

Pesquisa Macroeconômica

Brasil – Visão Macro

Janeiro de 2026

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

Janeiro de 2026

Resumo - Perspectivas e desafios para 2026

Desde nosso último relatório, os dados de atividade econômica vieram em linha com nossas projeções, mantendo nossa expectativa de queda de 0,1% t/t (a.s.) do PIB no 4T25 (+1,4% a/a), com o PIB crescendo 2,2% em 2025. O consumo das famílias segue contido no curto prazo, a despeito do forte crescimento da renda, reflexo das condições financeiras muito restritivas e do elevado nível de endividamento. Com o impulso fiscal esperado para 2026, a renda tende a se manter resiliente, podendo gerar desequilíbrios setoriais ainda maiores caso o custo de capital continue pressionado por mais tempo. Nesse sentido, mantemos nossa projeção de crescimento do PIB de 1,7% em 2026, mas vemos riscos crescentes do desempenho ser pior devido ao crescimento acelerado da alavancagem das famílias.

Nossas estimativas para a inflação do IPCA em 2026 e 2027 permanecem em 4,1% e 3,8%, respectivamente. Embora nossa projeção para 2026 tenha permanecido inalterada, a composição piorou. A estimativa para serviços foi elevada, puxada pelos números desfavoráveis de dezembro e por uma atualização das nossas premissas para educação. Isso foi em grande parte compensado por projeções mais baixas para a inflação de alimentos. Vemos riscos altistas crescentes para o cenário de serviços em 2026, em função da resiliência da dinâmica do mercado de trabalho.

Ajuste gradual das contas externas à frente, com alta do superávit comercial para US\$ 74 bilhões em 2026, sustentada pela desaceleração das importações, maior produção de commodities e ampliação de mercados. Após forte deterioração do déficit em transações correntes desde 2024, observam-se sinais iniciais de acomodação; projetamos recuo do déficit para 2,7% do PIB em 2026 (vs 3,6% em 2025). Os fluxos financeiros seguem modestos e as saídas de capitais brasileiros aumentaram, enquanto o câmbio permanece ancorado por fatores externos mais favoráveis, levando à manutenção da nossa projeção de R\$ 5,20/US\$ no fim de 2026.

O governo central deve ter registrado um déficit primário de R\$60 bilhões (0,5% do PIB) em 2025, resultado compatível com o cumprimento. Para 2026, estimamos déficit de R\$57,5 bilhões (0,4% do PIB). Apesar da elevada dependência de receitas extraordinárias e do empoçamento de despesas, o governo deve alcançar novamente a banda inferior da meta. Por outro lado, o impulso fiscal será maior em 2026, com aceleração das despesas primárias e novas medidas para fiscais. Com resultados primários ainda distantes do necessário para estabilizar a dívida, sua trajetória segue ascendente: projetamos dívida bruta em 79,1% do PIB ao fim de 2025 e 82,1% em 2026.

Janeiro segue como opção adequada para o início do ciclo de cortes. A política monetária permanece claramente contracionista, com desaceleração da atividade e funcionamento dos canais de transmissão. A resiliência dos salários e da inflação de serviços é compatível com a sequência usual de defasagens do mecanismo de transmissão da política monetária. Apesar da reprecificação recente do mercado, entendemos que janeiro permanece adequado para o início da calibragem, dado o caráter prospectivo da política monetária, a ausência de pressões adicionais relevantes de demanda e o fato de que um corte inicial de 25 pb manteria condições monetárias ainda bastante restritivas.

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

	2026					2027				
	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	1.70	4.10	12.00	5.20	-57.5	1.50	3.80	10.50	5.10	-60.4
Atual	1.70	4.10	12.00	5.20	-57.5	1.50	3.80	10.50	5.10	-70.3

Fonte: BTG Pactual

Sumário Executivo

Os dados divulgados ao final de 2025 e início de 2026 trouxeram sinais mistos para a economia brasileira. Por um lado, a inflação de serviços apresentou deterioração marginal nos últimos meses do ano, e o mercado de trabalho seguiu mostrando resiliência, com números mais fortes em novembro. Por outro, a leitura mais ampla dos dados de atividade, crédito e condições financeiras confirma que a política monetária segue operando em território claramente contracionista, com efeitos relevantes e cumulativos sobre a demanda doméstica. Nesse contexto, avaliamos que há espaço para que o Banco Central do Brasil inicie um ciclo gradual de flexibilização monetária já na reunião de janeiro de 2026, sem comprometer o processo de convergência da inflação à meta.

A atividade econômica vem desacelerando de forma consistente desde meados de 2025. O PIB do terceiro trimestre cresceu apenas 0,1% t/t, e os indicadores de alta frequência sugerem retração marginal no quarto trimestre. Apesar do crescimento robusto da renda real, o consumo das famílias apresenta moderação, decorrente do nível historicamente elevado de comprometimento da renda com o serviço da dívida, reflexo direto do aperto monetário prolongado.

No mercado de trabalho, os dados de novembro surpreenderam para cima, com forte geração de empregos e aceleração pontual dos salários reais. No entanto, a decomposição das informações sugere que parte relevante desse resultado foi influenciada por fatores específicos e temporários, em especial contratações no setor público associadas a eventos pontuais. A dinâmica subjacente permanece consistente com um processo gradual de acomodação do mercado de trabalho ao longo de 2026, em linha com a desaceleração da atividade observada desde o segundo semestre de 2025. As defasagens típicas da transmissão da política monetária indicam que a moderação do emprego e dos salários tende a se materializar com atraso em relação à desaceleração da atividade e do crédito.

Do lado inflacionário, reconhecemos que os dados mais recentes trouxeram sinais menos favoráveis, especialmente na inflação de serviços. Os núcleos de serviços, inclusive os intensivos em trabalho, aceleraram na margem, refletindo tanto a resiliência do mercado de trabalho quanto a dissipação de fatores benignos de repasse observados ao longo de 2025. Ainda assim, a leitura prospectiva segue mais construtiva. As projeções indicam inflação ao redor da meta no horizonte relevante, mesmo em cenários conservadores para a trajetória da Selic. Além disso, a taxa de juros real ex-ante permanece em patamar bastante elevado, garantindo condições monetárias claramente restritivas, mesmo após um eventual corte inicial de 25 pontos-base.

No campo fiscal, é importante reconhecer que 2026 contará com um impulso maior do que o observado em 2025, tanto por meio da aceleração das despesas primárias quanto pela implementação de medidas parafiscais e programas de crédito. No entanto, avaliamos que a magnitude desse estímulo será insuficiente para neutralizar o efeito contracionista da política monetária. O resultado primário projetado segue compatível com o cumprimento da meta, e a expansão fiscal, embora relevante, ocorre em um contexto de juros elevados, endividamento crescente e limites impostos pelo arcabouço fiscal. Assim, o balanço entre política fiscal e política monetária permanece apontando para condições financeiras restritivas ao longo de 2026.

No cenário externo, o ambiente permanece relativamente favorável para economias emergentes no início de 2026. Observa-se a continuidade de um movimento de diversificação global de portfólios, com redução da exposição ao dólar e realocação para ativos de países emergentes, o que tem beneficiado moedas como o real. O diferencial de juros doméstico segue elevado, e a expectativa de continuidade do ciclo de cortes pelo Federal Reserve ao longo do ano contribui para um pano de fundo externo mais construtivo, apesar da maior volatilidade esperada com a aproximação das eleições presidenciais no Brasil.

Em síntese, embora os dados marginais recentes de inflação de serviços e mercado de trabalho recomendem cautela, a avaliação prospectiva do ciclo econômico, das condições financeiras e do balanço entre políticas indica que a manutenção da taxa de juros em patamar excessivamente restritivo por mais tempo elevaria o risco de custos desnecessários em termos de atividade, sem ganhos proporcionais do ponto de vista inflacionário. Um corte inicial e gradual já em janeiro de 2026 deve ser entendido como um movimento de calibração, preservando uma postura monetária contracionista, mas reduzindo o risco de prolongamento excessivo do aperto. Essa estratégia é consistente com as defasagens da política monetária, com as projeções de inflação no horizonte relevante e com um ambiente externo que, ao menos no curto prazo, segue oferecendo suporte à economia brasileira.

Mansueto Almeida

Internacional - Custo de vida no centro do debate político americano

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

O ano de 2026 deve marcar uma mudança relevante no foco da política econômica da Casa Branca. Com as eleições de meio de mandato (“*midterms*”) no radar, as preocupações com o custo de vida tendem a dominar o debate político, enquanto o tema das tarifas perde protagonismo. Em segundo plano, a economia americana deve crescer 2,6% em 2026, acima do seu potencial, ao mesmo tempo em que o processo de desinflação avança. Ainda assim, a inflação deve permanecer acima da meta ao longo do ano.

No cenário político, os primeiros dias de 2026 reforçam a mudança de ênfase da administração Trump. O foco deixa de ser a política de comércio exterior e ganha protagonismo a agenda voltada ao custo de vida das famílias americanas. Essa agenda ganha importância em função de ser ano de “*midterms*” e, no qual os democratas são favoritos para reconquistar a maioria da Câmara dos Representantes. Essa inflexão tem se materializado por meio de uma sequência de anúncios concentrados em medidas de crédito e habitação. Trump anunciou a intenção de implementar um teto de 10% para as taxas de juros cobradas por cartões de crédito. No campo da habitação, o governo determinou a compra de US\$200 bilhões em títulos lastreados em hipotecas, sinalizando uma tentativa de reduzir o custo do crédito imobiliário e sustentar o mercado habitacional. Na mesma direção, a Casa Branca anunciou restrições à atuação de investidores institucionais no mercado de residências unifamiliares, buscando mitigar pressões sobre os preços dos imóveis e dos aluguéis. Em paralelo, decisões que afetam setores específicos, como a proibição do pagamento de dividendos e da recompra de ações por empresas de defesa, além do estabelecimento de um teto para a remuneração de executivos, reforçam um viés mais intervencionista na condução da política econômica. Vale ressaltar, no entanto, que a implementação efetiva dessas medidas depende da aprovação do Congresso.

No âmbito macroeconômico, esperamos que a economia americana registre crescimento de 2,6% em 2026. Do ponto de vista da composição do crescimento, o consumo deve permanecer como o principal motor da atividade ao longo do ano. No primeiro semestre, a demanda das famílias deve receber um impulso adicional relevante decorrente do pagamento de elevadas restituições de imposto de renda. A aplicação retroativa de medidas tributárias individuais, como a isenção de imposto sobre gorjetas e hora extra, derivadas da aprovação da *One Big Beautiful Bill*, deve resultar em um aumento estimado de US\$50–60 bilhões em restituições pagas no início do ano, criando um vento favorável importante para o consumo no primeiro semestre.

Paralelamente, o investimento segue sendo sustentado pela expansão da infraestrutura associada à inteligência artificial. Além do impacto direto sobre investimentos em software, equipamentos e P&D, os efeitos indiretos do ciclo de AI continuam se materializando por meio da valorização dos ativos financeiros, que leva a expansão da riqueza das famílias, e do afrouxamento das condições financeiras.

Além desses fatores, outros vetores devem contribuir para sustentar o crescimento ao longo de 2026. A transmissão defasada do ciclo de flexibilização monetária do Fed, somada à redução das incertezas relacionadas à política comercial, ainda que estas não retornem aos níveis pré-2025, deixa de representar um choque incremental negativo e pode se tornar marginalmente positiva para o crescimento, à medida que a incerteza diminui e as empresas retomam projetos paralisados e contratações.

No mercado de trabalho, após um 2025 caracterizado por um ambiente de “no-hire, no-fire”, com criação de vagas próxima ao ritmo de equilíbrio, a expectativa é de melhora gradual da demanda por trabalho ao longo de 2026. Parte da desaceleração observada anteriormente refletiu restrições de oferta, associadas à menor imigração, mas também um enfraquecimento da demanda por mão de obra em meio à elevada incerteza de política econômica. Com a redução dessa incerteza, a tendência é de normalização do mercado de trabalho, com aceleração moderada da criação de empregos.

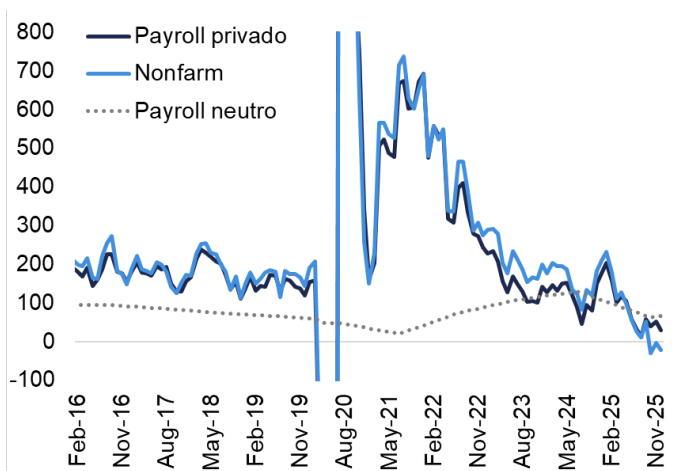
No campo inflacionário, 2026 deve ser marcado por um ambiente ainda desafiador no curto prazo, mas com melhora gradual ao longo do ano. O repasse das tarifas aos preços de bens segue em curso, refletido na normalização de estoques a medida que os distribuidores domésticos renovam os estoques com os novos preços. Ainda assim, os indicadores apontam para um pico inflacionário mais baixo do que o inicialmente temido. A redução da inflação de aluguéis deve continuar atuando como um importante vetor desinflacionário, ajudando a compensar pressões em bens.

Nesse contexto, a última perna da política monetária tende a ser conduzida de forma ainda mais cautelosa. O Fed inicia 2026 operando próximo da taxa neutra, com riscos inflacionários ainda inclinados para cima no começo do ano e atividade econômica robusta. A autoridade monetária deve permanecer em modo de espera no curto prazo, mas a expectativa é de retomada gradual do ciclo de cortes a partir do meio do ano, à medida que o repasse tarifário se mostre temporário. A transição na presidência do Fed em maio adiciona um elemento adicional de incerteza, mas não altera, no cenário-base, a trajetória de flexibilização gradual da política monetária.

Na China, o PIB do 4T25 desacelerou de 4,8% para 4,5% em termos anuais devido à base de comparação bastante elevada de 2024. Na comparação trimestral anualizada, o crescimento acelerou de 4,5% no terceiro trimestre para 4,9% no quarto trimestre, puxado principalmente pelas fortes exportações e melhora do consumo doméstico. Apesar das tarifas impostas pelos EUA e da redução de 20% dos embarques para o mercado americano, o país registrou em 2025 o maior superávit comercial de sua história, em US\$1,2 trilhão, conseguindo redirecionar exportações para mercados asiáticos, europeus e latino-americanos. Como resultado, a demanda externa, com exportações em alta, principalmente de automóveis, foi um dos principais motores do crescimento no 4T25, ao mesmo tempo em que o consumo das famílias ganhou tração, acelerando de 3,3% para 4,1% a/a no trimestre. Esse desempenho contrasta com a fraqueza observada nos dados de vendas no varejo, sugerindo que novos benefícios às famílias, como subsídios para creches, começam a impulsionar principalmente o consumo de serviços.

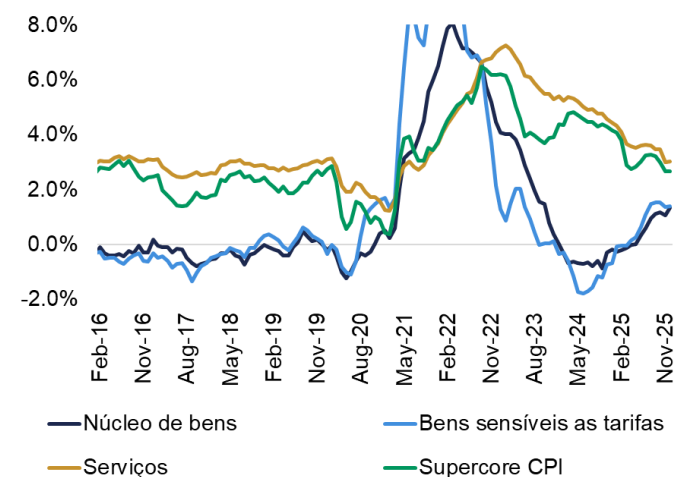
Na Zona do Euro, a atividade econômica tem mostrado melhora marginal, com a demanda doméstica respondendo ao ciclo de cortes de juros. A inflação segue próxima da meta e não apresenta sinais de undershooting, o que mantém o Banco Central Europeu confortável com o nível atual da taxa de juros. Em 2026, o foco deve recair sobre uma possível aceleração da economia alemã, em meio à implementação do pacote fiscal aprovado no último ano.

Gráfico 1: Criação de vagas do payroll e nível neutro (MM3M, variação)



Fonte: BLS e BTG Pactual

Gráfico 2: Componentes CPI EUA



Fonte: BLS e BTG Pactual

Atividade Econômica - A despeito dos ganhos de renda, endividamento elevado pressiona o consumo das famílias

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

Mantemos as projeções de crescimento para 2025 (+2,2%) e 2026 (+1,7%). Desde nosso último relatório, os dados de atividade econômica vieram em linha com nossas projeções: a produção industrial e o volume de serviços praticamente estagnados em novembro; a surpresa positiva com a evolução do crédito em outubro revertida em novembro e antecipação de compra de bens para o Natal em outubro e novembro diante das boas promoções da Black Friday em 2025. Assim, nossa projeção de queda de 0,1% t/t (a.s.) do PIB no 4T25 foi mantida (+1,4% a/a), com o PIB crescendo 2,2% em 2025.

No início do ano, já projetávamos uma desaceleração no consumo das famílias ao longo de 2025 devido às condições financeiras muito restritivas e ao elevado nível de endividamento. Em março de 2025, por exemplo, projetávamos um crescimento de 1,7% para o consumo das famílias, que deverá fechar o ano com alta de apenas 1,5%, a despeito do crescimento da renda¹ superior a 4,0%, em termos reais. Recentemente, o comprometimento de renda das famílias apenas com o pagamento de juros da dívida atingiu novo recorde histórico de 10,5% (a.s.), 1,0 p.p. acima do início do ano e 3,2 p.p. acima da média histórica pré-pandemia (ver gráfico 3). Graças ao crescimento surpreendente da renda, a alavancagem excessiva tem se traduzido apenas em acomodação do consumo, sem grandes efeitos sobre a inadimplência.

Entendemos que o cenário incomum (e insustentável) de consumo pressionado e renda crescente está ligado aos fatores que sustentaram a atividade econômica em 2025: maiores contratações de pessoal no setor público e dinâmica favorável de setores exógenos, como agropecuária, indústria extrativa e segmentos que ainda se beneficiam do processo de digitalização da economia, como transporte e tecnologia da informação. Os dados do mercado de trabalho até novembro ilustram bem esse aspecto.

Setor público puxa aceleração de empregos em novembro. Segundo a Pnad-C, foram geradas 464 mil ocupações em novembro, muito acima do esperado por nós (+200 mil), com forte impulso vindo do setor público, que gerou 195 mil ocupações no mês (42% do total). No acumulado do ano, o setor público, com 12,3% de participação no mercado de trabalho no final de 2024, foi responsável por 40,3% da geração de ocupações em 2025. Entre os setores econômicos, a geração total de ocupações até novembro (+1.157 mil a.s.) foi explicada por administração pública, saúde & educação (89,0% do total), informação, comunicação & atividades financeiras e imobiliárias (24,6%), transporte, armazenagem & correio (12,4%) e comércio (12,0%). Por outro lado, serviços domésticos (-23,4%), alojamento & alimentação (-17,1%) e construção (-7,4%) contribuíram negativamente com a geração de ocupações em 2025.

Com relação aos salários, que cresceram 0,7% m/m (a.s.) em novembro em termos reais, a maior leitura desde agosto de 2024, destacamos a aceleração no setor público com carteira assinada (+3,8% m/m a.s.) e entre os profissionais autônomos (+2,7% m/m a.s.). Assim, após três meses crescendo em média apenas 0,15% ao mês, a massa salarial real voltou a acelerar e cresceu 1,2% m/m (a.s.) em novembro.

Números mais fortes que o esperado no mercado de trabalho em novembro, com queda da taxa de desemprego (de 5,6% a.s. para 5,5% a.s.) e manutenção da taxa de participação em nível muito baixo (62,0% a.s.) nos levaram a revisar a projeção para a taxa de desemprego de 5,9% (a.s.) para 5,5% (a.s.) no final de 2025 e de 6,5% (a.s.) para 6,0% (a.s.) no final de 2026.

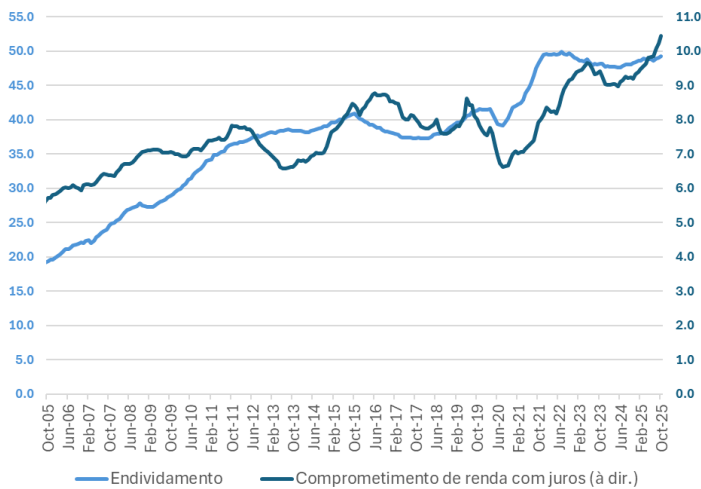
Com os diversos programas de estímulo já anunciados pelo governo, a renda (líquida de impostos) tende a se manter resiliente no curto prazo, podendo gerar desequilíbrios setoriais ainda maiores, caso o custo de capital continue pressionado por mais tempo. Ou seja, enquanto setores mais intensivos em capital reduzem investimentos devido à alta alavancagem, os mais intensivos em trabalho continuam resilientes pela demanda aquecida. Nesse sentido, mantemos nossa projeção de crescimento do PIB de 1,7% em 2026 e 1,5% em 2027, mas vemos riscos baixistas crescentes devido a alavancagem excessiva do setor público e privado.

Alto comprometimento de renda com serviço da dívida explica descompasso entre renda e consumo.

Após números fortes e surpreendentes em outubro, o volume de crédito desacelerou em novembro, em linha com nossa expectativa. A revisão baixista para a inadimplência de outubro e a queda marginal de novembro mostraram uma melhora nos atrasos no 2S25, refletindo os ganhos de renda e o esforço das famílias para pagar dívidas. Entretanto, a combinação de elevação nas taxas de juros, revisão baixista na inadimplência e acomodação nas concessões de crédito levaram a uma piora significativa em nossa métrica de impulso de crédito para as famílias, que atingiu -R\$27,5 bilhões em novembro de 2025 em relação a novembro de 2024, o menor nível desde junho de 2023 (ver gráfico 4). Há uma incerteza em relação a dinâmica da inadimplência após a mudança regulatória no início de 2025, que flexibilizou a contabilização pelos bancos. Ainda assim, nossa métrica de fluxo de pagamentos entre as famílias e o setor bancário, que é afetada pela dinâmica da inadimplência, nos ajuda a entender a desconexão recente entre crescimento da renda e do consumo (ver gráfico 5).

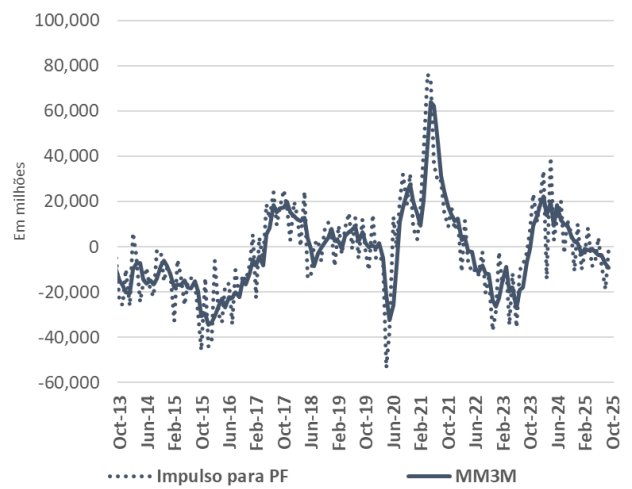
¹ Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias Restrita (RNDBFR), divulgado pelo Banco Central, que inclui remuneração do trabalho, previdência e transferências sociais.

Gráfico 3: Endividamento e comprometimento de renda com juros (% da renda)



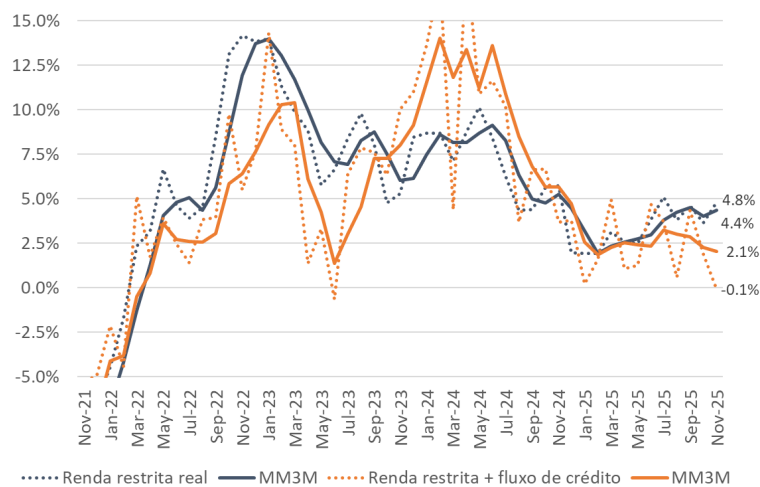
Fonte: BCB e BTG Pactual

Gráfico 4: Impulso de crédito para as famílias (variação interanual, em R\$ milhões)



Fonte: BCB e BTG Pactual

Gráfico 5: Fluxo de crédito reduz renda disponível para consumo (% a/a)



Fonte: BCB e BTG Pactual

Inflação - A dinâmica inflacionária piorou em dezembro

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

A dinâmica inflacionária se deteriorou ao longo do último mês. A principal surpresa veio do IPCA-15 de dezembro. Embora o resultado, que registrou alta de 0,25% m/m, tenha vindo em linha com as expectativas do mercado (0,25% m/m) e ligeiramente abaixo da nossa projeção (0,27% m/m), a abertura foi significativamente pior do que o esperado. A inflação de bens comercializáveis (alimentos e bens industriais) permaneceu amplamente benigna, ainda influenciada pela apreciação cambial e pela queda dos preços das commodities. No entanto, os núcleos de serviços – em particular, o núcleo (mais amplo) subjacente – veio bem acima das projeções. A surpresa altista foi relativamente disseminada, com o núcleo (mais restrito) de serviços intensivos em trabalho, também ficando acima das expectativas, ainda que a surpresa tenha sido menor. Ambas as medidas de núcleo indicaram uma deterioração da inflação em relação à dinâmica recente. O IPCA de dezembro também veio próximo das expectativas e com menos surpresas na composição, mas os serviços intensivos em trabalho ainda ficaram ligeiramente acima do esperado.

A dinâmica de serviços se deteriorou. Como destacamos em relatórios anteriores, a inflação de serviços se beneficiou ao longo de 2025 de pressões de repasse benignas vindas da inflação ex-serviços, dinâmica que persistiu até meados do 4T25. Contudo, tem havido uma divergência crescente entre o núcleo mais restrito, intensivo em trabalho, e a medida subjacente mais ampla. Enquanto o núcleo subjacente continuou desacelerando em termos ajustados sazonalmente, a medida intensiva em trabalho permaneceu elevada e vem acelerando desde agosto. Em dezembro, porém, ambas as medidas de núcleo aceleraram de forma acentuada.

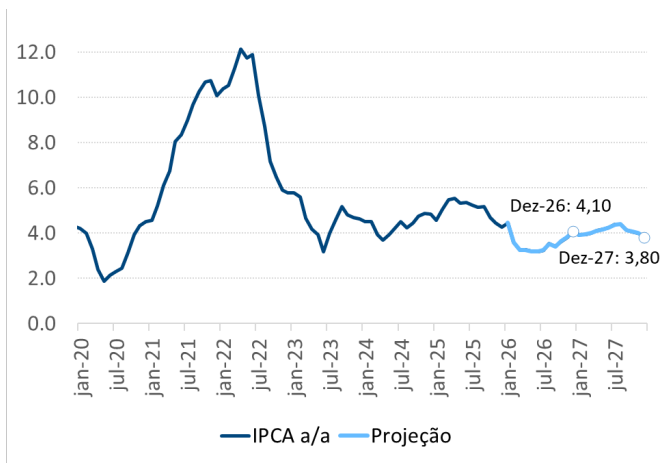
A taxa de inflação ajustada sazonalmente, acumulada em três meses e anualizada (3M SAA), do núcleo subjacente mais amplo acelerou de 4,1% em novembro para 5,2% em dezembro, enquanto a medida mais restrita, intensiva em trabalho, subiu de 6,4% para 7,5% no IPCA de dezembro. A forte desaceleração do núcleo mais amplo entre agosto (5,6%) e novembro (4,1%) foi em grande parte explicada por um único segmento – serviços relacionados a veículos, que registraram significativa deflação. Excluindo esse segmento, o núcleo subjacente teria acelerado de 5,4% em agosto para 6,2% em novembro, uma dinâmica consideravelmente pior. Assim, essa aparente desaceleração se apoiava em bases frágeis.

À medida que as pressões benignas de repasse se dissipam da inflação de serviços, uma deterioração adicional da dinâmica de curto prazo do segmento parece cada vez mais provável. Isso é consistente com os dados recentes fortes do mercado de trabalho.

O cenário para 2026 permanece altamente incerto. Alguns fatores serão particularmente importantes de acompanhar neste ano e podem alterar de forma relevante o panorama inflacionário. O mais importante são as eleições gerais de 2026, que podem resultar em maior volatilidade cambial, com possíveis repercussões sobre as expectativas de inflação, implicando riscos em ambas as direções. Ainda no front doméstico, vemos um risco crescente de maior resiliência do mercado de trabalho e da atividade econômica em relação ao que era previamente assumido (as revisões do nosso Relatório Macro de dezembro de 2025 para atividade econômica e taxa de desemprego apontam nessa direção), o que dificultaria a desaceleração da inflação de serviços em 2026. A incerteza geopolítica, seja relacionada a tarifas ou a conflitos, também pode levar a choques relevantes no câmbio e nos preços das commodities. Por fim, o clima permanece como fonte de preocupação: embora o La Niña venha perdendo força mais rapidamente do que o esperado, a NOAA vê cada vez mais o risco de formação de El Niño no segundo semestre, elevando as chances de um choque climático adverso.

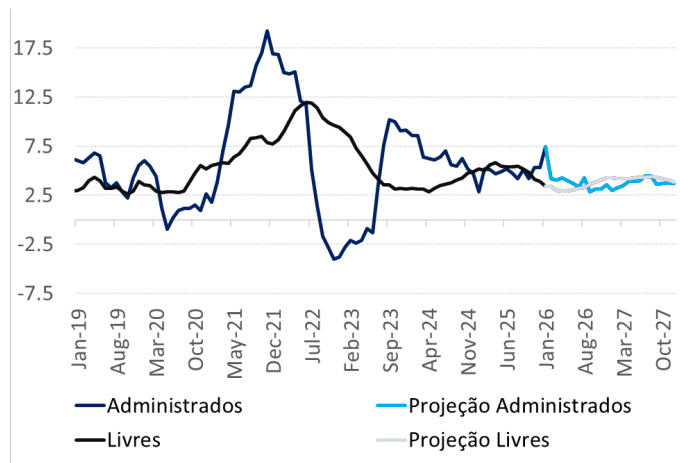
Nossas estimativas para a inflação do IPCA em 2026 e 2027 permanecem em 4,1% e 3,8%, respectivamente. Embora nossa projeção para 2026 tenha permanecido inalterada, houve alguns ajustes na sua composição. Elevamos a projeção para serviços, em parte devido a uma atualização de nossa premissa para educação, em menor medida, a uma revisão altista de nossas projeções de curto prazo para o núcleo de serviços, após os resultados do IPCA e do IPCA-15 de dezembro. Isso foi compensado por revisões baixistas em nossas projeções de curto prazo para a inflação de alimentos, em linha com as leituras recentes dos indicadores coincidentes relevantes. Vemos riscos altistas crescentes para nossa projeção de serviços em 2026, em função da resiliência da dinâmica do mercado de trabalho, mas optamos por manter inalteradas as projeções cheias até que possamos avaliar melhor o balanço de riscos para este ano.

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 - Ajuste gradual à frente

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

Superávit comercial aumentará para US\$74 bilhões em 2026. O saldo da balança comercial acelerou no 4T25 e encerrou 2025 em US\$68bilhões, abaixo do resultado registrado em 2024 (US\$ 74 bilhões), mas muito acima do saldo acumulado em 12 meses ao fim do 3T25 (US\$ 62 bilhões). A redução do superávit ao longo de 2025 refletiu, sobretudo, a aceleração do quantum importado, em um contexto de crescimento ainda robusto dos investimentos. As exportações, também avançaram e atingiram recorde histórico, apesar da queda de 6,6% nas vendas para os EUA. Esse desempenho foi sustentado pelo aumento da produção de commodities, pelo forte crescimento das exportações de veículos e por um redirecionamento mais eficiente do comércio. A melhora do saldo comercial, nos últimos meses, decorre da combinação entre maior dinamismo das exportações e moderação das importações – movimento que esperamos que se prolongue ao longo de 2026.

Para 2026, projetamos aumento do superávit para US\$ 74 bilhões, em função de:

- 1. Desaceleração das importações.** Com a expectativa de contração do investimento, após 2 anos de crescimento robusto, projetamos perda de tração do quantum importado, especialmente em bens intermediários e bens de capital, que respondem por cerca de 75% das importações totais brasileiras;
- 2. Maior produção de commodities, com destaque para o petróleo.** A continuidade do aumento da produção e do maior redirecionamento ao mercado internacional tende a elevar o saldo comercial, mesmo com a expectativa de preços mais baixos;
- 3. Abertura/ganho de mercados.** A elevação de tarifas às importações brasileiras pelos EUA acelerou o processo de diversificação das exportações. Com a posterior redução das tarifas, a demanda americana voltou a se recuperar, mas novos mercados passaram a absorver parcela relevante da produção, contribuindo para um redirecionamento amplo da oferta doméstica ao setor externo – o que contribuirá para maiores exportações em 2026.
- 4. Continuidade do aumento das exportações de veículos:** a normalização gradual da atividade argentina, após o forte ajuste macroeconômico recente, deve seguir sustentando um aumento da demanda por veículos em 2026.

Déficit em transações correntes: sinais iniciais de acomodação na margem. 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 em 2025. Esse movimento foi, principalmente, cíclico, mas há um componente estrutural associado à “digitalização” pós-pandemia, que respondeu por 0,5pp do PIB da alta do déficit em TC no período. Na margem, observamos 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 seguiu aumentando nos últimos meses de 2025 em função das remessas antecipadas de dividendos devido à nova tributação.

À frente, com o aumento do superávit comercial e a moderação das despesas com serviços, o déficit em transações correntes deve recuar para 2,8% do PIB em 2026, frente aos 3,5% 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) acelera na margem e encerrará 2025 acima de US\$ 80 bilhões (3,8% do PIB), superior aos US\$ 74 bilhões em 2024 – será o maior patamar desde 2014. Os investimentos estrangeiros em renda fixa somaram US\$ 15 bilhões de janeiro a novembro de 2025, superando os US\$ 13 bilhões de 2024, em um ambiente de juros domésticos mais elevados. Já os fluxos para ações permaneceram bastante voláteis ao longo do ano e no acumulado até novembro estão negativos em US\$ 3,5 bilhões. Pelo lado dos investimentos brasileiros no exterior (investimento direto no exterior e investimento em carteira), houve forte aceleração das saídas: de US\$ 34 bilhões em 2024 para US\$ 52 bilhões no acumulado no ano até novembro.

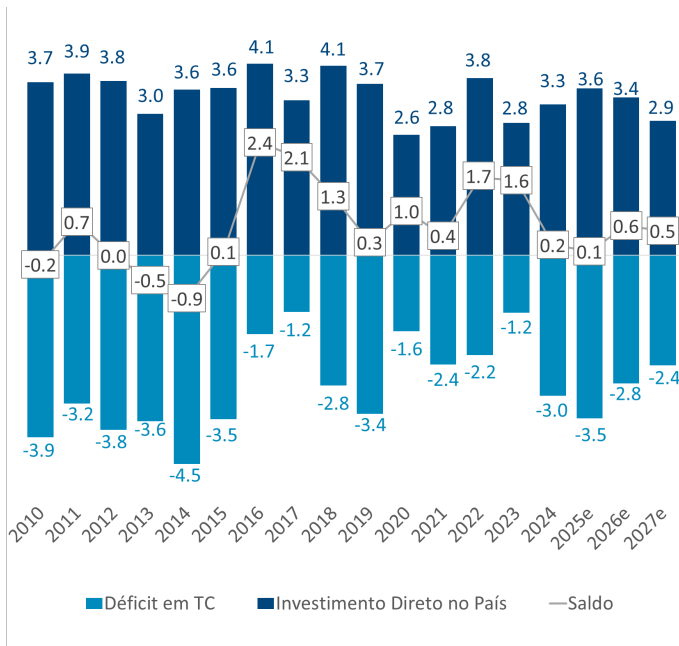
Em síntese, 2025 foi marcado por acentuada deterioração do déficit em transações correntes, aumento apenas modesto dos investimentos estrangeiros no País e forte aceleração dos investimentos brasileiros no exterior, resultando em maior fluxo líquido de saída de dólares em relação a 2024. Uma retomada mais consistente dos investimentos estrangeiros no País e uma redução dos investimentos brasileiros no exterior dependerá, em grande medida, das expectativas em relação à condução da política econômica após 2026, além da evolução do cenário externo.

Mantemos a projeção de taxa de câmbio de R\$ 5,20/US\$ no fim de 2026. Ao longo de 2025, o real apresentou apreciação expressiva – de quase R\$ 6,20/US\$ no fim de 2024 para R\$ 5,47/US\$ no encerramento do último ano. O movimento foi fortemente concentrado no 1S25 e refletiu, sobretudo, o enfraquecimento global do dólar, com o DXY recuando cerca de 12% até junho, um dos piores primeiros semestres para a moeda americana em décadas. A valorização do real ocorreu em linha com outras moedas emergentes, caracterizando um movimento essencialmente global, associado à reprecificação do prêmio de risco dos ativos americanos, em meio a maior incerteza institucional e de política econômica nos EUA. O início do ciclo de afrouxamento monetário pelo Fed também contribuiu para esse movimento. No âmbito doméstico, o real foi sustentado pelo elevado diferencial de juros.

Para 2026, seguimos avaliando que o dólar global tende a se depreciar em ritmo mais gradual do que o observado em 2025. A leitura combina a expectativa de continuidade do ciclo de cortes do Fed e a possibilidade de recorrência de aumento do hedge e diversificação de exposição a USD. Nesse contexto, o pano de fundo externo permanece relativamente construtivo para moedas emergentes, e é o que tem sustentado a apreciação do Real no início de 2026. A recalibração dos riscos domésticos no horizonte 2026/27 limita espaço para uma apreciação adicional muito expressiva do Real e fundamenta a manutenção da nossa projeção de taxa de câmbio de R\$ 5,20/US\$ no fim de 2026. É possível que a volatilidade da taxa de câmbio se intensifique com a aproximação das eleições presidenciais de outubro de 2026, um comportamento típico de ciclos eleitorais. Desde 2000, a volatilidade¹ cambial média nos anos eleitorais foi de cerca de 16%, acima da observada nos anos não eleitorais (excluindo episódios de crise) 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\$ 5,20/US\$, uma faixa indicativa de 1 desvio-padrão ao longo do ano seria aproximadamente R\$ 4,40/US\$ a R\$ 6,30/US\$.

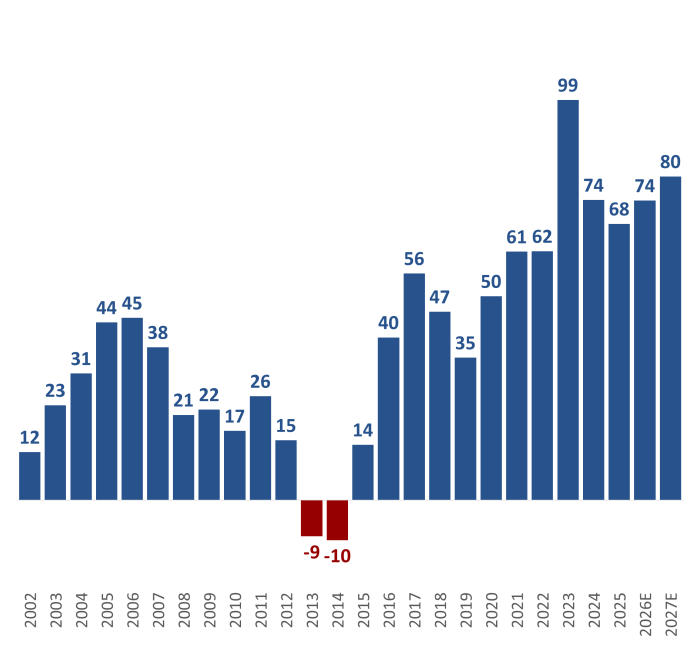
¹ A volatilidade cambial é medida como o desvio-padrão anualizado das variações logarítmicas diárias da taxa de câmbio. A faixa de oscilação apresentada corresponde a ± 1 desvio-padrão em torno do nível inicial do câmbio, o que, sob a hipótese usual de variações aproximadamente normais, abrange cerca 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: BCB e BTG Pactual

Gráfico 9: Balança comercial (US\$bilhões)



Fonte: MDIC e BTG Pactual

Política Fiscal - Meta de 2026 deve ser cumprida, mas com impulso fiscal e parafiscal maior

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

Nosso acompanhamento preliminar indica que o governo central deve registrar um déficit primário de **R\$60 bilhões (0,5% do PIB) em 2025**, de acordo com a estatística do Banco Central. A arrecadação tem mostrado sinais de recuperação nos últimos meses, e receitas extraordinárias — como dividendos do BNDES, descotização de fundos garantidores e recursos do leilão de barris da PPSA — devem contribuir positivamente em dezembro. Já o crescimento real da despesa primária deve ter se estabilizado em 3,3% em 2025. A aceleração dos gastos discricionários vem sendo compensada pela moderação das despesas obrigatórias, que seguem sob controle, ainda que ao custo de um aumento expressivo na fila de requerimentos de benefícios sociais.

Os governos regionais e as estaduais devem encerrar o ano com resultados primários de 0,1% e -0,1% do PIB, respectivamente, de forma que o setor público consolidado deve registrar um déficit de -0,4%. Com isso, a dívida bruta deve atingir 79,1% do PIB ao fim de dezembro, uma alta de 2,8 pontos percentuais no ano. Ao longo de dezembro, chegamos a revisar nossa projeção para 80,3% do PIB, mas a forte redução nas operações compromissadas na segunda quinzena do mês acabou revertendo esse movimento.

Para 2026, mantemos a expectativa de cumprimento da meta, com déficit projetado em R\$57,5 bilhões (0,4% do PIB). As receitas extraordinárias, como dividendos de estaduais, leilões de petróleo e acordos de transação tributária, devem desempenhar papel relevante nesse resultado.

No caso das receitas recorrentes, a moderação da atividade e da inflação deve limitar o ritmo de crescimento. Apesar desse cenário, a elevação de alíquotas e o encerramento de benefícios devem impulsionar a arrecadação de alguns tributos. É o caso do aumento das alíquotas de IOF, do imposto de renda sobre JCP, da tributação de apostas eletrônicas e fintechs, da reoneração gradual da folha de pagamentos, do fim do PERSE e da nova tributação sobre lucros de multinacionais.

Também incorporamos alguma elevação nas alíquotas de Imposto de Importação, movimento que ainda não foi implementado, mas que não depende do Congresso.

Ainda que nossas projeções para a receita federal sejam mais conservadoras que as do Tesouro, avaliamos que a possibilidade de perseguir a banda inferior da meta de resultado primário, somada a um empoçamento estimado em R\$20 bilhões, deve assegurar o cumprimento da meta em 2026.

As despesas federais, por outro lado, devem acelerar. Ao realocarmos os precatórios executados em dezembro de 2023 para o primeiro trimestre de 2024, período em que os recursos efetivamente chegaram às famílias e empresas, observamos uma contração real de 1,1% nas despesas primárias em 2025. Para 2026, projetamos expansão de 4,8%, refletindo a normalização da base de comparação.

Além disso, uma série de programas sem impacto primário direto deve entrar em vigor, mantendo o impulso fiscal mais elevado do que em 2025. Monitoramos um total de R\$88 bilhões 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\$56 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. As novas regras para operações de crédito com garantia no saque-aniversário do FGTS devem reduzir essas operações.

Quanto à programação orçamentária do próximo ano, o espaço fiscal parece menos restritivo do que nos exercícios anteriores. A combinação entre maior controle na concessão de benefícios sociais em 2025 e a desaceleração do INPC apurado até novembro (utilizado para reajustar o salário mínimo), em relação ao IPCA apurado até junho (indexador do teto de gastos), tende a abrir margem para a execução de despesas discricionárias.

Apesar desse alívio temporário, os fatores estruturais que impulsionam o crescimento das despesas obrigatórias permanecem. A vinculação de benefícios ao salário mínimo, a indexação dos gastos com saúde e educação à arrecadação, o envelhecimento da população, regras de elegibilidade pouco focalizadas, além do elevado grau de judicialização, continuam alimentando uma dinâmica de expansão incompatível com os limites estabelecidos pelo arcabouço fiscal.

Além de insustentável no médio prazo, o crescimento real de 2,5% ao ano do limite de despesas é inconsistente com a estabilização da dívida pública, a menos que o ajuste ocorra quase exclusivamente pelo lado da receita, alternativa limitada pelo já elevado nível da carga tributária.

Diante de um ajuste fiscal extremamente gradual e custos de financiamento ainda elevados, projetamos déficit nominal de 8,4% do PIB em 2025 e de 8,1% em 2026, com aumento acumulado de 10,4 pontos percentuais na dívida bruta ao longo deste mandato presidencial, atingindo 82,1% em dezembro de 2026.

Tabela 2: Orçamento de 2026 vs Projeção BTG

	2026		
	R\$ bilhões		
	Orçamento	BTGp	Δ
Receita Total	3,198.1	3,137.5	-60.5
Receita Administrada pela RFB	2,041.0	2,008.9	-32.1
Incentivos Fiscais	0.0	0.0	0.0
Arrecadação Líquida para o RGPS	793.2	768.7	-24.5
Outras Receitas não Adm pela RFB	363.9	360.0	-4.0
Concessões e Permissões	6.9	6.8	-0.2
Dividendos e Participações	54.1	57.0	2.9
Exploração de Recursos Naturais	160.4	150.4	-10.0
Demais Receitas	142.5	145.8	3.3
Transferências (Repartição de Receita)	607.5	592.0	-15.5
Receita Líquida	2,590.6	2,545.6	-45.0
Despesas	2,613.9	2,603.1	-10.8
Benefícios Previdenciários	1,122.4	1,128.6	6.3
Pessoal e Encargos Sociais	456.9	440.3	-16.6
Abono e Seguro Desemprego	97.1	94.3	-2.7
LOAS / RMV (BPC)	132.0	140.9	8.9
Outras Obrigatórias	191.9	185.4	-6.5
Obrigatórias com Controle de Fluxo	373.0	381.4	8.4
Discricionárias	240.7	232.2	-8.5
Primário Governo Central - Total	-23.3	-57.5	-34.2
Despesas excluídas da meta	57.8	57.8	-
Primário Governo Central - Meta	34.5	0.3	-34.2
Meta - Centro	34.3	34.3	-
Meta - Limite Inferior	0.0	0.0	-

Fonte: Congresso e BTG Pactual

Tabela 3: Novos Programas Governamentais

Programa	Δ 25-26 (R\$ bi)	Δ 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	-16.7	-0.1%
Total	88.1	0.6%

Fonte: BTG Pactual

Política Monetária - Janeiro segue como opção adequada para o início do ciclo de cortes

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

A política monetária encontra-se claramente em território contracionista: a atividade econômica vem desacelerando há alguns trimestres, com perda de fôlego mais acentuada nos segmentos cíclicos e mais sensíveis ao crédito. O PIB do 3T25 avançou apenas 0,1% t/t, com destaque para a desaceleração mais intensa do consumo das famílias, que, apesar da boa expansão da renda, segue pressionado pelo forte aperto das condições financeiras e pelo nível historicamente elevado do comprometimento da renda com o pagamento de juros. Os dados de crédito corroboram esse diagnóstico, confirmando o funcionamento do canal de juros.

Do lado de preços, os núcleos de inflação seguem em trajetória de desinflação, ainda que a inflação de serviços permaneça resiliente na margem, refletindo um mercado de trabalho que ainda opera em patamar apertado. Essa resiliência, porém, é compatível com a sequência usual de defasagens da transmissão da política monetária: primeiro desaceleram atividade e crédito, depois o emprego, em seguida os salários e, por fim, os preços de serviços. Ademais, estimamos que as projeções do próprio modelo do BC, no cenário de Selic constante, indiquem inflação abaixo da meta com alguma folga no horizonte relevante, enquanto o cenário com trajetória de Selic extraída do Focus aponta inflação ao redor da meta.

Adicionalmente, não projetamos uma aceleração relevante do gasto público em 2026 nem um impulso fiscal de magnitude suficiente para reacelerar de forma significativa a demanda doméstica. Embora algum estímulo fiscal adicional em relação ao último esteja presente, avaliamos que sua intensidade tende a ser muito mais contida do que a antecipada por parte dos analistas. Nesse contexto, o grau de restrição imposto pela política monetária – mantida em patamar claramente contracionista – tende a mais do que compensar esse impulso adicional. Como resultado, nosso cenário não contempla pressões adicionais relevantes de demanda, o que reforça a expectativa de moderação do crescimento à frente e sustenta um ambiente compatível com o início da calibragem da política monetária em janeiro.

Os dados de mercado de trabalho de novembro vieram um pouco mais fortes do que o esperado, em grande medida influenciados por contratações no setor público associadas à COP30. Essas oscilações mensais, no entanto, podem refletir efeitos pontuais ligados a eventos específicos, e, em geral, não são suficientes para alterar a leitura da dinâmica subjacente. Seguimos avaliando que, à frente, o mercado de trabalho tende a arrefecer de forma gradual, em linha com a perda de fôlego da atividade observada desde o segundo semestre de 2025. Ainda assim, esse dado contribuiu para que o mercado reprecificasse o início do ciclo de cortes, deslocando-o para março.

Nesse contexto, a reprecificação recente do mercado, por si só, não parece suficiente para alterar a avaliação baseada no conjunto mais amplo de informações. O Comitê manteve aberta a possibilidade de início do ciclo de flexibilização já em janeiro, enfatizando a dependência dos dados. Um dado isolado, além de naturalmente defasado em relação ao ciclo econômico, não deveria alterar a avaliação em curso. Decisões de política monetária devem ser essencialmente prospectivas e baseadas em projeções, justamente em função das defasagens entre juros, atividade, mercado de trabalho, salários e preços. Nesse contexto, aguardar sinais já plenamente observáveis, por exemplo, de desaceleração mais clara dos salários ou da inflação de serviços intensivos em trabalho implicaria reagir apenas após percorridas etapas conhecidas do mecanismo de transmissão, elevando o risco de manutenção excessivamente prolongada de uma política monetária contracionista e, portanto, de custos desnecessários em termos de atividade e mercado de trabalho.

Adicionalmente, um corte inicial de 25 pb em janeiro deve ser entendido como um primeiro movimento de calibração, que não alteraria de forma relevante o grau de restrição monetária. Dada a queda da inflação corrente e das expectativas desde meados de 2025, a taxa de juros real ex-ante permaneceria em patamar bastante elevado mesmo após esse ajuste, preservando condições monetárias claramente contracionistas e plenamente compatíveis com a convergência da inflação à meta ao longo do horizonte relevante.

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

	Brasil									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027F
Indicadores Econômicos										
Atividade Econômica										
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
Mercado de Trabalho										
Taxa de desemprego (% fim de período)	11.70	11.10	14.20	11.10	7.90	7.40	6.20	5.50	6.00	6.50
Taxa de desemprego (% média)	12.38	11.98	13.78	13.49	9.51	8.00	6.90	6.00	5.80	6.20
Inflação & Taxa de Juros										
IPCA (% a/a, fim de período)	3.75	4.31	4.52	10.06	5.79	4.62	4.83	4.26	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	5.29	3.50	3.70
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	2.91	3.88	5.18	7.69	9.39	3.14	4.89	3.91	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	-1.05	3.80	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	13.25	11.54
Balanco de Pagamentos & Taxa de Câmbio										
Balança Comercial* (US\$ bi) - BP	44.35	29.57	35.66	42.31	51.52	92.28	65.84	59.50	66.00	73.00
Exportações (US\$ bi) - BP	239.5	225.8	210.7	284.0	340.2	343.8	339.9	351.2	358.0	364.0
Importações (US\$ bi) - BP	195.2	196.2	175.0	241.7	288.7	251.5	274.0	291.7	292.0	291.0
Conta Corrente (US\$ bi)	-53.82	-63.96	-24.22	-39.40	-41.96	-27.07	-66.17	-80.00	-68.50	-68.50
Conta Corrente (% PIB)	-2.81	-3.42	-1.64	-2.39	-2.19	-1.25	-3.01	-3.52	-2.76	-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	3.60	3.43	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	68.30	74.00	80.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3.87	4.03	5.20	5.57	5.29	4.85	6.18	5.47	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
Contas Fiscais										
Resultado Primário (R\$ bi)	-108.26	-61.87	-702.95	64.73	125.99	-249.12	-45.11	-55.08	-58.35	-55.90
Governo Central (R\$ bi)	-116.17	-88.90	-745.27	-35.87	54.95	-264.53	-42.92	-60.14	-57.54	-70.29
Governo Central (R\$ bi) - meta	-116.17	-88.90	-745.27	-35.87	54.95	-264.53	-11.52	-15.69	0.29	-9.57
Governos Subnacionais (R\$ bi)	3.49	15.20	38.75	97.69	64.92	17.68	5.88	14.32	6.72	14.40
Empresas Estatais (R\$ bi)	4.42	11.83	3.57	2.91	6.12	-2.27	-8.07	-9.25	-7.53	0.00
Resultado Primário (% PIB)	-1.55	-0.84	-9.24	0.72	1.25	-2.28	-0.38	-0.43	-0.43	-0.38
Resultado Nominal (% PIB)	-6.96	-5.81	-13.34	-4.26	-4.57	-8.84	-8.47	-8.38	-8.10	-7.62
Dívida Líquida (% PIB)	52.77	54.70	61.37	55.11	56.13	60.43	61.30	64.93	68.70	71.65
Dívida Bruta (% PIB)	75.27	74.44	86.94	77.31	71.68	73.83	76.27	79.08	82.10	84.33
Cenário Internacional										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Estados Unidos										
PIB (% 4T/4T)	2.12	3.35	-0.92	5.76	1.32	3.39	2.40	2.2	2.4	2.2
PIB (% acum. no ano)	2.97	2.58	-2.08	6.15	2.52	2.93	2.79	2.1	2.6	2.3
Taxa de Desemprego (%)	3.91	3.55	6.70	3.94	3.49	3.77	4.09	4.38	4.4	4.4
PCE Headline (% a/a)	2.05	1.43	1.09	4.13	6.54	3.81	2.62	2.6	2.3	2.3
PCE Núcleo (% a/a)	1.90	1.65	1.32	3.57	5.34	4.18	2.94	2.7	2.3	2.3
CPI Headline (% a/a)	1.91	2.29	1.36	7.04	6.45	3.35	2.89	2.68	2.2	2.1
CPI Núcleo (% a/a)	2.18	2.26	1.62	5.45	5.71	3.93	3.24	2.64	2.4	2.3
Fed Funds Rate (% midpoint)	2.38	1.63	0.13	0.13	4.38	5.38	4.38	3.63	3.1	3.1
Zona do Euro										
PIB (% y/y)	1.80	1.60	-6.00	6.30	3.50	0.40	0.90	1.4	1.2	1.4
CPI Headline (% y/y)	1.76	1.19	0.25	2.60	8.36	5.47	2.37	2.12	1.8	2.0
CPI Núcleo (% y/y)	1.01	1.05	0.69	1.45	3.94	4.96	2.86	2.42	2.1	2.0
ECB Deposit Rate (%)	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	2.00	4.00	3.00	2.00	2.2	2.2

China										
PIB (% y/y)**	6.70	6.00	2.20	8.40	3.00	5.20	5.00	5.00	4.5	4.4
CPI Headline** (% y/y)	2.13	2.90	2.51	0.92	1.96	0.24	0.24	0.05	0.7	1.0
Taxas de juros e moedas**										
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	2.69	1.92	0.92	1.51	3.88	3.88	4.57	4.17	4.1	4.1
USD/EUR - final de período	1.15	1.12	1.22	1.14	1.07	1.10	1.04	1.17	1.2	1.2
CNY/USD - final de período	6.88	6.96	6.53	6.36	6.90	7.10	7.30	6.99	6.9	6.9
Índice DXY	96.17	96.39	89.94	95.67	103.52	101.33	108.49	98.32	97.1	94.7

*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 Pessôa

+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

Junia Gama

(11) 3383 6400

junia.gama@btgpactual.com

Andres Borenstein

+54 11 3754 0908

andres.borenstein@btgpactual.com

Sofia Ordonez

+54 11 3754 0913

sofia.ordonez@btgpactual.com

Pablo Cruz

+562 2587 5903

pablo.cruz@btgpactual.com

Martin Gutierrez

+562 2587 5442

martin.gutierrez@btgpactual.com

Munir Jalil

+57 (601) 9276529

munir.jalil@btgpactual.com

Laura Florez

+57 (601) 3078090

laura.florez@btgpactual.com

Mariana Villabona

+57 (1) 3078090

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.