

# Pesquisa Macroeconômica

## Brasil – Visão Macro

Dezembro 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

Lúiza Papparounis  
luiza.papparounis@btgpactual.com  
+55 11 3383-3245

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

Júnia Gama  
junia.gama@btgpactual.com  
+55 11 3383-6400



## Relatório Macro Mensal

### Dezembro de 2025

## Resumo - Da contenção à transição: o fechamento de 2025 e o início do ciclo de flexibilização

**As surpresas positivas no PIB do 3T25 foram concentradas no setor extrativo e agropecuário, enquanto o setor de serviços apresentou números abaixo do esperado.** O consumo das famílias foi o grande destaque negativo pela ótica da demanda, que mesmo com a renda total impulsionada pelo pagamento de precatórios no trimestre, cresceu apenas 0,1% t/t (a.s.) no 3T25, refletindo o forte aperto nas condições financeiras e o nível recorde de comprometimento da renda com pagamento de juros. Em virtude das surpresas e da revisão altista do PIB no 1S25, nossa projeção para o PIB de 2025 foi revisada para cima, de 2,0% para 2,2%. Para 2026, o cenário segue bastante incerto, mas os diversos programas de estímulo anunciados pelo governo nos levaram a revisar a projeção para o crescimento do PIB de +1,5% para +1,7%.

**Nossa projeção para o IPCA de 2025 permanece em 4,3% enquanto a estimativa para 2026 foi revisada de 4,2% para 4,1%.** A revisão de 2026 resultou da inclusão de corte no preço da gasolina praticado pela Petrobras – em linha com a queda recente no preço do petróleo. Nosso cenário relativamente benigno — que supõe desaceleração adicional da inflação de serviços — é consistente com um pouso suave da atividade e segue condicionado a risco fiscal administrável e a um câmbio relativamente estável.

**Piora cíclica, com ajuste gradual à frente.** O déficit em transações correntes (TC) aumentou de 1,2% do PIB (2023) para 3,5% do PIB (12m até out/25) sobretudo por fatores cíclicos (forte demanda interna); na margem, já há sinais de desaceleração. Para 2026, projetamos recuo para 2,7% do PIB com melhora do saldo comercial e moderação de serviços. O maior déficit em TC e o aumento do investimento brasileiro no exterior mais do que compensou a elevação do IDP e dos investimentos estrangeiros para renda fixa, resultando em maior saída líquida de dólares em 2025.

**Os dados recentes reforçam o cumprimento da meta fiscal em 2025, com déficit projetado em R\$67,5 bilhões (0,5% do PIB).** Em retrospectiva, iniciamos o ano céticos quanto ao cumprimento da meta, mas o forte desempenho da arrecadação ligada ao mercado de trabalho, rendimentos financeiros e IOF levou à revisão desse cenário. Já a despesa federal deve terminar o ano em linha com nossa expectativa original. Para 2026, mantemos um déficit de R\$57,5 bilhões (0,4% do PIB), compatível com a banda inferior da meta, mas dependente de receitas extraordinárias e empoçamento. A dívida bruta seguirá em alta, atingindo 78,9% do PIB em 2025 e 81,9% em 2026.

**Política monetária: retrospectiva 2025 e leitura prospectiva.** O Copom elevou a Selic a 15,0% em junho, concluindo um ciclo de aperto de 450 p.b. Em seguida, entrou na fase de manutenção, com política monetária restritiva por período prolongado. Em 2025, a comunicação combinou tom hawkish e transparência, com ênfase na dependência de dados e na explicitação da função de reação, evitando forward guidance explícito. À frente, seguimos vendo condições para iniciar a flexibilização em janeiro de 2026, com um corte inicial de 25 p.b. (calibração, não mudança de regime), e Selic convergindo para 12% ao fim de 2026.

#### DISCLAIMERS PERTINENTES A ESTE RELATÓRIO INICIAM NA PÁGINA 22

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)
<b>Anterior</b>	2.00	4.30	15.00	5.40	-67.5	1.50	4.20	12.00	5.20	-57.5
<b>Atual</b>	<b>2.20</b>	<b>4.30</b>	<b>15.00</b>	<b>5.40</b>	<b>-67.5</b>	<b>1.70</b>	<b>4.10</b>	<b>12.00</b>	<b>5.20</b>	<b>-57.5</b>

Fonte: BTG Pactual

## Sumário Executivo

O início de 2025 foi marcado por um cenário macroeconômico adverso e carregado de incertezas. Nos primeiros boletins do ano, a economia brasileira carregava os efeitos de um crescimento surpreendentemente forte em 2024, combinado com inflação acima do teto da meta, mercado de trabalho extremamente apertado, forte deterioração cambial no final do ano anterior e dúvidas relevantes sobre a sustentabilidade do ajuste fiscal. Esse conjunto de fatores levou o Banco Central a manter uma postura claramente contracionista, com a Selic caminhando para um patamar significativamente restritivo de 15% a.a.

Naquele momento, a leitura dominante era a de que a desaceleração da atividade seria inevitável ao longo de 2025, impulsionada pelo aperto monetário, pelo elevado endividamento das famílias e pela perda de poder de compra causada pela inflação de alimentos e serviços. Ainda assim, os dados iniciais mostravam um quadro misto: consumo sustentado por uma massa salarial ainda crescente, crédito resiliente e desemprego em mínimas históricas, o que dificultava uma leitura clara sobre o ritmo e a intensidade da desaceleração econômica.

Ao longo do ano, esse quadro foi se transformando de maneira gradual, porém consistente. A atividade econômica passou a dar sinais mais claros de moderação, especialmente nos componentes mais sensíveis ao ciclo de juros. No fechamento de 2025, os dados do PIB mostram uma economia que desacelerou de forma relevante na margem, com crescimento cada vez mais concentrado em setores exógenos, como agropecuária e extração mineral, enquanto serviços e consumo das famílias perderam tração.

Pela ótica da demanda, o consumo das famílias tornou-se o principal destaque negativo. Mesmo em um contexto de impulso temporário de renda no 3T25 com o pagamento de precatórios e expansão da nova linha de crédito consignado privado, o consumo avançou apenas marginalmente, refletindo o forte aperto das condições financeiras e o nível recorde de comprometimento da renda com o pagamento de juros. Essa composição do crescimento, menos dependente da demanda doméstica, mostra-se mais compatível com o atual estágio do ciclo de aperto monetário.

O mercado de trabalho também entrou em uma fase distinta da observada no início do ano. Se nos primeiros meses de 2025 predominava a leitura de um mercado excessivamente aquecido, com desemprego muito baixo e expansão robusta da massa salarial, o segundo semestre trouxe sinais claros de inflexão, apesar da taxa de desemprego de 5,4%, abaixo portanto do nível de 7% registrado no início do ano, quando o mercado de trabalho já era considerado apertado. A geração de empregos formais desacelerou, a criação líquida de ocupações passou a surpreender negativamente e a massa salarial entrou em trajetória de moderação. A taxa de desemprego permaneceu baixa, mas cada vez mais influenciada pela queda da taxa de participação (redução da força de trabalho), e não por um mercado de trabalho excessivamente aquecido.

No campo da inflação, a mudança ao longo do ano foi ainda mais significativa. No início de 2025, as projeções apontavam um IPCA claramente acima da meta, com forte preocupação com a dinâmica de serviços, expectativas desancoradas e elevado repasse cambial.

Ao longo do ano, esse cenário se transformou de forma relevante. A apreciação expressiva do real (14% até meados de dezembro), a queda dos preços de commodities — especialmente agrícolas e de energia — e a desaceleração da demanda doméstica produziram uma melhora substancial da inflação corrente e prospectiva. As projeções para o IPCA recuaram de forma importante, tanto para 2025 quanto para 2026. No início do ano, o mercado chegou a projetar uma inflação próxima de 6% para 2025. Essa estimativa, no entanto, foi revisada para 4,1% e, para 2026, a projeção passou de 4,5% para 4,2%, ainda que com núcleos de serviços mantendo algum grau de rigidez.

Em síntese, encerramos 2025 com uma economia que crescerá menos (2,2%), com demanda interna mais fraca, mercado de trabalho menos tensionado e inflação em trajetória significativamente mais benigna do que a observada no início do ano. Assim, baseado na evolução dos principais indicadores ao longo do ano acreditamos que estão dadas as condições para o início do ciclo de flexibilização monetária a partir de janeiro de 2026. Essa avaliação é sustentada por três pilares centrais.

O primeiro é a **desaceleração da atividade econômica**. Os dados mais recentes apontam crescimento baixo na margem, com contração esperada do PIB no quarto trimestre e indicadores antecedentes sugerindo continuidade desse movimento no curto prazo. O consumo das famílias segue contido, a indústria de transformação permanece em desaceleração e os serviços, embora ainda resilientes, perderam dinamismo de forma disseminada. É importante destacar que o crescimento do PIB de 2,2% esperado para 2025, significa crescimento real “zero” da economia no segundo semestre do ano.

O segundo pilar é a **acomodação do mercado de trabalho**. A desaceleração da geração de empregos, a queda das ocupações nos últimos meses e a moderação da massa salarial indicam redução das pressões inflacionárias vindas do mercado de trabalho. Ainda que alguns segmentos sigam apresentando crescimento salarial acima da média, a dinâmica agregada aponta para um mercado menos apertado do que no início do ano, condição necessária para a convergência da inflação de serviços.

O terceiro e mais relevante fator é a **melhora substancial do cenário inflacionário**. A inflação de bens segue baixa, os segmentos comercializáveis continuam se beneficiando do câmbio apreciado e da queda das commodities, e mesmo a inflação de serviços, embora ainda elevada, apresenta sinais claros de desaceleração. As expectativas de inflação recuaram de forma significativa ao longo de 2025, reduzindo o risco de persistência inflacionária à frente

Nesse contexto, a taxa Selic encontra-se em patamar claramente restritivo. Manter esse grau de restrição por tempo excessivo, diante de uma economia em desaceleração e inflação em queda, aumenta o risco de uma contração desnecessária da atividade. Assim, iniciar um ciclo gradual e cauteloso de cortes de juros a partir de janeiro se mostra compatível com o cenário macroeconômico delineado ao final de 2025.

Por fim, é importante destacar um fator de risco relevante para o próximo ano que é a volatilidade maior de ativos financeiros típica de anos de eleições nacionais, em especial, maior volatilidade da taxa de câmbio. Movimentos abruptos do câmbio podem afetar a dinâmica inflacionária e, eventualmente, interferir no ritmo do ciclo de corte de juros.

Esse risco, no entanto, deve ser tratado como um **fator de monitoramento**, e não como um elemento que deva condicionar, desde já, a condução da política monetária. A atuação do Banco Central deve permanecer guiada pelo comportamento observado da inflação, da atividade e das expectativas, reagindo a choques caso eles se materializem e influenciem o cenário de convergência da inflação para a meta.

Mansueto Almeida

## Internacional - O retorno da política como variável macro dominante

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

**O ano de 2025 marcou uma inflexão relevante no cenário macroeconômico global**, com um ambiente cada vez mais dominado por choques de política econômica, em especial pela reintrodução agressiva do protecionismo nos Estados Unidos. Ainda assim, a economia americana se mostrou mais resiliente do que previsto, colocando em dúvida alguns pressupostos prévios sobre os impactos das tarifas na conjuntura macroeconômica de curto prazo.

Na virada do ano, **a principal tese que permeava os mercados era a de que a economia americana continuaria sendo a mais atrativa, com a persistência do chamado excepcionalismo americano.** A avaliação predominante era de que as políticas tarifárias de Trump seriam mais contidas, com ações direcionadas sobretudo aos países com os quais os EUA mantêm maiores déficits comerciais, com destaque para a China, os países do Sudeste Asiático e a União Europeia.

**Esse cenário foi rapidamente desafiado.** O chamado "*Liberation Day*" marcou o maior choque protecionista desde 1930, com a introdução de tarifas individuais por país, além das tarifas setoriais já anunciadas até então. A tarifa efetiva média dos EUA saltou rapidamente de níveis próximos a 2,5% para patamares superiores a 25%, provocando forte reação nos mercados financeiros. Após esse episódio, o debate sobre uma possível recessão na economia americana ganhou força, assim como os riscos de a inflação ultrapassar 4%, caso o repasse de preços se mostrasse mais agressivo.

**O crescimento no 1T25 foi fraco e negativo**, fortemente impactado pela antecipação das importações, mas também por uma desaceleração relevante do consumo, que tem mostrado elevada correlação com os preços dos ativos, dado que as famílias de alta renda respondem por cerca de 60% do consumo doméstico e possuem parcela relevante de seu patrimônio atrelada ao desempenho dos mercados financeiros. Nesse contexto, a correção observada nos ativos ao longo do período contribuiu para a deterioração do sentimento das famílias.

Esse cenário, no entanto, não se sustentou. Ao longo dos meses seguintes, recuos táticos e avanços nas negociações reduziram o nível extremo das tarifas, especialmente no caso da China. Paralelamente, o impulso observado nos investimentos ligados à inteligência artificial contribuiu para a sustentação da demanda agregada e a melhora do sentimento nos mercados, que se recuperaram e encerraram o ano em território positivo. Após revisões baixistas consecutivas nas projeções de crescimento, que chegaram a níveis próximos de 1% em meados do ano, as surpresas altistas recorrentes no consumo e nos investimentos devem levar a economia americana a registrar mais um ano de crescimento do PIB acima de 2%.

Em contraste com o crescimento mais resiliente da atividade, o mercado de trabalho apresentou uma dinâmica menos favorável ao longo do ano. A taxa de desemprego subiu 0,4 p.p. entre janeiro e setembro, sendo aproximadamente metade desse aumento explicada pela elevação da taxa de participação e a outra metade pelo crescimento do desemprego permanente. A criação média de vagas desacelerou de forma significativa em 2025, com geração mensal de apenas 72 mil postos, frente a uma média de 158 mil em 2024.

Além disso, no mesmo período de 2025, a força de trabalho cresceu em apenas 504 mil pessoas, bem abaixo dos 1,3 milhão registrados no mesmo período de 2024 e dos 1,8 milhão observados em 2023. Embora parte dessa desaceleração do mercado de trabalho esteja associada às restrições à imigração promovidas pela nova administração, a baixa taxa de contratações também sugere uma perda de apetite das empresas por mão de obra, sinalizando enfraquecimento da demanda no mercado de trabalho.

O comportamento da inflação tampouco refletiu um ambiente compatível com o forte aumento das tarifas ou com a resiliência do crescimento e do consumo. Apesar de a inflação encerrar mais um ano acima da meta, em torno de 3%, não houve deterioração relevante na dinâmica de preços. Isso sugere um repasse tarifário mais contido do que o inicialmente esperado e abre espaço para uma discussão crescente sobre ganhos de produtividade, indicando que um crescimento mais forte não necessariamente se traduzirá em pressões inflacionárias adicionais.

Nesse contexto, o Federal Reserve passou a operar sob um equilíbrio cada vez mais delicado entre seus dois mandatos. Após reduzir a taxa de juros em 100pb em 2024, o comitê adotou uma postura mais cautelosa diante da inflação ainda elevada e dos riscos altistas associados à política comercial. A retomada do ciclo de cortes apenas no segundo semestre, seguida por decisões marcadas por dissenso crescente no comitê, consolidou 2025 como o ano em que o Fed passou a lidar de forma mais explícita com a colisão entre os seus dois mandatos, o de inflação e o de emprego.

A economia chinesa, por sua vez, deve novamente atingir sua meta de crescimento em 2025, sustentada em grande medida pelo desempenho do setor externo no primeiro semestre. Apesar do choque tarifário imposto pelos EUA, a China demonstrou elevada capacidade de redirecionar suas exportações para novos mercados. Ainda assim, a composição do crescimento permaneceu frágil, com consumo das famílias contido, inflação em níveis baixos e o setor imobiliário em ajuste profundo.

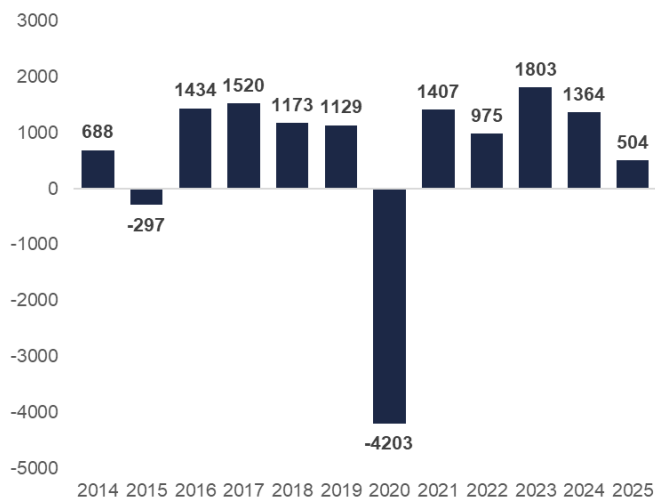
Embora o discurso das autoridades tenha se tornado mais ativo ao longo do ano, com maior ênfase na demanda doméstica, as medidas implementadas foram, em geral, graduais e insuficientes para romper a dinâmica deflacionária. O segundo semestre evidenciou perda de fôlego mais clara, com desaceleração da produção industrial, do investimento e das vendas no varejo. Dessa forma, a China entra em 2026 com crescimento ainda dependente de estímulos e da demanda externa e desafios estruturais relevantes não resolvidos.

Na Zona do Euro, 2025 foi marcado por inflação mais comportada e atividade fraca, mas também por uma mudança importante na condução da política fiscal, especialmente na Alemanha. O BCE promoveu um ciclo relevante de cortes, levando a taxa de depósito a 2%, patamar amplamente considerado compatível com a taxa neutra.

O crescimento permaneceu modesto, com elevada heterogeneidade entre os países e fragilidade mais evidente nas maiores economias do bloco. Além disso, o ambiente político, sobretudo na França, adicionou ruído ao cenário, com deterioração fiscal e instabilidade institucional elevando os prêmios de risco. A Europa encerra o ano com inflação próxima da meta, que é de 2%, porém com baixa tração cíclica e elevada sensibilidade a choques externos.

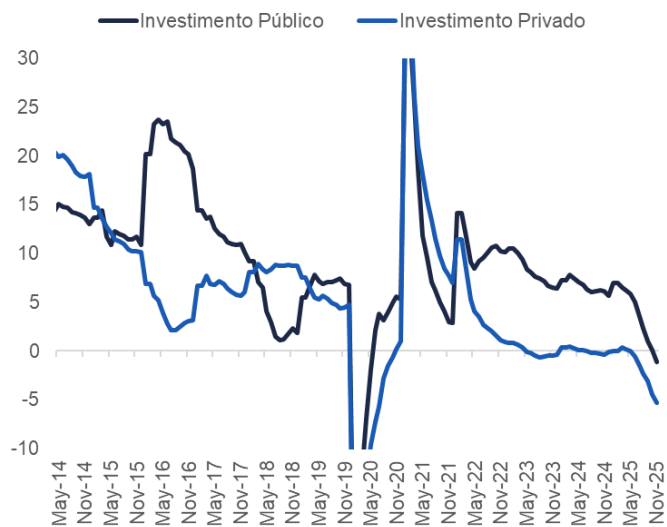
Em linhas gerais, 2025 ficará marcado como o ano em que a política voltou a dominar o cenário macroeconômico global. As tarifas passaram a moldar decisões de consumo, investimento e política monetária. O Fed encerra o ano mais próximo do juro neutro, porém com menor consenso interno, enquanto a economia americana segue surpreendendo positivamente e deve manter esse padrão em 2026.

**Gráfico 1: Crescimento da Força de Trabalho (Jan-Set, mil)**



Fonte: BLS e BTG Pactual

**Gráfico 2: China - Investimentos em Ativos Fixos (a/a, %)**



Fonte: NBS e BTG Pactual

## Atividade Econômica - Demanda segue em desaceleração, mas estímulos elevam projeção para 2026

Bruno Martins • [bruno-s.martins@btgpactual.com](mailto:bruno-s.martins@btgpactual.com) • +55 21 3262 4414

**Elevamos as projeções de crescimento para 2025 (de +2,0% para +2,2%) e 2026 (de +1,5% para +1,7%).** O PIB brasileiro cresceu 0,1% t/t (a.s.) no 3T25 (+1,8% a/a), desacelerando em relação ao crescimento de 0,3% t/t (a.s.) no 2T25 (+2,4% a/a). As surpresas positivas no 3T25 foram concentradas no setor extrativo (+11,9% a/a vs. +6,4% a/a BTGe) e agropecuário (+10,1% a/a vs. +4,8% a/a BTGe), enquanto o setor de serviços apresentou números abaixo do esperado (+1,3% a/a vs. +1,8% BTGe). O consumo das famílias foi o grande destaque negativo pela ótica da demanda, que, mesmo com a renda total impulsionada pelo pagamento de precatórios no trimestre, cresceu apenas 0,1% t/t (a.s.) no 3T25, refletindo o forte aperto nas condições financeiras e o nível recorde de comprometimento da renda com o pagamento de juros. As revisões históricas altistas e as surpresas no 3T25 mostraram uma economia impulsionada pelos setores exógenos, uma composição favorável à condução da política monetária. Nossa projeção para o PIB de 2025 foi revisada para maior, de 2,0% para 2,2%.

**Para o 4T25,** surpreendeu-nos a reaceleração no crédito para as famílias em outubro, que impulsionou as vendas do varejo ampliado (+1,1% m/m a.s.). Por outro lado, a indústria de transformação (-0,6% m/m a.s.) e o volume de serviços prestados às famílias (+0,1% m/m a.s.) seguem em desaceleração gradual. Para novembro, dados de cartões sugerem melhora no volume de serviços, mas desaceleração adicional no setor industrial, com as fortes quedas interanuais na produção de automóveis (-6,9% a/a), ônibus (-45,7% a/a) e caminhões (-27,1% a/a) sinalizando números mais fracos em bens de capital e bens duráveis. Assim, esperamos nova desaceleração do PIB no curto prazo, e projetamos queda de 0,1% t/t (a.s.) no 4T25 (+1,4% a/a).

**Para 2026**, o cenário segue bastante incerto, mas os diversos programas de estímulo anunciados pelo governo (ver detalhes na seção sobre fiscal) nos levaram a revisar a projeção para o crescimento do PIB de +1,5% para +1,7%. Apesar da revisão altista, seguimos preocupados com a evolução da atividade para horizonte mais longo em virtude do elevado endividamento das famílias e empresas (ambos em níveis historicamente elevados), principalmente em um contexto de possível ponto de inflexão no mercado de trabalho.

**Queda na força de trabalho mantém a taxa de desemprego em níveis historicamente baixos.** Após números surpreendentemente fortes em setembro, a geração de empregos formais (Caged) voltou a desacelerar em outubro, em linha com nossa expectativa. Os dados significativamente fracos na indústria e no comércio sugerem que a atividade econômica continuará em desaceleração no curto prazo, consistente com nosso cenário de queda de 0,1% t/t (a.s.) do PIB no 4T25. Os salários de contratação, por outro lado, aceleraram na margem, com crescimento interanual de 2,4% a/a, após mais de um ano crescendo em torno de 1,0% a/a, em termos reais.

Pelo quarto mês consecutivo, a força de trabalho caiu no país, com perda de 104 mil pessoas desde junho (-469 mil com ajuste sazonal). A taxa de participação caiu 0,2 p.p. em outubro, atingindo 61,9% (a.s.), com queda acumulada de 0,5 p.p. desde julho. Assim, a taxa de desemprego seguiu em trajetória de queda, atingindo 5,4% em outubro (5,6% a.s.), o menor nível da série histórica iniciada em março de 2012. A forte queda na taxa de participação nos levou a revisar para menor a projeção da taxa de desemprego para o final de 2025 (de 6,3% para 5,9%) e de 2026 (de 6,8% para 6,5%).

Apesar da queda na taxa de desemprego, a geração de ocupações segue fraca (ver gráfico 3). Foram geradas 122 mil ocupações em outubro, abaixo dos 150 mil esperados por nós. Com ajuste sazonal, foram perdidas 140 mil ocupações (a.s.), acumulando perda de 470 mil (a.s.) nos últimos três meses. O setor formal apresentou perda líquida de 75 mil ocupações (a.s.) em outubro, enquanto o setor informal perdeu 68 mil (a.s.). Além disso, tivemos menos 35 mil empregadores e profissionais autônomos (a.s.).

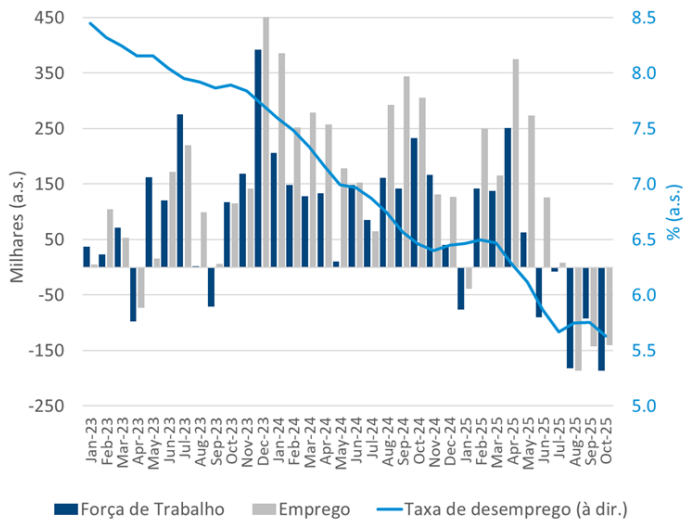
Após duas leituras muito fracas em julho (+0,2% m/m) e agosto (+0,0% m/m), os rendimentos nominais voltaram a acelerar em setembro (+0,5% m/m) e outubro (+0,6% m/m), mas seguem bastante abaixo da média mensal entre outubro de 2024 e junho de 2025 (+0,9% m/m). Além disso, em outubro, o expressivo crescimento de 3,4% m/m nos salários nominais nos setores de informação, comunicação e atividades financeiras, imobiliárias, profissionais e administrativas, que representam 12,6% das ocupações, merece destaque. Desconsiderando esses segmentos, os salários nominais teriam subido apenas 0,2% m/m em outubro, uma forte desaceleração em relação ao crescimento de 0,5% m/m de setembro. Ainda assim, em um contexto de forte retração da força de trabalho, a dinâmica dos salários segue sendo um tema de preocupação.

Com queda nas ocupações e moderação nos rendimentos, a massa salarial segue em desaceleração. Em termos nominais, houve crescimento de 0,5% m/m (a.s.) em outubro, abaixo do crescimento de 0,7% m/m em setembro e muito abaixo do crescimento médio de 1,0% m/m (a.s.) entre outubro de 2024 e junho de 2025. Na base interanual, houve desaceleração de +11,0% a/a para +10,2% a/a, com desaceleração de +5,5% a/a para +5,0% a/a em termos reais. A renda nacional disponível bruta restrita das famílias, que inclui renda do trabalho, de previdência e benefícios sociais, desacelerou de +9,4% a/a em setembro para +8,0% a/a em outubro em termos nominais e de +4,0% a/a em setembro para +2,9% a/a em outubro, em termos reais.

**Crédito bancário surpreende e reacelera em outubro.** Os dados de crédito de outubro mostraram uma recuperação surpreendente no volume, especialmente para operações livres rotativas para as famílias, sobretudo em cartão de crédito (ver gráfico 4). Esse crescimento ajudou a manter a inadimplência estável, apesar da contínua elevação no endividamento e comprometimento de renda com o serviço das dívidas. A piora na composição do crédito sugere deterioração nos indicadores de inadimplência adiante.

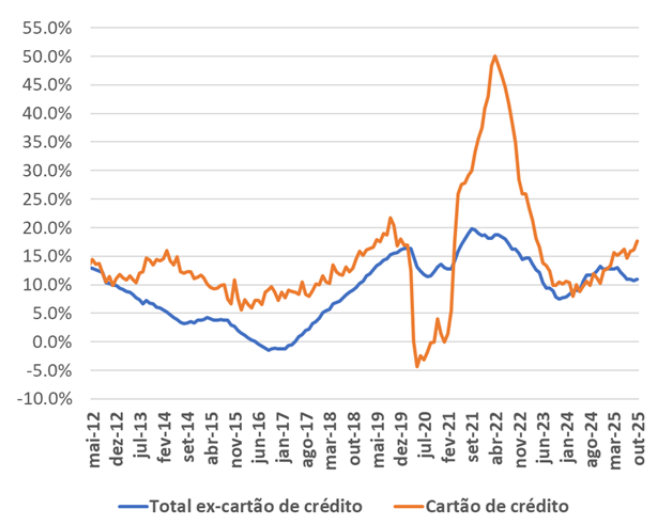
A nossa medida de impulso de crédito para as famílias, que entrou em zona restritiva em janeiro de 2025 e vinha em trajetória de deterioração gradual, mostrou uma recuperação na margem em outubro graças ao crescimento de R\$11,5 bilhões no saldo de cartão de crédito à vista (ver gráfico 5). Vemos a dinâmica do crédito como fator mais relevante para impulsionar a demanda agregada no curto prazo, sendo, portanto, um risco importante para nosso cenário, que supõe reversão da aceleração observada em outubro nas próximas leituras.

**Gráfico 3: Força de trabalho e ocupações em queda (ajuste sazonal)**



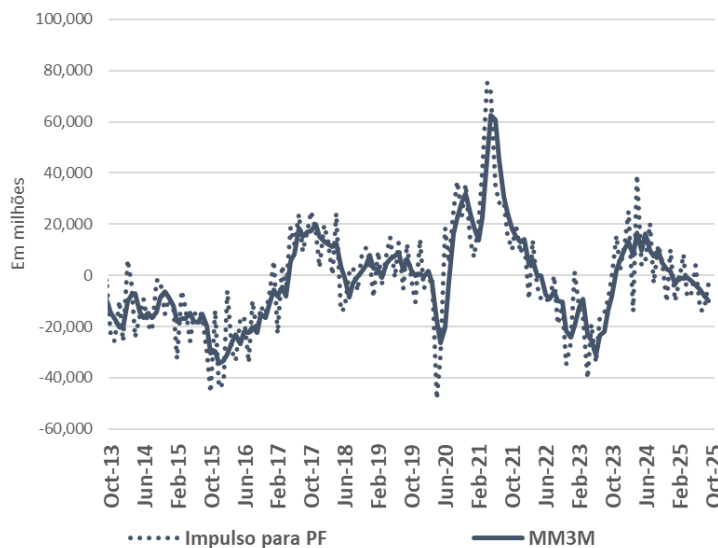
Fonte: IBGE e BTG Pactual

**Gráfico 4: Reaceleração no saldo de cartão de crédito para as famílias (saldo de crédito nominal a/a)**



Fonte: BCB e BTG Pactual

**Gráfico 5: Impulso de crédito**



Fonte: BCB e BTG Pactual

## Inflação - O cenário de inflação de 2025 se mostrou significativamente mais benigno do que se esperava no início do ano

Bruno Balassiano • [bruno.balassiano@btgpactual.com](mailto:bruno.balassiano@btgpactual.com) • +55 21 3262 9637

**A dinâmica inflacionária seguiu melhorando ao longo do último mês.** Apesar de algumas surpresas no *headline* em relação às nossas projeções, explicadas majoritariamente por fatores transitórios ou subitens voláteis, os números de novembro, em geral, foram qualitativamente próximos do esperado. A inflação dos segmentos comercializáveis, como bens industriais e alimentação no domicílio, permaneceu baixa, mesmo considerando a sazonalidade. Esses segmentos continuam a se beneficiar de pressões benignas de repasse associadas à apreciação cambial deste ano, à queda dos preços de commodities e, para alguns itens de alimentos, a condições climáticas favoráveis. A inflação de serviços cheia e o núcleo subjacente de serviços (a medida mais ampla de núcleo de serviços) seguem elevados, mas continuam exibindo sinais claros de desaceleração. O segmento de serviços também se beneficia de pressões benignas de repasse advindas da queda da inflação ex-serviços. Ainda assim, a medida (mais restrita) de serviços intensivos em trabalho segue pressionada e parece estar acelerando nas leituras recentes, refletindo condições ainda apertadas no mercado de trabalho.

**O cenário de inflação mudou de forma dramática ao longo do ano.** No início do ano, nossas projeções para o IPCA de 2025 e 2026 eram de 5,6% e 4,4%, respectivamente, após terem sido revisadas para cima no 4T24 devido a uma depreciação cambial relevante e à piora da dinâmica de inflação de serviços. Em seus máximos, chegaram a 5,8% e 4,5% no 1T25. A mediana das expectativas de mercado seguiu um padrão semelhante: o consenso para o IPCA de 2025 e 2026 no início do ano era de 5,5% e 4,2%, respectivamente (segundo a pesquisa Focus do Banco Central), avançando posteriormente para 5,7% e 4,5%. As principais hipóteses desse cenário eram que a depreciação cambial resultaria em repasse elevado, enquanto a resiliência da atividade, o mercado de trabalho apertado e a demanda doméstica forte, manteriam sob pressão os componentes mais cíclicos da inflação. Tudo isso sob um pano de fundo de incerteza de política monetária e de um desafio fiscal duradouro e de longo prazo. No entanto, o cenário para a inflação de 2025 melhorou de forma substancial ao longo do ano. Nossas projeções para o IPCA de 2025 e 2026 recuaram para 4,3% e 4,1%, enquanto as medianas de mercado agora estão em 4,4% e 4,1%. Os principais vetores dessas revisões relevantes para baixo — sobretudo em 2025 — foram a expressiva apreciação cambial deste ano, a queda dos preços de commodities e seus efeitos sobre a dinâmica corrente de inflação.

O BRL passou de uma média de R\$ 6,11/BRL em dezembro de 2024 para cerca de R\$ 5,40/USD — uma apreciação de 12%. O IC-Br — o índice de preços de commodities do próprio Banco Central, medido em BRL — caiu 13% de dezembro de 2024 a novembro de 2025, em linha com o movimento do câmbio. Contudo, isso mascara quedas ainda maiores nos componentes agrícolas e de energia (-18% e -15%, respectivamente), no preço em dólar do petróleo (-15%) — componente do índice de energia com importância desproporcional para a inflação do IPCA — e desconsidera revisões relevantes para baixo nas hipóteses de fim de ano para os preços do boi gordo. Como resultado, os principais vetores de queda da nossa projeção de IPCA de 2025 vieram dos segmentos comercializáveis, mais sensíveis a pressões de repasse. Nossas projeções para alimentação no domicílio (15,4% da cesta do IPCA) e bens industriais (22,6% da cesta do IPCA) recuaram de 7,0% e 4,2%, respectivamente, no início do ano, para 1,3% e 2,5%. Enquanto isso, nossas estimativas para serviços (35,8% da cesta do IPCA) e administrados (26,2% da cesta do IPCA) tiveram mudanças bem menores, ainda que com alguma volatilidade ao longo do ano. Nossa projeção para a inflação de serviços subiu de 6,0% no início do ano para 6,2% atualmente, enquanto a estimativa para o segmento de administrados avançou de 5,2% para 5,3% (com mudanças relevantes, no entanto, na decomposição).

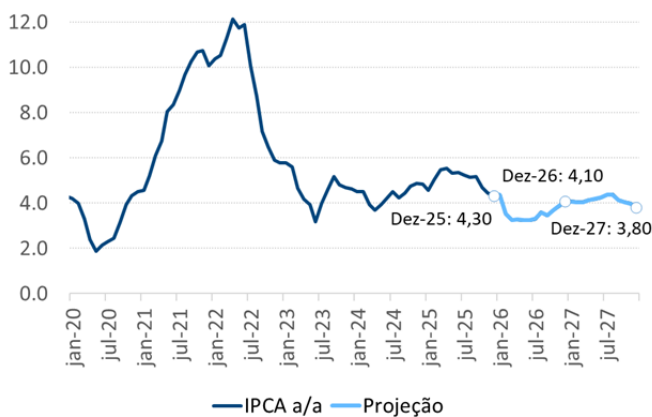
**As expectativas de inflação de longo prazo estão caindo gradualmente.** Câmbio e commodities são vetores importantes para a inflação, mas seu impacto é mais relevante para a dinâmica de curto e médio prazo e deveria ter pouca influência sobre projeções além de uma janela de aproximadamente dois anos. Isso ajuda a explicar a queda significativa na mediana das projeções de mercado para 2025 — de 5,7% no pico para 4,4%, segundo a pesquisa Focus mais recente. Curiosamente, porém, as expectativas mais longas — além do horizonte relevante de política monetária do Banco Central — também recuaram. As medianas para 2027 e 2028 caíram de 4,0% e 3,9% em seus respectivos picos para 3,8% e 3,5% atualmente. Isso não pode ser atribuído ao cenário benigno de câmbio e commodities de 2025 e, mais provavelmente, reflete maior confiança no regime de metas de inflação. Atribuir causalidade às revisões de longo prazo é um exercício especulativo, mas, em nossa visão, alguns fatores contribuíram para esse reancoragem ainda incipiente das expectativas longas. A incerteza sobre a transição de liderança no Banco Central diminuiu, com a elevação sem precedentes da taxa Selic neste ano reforçando a credibilidade do novo comitê de política monetária. A qualidade na comunicação, sempre clara, econômica e consistente tem ajudado na construção da reputação da autoridade monetária. Além disso, a pressão política sobre o Banco Central parece ter arrefecido consideravelmente após dois anos de tensões latentes entre a autoridade monetária e o Governo. Por fim, o desafio fiscal de longo prazo persiste, mas a dinâmica favorável de curto prazo para as receitas tornou mais fácil cumprir as metas fiscais de 2025 e 2026, reduzindo a percepção de risco de estresse fiscal em um ano eleitoral. Ainda assim, ressaltamos que as expectativas de longo prazo permanecem acima da meta e é improvável que se reancorem por completo sem consolidação fiscal.

**A guerra comercial se mostrou menos disruptiva do que se imaginava inicialmente.** A elevação das tensões comerciais globais em abril de 2025, após o anúncio das tarifas do “Liberation Day”, adicionou incerteza relevante ao cenário de inflação. De um lado, elevou o risco de uma espiral global de tarifas, grandes disrupções de cadeias de suprimento e estresse financeiro — riscos importantes de alta para a inflação em economias emergentes, ao menos no curto prazo. De outro, aumentou o risco de desaceleração da economia global e de um grande “excesso” de exportações chinesas sendo redirecionado para outros mercados (não-EUA), resultando em demanda global (e doméstica) mais fraca, preços de commodities mais baixos e pressões relevantes de baixa na inflação de bens industriais, devido ao aumento de importados chineses baratos. Nossa leitura, à época, era que o efeito líquido seria desinflacionário: as disrupções de cadeias de suprimento seriam pequenas e localizadas, e a economia global se ajustaria, com o principal impacto sobre a inflação vindo do aumento esperado das importações chinesas e da queda dos preços de importação — um vetor desinflacionário importante. Olhando em retrospectiva, o impacto sobre a economia global foi, de fato, bem menor do que inicialmente temido e, embora alguns setores em economias avançadas tenham sido afetados por restrições chinesas à exportação de terras raras, não houve uma grande ruptura das cadeias globais como na pandemia de Covid-19. Ao mesmo tempo, o esperado “influxo” de importações chinesas se mostrou modesto, não houve uma queda relevante nos preços médios de importação da China desde o anúncio das tarifas e o ganho de termos de troca bilateral do Brasil foi pequeno. Consequentemente, o efeito deflacionário em bens industriais também se mostrou pequeno. Isso não significa que o tema perderá relevância. A sobrecapacidade de oferta da China e a deflação persistente foram vetores importantes de baixa para a inflação de bens industriais no Brasil nos últimos anos. Mas a guerra comercial, especificamente, não foi tão disruptiva para o cenário de inflação quanto se temia inicialmente até o momento.

**Nossa projeção para o IPCA de 2025 permanece em 4,3% enquanto a estimativa para 2026 foi revisada de 4,2% para 4,1%.** Desde nosso último relatório mensal, revisamos a projeção de 2025 de 4,4% para 4,3%. A revisão veio após a divulgação do IPCA de novembro, que ficou bem abaixo da nossa projeção (0,18% m/m versus nossa estimativa de 0,26% m/m). A surpresa baixista em relação à nossa projeção foi explicada majoritariamente por itens voláteis ou fatores transitórios, com a dinâmica subjacente de inflação vindo mais próximo do esperado.

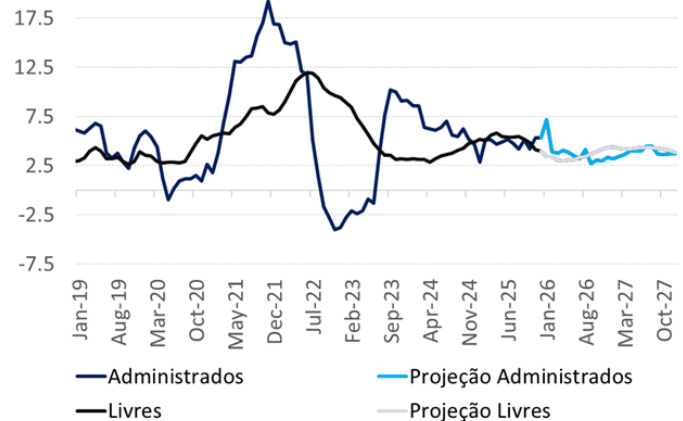
Assim, a surpresa nos levou a reduzir marginalmente a projeção de 2025, pois nossa estimativa mais alta foi substituída pela leitura mais baixa de novembro, mas não gerou uma reavaliação do cenário de inflação. Para 2026, a revisão resultou da inclusão de corte no preço da gasolina praticado pela Petrobras – em linha com a queda recente no preço do petróleo. Nosso cenário relativamente benigno — que supõe desaceleração adicional da inflação de serviços — é consistente com um pouso suave da atividade e segue condicionado a risco fiscal administrável e a um câmbio relativamente estável. Nos próximos meses, será importante monitorar sinais de enfraquecimento no mercado de trabalho e se a desaceleração em curso da atividade seguirá se aprofundando.

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



Fonte: IBGE e BTG Pactual

**Gráfico 7: IPCA acumulado em 12 meses (% , efetivo vs. projeção)**



Fonte: IBGE e BTG Pactual

## Setor Externo - Piora cíclica, com ajuste gradual à frente

Iana Ferrão • [iana.ferrao@btgpactual.com](mailto:iana.ferrao@btgpactual.com) • +55 11 3383 3453

**Déficit em transações correntes: piora cíclica, com sinais iniciais de acomodação.** O déficit em transações correntes (TC) aumentou de 1,2% do PIB em 2023 para 3,0% do PIB em 2024 e 3,5% do PIB no acumulado em 12 meses até outubro de 2025. Esse movimento foi, principalmente, cíclico: refletiu a forte aceleração da demanda interna, que impulsionou de forma significativa o *quantum* importado de bens, além de aumentar as despesas com serviços e rendas. Em menor magnitude, há um componente estrutural associado à “digitalização” pós-pandemia, com maiores gastos em computação (incluindo armazenamento e processamento de dados em nuvem e IA) e propriedade intelectual (licenças/software e streaming). Esse componente estrutural respondeu por 0,5pp do PIB da alta do déficit em TC no período.

No início de 2025, projetávamos que o déficit em transações correntes recuaria, sobretudo por dois canais: (i) desaceleração da demanda doméstica, em especial dos investimentos, o que reduziria o principal vetor de aumento do déficit, as importações de bens; (ii) taxa de câmbio mais depreciada. Contudo, o real se apreciou de forma relevante em 2025, e o crescimento do investimento ficou bem acima do que antecipávamos, sustentando um desempenho mais forte das importações. Ademais, as remessas de lucros e dividendos ao exterior aumentaram<sup>1</sup> e serão particularmente fortes no 4T25, em função da incerteza criada pela nova tributação de dividendos remetidos ao exterior<sup>2</sup>.

Na margem, começamos a observar sinais de acomodação do déficit. O *quantum* importado e as despesas líquidas com serviços vêm perdendo fôlego, em linha com a desaceleração gradual da demanda interna. Na conta de rendas primárias, por outro lado, o déficit seguirá aumentando nos últimos meses do ano por conta das remessas antecipadas de dividendos em função da mudança na tributação.

À frente, com o aumento do superávit comercial e a moderação das despesas com serviços, o déficit em transações correntes deve recuar para 2,7% do PIB em 2026, frente aos 3,6% de 2025. A convergência para um patamar abaixo de 2,5% do PIB nos anos seguintes dependerá da consolidação fiscal, que tende a reduzir a absorção doméstica e aliviar simultaneamente a pressão sobre o setor externo.

**IDP (investimento direto no país) e renda fixa sustentam entradas, mas maior investimento brasileiro no exterior e déficit em TC levam a maior saída de dólares do País.** No lado da conta financeira, os principais destaques positivos em 2025 foram o aumento da entrada de IDP e do investimento estrangeiro em títulos de renda fixa. O IDP deve encerrar o ano acima de US\$ 80 bilhões (3,6% do PIB), o maior patamar desde 2014, ante US\$ 74 bilhões (3,4% do PIB) em 2024, com expansão puxada sobretudo pela participação no capital. Já os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no País totalizaram US\$ 18 bilhões no acumulado em 12 meses até outubro, frente a US\$ 13 bilhões em 2024. O maior diferencial de juros contribuiu para o resultado. Pelo lado negativo, destaca-se a saída de investimentos estrangeiros em ações em US\$ 11 bilhões no acumulado em 12 meses até outubro. Soma-se a isso o forte aumento dos investimentos brasileiros no exterior (direto e em portfólio), que passou de US\$ 34 bilhões em 2024 para US\$ 49 bilhões no acumulado em 12 meses até outubro. Como resultado do maior déficit em TC e da intensificação dos investimentos brasileiros no exterior – que mais do que compensaram o aumento das entradas de investimentos estrangeiros –, a saída líquida de dólares do País em 2025 superou a do ano anterior: o fluxo cambial foi negativo em US\$ 13 bilhões entre janeiro e outubro de 2025, ante entrada líquida de US\$ 10 bilhões no mesmo período de 2024. Uma reversão mais consistente desse movimento de saída de dólares dependerá, em grande medida, das expectativas em relação à condução da política econômica após 2026.

**Mantemos nossa projeção de taxa de câmbio em R\$ 5,40/US\$ no fim de 2025 e R\$ 5,20/US\$ em 2026.** Ao longo de 2025, a taxa de câmbio R\$/US\$ apresentou apreciação relevante – de ~R\$6,20/US\$ no fim de 2024 para ~R\$5,40/US\$ em meados de dezembro de 2025, tendo atingido o melhor nível de R\$ 5,27/US\$ em novembro. A maior parte desse movimento concentrou-se no primeiro semestre; posteriormente, o câmbio entrou em fase de acomodação, com episódios pontuais adicionais de fortalecimento associados a janelas de enfraquecimento do dólar e melhora do apetite global por risco.

No 1S25, o Real acumulou apreciação de cerca de 12%, em um movimento amplamente compartilhado entre moedas emergentes – o peso mexicano subiu 12% e o peso colombiano 10% no mesmo período, enquanto índices amplos de moedas emergentes registraram valorização próxima a 8% – o que indica um pano de fundo essencialmente global. O principal fator foi o enfraquecimento do dólar ao longo do ano, também mais concentrado no primeiro semestre. Inicialmente, o movimento foi explicado pela reprecificação do ciclo de política monetária nos EUA e ruídos de política econômica nos EUA, incluindo incertezas associadas a tarifas e à trajetória fiscal, que contribuíram para elevar o prêmio de risco do dólar. Mais recentemente, o início do afrouxamento monetário pelo Fed reforçou a busca por *carry*, sustentando a apreciação das moedas emergentes. Um componente relevante do enfraquecimento do dólar foi o aumento da demanda por hedge cambial por parte de investidores estrangeiros com exposição a ativos americanos, elevando estruturalmente a oferta de dólares. Do lado doméstico, o Real foi sustentado pelo elevado diferencial de juros, com a Selic em patamar historicamente alto, o que manteve o carregamento atrativo e contribuiu para dar suporte à apreciação cambial. Nos próximos trimestres, a volatilidade da taxa de câmbio tende a ser elevada em função da aproximação das eleições presidenciais de outubro de 2026, um comportamento típico de ciclos eleitorais.

Desde 2000, a volatilidade cambial média nos anos eleitorais foi de cerca de 16%, acima da observada nos anos não eleitorais (excluindo episódios de crise<sup>3</sup>) em torno de 13%. Caso a volatilidade em 2026 se alinhe à média histórica dos anos eleitorais e tomando como referência um câmbio de R\$ 5,40/US\$, uma faixa indicativa de 1 desvio-padrão ao longo do ano seria aproximadamente R\$ 4,60/US\$ a R\$ 6,40/US\$<sup>4</sup>.

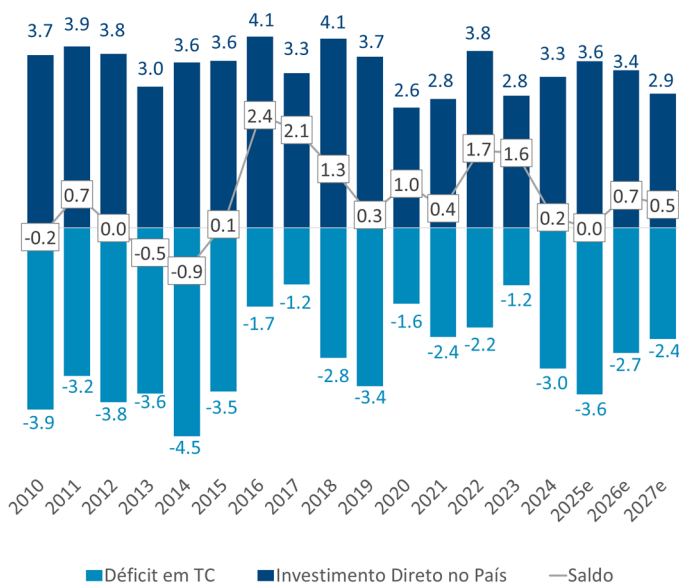
<sup>1</sup> Uma parcela desse movimento está associada à formalização das bets. A regulamentação e a criação de subsidiárias locais aumentaram o lucro declarado no Brasil e, por consequência, as remessas a matrizes no exterior, ainda que os dados do Banco Central não permitam quantificar precisamente essa contribuição.

<sup>2</sup> A Lei nº 15.270/2025 estabelece IRRF de 10% sobre lucros e dividendos remetidos ao exterior a partir de janeiro de 2026 e define regra de transição para resultados apurados até 2025. Na prática, porém, o mercado tem enfatizado o potencial conflito entre a janela tributária de transição e a lei das S.A.. Essa lei prevê, como regra, que dividendos declarados sejam pagos em até 60 dias e, em qualquer hipótese, dentro do mesmo exercício social, o que eleva a incerteza operacional e cria incentivos para antecipação de deliberações e, potencialmente, de remessas ainda em 2025.

<sup>3</sup> 2008/2009, 2015/2016 e 2020

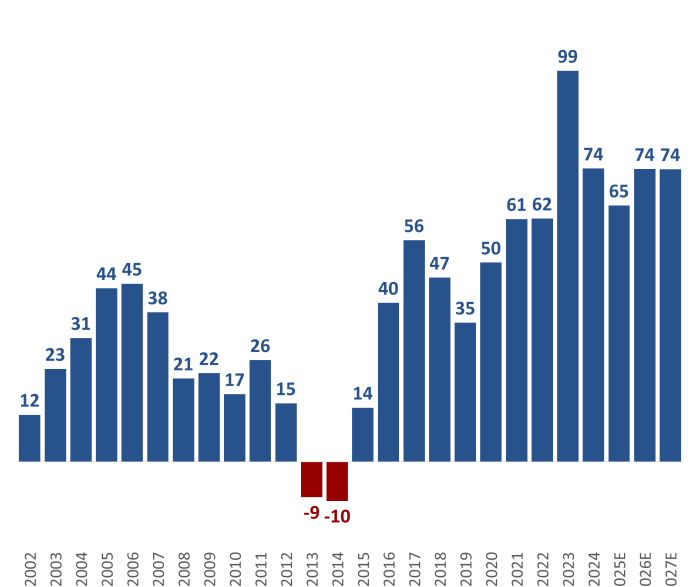
<sup>4</sup> A volatilidade cambial é medida como o desvio-padrão anualizado das variações logarítmicas diários da taxa de câmbio. A faixa de oscilação apresentada corresponde a  $\pm 1$  desvio-padrão em torno do nível inicial do câmbio, o que, sob a hipótese usual de variações aproximadamente normais, abrange cerca de 68% das variações esperadas ao longo de um ano. Trata-se, portanto, de uma faixa estatística indicativa de dispersão típica, e não de um intervalo máximo-mínimo ou de uma projeção pontual para a taxa de câmbio.

**Gráfico 8: Déficit em TC e IDP (% do PIB)**



Fonte: Banco Central e BTG Pactual

**Gráfico 9: Balança comercial (US\$bilhões)**



Fonte: MDIC e BTG Pactual

## Política Fiscal - Receitas ligadas ao mercado de trabalho e IOF garantem meta de 2025

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

**Os dados divulgados no último mês seguem apontando para o cumprimento da meta em 2025.** Mantemos nossa projeção para o déficit do setor público consolidado e do governo central deste ano em R\$66,2 bilhões e R\$67,5 bilhões (ambos 0,5% do PIB), respectivamente.

O ano foi marcado por poucas surpresas em relação ao cenário traçado no início de 2025. Começamos o ano com um déficit projetado de R\$98,7 bilhões para o setor público e R\$101,2 bilhões para o governo central, avaliando que o cumprimento da meta era possível, mas não era o cenário mais provável. Contudo, já em fevereiro o cumprimento da meta passou a ser o nosso cenário base.

**Essa mudança pode ser inteiramente atribuída ao desempenho mais robusto da arrecadação federal.** A receita líquida deve encerrar 2025 R\$36 bilhões acima da nossa expectativa original. Essa surpresa positiva decorre de um mercado de trabalho mais aquecido do que o inicialmente estimado, o que gerou forte alta nas receitas com contribuição previdenciária e imposto de renda, além da majoração do IOF. O imposto de renda sobre rendimentos de capital também surpreendeu positivamente, possivelmente refletindo, entre outros fatores, o bom desempenho da tributação de fundos fechados e de investimentos no exterior (offshore).

O governo também contou com receitas extraordinárias não previstas inicialmente, como a descotização de fundos garantidores e dividendos adicionais do BNDES. Todos esses fatores mais do que compensaram a frustração com a arrecadação de tributos vinculados ao consumo, ao lucro das empresas e aos royalties de petróleo.

**Do lado da despesa, o desvio em relação à nossa projeção do início do ano deve ficar em apenas R\$3 bilhões.** O destaque foi o ritmo mais contido na concessão de benefícios sociais, em parte como resultado das políticas de pente-fino aprovadas em dezembro e, em parte, pelo forte crescimento da fila de requerimentos. Os gastos com benefícios previdenciários devem terminar o ano em linha com o esperado. Já a despesa com o Bolsa Família deve encerrar o ano R\$7 bilhões abaixo da projeção original, refletindo um corte mais agressivo no número de beneficiários. Em sentido oposto, a contenção nas concessões do BPC começou apenas no segundo semestre, e o gasto com esse benefício deve terminar R\$4 bilhões acima da nossa estimativa original.

**Por fim, iniciamos o ano projetando que a dívida bruta atingiria 80,7% do PIB, patamar que atualmente estimamos em 78,9%.** Além do resultado primário mais benigno, o câmbio mais apreciado foi um fator importante para essa surpresa. O movimento ajudou a reduzir o valor em reais da dívida externa, mas também deve gerar um lucro de aproximadamente R\$115 bilhões com operações de swap cambial. Esse lucro representa uma transferência de recursos em poder do público para o Banco Central, o que reduz a base monetária e requer a redução de compromissadas para neutralizar seu impacto. Outro fator com efeito relevante na projeção foi a revisão dos dados do PIB nominal, que reduziu a métrica de endividamento em 0,3 ponto percentual do PIB.

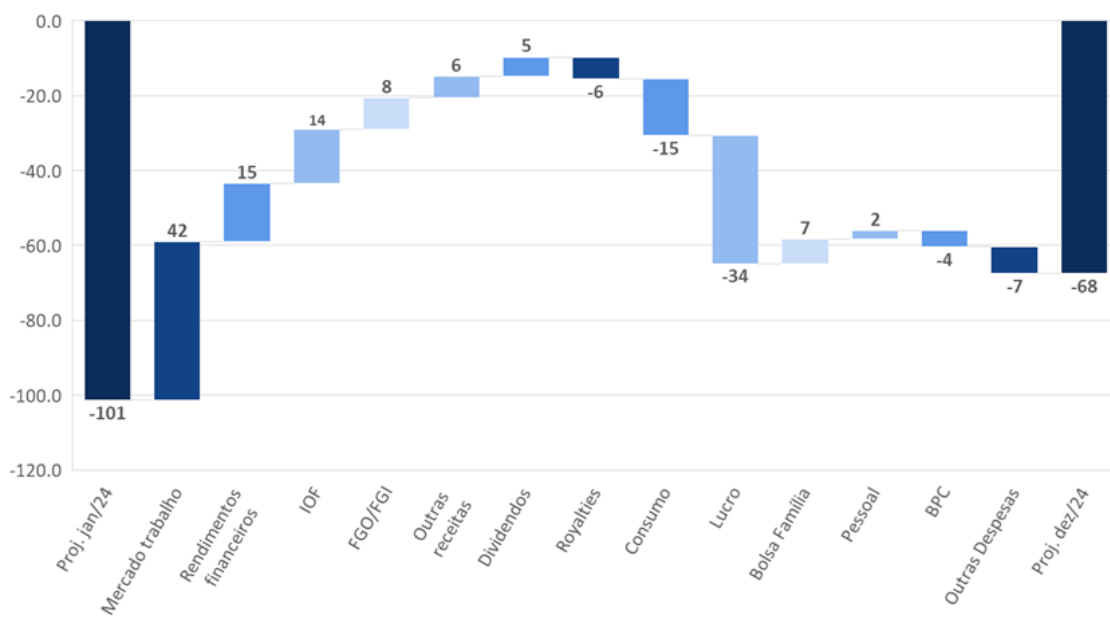
**Para 2026, mantemos nossa projeção de déficit em R\$58,3 bilhões para o setor público e R\$57,5 bilhões para o governo central (ambos 0,4% do PIB).** O resultado também é compatível com o cumprimento da banda inferior da meta de primário. As receitas extraordinárias, como dividendos de estatais, leilões de petróleo e acordos de transação tributária, devem ter papel relevante nesse resultado, assim como o empoçamento de R\$20 bilhões. O aumento de receitas recorrentes, por meio da elevação de alíquotas e da redução de benefícios tributários, também contribuirá para compensar os efeitos da desaceleração do PIB e da inflação. Isso inclui a elevação do IOF, a reversão gradual da desoneração da folha, o fim do PERSE e o novo tributo sobre multinacionais.

**As despesas federais devem voltar a acelerar.** Se contabilizarmos os precatórios pagos ao final de 2023, no primeiro trimestre de 2024, quando os recursos de fato chegaram ao bolso das empresas e das famílias, a despesa primária federal deve acelerar de uma contração real de 1,1% neste ano para um crescimento de 4,8% em 2026. Assim, em média, o gasto federal deve crescer 4,8% ao ano neste ciclo presidencial. Mesmo se contabilizarmos os precatórios por competência, metodologia em que R\$16 bilhões pagos em 2023 são realocados para 2022, o crescimento real médio no período deve ser de 4,6% ao ano.

Ademais, calculamos R\$80 bilhões (0,6% do PIB) em novas medidas de transferência de renda e crédito. Desse total, R\$33 bilhões têm impacto primário (a isenção do IRPF e o programa Gás do Povo), enquanto os R\$48 bilhões restantes não afetam diretamente o resultado primário, por se tratarem de iniciativas como a Faixa 4 do Minha Casa Minha Vida, crédito para reformas, subsídio na conta de luz, novo modelo de crédito imobiliário e crédito consignado privado.

**Ainda que formalmente respeitadas, as metas atuais são inconsistentes com a estabilização da dívida pública.** Diante de um ajuste fiscal excessivamente gradual e de custos de financiamento ainda elevados, projetamos déficit nominal de 8,5% do PIB em 2025 e de 8,1% em 2026, com aumento acumulado de 10,3 pontos percentuais na dívida bruta ao longo deste mandato presidencial, atingindo 81,9% ao final de 2026.

**Gráfico 10: Evolução da projeção para o resultado primário do governo central (R\$ bilhões)**



Fonte: BTG Pactual

**Tabela 2: Novos Programas Governamentais**

Programa	$\Delta$ 25-26 (R\$ bi)	$\Delta$ 25-26 % PIB
Consignado	24.0	0.2%
Isenção IRPF	31.0	0.2%
Gás do Povo	1.6	0.0%
Luz do Povo	4.3	0.0%
Reforma Casa Brasil	13.9	0.1%
MCMV - Faixa 4	7.7	0.1%
Novo Modelo de Crédito Imobiliário	22.3	0.2%
Saque Aniversário	-24.5	-0.2%
<b>Total</b>	<b>80.3</b>	<b>0.6%</b>

Fonte: BTG Pactual

## Política Monetária - Retrospectiva 2025 e leitura prospectiva

Iana Ferrão • [iana.ferrao@btgpactual.com](mailto:iana.ferrao@btgpactual.com) • +55 11 3383 3453

O ciclo mais recente de aperto monetário começou a se delinear no segundo semestre de 2024, após a interrupção do ciclo de cortes e a avaliação de que a convergência da inflação à meta exigiria uma postura mais restritiva. Em setembro de 2024, o Copom reabriu o ciclo de alta ao elevar a Selic em 25 pontos-base (p.b.), para 10,75% a.a.

O ponto de inflexão na estratégia e na comunicação veio no fim de 2024. Na última reunião do ano (dez/24), diante da deterioração adicional do cenário inflacionário, da intensificação da desancoragem das expectativas, da depreciação cambial e da reprecificação de ativos em um ambiente de maior incerteza, o Copom optou por um choque de credibilidade: aumentou a Selic em 100 p.b. e pré-sinalizou, condicionalmente à evolução do cenário, mais dois ajustes de mesma magnitude, totalizando 300 p.b. de aperto.

Ao longo de 2025, o Copom entregou esse ajuste, desacelerando o pace à medida que a taxa alcançava patamar claramente contracionista, até a Selic atingir 15,0% a.a. em junho. No total, desde o início do ciclo em setembro de 2024, o aperto acumulado foi de 450 p.b.

Com o ciclo de alta encerrado, o Comitê passou a avaliar se a manutenção da taxa em nível restritivo por um “período bastante prolongado” seria suficiente para reancorar as expectativas e assegurar a convergência da inflação à meta. Ao longo do segundo semestre, a comunicação preservou um tom hawkish, mas passou a incorporar, de forma gradual e factual, sinais de que a transmissão do aperto avançava conforme o esperado, ainda que com defasagens e heterogeneidade entre mercados. Nesse contexto, na reunião de novembro, o Copom comunicou formalmente que o nível de 15% por período prolongado era suficiente para assegurar a convergência da inflação à meta.

Vale registrar que, ao longo desse processo, o Comitê tem conduzido a política monetária com elevada consistência técnica e disciplina de comunicação, preservando credibilidade mesmo em um ambiente de alta incerteza.

A marca da comunicação em 2025 foi a combinação de conservadorismo e transparência, com ênfase na dependência de dados e na explicitação da função de reação, em detrimento de forward guidance explícito. Coerentemente, o Copom buscou reduzir leituras mecânicas da sua linguagem: esclareceu que o “período bastante prolongado” se refere ao intervalo total em que a política permanece contracionista e, no comunicado de dezembro, ao acrescentar “como usual” à ressalva de que “não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso julgue apropriado”, reforçou que essa possibilidade é parte intrínseca do regime de metas e não sinalização específica sobre a próxima reunião.

Na reunião de dezembro, o Copom manteve a Selic em 15% e fez apenas ajustes marginais no comunicado, evitando qualquer sinalização sobre janeiro, em linha com o que esperávamos. Diante de um calendário ainda carregado de dados até a reunião seguinte, o Comitê preservou flexibilidade e evitou compromissos antecipados, coerente com a mensagem reiterada pelo presidente do Banco Central, Gabriel Galípolo, de decisão estritamente data-dependent.

A estratégia é consistente com o cenário atual: incerteza elevada, expectativas ainda desancoradas e desaceleração lenta e gradual da economia, com segmentos do mercado de trabalho mais resilientes do que o usual para este estágio do ciclo. Nesse contexto, faz mais sentido manter a comunicação ancorada na função de reação e decidir à luz do conjunto de evidências disponível a cada reunião.

Nosso cenário-base segue compatível com o início do ciclo de flexibilização em janeiro de 2026, com um corte inicial de 25 p.b. Três vetores sustentam essa leitura: (i) a atividade vem desacelerando, com perda de tração mais clara nos segmentos cíclicos e sensíveis às condições financeiras, sugerindo transmissão mais nítida do aperto acumulado; (ii) o mercado de trabalho começa a mostrar sinais de inflexão, com queda da população ocupada na PNAD (ago-out) e moderação gradual do emprego formal no Caged. A redução da força de trabalho tem limitado a alta da taxa de desemprego, mascarando parcialmente o enfraquecimento subjacente, enquanto salários seguem pressionados pela defasagem típica entre emprego e desaceleração salarial; e (iii) a dinâmica de núcleos tornou-se mais benigna, com desinflação gradual das medidas subjacentes e melhora do balanço de curto prazo.

Nesse contexto, entendemos que as condições para iniciar a flexibilização estarão dadas em janeiro de 2026. Um corte inicial de 25 p.b. deve ser interpretado como calibração, não como mudança de regime. A Selic real ex-ante permanece bem acima das estimativas usuais de juro neutro e, com a desaceleração esperada da inflação, a restrição monetária tende a se intensificar mesmo com Selic nominal constante. Um ajuste pequeno reduz o risco de reação tardia à desaceleração já contratada, preservando a coerência com a manutenção de condições monetárias contracionistas.

Os riscos a esse cenário são claros. O primeiro é uma depreciação cambial relevante que recontamine as expectativas e projeções. O segundo é que a desaceleração da atividade no 4T25 não se materialize como esperamos e o mercado de trabalho não confirme a continuidade da perda de dinamismo. Em um ambiente de expectativas ainda desancoradas, esses riscos reforçam uma estratégia necessariamente gradualista e dependente do conjunto de evidências até janeiro.

Mantemos, portanto, a expectativa de um ciclo gradual de afrouxamento ao longo de 2026, com aceleração do ritmo apenas quando os dados confirmarem, de forma mais abrangente, a desaceleração do mercado de trabalho e a desinflação dos serviços. Nesse cenário, projetamos a Selic convergindo para 12% no fim de 2026.

Tabela 3: Projeções do BTG Pactual para indicadores econômicos (Brasil e cenário internacional)

	Brasil									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027F
<b>Indicadores Econômicos</b>										
<b>Atividade Econômica</b>										
PIB Real (% a/a)	1.78	1.22	-3.28	4.76	3.02	3.24	3.40	2.20	1.70	1.50
PIB Nominal (US\$ bi)	1,914	1,871	1,475	1,669	1,951	2,193	2,185	2,272	2,560	2,797
PIB Nominal (R\$ bi)	7,004	7,389	7,610	9,012	10,080	10,943	11,779	12,703	13,569	14,543
Agricultura (% a/a)	1.31	0.42	4.17	0.28	-1.74	16.30	-3.20	10.40	-1.50	0.00
Indústria (% a/a)	0.72	-0.67	-2.97	4.78	1.62	1.68	3.10	1.50	0.90	1.90
Serviços (% a/a)	2.09	1.51	-3.74	5.22	4.16	2.78	3.80	1.60	2.20	1.60
Consumo Privado (% a/a)	2.37	2.60	-4.56	3.69	4.28	3.24	5.10	1.50	2.60	1.40
Consumo Governo (% a/a)	0.79	-0.49	-3.69	3.46	1.53	3.77	2.00	2.00	2.00	1.90
Investimentos (% a/a)	5.23	4.03	-1.75	16.49	0.89	-2.98	6.80	3.50	-0.90	-0.60
Exportações (% a/a)	4.05	-2.56	-2.29	5.87	5.54	8.92	2.80	4.60	1.50	1.40
Importações (% a/a)	7.74	1.33	-9.48	12.03	0.81	-1.18	15.50	5.60	2.40	1.70
<b>Mercado de Trabalho</b>										
Taxa de desemprego (% fim de período)	11.70	11.10	14.20	11.10	7.90	7.40	6.20	5.90	6.50	7.00
Taxa de desemprego (% média)	12.38	11.98	13.78	13.49	9.51	8.00	6.90	6.10	6.40	6.70
<b>Inflação &amp; Taxa de Juros</b>										
IPCA (% a/a, fim de período)	3.75	4.31	4.52	10.06	5.79	4.62	4.83	4.30	4.10	3.80
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	6.22	5.53	2.63	16.90	-3.83	9.12	4.66	5.30	3.40	3.70
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	2.91	3.88	5.18	7.69	9.39	3.14	4.89	4.00	4.30	3.90
IGP-M (% a/a, fim de período)	7.50	7.30	23.14	17.78	5.45	-3.18	6.54	-0.80	3.70	4.00
Taxa Selic (% fim de período)	6.50	4.50	2.00	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	12.00	10.50
Taxa Selic (% média)	6.58	6.03	2.88	4.59	12.63	13.25	10.92	14.56	13.44	11.54
<b>Balanco de Pagamentos &amp; Taxa de Câmbio</b>										
Balança Comercial* (US\$ bi) - BP	44.35	29.57	35.66	42.31	51.52	92.28	65.84	58.00	66.00	73.00
Exportações (US\$ bi) - BP	239.5	225.8	210.7	284.0	340.2	343.8	339.9	350.0	358.0	364.0
Importações (US\$ bi) - BP	195.2	196.2	175.0	241.7	288.7	251.5	274.0	292.0	292.0	291.0
Conta Corrente (US\$ bi)	-53.82	-63.96	-24.22	-39.40	-41.96	-27.07	-66.17	-82.10	-68.50	-68.50
Conta Corrente (% PIB)	-2.81	-3.42	-1.64	-2.39	-2.19	-1.25	-3.01	-3.62	-2.73	-2.37
Investimento Direto no País (US\$ bi)	78.18	69.17	38.27	46.44	75.50	62.75	74.09	82.00	85.00	85.00
Investimento Direto no País (% PIB)	4.08	3.69	2.59	2.82	3.93	2.89	3.37	3.61	3.39	2.94
Reservas Internacionais (US\$ bi)	374.7	356.9	355.6	362.2	324.7	355.0	356.0	359.0	350.0	350.0
Balança Comercial* (US\$ bi) - MDIC	46.57	35.20	50.40	61.40	61.50	98.90	74.60	65.00	74.00	74.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3.87	4.03	5.20	5.57	5.29	4.85	6.18	5.40	5.20	5.10
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	3.66	3.95	5.16	5.40	5.17	4.99	5.39	5.59	5.30	5.20
<b>Contas Fiscais</b>										
Resultado Primário (R\$ bi)	-108.26	-61.87	-702.95	64.73	125.99	-249.12	-45.11	-66.20	-58.30	-45.99
Governo Central (R\$ bi)	-116.17	-88.90	-745.27	-35.87	54.95	-264.53	-42.92	-67.51	-57.49	-60.39
Governo Central (R\$ bi) - meta	-116.17	-88.90	-745.27	-35.87	54.95	-264.53	-11.52	-22.51	-2.39	-16.39
Governos Subnacionais (R\$ bi)	3.49	15.20	38.75	97.69	64.92	17.68	5.88	8.97	6.72	14.40
Empresas Estatais (R\$ bi)	4.42	11.83	3.57	2.91	6.12	-2.27	-8.07	-7.66	-7.53	0.00
Resultado Primário (% PIB)	-1.55	-0.84	-9.24	0.72	1.25	-2.28	-0.38	-0.52	-0.43	-0.32
Resultado Nominal (% PIB)	-6.96	-5.81	-13.34	-4.26	-4.57	-8.84	-8.47	-8.50	-8.06	-7.63
Dívida Líquida (% PIB)	52.77	54.70	61.37	55.11	56.13	60.43	61.30	66.23	70.07	73.01
Dívida Bruta (% PIB)	75.27	74.44	86.94	77.31	71.68	73.83	76.27	78.91	81.94	83.95
<b>Cenário Internacional</b>										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Estados Unidos</b>										
PIB (% 4T/4T)	2.12	3.35	-0.92	5.76	1.32	3.39	2.40	2.2	2.1	2.0
PIB (% acum. no ano)	2.97	2.58	-2.08	6.15	2.52	2.93	2.79	2.1	2.4	2.1
Taxa de Desemprego (%)	3.91	3.55	6.70	3.94	3.49	3.77	4.09	4.5	4.4	4.4
PCE Headline (% a/a)	1.86	1.56	1.33	6.14	5.52	2.77	2.73	2.8	2.3	2.2
PCE Núcleo (% a/a)	2.04	1.54	1.51	5.21	4.97	3.11	2.99	2.9	2.4	2.2
CPI Headline (% a/a)	1.91	2.29	1.36	7.04	6.45	3.35	2.89	3.0	2.6	2.4
CPI Núcleo (% a/a)	2.18	2.26	1.62	5.45	5.71	3.93	3.24	3.0	2.7	2.4
Fed Funds Rate (% midpoint)	2.38	1.63	0.13	0.13	4.38	5.38	4.38	3.6	3.1	3.1
<b>Zona do Euro</b>										
PIB (% y/y)	1.80	1.60	-6.00	6.30	3.50	0.40	0.90	1.4	1.1	1.4
CPI Headline (% y/y)	1.76	1.19	0.25	2.60	8.36	5.47	2.37	2.1	1.8	2.0
CPI Núcleo (% y/y)	1.01	1.05	0.69	1.45	3.94	4.96	2.86	2.4	2.1	2.0
ECB Deposit Rate (%)	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	2.00	4.00	3.00	2.2	2.2	2.2

<b>China</b>										
PIB (% y/y)**	6.70	6.00	2.20	8.40	3.00	5.20	5.00	4.9	4.5	4.2
CPI Headline** (% y/y)	2.13	2.90	2.51	0.92	1.96	0.24	0.24	0.0	0.7	1.0
<b>Taxas de juros e moedas**</b>										
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	2.69	1.92	0.92	1.51	3.88	3.88	4.57	4.1	4.1	4.0
USD/EUR - final de período	1.15	1.12	1.22	1.14	1.07	1.10	1.04	1.2	1.2	1.2
CNY/USD - final de período	6.88	6.96	6.53	6.36	6.90	7.10	7.30	7.1	7.0	7.0
Índice DXY	96.17	96.39	89.94	95.67	103.52	101.33	108.49	97.7	95.9	96.0

\*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](mailto:mansueto.almeida@btgpactual.com)

**Iana Ferrão**

+55 11 3383 3453

[iana.ferrao@btgpactual.com](mailto:iana.ferrao@btgpactual.com)

**Samuel Pessôa**

+55 11 30898209

[samuel.pessoa@btgpactual.com](mailto:samuel.pessoa@btgpactual.com)

**Bruno Balassiano**

+55 21 3262 9637

[bruno.balassiano@btgpactual.com](mailto:bruno.balassiano@btgpactual.com)

**Bruno Martins**

+55 21 3262 4414

[bruno-s.martins@btgpactual.com](mailto:bruno-s.martins@btgpactual.com)

**Luiza Paparounis**

+55 11 33833245

[luiza.paparounis@btgpactual.com](mailto:luiza.paparounis@btgpactual.com)

**Fabio Serrano**

+55 11 3383 6400

[fabio.serrano@btgpactual.com](mailto:fabio.serrano@btgpactual.com)

**Pedro Oliveira**

+55 11 3383 9167

[Pedro-H.Oliveira@btgpactual.com](mailto:Pedro-H.Oliveira@btgpactual.com)

**Francisco Lopes**

+55 11 3383 6989

[francisco.lopes@btgpactual.com](mailto:francisco.lopes@btgpactual.com)

**Junia Gama**

(11) 3383 6400

[junia.gama@btgpactual.com](mailto:junia.gama@btgpactual.com)

**Andres Borenstein**

+54 11 3754 0908

[andres.borenstein@btgpactual.com](mailto:andres.borenstein@btgpactual.com)

**Sofia Ordonez**

+54 11 3754 0913

[sofia.ordonez@btgpactual.com](mailto:sofia.ordonez@btgpactual.com)

**Pablo Cruz**

+562 2587 5903

[pablo.cruz@btgpactual.com](mailto:pablo.cruz@btgpactual.com)

**Martin Gutierrez**

+562 2587 5442

[martin.gutierrez@btgpactual.com](mailto:martin.gutierrez@btgpactual.com)

**Munir Jalil**

+57 (601) 9276529

[munir.jalil@btgpactual.com](mailto:munir.jalil@btgpactual.com)

**Laura Florez**

+57 (601) 3078090

[laura.florez@btgpactual.com](mailto:laura.florez@btgpactual.com)

**Mariana Villabona**

+57 (1) 3078090

[mariana.villabona@btgpactual.com](mailto:mariana.villabona@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 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 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.