor imobiliário segue fragilizado, com preços de novas residências recuando -0,3% m/m em agosto, enquanto residências existentes apresentaram deflação de -0,58% m/m. A inflação segue em terreno deflacionário, com o CPI em -0,4% a/a em agosto, enquanto o PPI recuou 2,9% a/a.

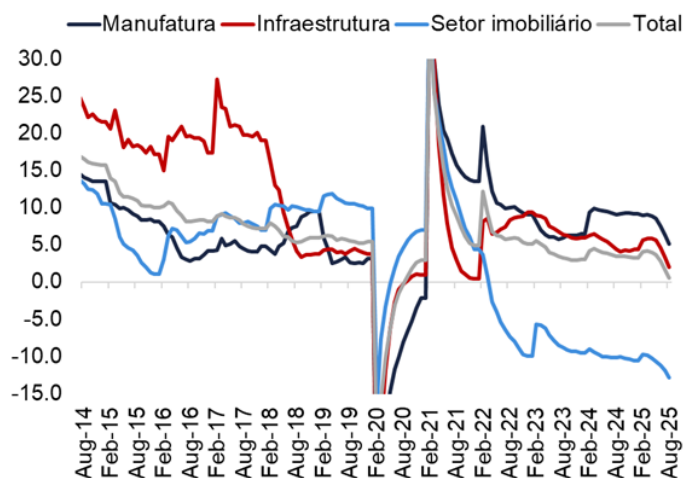
Diante disso, acreditamos que, sem novos estímulos fiscais relevantes, os dados chineses do segundo semestre devem seguir mais fracos, já que o saldo comercial positivo do 1S25 dificilmente se repetirá com o fim do *frontloading* das exportações, em meio ao esforço de Pequim para reduzir excesso de capacidade e investimentos improdutivos acumulados nos últimos anos.

Gráfico 1: Inflação e Criação Privada de Empregos (MM3M)



Fonte: BEA, BLS e BTG Pactual

Gráfico 2: China: Investimentos em Ativos Fixos (a/a)



Fonte: NBS e BTG Pactual

Atividade Econômica - Setores exógenos evitam desaceleração mais intensa da economia

Bruno Martins • bruno-s.martins@btgpactual.com • +55 21 3262 4414

Pequena revisão altista para 2025, de 1,9% para 2,0%. A divulgação do PIB do 2T25 confirmou nossa expectativa de desaceleração da economia nos segmentos mais cíclicos da atividade, refletindo os efeitos defasados da política monetária e um menor impulso fiscal no 1S25. A surpresa positiva, mais uma vez, veio nos setores exógenos, como o agropecuário e extrativo, o que nos levou a revisar para cima a projeção de crescimento do PIB em 2025, de 1,9% para 2,0%. A demanda interna, no entanto, mostrou desaceleração mais intensa do que antecipávamos (de +3,5% a/a no 1T25 para +2,0% a/a no 2T25, ante nossa expectativa de +2,3%), reforçando o cenário de perda de fôlego do consumo das famílias, mesmo em um ambiente de crescimento da massa salarial.

A maior surpresa negativa no lado da demanda foi o consumo do governo (+0,4% a/a vs +1,5% a/a BTGe), talvez reflexo da execução do Orçamento no 2T25 ainda contida. A normalização dos dispêndios e o pagamento de precatórios pode reacelerar a demanda agregada no 3T25. Trata-se do principal risco altista para a demanda agregada ao longo do 2S25. No entanto, acreditamos que a deterioração das condições de crédito em um contexto de endividamento muito elevado das famílias deve levar a uma estagnação da economia à frente, mais do que compensando, portanto, uma possível elevação de gastos do governo. Esperamos estagnação do PIB no 2S25, com um crescimento de apenas 0,2% t/t (a.s.) no 3T25 e uma queda de 0,1% t/t (a.s.) no 4T25.

A decomposição do PIB entre os setores cíclicos e não-cíclicos tem nos ajudado a entender as surpresas positivas da atividade econômica desde a pandemia, bem como a resiliência da economia ao forte aperto monetário em curso. Separando os setores de acordo com sua correlação histórica com o PIB e com mudanças estruturais associadas ao processo de digitalização da economia - como os investimentos em tecnologia da informação e ao maior acesso aos serviços bancários - ficam mais evidentes os impactos do aperto monetário sobre a economia.

Consideramos como exógenos os seguintes setores e suas respectivas correlações históricas com o crescimento interanual do PIB trimestral: agropecuário (0,18), extrativo (0,26), energia & saneamento (0,35), serviços de informação & comunicação (0,40), serviços financeiros (0,44) e serviços de saúde, educação e administração pública (0,41). Os demais setores, como indústria de transformação (0,83), construção civil (0,73), comércio (0,90), transporte (0,84), atividades imobiliárias (0,53) e outros serviços (0,68), são considerados como “cíclicos”, e representam em torno de 55% do PIB total ex-impostos.

Lê-se na Tabela 2 abaixo a evolução do crescimento do PIB, com algumas agregações setoriais, nos últimos anos e trimestres, assim como nossas projeções para 2025 e 2026. Os dados revelam que os componentes cíclicos vêm apresentando forte desaceleração, com o crescimento de 3,9% observado em 2024 caindo para apenas 0,9% em 2025 e 0,7% em 2026, segundo nossas projeções. Já os setores exógenos seguem em ritmo forte, com crescimento esperado de 3,2% em 2025 e 1,9% em 2026. Entre 2014 e 2019, os setores “exógenos” cresceram em média 0,5% por ano, saltando para 3,3% entre 2022 e 2024. Naturalmente, a forte expansão fiscal implementada entre 2022 e 2024 contribuiu para a surpresa positiva no crescimento do PIB no período. Mas a dinâmica própria dos setores agropecuário e extrativo, além do impulso gerado pela digitalização da economia, também foram determinantes para o crescimento recente da economia e, pela própria natureza exógena de sua evolução, não foram previstos nos cenários traçados pelos analistas de mercado. A demanda interna privada, composta pelo consumo das famílias e pela formação bruta de capital fixo, tem mostrado forte desaceleração, com expectativa de crescimento de 2,4% em 2025 e 1,4% em 2026, após crescer 5,3% em 2024.

Um ponto importante é que os segmentos “exógenos” têm ganhado maior relevância na economia brasileira desde o início do século XXI, saindo de uma participação de 40% em 2000 para 45,6% em 2025. Apenas o setor agropecuário e a indústria extrativa, de forma direta, representam 9,6% do PIB ex-impostos em 2025, contra 7,0% em 2000 (ver Gráfico 3). Esse movimento se traduz em menor dependência das condições macroeconômicas locais, podendo tornar a transmissão da política monetária menos eficaz e, por consequência, exigir ciclos mais pronunciados nos demais segmentos. Nosso cenário segue projetando um pouso suave da economia até o final de 2026, mesmo com o forte aperto monetário, graças à dinâmica favorável dos setores menos sensíveis às condições macroeconômicas domésticas, como a produção agropecuária e extrativa.

Para o 2S25, os dados disponíveis sugerem que a desaceleração continuou no início do 3T25, com forte queda nos níveis de confiança e indicadores baseados em gastos em cartões. Há elevada incerteza sobre a dinâmica dos gastos do governo, com expectativa de reaceleração após a aprovação da LDO e os pagamentos de precatórios em julho e agosto. Entendemos que a maior parte do impulso gerado pelo pagamento de R\$ 64 bilhões em precatórios foi concentrado em ações judiciais de grande valor, e 55% do valor pago estava relacionado a despesas de custeio, e não a salários e benefícios sociais. Assim, estimamos um impacto menor no consumo das famílias. O crédito consignado ao setor privado continua aquém do esperado, tanto em termos de volume quanto de taxas de juros, mas segue sendo um risco altista relevante para a demanda agregada à frente. Vendas fracas no varejo em julho, com fortes revisões baixistas para maio e junho nos setores mais cíclicos, mostraram uma desaceleração ainda mais rápida do que a leitura anterior indicava. O setor de serviços segue mostrando uma composição desigual, com os serviços demandados pelos consumidores¹ desacelerando desde novembro de 2024 (-1,1% a/a em julho), enquanto os serviços às empresas (+4,0% a/a em julho) seguem em expansão e sustentando o crescimento do setor em 2025. O setor industrial segue sofrendo com as condições financeiras restritivas, mas a desaceleração observada na produção industrial (PIM) em julho foi menor do que previsto, impulsionada pela produção de alimentos e produtos farmacêuticos. Por fim, o indicador mensal de atividade do Banco Central mostrou queda de 0,5% m/m (a.s.) em julho, com forte queda de 1,1% m/m (a.s.) no setor industrial. Para agosto, os dados indicam números fracos na produção de aço, laminados e veículos, mesmo com o impulso vindo das exportações para a Argentina e do novo programa “Carro Sustentável”. Após dois trimestres de retração, esperamos estabilidade no PIB da indústria de transformação no 3T25, mas com retração de 1,0% a/a na base interanual, a primeira queda desde o 4T23. Além disso, a forte queda interanual de 4,7% na produção de insumos típicos para construção sugere mais desaceleração na construção civil no 2S25.

Sinais mais claros de desaceleração no mercado de trabalho. O mercado de trabalho segue em desaceleração, mas ainda em ritmo consistente com um crescimento próximo ao potencial. Apesar da queda contínua na taxa de desemprego, os dados de julho da Pnad-C mostraram uma forte desaceleração na geração de ocupações e uma acomodação no crescimento dos salários. A queda da taxa de desemprego nos últimos meses tem relação com a estagnação da força de trabalho, sugerindo forte restrição de oferta no mercado de trabalho. O crescimento da massa salarial habitual, em termos reais, reacelerou de 5,9% para 6,4% em virtude da base mais fraca de julho de 2024. Ainda assim, quando incorporamos o fluxo financeiro com o crédito bancário, o crescimento interanual cai de 6,4% a/a para 2,9% a/a (ver gráfico 4). O Caged mostrou geração líquida de 129,8 mil empregos formais em julho, ou 106,1 mil após ajuste sazonal, um ritmo consistente com um crescimento do PIB próximo ao potencial. No entanto, as fortes quedas nos indicadores de confiança sobre as perspectivas de emprego sugerem forte desaceleração em agosto, que deve apresentar a menor geração de empregos (após ajuste sazonal) desde a pandemia (excluindo o mês de dezembro de 2024). Ademais, os dados do Caged sugerem que, mesmo antes de serem implementadas, as tarifas anunciadas pelo governo americano contra importações do Brasil já afetaram a geração de empregos formais no país, com a perda líquida estimada em torno de 10 mil empregos em julho, nos setores mais afetados pelas tarifas.

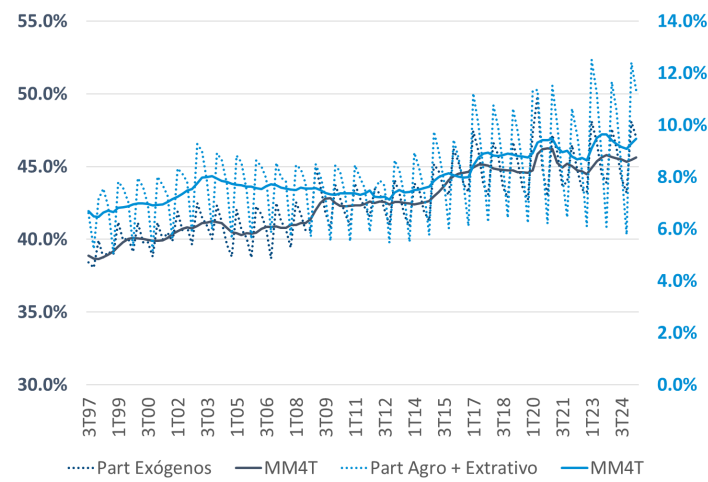
¹ Além dos serviços prestados às famílias, adicionamos os serviços de telecomunicações, audiovisuais, aluguéis não-imobiliários, imobiliários, transporte de passageiros, outros serviços de transporte terrestre, e outros não especificados.

Tabela 2: Composição do crescimento do PIB

		1T25	2T25	3T25	4T25	1T26	2T26	3T26	4T26	2023	2024	2025E	2026E
PIB	a/a	2.9%	2.2%	1.6%	1.2%	0.8%	1.2%	1.8%	2.1%	3.3%	3.4%	2.0%	1.5%
	t/t (a.s.)	1.3%	0.4%	0.2%	-0.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.1%				
PIB ex Agro e Extrativa	a/a	2.1%	1.5%	1.4%	1.2%	0.7%	1.2%	1.9%	2.2%	2.3%	3.9%	1.5%	1.5%
	t/t (a.s.)	0.6%	0.2%	0.5%	0.0%	0.4%	0.4%	0.8%	0.1%				
PIB Cíclicos	a/a	1.9%	1.0%	0.5%	0.2%	-0.4%	0.2%	1.3%	1.7%	1.0%	3.9%	0.9%	0.7%
	t/t (a.s.)	0.6%	0.2%	0.1%	-0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	-0.1%				
PIB Exógenos	a/a	3.9%	3.9%	2.9%	2.2%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	6.4%	2.0%	3.2%	1.9%
	t/t (a.s.)	2.1%	0.5%	0.3%	0.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.4%				
PIB Demanda	a/a	1.8%	1.6%	2.5%	1.9%	1.0%	1.5%	1.6%	1.7%	3.5%	3.2%	2.0%	1.5%
	t/t (a.s.)	0.8%	0.4%	1.8%	-0.5%	-0.3%	0.8%	1.1%	0.7%				
PIB Demanda interna	a/a	3.5%	2.0%	2.1%	1.6%	1.1%	1.4%	1.6%	1.8%	2.2%	4.7%	2.3%	1.5%
	t/t (a.s.)	1.2%	-0.2%	1.3%	-0.3%	0.4%	0.3%	1.0%	0.5%				
PIB Demanda interna privada	a/a	4.0%	2.3%	2.0%	1.5%	0.9%	1.3%	1.5%	1.8%	1.9%	5.3%	2.4%	1.4%
	t/t (a.s.)	1.4%	-0.1%	1.1%	-0.5%	0.5%	0.5%	0.9%	0.4%				

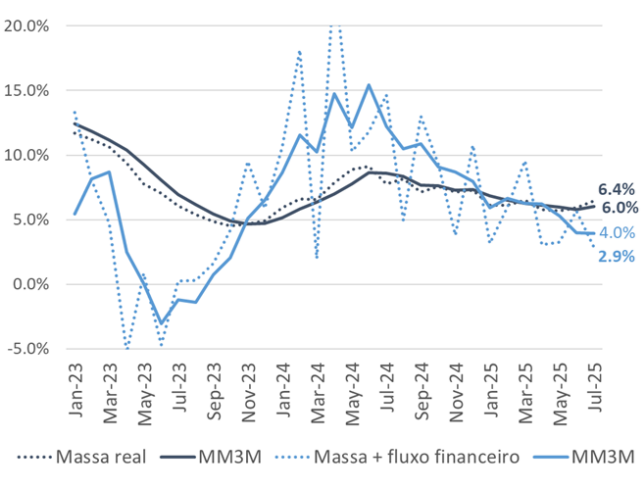
Fonte: IBGE e BTG Pactual

Gráfico 3: Evolução histórica da composição do PIB



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Gráfico 4: Massa salarial e impulso de crédito



Fonte: PNAD, BCB e BTG Pactual

Inflação - Inflação de serviços reacelera em agosto

Bruno Balassiano • bruno.balassiano@btgpactual.com • +55 21 3262 9637

A dinâmica inflacionária piorou desde o nosso último relatório mensal. As leituras de agosto surpreenderam para cima, com o IPCA-15 vindo em -0,14% m/m (vs nossa projeção de -0,21% m/m) e o IPCA do fim do mês registrando -0,11% m/m (acima da nossa estimativa de -0,16% m/m). Ambas as leituras mantiveram um quadro favorável para os itens comercializáveis (bens industriais e alimentação no domicílio), sustentado pela apreciação cambial ao longo deste ano e por menores preços de commodities (associados a safras agrícolas favoráveis), mas sinalizaram uma reaceleração da inflação de serviços. Qualitativamente, a principal surpresa veio no IPCA-15 de agosto: tanto a medida (mais ampla) de núcleo de serviços subjacente quanto o núcleo (mais restrito) de serviços intensivos em trabalho vieram bem acima do esperado e aceleraram frente a julho — no IPCA cheio, os serviços confirmaram a aceleração já sinalizada pelo IPCA-15, mas vieram em linha com as expectativas. As leituras de agosto também apontaram alta relevante da difusão ex-alimentos, indicando pressões inflacionárias mais disseminadas.

A inflação de serviços acelerou. Em termos dessazonalizados, a inflação acumulada em 3 meses e anualizada (3M SAA) do núcleo (mais restrito) de serviços intensivos em trabalho acelerou de 5,5% para 6,2%. Já no núcleo (mais amplo) de serviços subjacente, a inflação 3M SAA desacelerou de 6,0% para 5,8% — desaceleração explicada, porém, pelo impacto transitório de descontos relevantes em ingressos de cinema associados à “Semana do Cinema”, que deve se reverter com o fim das promoções. Não fosse esse fator pontual, a 3M SAA do núcleo subjacente também teria acelerado. As leituras de agosto interromperam a trajetória favorável de desaceleração da inflação de serviços — o núcleo subjacente havia atingido pico de 8,3% em dezembro e o núcleo intensivo em trabalho, 7,1% em março — levando a um pequeno aumento da inflação implícita na curva de juros de curto prazo.

As leituras do IPCA-15 de agosto levaram a alguns ajustes altistas nas nossas projeções de curto prazo para serviços — principalmente para o IPCA de agosto (já confirmado) e setembro —, mas mantivemos, em grande medida, nossas estimativas para o 4T, uma vez que o nosso cenário já contemplava alguma persistência da inflação de serviços no restante do ano. Vale notar que as leituras de serviços de junho e julho foram particularmente favoráveis, sobretudo no núcleo intensivo em trabalho. As próximas divulgações serão cruciais para discernir se o pico de agosto foi um ponto fora da curva ou se, ao contrário, os meses benignos anteriores é que foram atípicos.

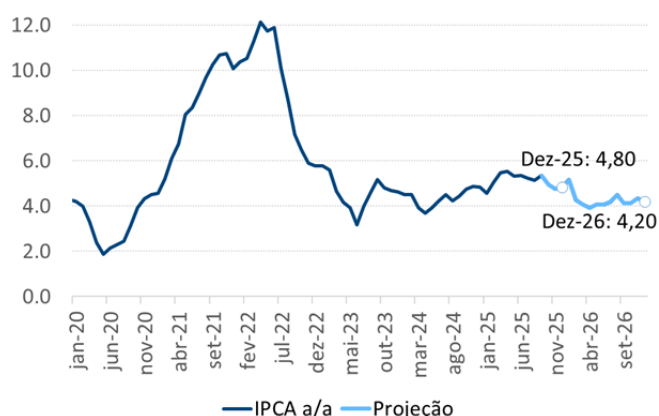
As expectativas de inflação seguiram recuando apesar das leituras desfavoráveis de agosto. Desde o nosso último relatório mensal, a mediana das projeções de mercado para o IPCA caiu de 4,95% para 4,83% em 2025; de 4,40% para 4,30% em 2026; de 4,0% para 3,9% em 2027; e de 3,8% para 3,7% em 2028, segundo a pesquisa Focus do Banco Central. As leituras negativas para serviços em agosto desaceleraram o movimento de queda nas projeções de mais curto prazo — houve apenas uma revisão de -2pb para 2025 após o IPCA-15 —, mas as expectativas de prazos mais longos continuaram cedendo, apesar da aparente piora da dinâmica de curto prazo.

O risco climático volta ao radar. Na sua última atualização, a NOAA (National Oceanic and Atmospheric Administration) revisou as probabilidades de ENSO, elevando a chance de formação de La Niña no 4T25 de 58% para 71%. Isso implica riscos altistas para nossas projeções de inflação: episódios de La Niña costumam gerar temperaturas mais amenas e menor volume de chuva no Cone Sul da América do Sul e, possivelmente, no Sudeste e Centro-Oeste do Brasil. Esse quadro pode atrasar a semeadura da safra de grãos 2025/2026 e pressionar os principais reservatórios hidrológicos do país, elevando a probabilidade de uma bandeira tarifária mais alta no fim do ano.

Nosso cenário base para energia elétrica supõe bandeira verde em dezembro, mas as chances de uma bandeira mais elevada parecem ter aumentado. Uma bandeira amarela em dezembro adicionaria cerca de +10pb ao IPCA cheio de 2025, enquanto uma Vermelha 1 adicionaria cerca de +23pb, representando um risco altista relevante para nossas projeções de 2025.

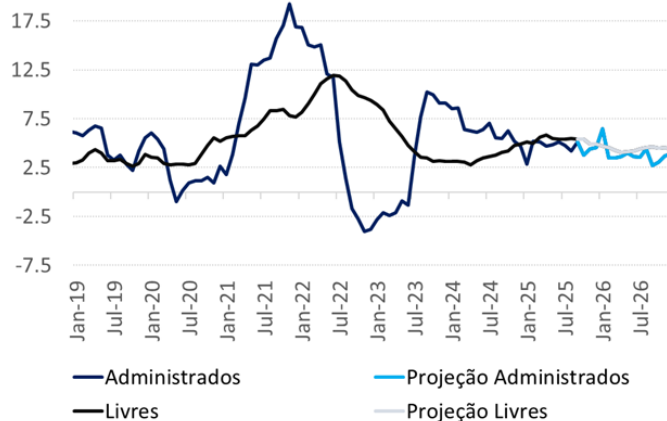
Nossas projeções para o IPCA de 2025 e 2026 permanecem em 4,8% e 4,2%, respectivamente. Desde o último relatório mensal, a projeção de 2025 ficou inalterada, com apenas ajustes marginais na composição. Já a de 2026 foi reduzida de 4,3% para 4,2% nas últimas semanas, em razão de uma revisão para baixo em administrados — o estado do Paraná anunciou uma redução de 45% no IPVA, subitem de peso elevado, a partir de 2026 —, com impacto de cerca de -13 pb no IPCA cheio. Nosso cenário relativamente benigno, que pressupõe acomodação adicional da inflação de serviços em 2026, é consistente com um pouso suave da atividade e permanece condicionado a riscos fiscais administráveis e câmbio relativamente estável. Nos próximos meses, será importante monitorar sinais de arrefecimento da dinâmica do mercado de trabalho, se a desaceleração em curso da atividade vai prosseguir e se a desaceleração da inflação de serviços observada no 1S25 vai persistir.

Gráfico 5: IPCA acumulado em 12 meses (%), efetivo vs. projeção



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Gráfico 6: IPCA acumulado em 12 meses, abertura (%), efetivo vs. projeção



Fonte: IBGE e BTG Pactual

Setor Externo - Exportações aceleram, importações perdem força; déficit em transações correntes desacelerará à frente

Iana Ferrão • iana.ferrao@btgpactual.com • +55 11 3383 3453

Quantum importado desacelera na margem e exportações aceleram. O superávit comercial aumentou em agosto em função, sobretudo, da aceleração das exportações (+8,9% a/a du), com destaque para petróleo e derivados, além de carnes. A produção de petróleo atingiu recorde de 4,0 milhões de barris/dia em julho, impulsionada pela normalização operacional após paradas e pelo *ramp-up* de unidades do pré-sal, o que deve garantir exportações mais fortes do produto nos próximos meses. Em 2024 e início de 2025, a produção havia ficado abaixo das expectativas devido à maior intensidade das paradas de manutenção e a atrasos na entrada em operação de projetos relevantes¹.

Do lado das importações, o nível segue elevado, mas com o quantum mostrando desaceleração disseminada (ex-combustíveis). O crescimento ainda expressivo dos investimentos no 1S25 (6,6% a.a., apenas ligeiramente abaixo dos 7,4% a.a de 2024) sustentou importações mais altas no período, mas a esperada desaceleração no 2S25 contribuirá para um saldo ligeiramente maior à frente.

Dados de agosto já indicam os primeiros efeitos das tarifas mais altas sobre as exportações brasileiras aos EUA, que recuaram 19% a/a. Parte dessa perda foi compensada por maior embarque a outros destinos, evidenciando capacidade de redirecionamento do comércio. Ainda assim, a queda para o mercado americano deve se intensificar nos próximos meses, já que mercadorias embarcadas até 6 de agosto ainda estavam isentas da tarifa adicional e pode ter havido antecipação de envios. Com a plena vigência do novo patamar tarifário, o recuo das vendas aos EUA tende a se acentuar, embora parte seja mitigada pelo redirecionamento a outros mercados.

Mantemos projeção de superávit comercial de US\$65bilhões em 2025 e US\$70bilhões em 2026. O superávit comercial em 12 meses avançou para US\$63bilhões em agosto e é compatível com nossa projeção para o ano. A desaceleração gradual das importações e as exportações mais robustas de petróleo e derivados devem compensar o impacto maior das tarifas americanas sobre os produtos brasileiros. Para 2026, projetamos que a esperada contração dos investimentos (-2,6% a/a) reforçará a desaceleração das importações e elevará o superávit comercial para US\$ 70bilhões.

Déficit em transações correntes de 3,3% do PIB em 2025 e 2,6% do PIB em 2026. O déficit em transações correntes (TC) atingiu US\$ 75 bilhões (3,5% do PIB) no acumulado em 12 meses até julho, ante 2,7% do PIB em 2024 e 1,3% em 2023. A deterioração desde o início de 2024 é majoritariamente cíclica: o crescimento da demanda interna acima do esperado elevou as importações de bens e serviços, enquanto o encarecimento do frete internacional pressionou a conta de serviços. Há, contudo, um vetor estrutural em trajetória crescente: a digitalização tem ampliado de forma persistente as despesas com serviços de TI e computação (software, nuvem) e propriedade intelectual ligada a software e conteúdos audiovisuais, movimento intensificado a partir de 2024 com a difusão das plataformas de inteligência artificial (IA). Entretanto, não vemos esse aumento estrutural do déficit como preocupante em si – as importações de tecnologia e serviços digitais tendem a elevar a produtividade e eficiência.

À frente, projetamos redução gradual do déficit à medida que a atividade doméstica desacelera e choques cíclicos perdem força; ainda assim, o saldo deve permanecer acima do previsto anteriormente, refletindo o maior gasto estrutural com serviços digitais, com destaque para os ligados à IA.

Saída recorde de dólares do País. O Investimento Direto no País (IDP) em 12 meses segue próximo de US\$ 70 bilhões em 2025, nível similar ao do déficit em TC. As demais fontes de financiamento externo, apresentam um fluxo menor no ano na comparação com 2024; enquanto os investimentos brasileiros no exterior aumentaram significativamente em 2025. A combinação entre déficits em TC mais elevados, maior saída de capitais brasileiros e ausência de uma retomada consistente do investimento estrangeiro resultou na maior saída líquida de dólares do Brasil da série histórica no acumulado no ano até agosto. Uma melhora mais consistente dependerá, em grande medida, das expectativas em relação à condução da política econômica após 2026.

O aumento do déficit em TC recente não é, por si só, motivo de preocupação. Para economias emergentes com fundamentos sólidos e acesso a financiamento estável, déficits pontuais de até 3,5% – e, em anos de crescimento forte, até 4% do PIB – são compatíveis com um quadro externo sustentável, desde que cobertos majoritariamente por IDP, sem excesso de dívida de curto prazo, sem descasamentos cambiais e com reservas internacionais elevadas. **O risco está na persistência de déficits altos sem melhora de fundamentos, o que aumentaria a vulnerabilidade a choques externos.**

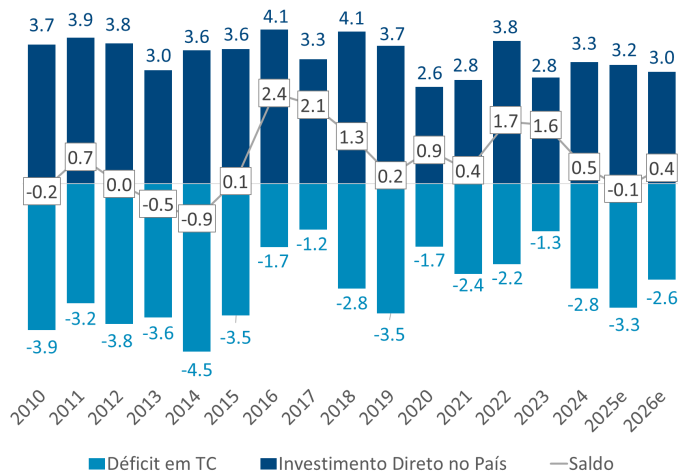
No Brasil, o déficit médio da última década foi de 2,3% do PIB, bem abaixo dos 3,7% registrados entre 2010 e 2014, período de forte expansão fiscal. Além disso, nos últimos 20 anos, sempre que o déficit permaneceu em até 3,5% do PIB, ele foi coberto com folga por IDP. O padrão é consistente com os “déficits gêmeos”, em que maior absorção doméstica implica maior uso de poupança externa, como se observou desde o início de 2024.

À frente, a consolidação fiscal deve reduzir a demanda interna e levar o déficit em TC a níveis mais baixos. Projetamos média entre 2% e 3% do PIB nos próximos cinco anos, convergindo para próximo de 2% com a expansão da produção extrativa e da agropecuária e com uma consolidação fiscal que deverá ocorrer no próximo governo.

Revisamos nossa projeção de taxa de câmbio para R\$ 5,40/US\$ no fim de 2025 e R\$ 5,20/US\$ em 2026 (de R\$ 5,60/US\$ e R\$ 5,50/US\$, respectivamente). A revisão decorre, principalmente, da expectativa de um dólar globalmente mais fraco, em linha com a nossa reprecificação para o ciclo do Fed – com três cortes de juros já neste ano – e com a convergência dos diferenciais de juros reais e de crescimento entre os EUA e outras economias avançadas. Esse movimento é reforçado por fatores estruturais: a diversificação gradual das reservas internacionais e a normalização do uso de instrumentos de hedge pelos investidores tendem a reduzir a demanda estrutural por dólares. Nesse contexto, o real deve acompanhar a trajetória do DXY, beneficiado pelo elevado diferencial de juros doméstico e por condições financeiras globais mais favoráveis.

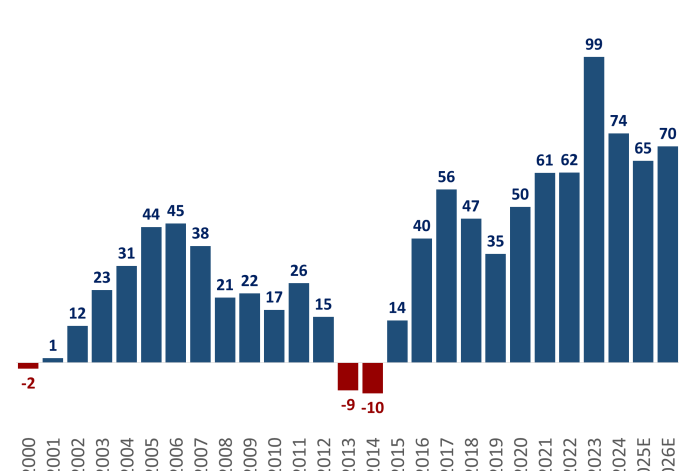
¹ Projetos relevantes cujo cronograma sofreu atraso entre 2024 e o início de 2025: Mero-3 (FPSO Marechal Duque de Caxias, capacidade ~180 mil bpd) – iniciou em out/2024 e só atingiu patamar de plena operação em maio de 2025; Mero-4 (FPSO Alexandre de Gusmão, ~180 mil bpd) – 1ª extração de óleo em mai/2025, ainda em ramp-up; Bacalhau (Equinor, ~220 mil bpd) – 1ª extração de óleo prevista para 3T25. Somaram-se, em 2024, paradas de manutenção mais intensas em campos como Tupi e Búzios, reduzindo a produção no curto prazo. As plataformas de Tupi voltaram a operar em plena capacidade novamente em maio de 2025, enquanto Búzios retomou plenamente a partir de março de 2025.

Gráfico 7: Déficit em TC e IDP (% do PIB)



Fonte: BCB e BTG Pactual

Gráfico 8: Saldo comercial (US\$bilhões)



Fonte: MDIC e BTG Pactual

Política Fiscal - Mesmo com receitas superestimadas, empoçamento deve viabilizar alcance do piso da meta fiscal

Fabio Serrano • fabio.serrano@btgpactual.com • +55 11 3383 6400

Os dados de julho, assim como as leituras preliminares disponíveis para agosto, seguem compatíveis com o cumprimento da meta de resultado primário em 2025. Mantemos a projeção de déficit primário do governo central em R\$72 bilhões (-0,6% do PIB), o que, ao desconsiderar despesas excluídas da meta, corresponde a um resultado ajustado de -R\$20 bilhões — acima do piso da banda para o ano (-R\$31 bilhões).

As informações mais recentes confirmam duas tendências já incorporadas ao nosso cenário. A primeira é a aceleração do gasto federal a partir de julho, após um primeiro semestre marcado por uma retração real de 2,4% a/a nas despesas, reflexo de fatores temporários como o adiamento no pagamento dos precatórios e o contingenciamento de despesas discricionárias. Com a normalização desses fatores, o crescimento real acumulado da despesa deve passar de 2,0% em julho para 2,4% a/a em agosto, e encerrar o ano com alta próxima a 3,1% a/a.

Em segundo lugar, a arrecadação tributária mostra sinais mais claros de desaceleração, em linha com a moderação da atividade econômica. Tributos vinculados ao mercado de trabalho seguem com desempenho positivo, enquanto aqueles associados ao consumo já indicam perda de fôlego. Ainda assim, projetamos um crescimento real da arrecadação federal de 4,7% a/a em 2025, com contribuição relevante da elevação das alíquotas de IOF (R\$13 bilhões) e do leilão de áreas excedentes do pré-sal (R\$15 bilhões).

Para 2026, o projeto de lei orçamentária encaminhado ao Congresso apresenta premissas de despesa obrigatória mais realistas do que as versões anteriores. A despesa com previdência, por exemplo, está projetada em cerca de R\$15 bilhões acima da nossa estimativa, o que abre margem para acomodar tanto uma reversão mais intensa na fila de requerimentos quanto possíveis pressões adicionais decorrentes do novo entendimento do Supremo Tribunal Federal sobre o salário-maternidade. De forma semelhante, as despesas com pessoal também estão R\$20 bilhões acima da nossa projeção. Assim, a subestimação dos gastos com o BPC, de cerca de R\$16 bilhões, pode ser acomodada pelas margens disponíveis nas rubricas mencionadas.

Ainda assim, o limite de despesas considerado no PLOA não incorpora os efeitos da PEC 66/23, aprovada recentemente pelo Congresso. A proposta, que exclui precatórios federais do teto de gastos, tornou permanente a ampliação de R\$12 bilhões no espaço fiscal para 2025, decorrente da diferença entre as inflações de junho e dezembro de 2024.

Em relação às receitas, identificamos uma superestimação da ordem de R\$40 bilhões, concentrada principalmente na arrecadação administradas pela Receita Federal. Entre os itens incorporados pelo governo estão receitas oriundas de leilões de petróleo, acordos extraordinários de transação tributária, o PLP 182/25 (que reduz benefícios fiscais) e a MP 1.303/25 (que encerra a isenção para rendimentos de títulos isentos, entre outros pontos). No total, esses itens somam R\$98,7 bilhões no PLOA, enquanto nosso cenário incorpora apenas R\$40 bilhões dessas fontes.

Apesar de incorporarmos uma receita mais fraca e um limite de gastos mais elevado, o cumprimento do piso da meta em 2026 segue como nosso cenário base. Mantemos a projeção para o resultado primário do governo central em -R\$57,5 bilhões (-0,4% do PIB), o que corresponde a um déficit ajustado nulo. Essa estimativa considera dois fatores principais: um empoçamento de R\$20 bilhões em despesas e o fato de que, embora o orçamento tenha sido elaborado com base no centro da meta (superávit de R\$34,5 bilhões), a execução fiscal vai mirar o piso da banda (déficit zero).

O principal risco para esse cenário está na tramitação do projeto que amplia a faixa de isenção do imposto de renda. Tanto o orçamento enviado ao Congresso quanto nosso cenário supõem que a proposta será neutra do ponto de vista fiscal. Uma eventual aprovação de uma versão desidratada, com impacto fiscal relevante, comprometeria esse equilíbrio.

Tabela 3: Orçamento de 2026: Governo vs. Projeções BTG

	2025		
	R\$ bilhões		
	Orçamento	BTGp	Diferença
Receita Total	3.185,8	3.144,9	-40,9
Receita Administrada pela RFB	2.032,4	2.000,6	-31,8
Incentivos Fiscais	0,0	0,0	0,0
Arrecadação Líquida para o RGPS	793,2	766,9	-26,2
Outras Receitas não Adm pela RFB	360,2	377,3	17,1
Concessões e Permissões	6,9	6,7	-0,2
Dividendos e Participações	54,1	56,5	2,3
Exploração de Recursos Naturais	156,7	160,4	3,7
Demais Receitas	142,5	153,7	11,2
Transferências (Repartição de Receita)	608,4	606,5	-1,9
Receita Líquida	2.577,4	2.538,3	-39,0
Despesas	2.600,7	2.595,8	-4,8
Benefícios Previdenciários	1.128,5	1.113,9	-14,6
Pessoal e Encargos Sociais	456,9	437,1	-19,8
Abono e Seguro Desemprego	97,7	96,3	-1,3
LOAS / RMV (BPC)	131,1	147,1	15,9
Outras Obrigatórias	188,0	184,6	-3,4
Obrigatórias com Controle de Fluxo	371,5	390,8	19,3
Discrecionárias	227,0	226,1	-0,9
Primário Governo Central - Total	-23,3	-57,5	-34,2
Despesas excluídas da meta	57,8	57,8	0,0
Primário Governo Central - Meta	34,5	0,3	-34,2
Meta - Limite Inferior	0,0	0,0	0,0

Fonte: PLOA 2026 e BTG Pactual

Política Monetária - Cenário segue compatível com cortes de juros apenas em 2026

Iana Ferrão • iana.ferrao@btgpactual.com • +55 11 3383 3453

Mantemos o cenário-base de Selic estável em 15,00% até o fim de 2025, com início do ciclo de flexibilização em janeiro de 2026. A antecipação para o fim deste ano não está descartada, mas ficou menos provável após: (i) leituras de inflação recentes acima do esperado e com composição menos favorável; (ii) maior resiliência do mercado de trabalho. Do lado positivo, destacamos a redução das expectativas de inflação do Focus para horizontes mais longos, ainda que permaneçam acima da meta. Na nossa visão, para que o Copom considere iniciar o ciclo já em dezembro, seria importante observar ao menos dois dos seguintes vetores: (i) desaceleração mais clara do mercado de trabalho; (ii) **surpresas baixistas relevantes no IPCA cheio ou retomada da trajetória de desaceleração dos serviços observada em junho e julho**; e (iii) avanço adicional, ainda que parcial, na reancoragem das expectativas.

Atividade – Desaceleração ganha tração; mas mercado de trabalho ainda segue resiliente. Os dados recentes confirmam que a desaceleração está em curso, sendo mais intensa e evidente nos segmentos sensíveis às condições financeiras (ver seção de Atividade). As surpresas altistas da atividade nos últimos meses vieram, sobretudo, de setores menos sensíveis à política monetária. O principal ponto de incerteza, entretanto, segue no mercado de trabalho, que permanece mais resiliente do que seria esperado para este estágio do ciclo. Ainda que haja sinais de queda na taxa natural de desemprego, o hiato no mercado de trabalho provavelmente segue positivo. Este será um indicador-chave a ser monitorado, pois sua inflexão é relevante para consolidar a confiança de que o aperto monetário já implementado está produzindo plenamente os efeitos esperados em todos os segmentos.

Inflação – surpresas ligeiramente altistas na margem. Os dados recentes vieram acima do esperado, com leve piora na composição. O destaque foi a reaceleração da inflação de serviços em agosto, com o índice cheio e os núcleos – tanto o mais amplo quanto o restrito de serviços intensivos em trabalho – superando as projeções. Já antecipávamos alguma aceleração de serviços no 2S25 (ver seção de Inflação), o que reforçava nosso cenário de início do ciclo de flexibilização apenas no 1T26. Atribuíamos, contudo, viés baixista às nossas projeções de atividade e inflação, que poderia antecipar esse movimento, mas, por ora, não se confirmaram. Por outro lado, a dinâmica segue mais favorável em bens industriais e alimentos no domicílio, beneficiados pela apreciação cambial e menores preços de commodities.

Expectativas de inflação – redução nos prazos mais longos. A mediana das expectativas do Focus para 2026 recuou de forma consistente por nove semanas, acumulando queda de 21pb (de 4,50% para 4,30%). Para 2027, após 26 semanas de estabilidade, houve redução por quatro semanas seguidas, somando 10pb (de 4,00% para 3,90%), seguida de estabilidade na última leitura. As projeções para 2028 e 2029 também cederam recentemente, em 10pb (para 3,70%) e 15pb (para 3,50%), respectivamente. As expectativas de longo prazo são um termômetro importante da ancoragem, refletindo tanto a confiança na capacidade do Banco Central de controlar a inflação, quanto a percepção sobre a condução mais ampla da política econômica, em especial a política fiscal.

Viés de baixa na Selic terminal – um dígito no radar para 2027. Mantemos como cenário-base o início do ciclo de cortes em janeiro de 2026, com Selic em 12,0% em dezembro 2026 e 10,5% em dezembro de 2027. O viés, contudo, é de baixa para a taxa terminal. Projetamos desaceleração mais intensa da inflação de serviços e dos núcleos em 2026 à medida que a queda do hiato do produto, que passa a ser negativo no início do ano, se aprofunde.

Esse cenário tende a favorecer a continuidade do processo de reancoragem das expectativas. Combinado ao compromisso do próximo governo em enfrentar o desequilíbrio fiscal estrutural – reduzindo o prêmio de risco e reforçando a tendência de apreciação do real – esse quadro tornaria o juro real necessário à convergência mais próximo do neutro, abrindo espaço para Selic de um dígito em 2027.

Tabela 4: Projeções do BTG Pactual para indicadores econômicos (Brasil e cenário internacional)

Indicadores Econômicos										
Brasil										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Atividade Econômica										
PIB Real (% a/a)	1.32	1.78	1.22	-3.28	4.76	3.02	3.24	3.40	2.00	1.50
PIB Nominal (US\$ bi)	2,064	1,914	1,871	1,475	1,669	1,951	2,193	2,179	2,243	2,539
PIB Nominal (R\$ bi)	6,585	7,004	7,389	7,610	9,012	10,080	10,943	11,745	12,559	13,454
Agricultura (% a/a)	14.15	1.31	0.42	4.17	0.28	-1.74	16.30	-3.20	7.80	0.90
Indústria (% a/a)	-0.50	0.72	-0.67	-2.97	4.78	1.62	1.68	3.30	0.90	-0.30
Serviços (% a/a)	0.77	2.09	1.51	-3.74	5.22	4.16	2.78	3.70	1.70	1.70
Consumo Privado (% a/a)	1.98	2.37	2.60	-4.56	3.69	4.28	3.24	4.80	1.90	2.50
Consumo Governo (% a/a)	-0.67	0.79	-0.49	-3.69	3.46	1.53	3.77	1.90	1.50	2.00
Investimentos (% a/a)	-2.56	5.23	4.03	-1.75	16.49	0.89	-2.98	7.30	4.70	-2.60
Exportações (% a/a)	4.91	4.05	-2.56	-2.29	5.87	5.54	8.92	2.90	4.10	3.10
Importações (% a/a)	6.72	7.74	1.33	-9.48	12.03	0.81	-1.18	14.70	6.30	3.20
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	6.50	7.20
Taxa de desemprego (% média)	12.85	12.38	11.98	13.78	13.49	9.51	8.00	6.90	6.30	7.00
Inflação & Taxa de Juros										
IPCA (% a/a, fim de período)	2.95	3.75	4.31	4.52	10.06	5.79	4.62	4.83	4.80	4.20
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	8.00	6.22	5.53	2.63	16.90	-3.83	9.12	4.66	4.50	3.90
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	1.34	2.91	3.88	5.18	7.69	9.39	3.14	4.89	4.90	4.30
IGP-M (% a/a, fim de período)	-0.52	7.50	7.30	23.14	17.78	5.45	-3.18	6.54	0.30	3.90
Taxa Selic (% fim de período)	7.00	6.50	4.50	2.00	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	12.00
Taxa Selic (% média)	10.14	6.58	6.03	2.88	4.59	12.63	13.25	10.92	14.56	13.02
Balanco de Pagamentos & Taxa de Câmbio										
Balança Comercial* (US\$ bi) - BP	57.40	44.35	29.57	35.66	42.31	51.52	92.28	65.84	58.00	71.00
Exportações (US\$ bi) - BP	218.0	239.5	225.8	210.7	284.0	340.2	343.8	339.9	346.0	355.0
Importações (US\$ bi) - BP	160.6	195.2	196.2	175.0	241.7	288.7	251.5	274.0	288.0	284.0
Conta Corrente (US\$ bi)	-25.26	-53.82	-65.00	-24.91	-40.41	-42.16	-27.93	-57.89	-73.00	-60.00
Conta Corrente (% PIB)	-1.22	-2.81	-3.47	-1.69	-2.45	-2.20	-1.29	-2.63	-3.32	-2.57
Investimento Direto no País (US\$ bi)	68.89	78.18	69.17	38.27	46.44	74.61	62.44	71.07	70.00	70.00
Investimento Direto no País (% PIB)	3.34	4.08	3.69	2.59	2.82	3.89	2.88	3.23	3.18	2.99
Reservas Internacionais (US\$ bi)	374.0	374.7	356.9	355.6	362.2	324.7	355.0	356.0	345.0	330.0
Balança Comercial* (US\$ bi) - MDIC	56.04	46.57	35.20	50.40	61.40	61.50	98.90	74.60	65.00	70.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3.31	3.87	4.03	5.20	5.57	5.29	4.85	6.18	5.40	5.20
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	3.19	3.66	3.95	5.16	5.40	5.17	4.99	5.39	5.60	5.30
Contas Fiscais										
Resultado Primário (R\$ bi)	-110.58	-108.26	-61.87	-702.95	64.73	125.99	-249.12	-45.11	-69.01	-58.33
Governo Central (R\$ bi)	-118.44	-116.17	-88.90	-745.27	-35.87	54.95	-264.53	-42.92	-72.11	-57.53
Governo Central (R\$ bi) - meta	-118.44	-116.17	-88.90	-745.27	-35.87	54.95	-264.53	-11.52	-20.11	0.07
Governos Subnacionais (R\$ bi)	7.50	3.49	15.20	38.75	97.69	64.92	17.68	5.88	11.56	6.72
Empresas Estatais (R\$ bi)	0.36	4.42	11.83	3.57	2.91	6.12	-2.27	-8.07	-8.45	-7.53
Resultado Primário (% PIB)	-1.68	-1.55	-0.84	-9.24	0.72	1.25	-2.28	-0.38	-0.55	-0.43
Resultado Nominal (% PIB)	-7.77	-6.96	-5.81	-13.34	-4.26	-4.57	-8.84	-8.50	-8.83	-8.35
Dívida Líquida (% PIB)	51.37	52.77	54.70	61.37	55.11	56.13	60.43	61.48	66.07	70.02
Dívida Bruta (% PIB)	73.72	75.27	74.44	86.94	77.31	71.68	73.83	76.50	79.20	82.22
Cenário Internacional										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Estados Unidos										
PIB (% 4T/4T)	2.99	2.12	3.35	-1.02	5.72	1.32	3.20	2.53	1.5	1.6
PIB (% acum. no ano)	2.46	2.97	2.58	-2.16	6.06	2.51	2.89	2.80	1.8	1.7
Taxa de Desemprego (%)	4.13	3.91	3.55	6.70	3.94	3.49	3.77	4.09	4.3	4.4
PCE Headline (% a/a)	1.75	2.05	1.43	1.09	4.13	6.56	3.79	2.50	2.8	2.4
PCE Núcleo (% a/a)	1.60	1.90	1.65	1.32	3.57	5.35	4.15	2.81	3.0	2.4
CPI Headline (% a/a)	2.11	1.91	2.29	1.36	7.04	6.45	3.35	2.89	2.8	2.7
CPI Núcleo (% a/a)	1.78	2.18	2.26	1.62	5.45	5.71	3.93	3.24	3.0	2.8
Fed Funds Rate (% midpoint)	1.38	2.38	1.63	0.13	0.13	4.38	5.38	4.38	3.6	3.1
Zona do Euro										
PIB (% y/y)	2.60	1.80	1.60	-6.00	6.30	3.50	0.40	0.72	0.8	1.2
CPI Headline (% y/y)	1.53	1.76	1.19	0.25	2.60	8.36	5.47	2.37	2.1	2.0
CPI Núcleo (% y/y)	1.01	1.01	1.05	0.69	1.45	3.94	4.96	2.86	2.2	2.1
ECB Deposit Rate (%)	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	2.00	4.00	3.00	2.0	1.8

China										
PIB (% y/y)**	6.90	6.70	6.00	2.20	8.40	3.00	5.20	5.00	4.7	4.6
CPI Headline** (% y/y)	1.55	2.13	2.90	2.51	0.92	1.96	0.24	0.24	0.1	0.8
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	4.2	4.1
USD/EUR - final de período	1.20	1.15	1.12	1.22	1.14	1.07	1.10	1.04	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	7.1	7.1
Índice DXY	92.12	96.17	96.39	89.94	95.67	103.52	101.33	108.49	96.4	93.8

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

Macroeconomic Research Analysts

Mansueto Almeida
Chief Economist

+55 11 3383 9856
mansueto.almeida@btgpactual.com

Iana Ferrão

+55 11 3383 3453
iana.ferrao@btgpactual.com

Samuel Pessoa

+55 11 30898209
samuel.pessoa@btgpactual.com

Bruno Balassiano

+55 21 3262 9637
bruno.balassiano@btgpactual.com

Bruno Martins

+55 21 3262 4414
bruno-s.martins@btgpactual.com

Luiza Paparounis

+55 11 33833245
luiza.paparounis@btgpactual.com

Fabio Serrano

+55 11 3383 6400
fabio.serrano@btgpactual.com

Pedro Oliveira

+55 11 3383 9167
Pedro-H.Oliveira@btgpactual.com

Francisco Lopes

+55 11 3383 6989
francisco.lopes@btgpactual.com

Laura Florez

+57 (601) 3078090
laura.florez@btgpactual.com

Sofia Ordonez

+54 11 3754 0913
sofia.ordonez@btgpactual.com

Munir Jalil

+57 (601) 9276529
munir.jalil@btgpactual.com

Pablo Cruz

+562 2587 5903
pablo.cruz@btgpactual.com

Sebastian Pina

+562 2587 5442
sebastian.pina@btgpactual.com

Mariana Villabona

+57 (1) 3078090
mariana.villabona@btgpactual.com

Andres Borenstein

+54 11 3754 0908
andres.borenstein@btgpactual.com

Disclosures

Required Disclosure

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.

Analyst Certificate

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.

Global Disclaimer

18. 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 Commission 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 by BTG Pactual (UK) Limited ("BTG Pactual UK"), which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority of the United Kingdom. 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 S.A./BTG Pactual US. BTG Pactual UK does not distribute summaries of research produced by BTG Pactual S.A..

This report is being distributed in the EEA by BTG Pactual Portugal – Empresa de Investimentos S.A. ("BTG Pactual PT"), which is authorized and regulated by the Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) of Portugal. BTG Pactual PT 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 S.A./BTG Pactual US. BTG Pactual PT does not distribute summaries of research produced by BTG Pactual S.A..

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 and BTG Pactual Perú S.A. Sociedad Agente de Bolsa ("BTG Pactual Perú"), 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 and 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 Commission 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 UK, BTG Pactual Chile and BTG Pactual Peru and BTG Pactual Colombia and 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 and BTG Pactual Peru and BTG Pactual Colombia and 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 and 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: Where this report is disseminated in the United Kingdom by BTG Pactual UK, this report 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)). This communication may constitute an investment recommendation under the Market Abuse Regulation 2016 ("MAR") and, as required by MAR, the investment recommendations of BTG Pactual personnel over the past 12 months can be found by clicking on <https://www.btgpactual.com/research/>. Please also consult our website for all relevant disclosures of conflicts of interests relating to instruments covered by this report. While all reasonable effort has been made to ensure that the information contained is not untrue or misleading at the time of publication, no representation is made as to its accuracy or completeness, and it should not be relied upon as such. Past performances offer no guarantee as to future performances. All opinions expressed in the present document reflect the current context and which is subject to change without notice.

EEA: Where this report is disseminated in the selected countries in the EEA by BTG Pactual PT, this report is issued by BTG Pactual PT only to, and is directed by BTG Pactual PT 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 marketing material under the provisions of Mifid II. This communication may constitute an investment recommendation under the Market Abuse Regulation 2016 ("MAR") and, as required by MAR, the investment recommendations of BTG Pactual personnel over the past 12 months can be found by clicking on <https://www.btgpactual.com/research/>. Please also consult our website for all relevant disclosures of conflicts of interests relating to instruments covered by this report. While all reasonable effort has been made to ensure that the information contained is not untrue or misleading at the time of publication, no representation is made as to its accuracy or completeness, and it should not be relied upon as such. Past performances offer no guarantee as to future performances. All opinions expressed in the present document reflect the current context and which is subject to change without notice.

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.