



Brasil

Cenário Macro

Agosto de 2026



Mansueto Almeida
Economista-chefe

Iana Ferrão

Samuel Pessoa

Ederson Schumanski

Fábio Serrano

Luiza Paparounis

Tiago Berriel
Head de Pesquisa Macro

João Aveiro

Romeu Dellazeri

Bruno Martins

Mateus Della

Beatriz Rodrigues

Francisco Lopes



Índice



Sumário

Cenário
Global

Atividade
Econômica

Inflação

Setor
Externo

Política
Fiscal

Política
Monetária

Sumário

Cenário Global: Nos EUA, a reunião de julho do FOMC entregou, inicialmente, um *hawkish hold*, com três dissensos favoráveis a uma alta, mas o Q&A mais *dovish* enfraqueceu a mensagem inicial. A inflação de junho foi benigna na margem, mas o núcleo permanece elevado, enquanto a demanda doméstica e o mercado de trabalho seguem resilientes. Na Zona do Euro, o PIB surpreendeu positivamente no 2T26, reforçando a resiliência da atividade apesar do forte choque de energia e sugerindo menor sensibilidade da economia às oscilações das *commodities*. Diante do crescimento resiliente e da inflação ainda acima da meta, esperamos uma nova alta de juros pelo BCE em setembro. Na China, a economia em duas velocidades persiste, com exportações, indústria e tecnologia sustentando a atividade, enquanto a fraqueza do consumo, do crédito e do setor imobiliário aumenta a pressão por estímulos.

Cenário Doméstico:

Atividade econômica: A atividade econômica tem desacelerado no segundo trimestre, após o forte desempenho observado no início do ano. As principais pesquisas do IBGE registraram surpresas baixistas em relação às expectativas nos últimos dois meses, reforçando nossa avaliação de perda de ritmo da atividade. O mercado de trabalho, por sua vez, permanece apertado, embora a desaceleração dos rendimentos e a moderação da geração de empregos ao longo do segundo trimestre indiquem sinais de acomodação. Projetamos PIB de 2,0% neste ano. Para o próximo ano, nossa principal preocupação continua sendo o elevado endividamento das famílias, que deve limitar o consumo e reforça nosso viés baixista para a nossa previsão de 1,1%.

Inflação: A dinâmica recente da inflação se tornou mais benigna, com surpresas baixistas nas últimas divulgações e com dinâmica mais favorável dos núcleos. A deflação de alimentação no domicílio e dos combustíveis, o arrefecimento dos preços industrializados no atacado e os primeiros sinais de desaceleração da atividade devem contribuir para leituras mais moderadas tanto do índice cheio quanto das medidas subjacentes nos próximos meses. Nesse contexto, projetamos IPCA de 2026 em 5,0%, com um balanço de riscos mais simétrico. Para 2027, esperamos 4,4%, com assimetria altista diante do risco de um fenômeno El Niño mais intenso e mais duradouro afetar safras importantes.

Setor externo: Mantemos nossa projeção de superávit comercial em US\$ 85 bilhões em 2026 e 2027. Os dados recentes reforçam essa trajetória, com o saldo acima de 2025 e do padrão histórico, impulsionado principalmente pelo avanço das exportações, em especial de petróleo, cuja produção atingiu recorde histórico em 2026. A reescalada do conflito no Oriente Médio representa um viés altista para nossa projeção. Esperamos que o déficit em transações correntes recue para 2,4% do PIB em 2026 e 2,2% em 2027, apesar dos déficits ainda elevados em serviços e renda primária. Mantemos a projeção de câmbio de R\$ 5,40/US\$ no fim de 2026, incorporando um cenário de dólar global mais forte diante da postura mais *hawkish* do Fed.

Política fiscal: O cenário fiscal segue pressionado pela deterioração do resultado dos governos regionais, em meio ao aumento de despesas associado ao calendário eleitoral. Revisamos o déficit primário do setor público em 2026 de 0,4% para 0,5% do PIB, enquanto a projeção para 2027 passou de 0,1% para 0,2% do PIB. Apesar da piora do agregado, o primário do governo central segue compatível com o cumprimento das metas fiscais de 2026 e 2027 em termos ajustados. Ainda assim, déficits mais elevados e o impacto dos créditos financeiros usados para financiar a política parafiscal levaram a nova revisão para cima da dívida bruta, para 82,6% do PIB em 2026 e 86,8% em 2027.

Política monetária: Mantemos a expectativa de dois cortes de 25 pb nas próximas reuniões, levando a Selic a 13,75% no fim de 2026. A função de reação observada na última decisão e a comunicação recente do BC seguem compatíveis com esse cenário. A inflação corrente mais benigna e os primeiros sinais de moderação da atividade e do mercado de trabalho abrem espaço para a continuidade do ciclo de calibração. O contraponto está no balanço de riscos para 2027 e 2028, que piorou com a guerra, os riscos para petróleo e cadeias globais, a maior probabilidade de um El Niño intenso e a nova deterioração das expectativas de longo prazo. Por outro lado, o balanço de riscos para a atividade em 2027 apresenta assimetria baixista, dado que o endividamento das famílias está em nível recorde, o que pode intensificar a desaceleração do consumo no ano.

Projeções

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Atividade Econômica									
Crescimento do PIB (% a/a)	1,22	-3,28	4,76	3,02	3,24	3,42	2,29	2,00	1,10
PIB Nominal (US\$ bi, méd)	1.871	1.475	1.669	1.951	2.193	2.185	2.279	2.599	2.693
PIB Nominal (BRL bi)	7.389	7.610	9.012	10.080	10.943	11.779	12.739	13.775	14.678
Mercado de Trabalho									
Taxa de Desemprego (% fim de período)	11,10	14,20	11,10	7,90	7,40	6,20	5,10	5,35	6,07
Taxa de Desemprego (% média)	11,98	13,78	13,49	9,51	8,00	6,90	6,00	5,47	6,01
Inflação e Juros									
IPCA (% fim de período)	4,31	4,52	10,06	5,79	4,62	4,83	4,26	5,00	4,40
Taxa Selic (% fim de período)	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	13,75	12,50
Balanço de Pagamentos e Taxa de Câmbio									
Balança Comercial (US\$ bi) – MDIC	35,20	50,40	61,40	61,50	98,90	74,60	68,30	85,00	85,00
Conta Corrente (% do PIB)	-3,42	-1,64	-2,39	-2,19	-1,25	-3,00	-2,90	-2,40	-2,20
Investimento Direto no País (% PIB)	3,69	2,59	2,82	3,93	2,89	3,40	3,40	3,20	3,20
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim do período)	4,03	5,20	5,57	5,29	4,85	6,20	5,50	5,40	5,50
Contas Fiscais									
Resultado Primário (% do PIB)	-0,84	-9,24	0,72	1,25	-2,28	-0,40	-0,40	-0,5	-0,2
Resultado Nominal (% do PIB)	-5,81	-13,34	-4,26	-4,57	-8,84	-8,50	-8,30	-9,3	-8,4
Dívida Pública Bruta (% do PIB)	74,44	86,94	77,31	71,68	73,83	76,30	78,60	82,6	86,8



Cenário Global

Luiza Paparounis

luiza.paparounis@btgpactual.com

Francisco Lopes

francisco.lopes@btgpactual.com



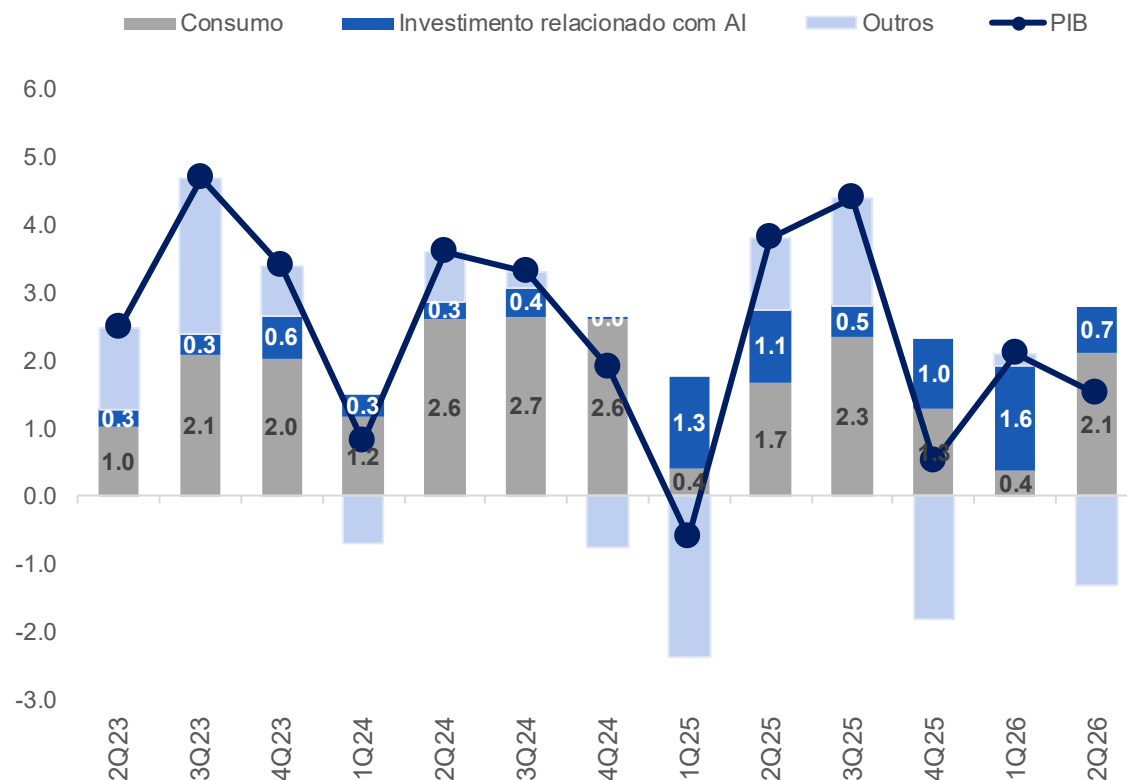
- A atividade nos EUA segue resiliente. O PIB cresceu 1,5% t/t anualizado no segundo trimestre, mas as vendas finais privadas domésticas aceleraram para 3,9%, sustentadas pela recuperação do consumo e pelos investimentos em tecnologia. O mercado de trabalho perdeu velocidade, porém permanece estável: a taxa de desemprego está em 4,2%, a criação de vagas acompanha o crescimento da força de trabalho e os salários avançam 3,5% a/a.
- A inflação de junho foi benigna na margem. O *headline* apresentou deflação de 0,1% m/m e o Core PCE avançou apenas 0,13%, com a surpresa baixista concentrada em serviços. Ainda assim, o núcleo segue em 3,3% a/a e rodou a 3,4% t/t anualizado no segundo trimestre, ritmo incompatível com uma convergência sustentada para a meta. A queda do petróleo reduz o risco para a inflação cheia, mas não resolve a persistência da inflação subjacente.
- O FOMC manteve os juros em 3,50%–3,75%, com três dissensos favoráveis a uma alta de 25 bps. A comunicação começou *hawkish*, com Warsh reiterando que não há tolerância para uma inflação persistentemente acima de 2%. Durante o Q&A, porém, Warsh suavizou o tom. Embora tenha afirmado que o Comitê não seria condicionado pelo mercado, Warsh recorreu repetidamente à alta dos juros nominais e reais, ratificando o aperto já promovido pela curva. Essa comunicação tornou a mensagem mais *dovish* do que o comunicado inicial sugeria. Ainda assim, os três dissensos e a persistência da inflação sustentam nosso cenário base de uma alta de 25 bps em setembro.
- O ciclo contempla o início da reversão dos *insurance cuts* em setembro, uma segunda alta em dezembro e um terceiro ajuste, possivelmente, em março de 2027. Por outro lado, um aperto relevante das condições financeiras poderia tornar o ciclo mais gradual.
- Na Zona do Euro, o PIB surpreendeu positivamente no 2T, com alta de 0,4% t/t, reforçando a resiliência da atividade mesmo diante do choque de energia, cujos efeitos vêm se dissipando com a queda recente do petróleo. A inflação subiu de 2,8% para 2,9% a/a em julho e o núcleo, de 2,4% para 2,5%, pressionado por bens industriais e não por uma piora das pressões domésticas. Diante da atividade mais forte e da inflação ainda acima da meta, projetamos uma alta final de 25 pb em setembro, levando a taxa de depósito para 2,50%.
- Na China, a economia em duas velocidades persiste. Exportações, tecnologia e indústria sustentam a atividade, enquanto consumo, setor imobiliário e crédito permanecem fracos. A inflação cheia é pressionada por energia e insumos, um choque de oferta que parece já ter atingido o pico, com a demanda fraca limitando o repasse aos demais preços. O crescimento abaixo do intervalo compatível com a meta aumenta a pressão por estímulos, mas a urgência da política econômica segue limitada.

EUA: Atividade Econômica

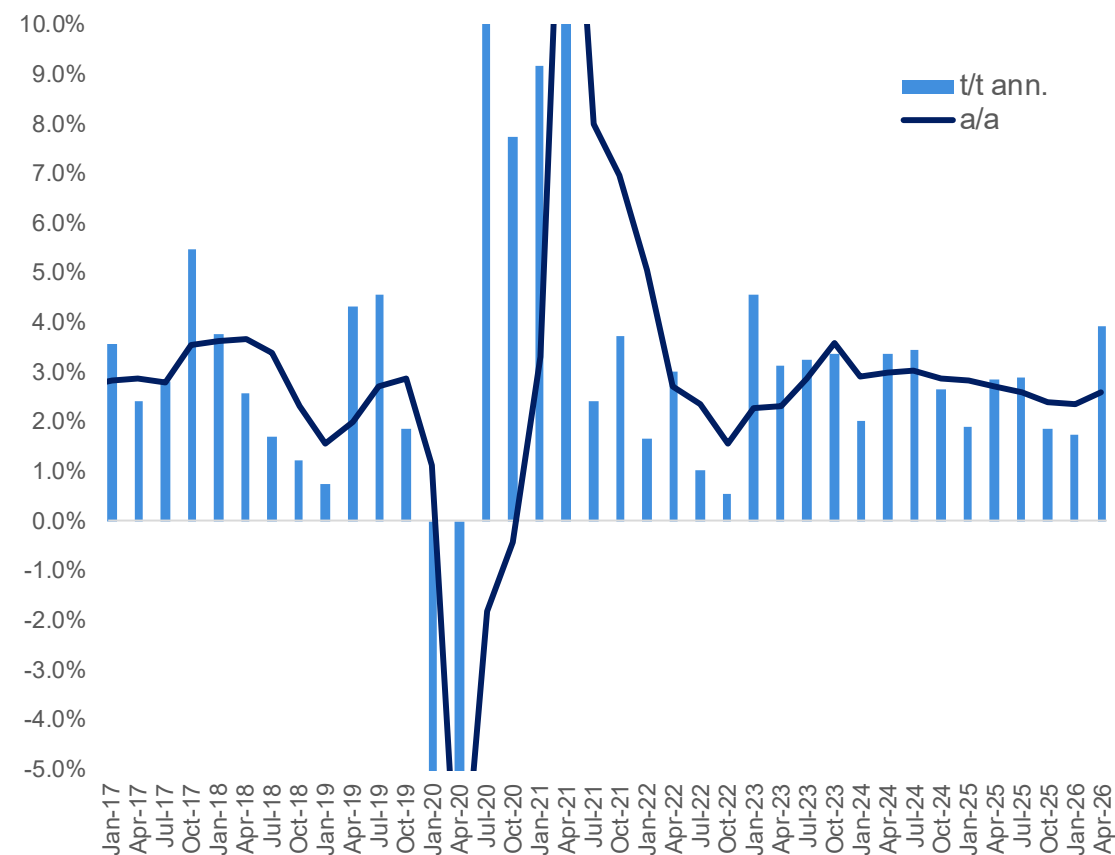
Consumo e investimento em tecnologia sustentam a demanda doméstica

- O PIB cresceu 1,5% t/t saar no 2T26, abaixo dos 2,1% do trimestre anterior, mas com composição mais favorável. As vendas finais privadas domésticas aceleraram para 3,9%, apoiadas pela recuperação do consumo e pela continuidade dos investimentos em tecnologia. A contribuição de 0,7 pp dos investimentos ligados à IA reforça que o setor permanece como vetor relevante de crescimento.

Contribuição PIB



Demanda Privada Doméstica

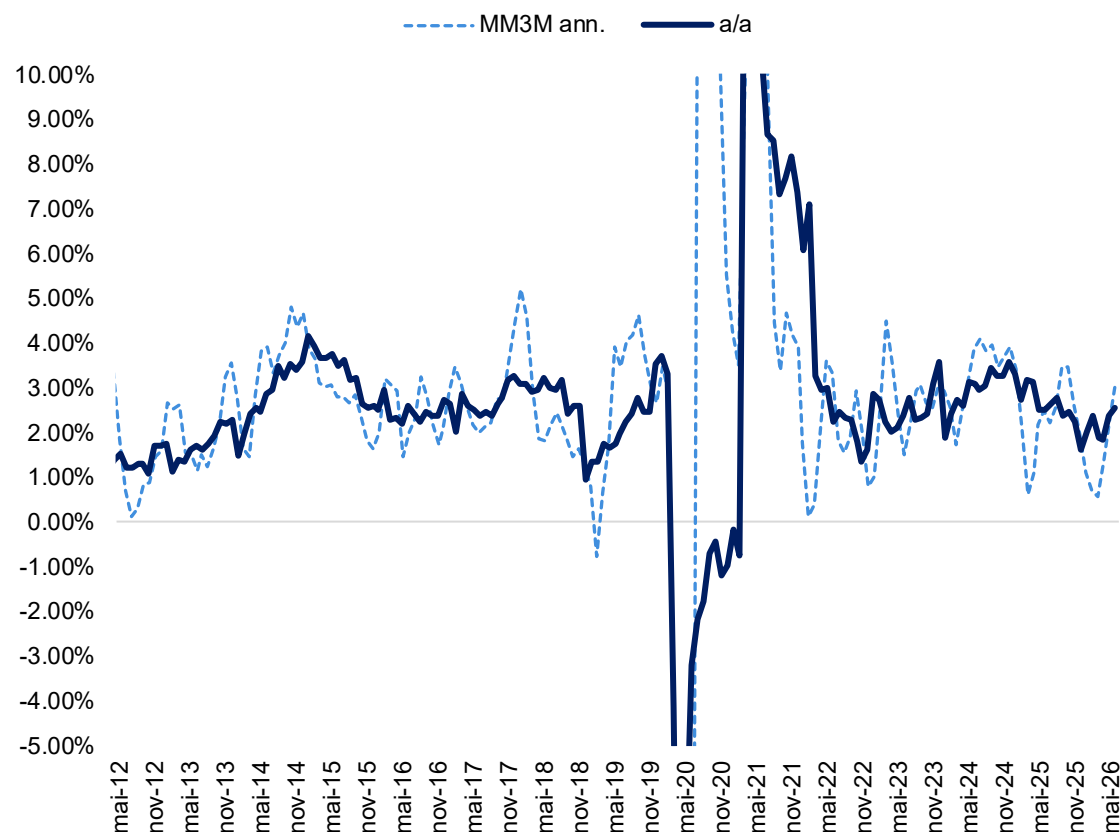


EUA: Atividade Econômica

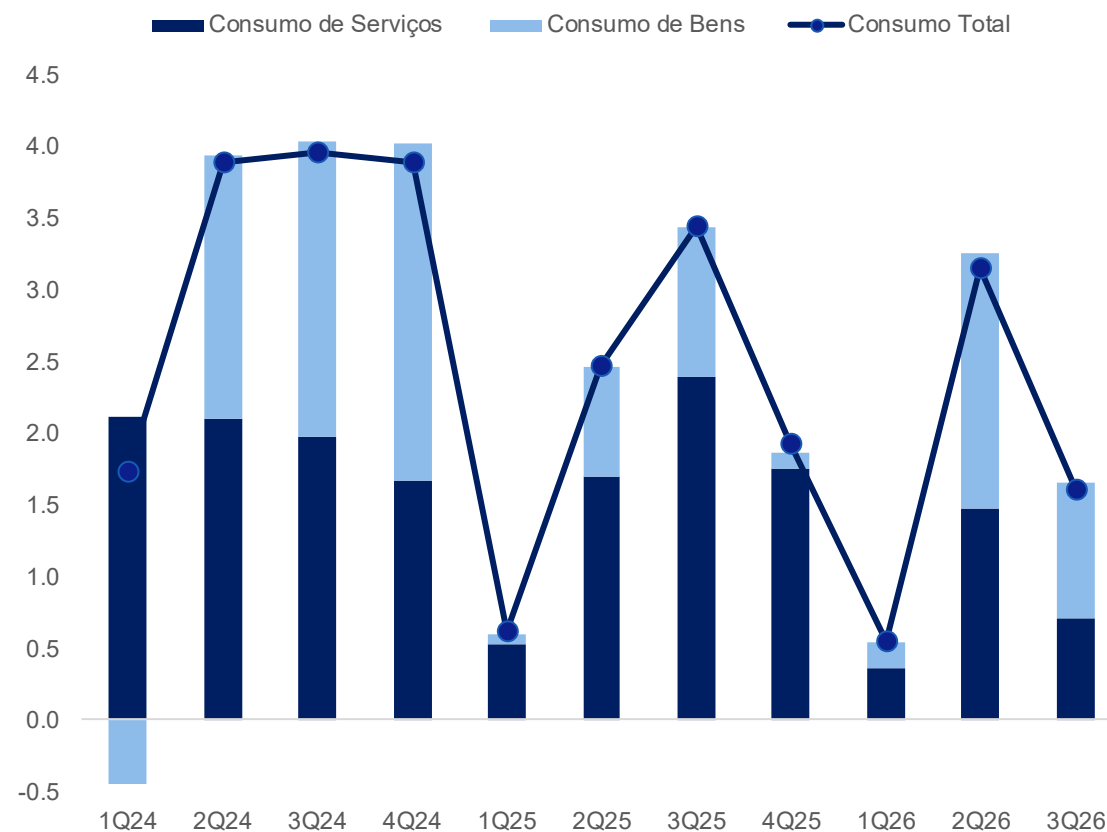
Consumo reacelera no 2T

- O consumo real avançou 3,2% t/t saar no 2T26, após alta de apenas 0,5% no primeiro trimestre, com recuperação tanto de bens quanto de serviços. O ganho de 0,4% m/m em junho deixa carregado positivo para o 3T e a queda dos preços dos combustíveis deve sustentar a renda real.

Consumo Pessoal Real (%)



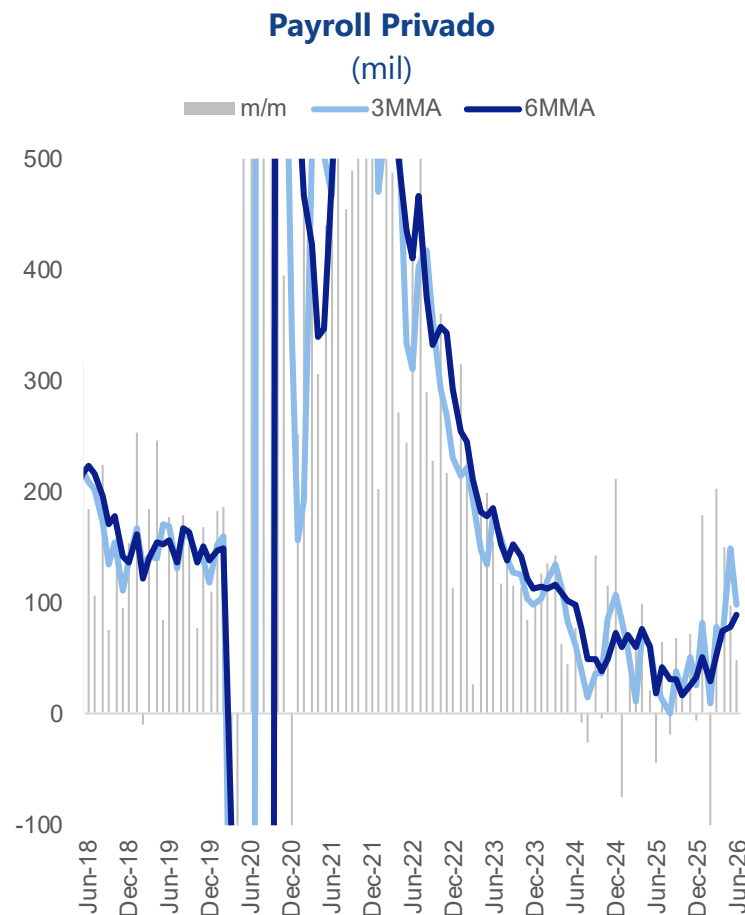
Consumo Pessoal Real (%)



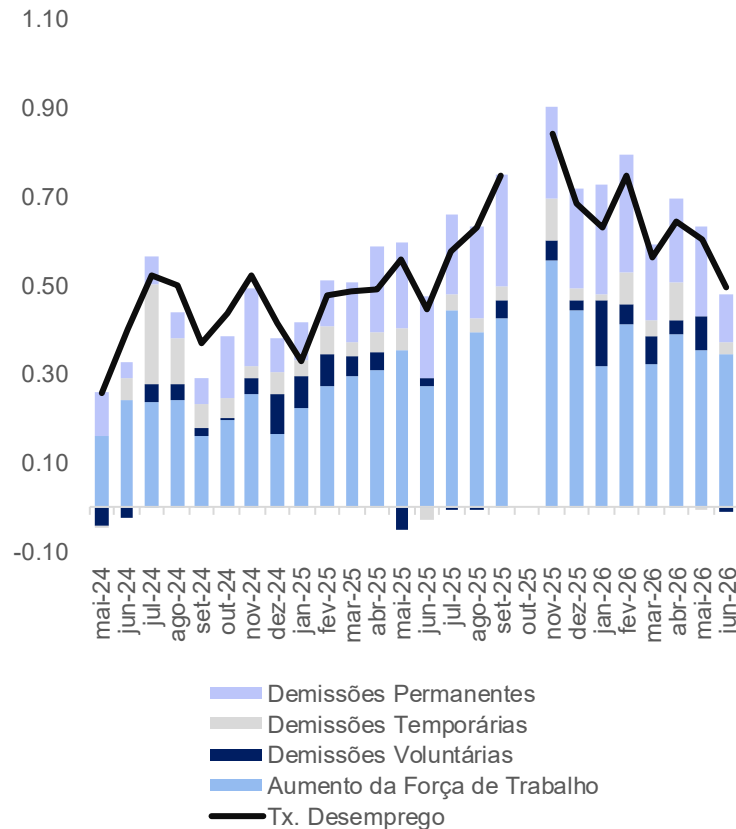
EUA: Mercado de Trabalho

Criação de vagas compatível com o crescimento populacional

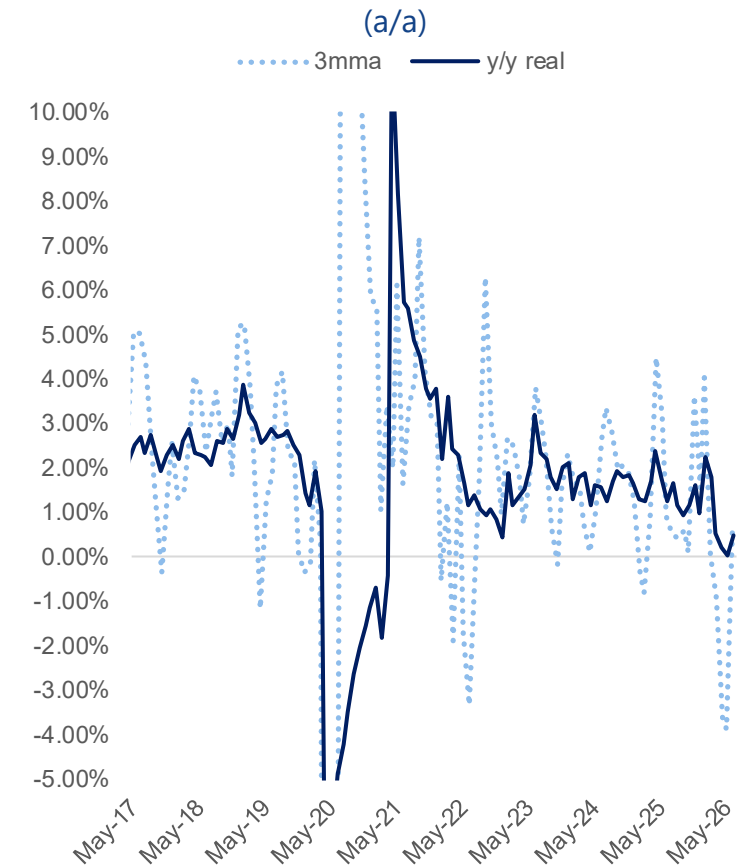
- Apesar da surpresa baixista no payroll, a criação de vagas em junho permanece compatível com o ritmo atual de crescimento da força de trabalho e, em nossa avaliação, não sinaliza uma deterioração das condições do mercado de trabalho.
- Além disso, os dados de salários seguem benignos e indicam que, neste momento, o mercado de trabalho não representa uma fonte adicional de pressão inflacionária.



Aumento da taxa de desemprego desde Jan/24



Proxy de Renda Real do Trabalho

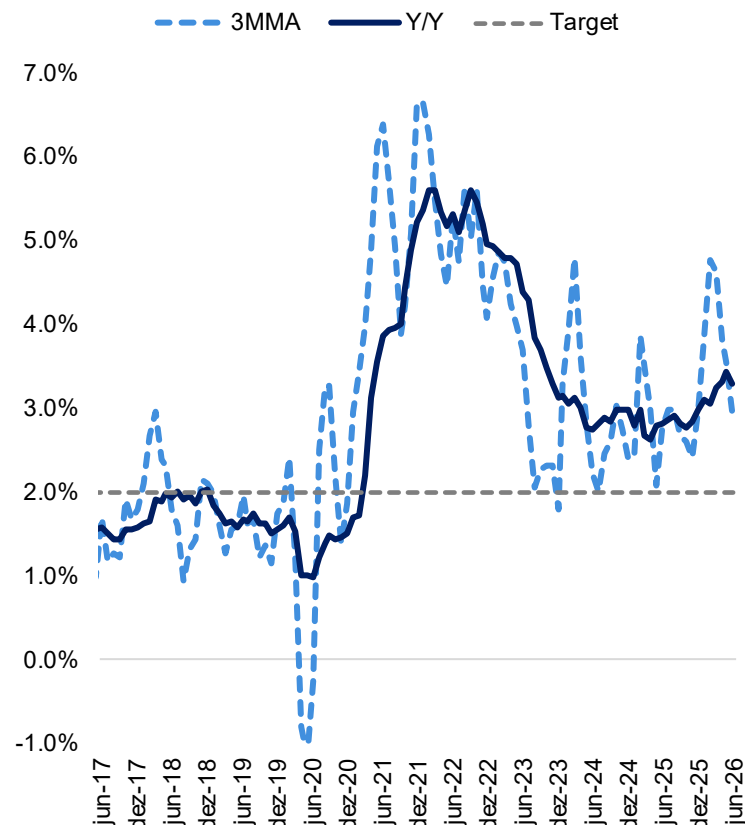


EUA: Inflação

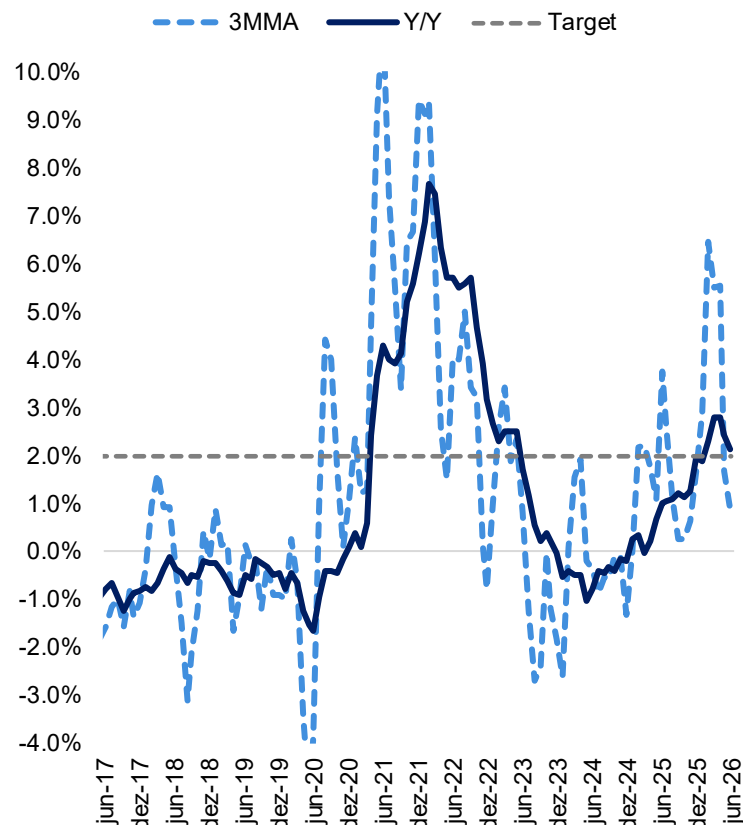
Leitura benigna em junho, mas métricas móveis seguem em níveis muito elevados

- O Core PCE avançou 0,13% m/m em junho, abaixo do esperado, com a surpresa baixista concentrada em serviços. A leitura interrompeu a sequência de resultados mais fortes, mas o núcleo ainda roda em 3,3% a/a e avançou 3,4% t/t saar no 2T26. A inflação de bens segue pressionada, enquanto os serviços ex-habitação desaceleraram na margem. A composição melhorou, mas ainda não caracteriza uma retomada consistente da desinflação.

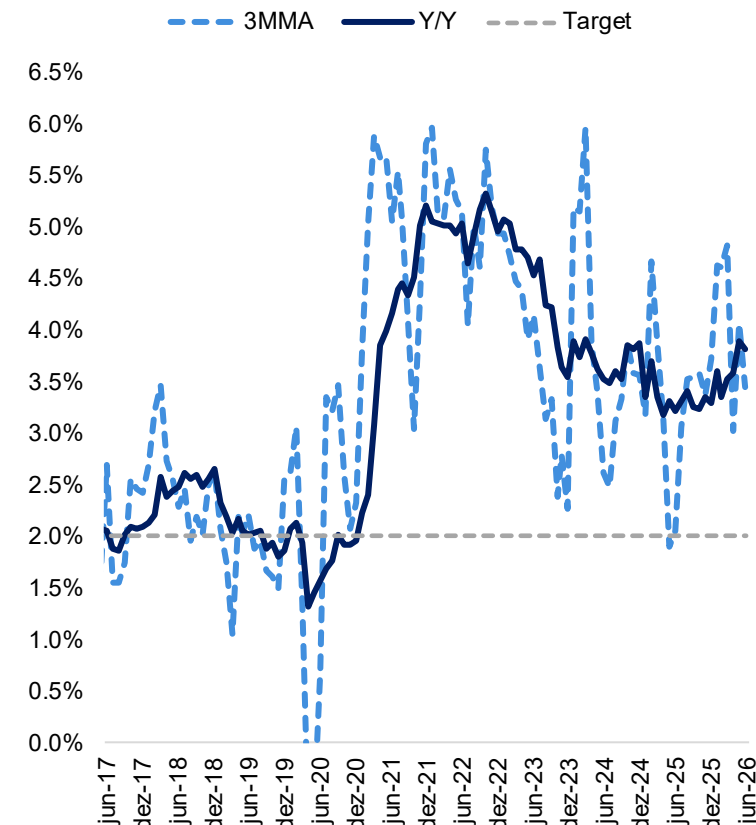
Núcleo PCE



Núcleo de Bens



Núcleo de Serviços ex-Habitação

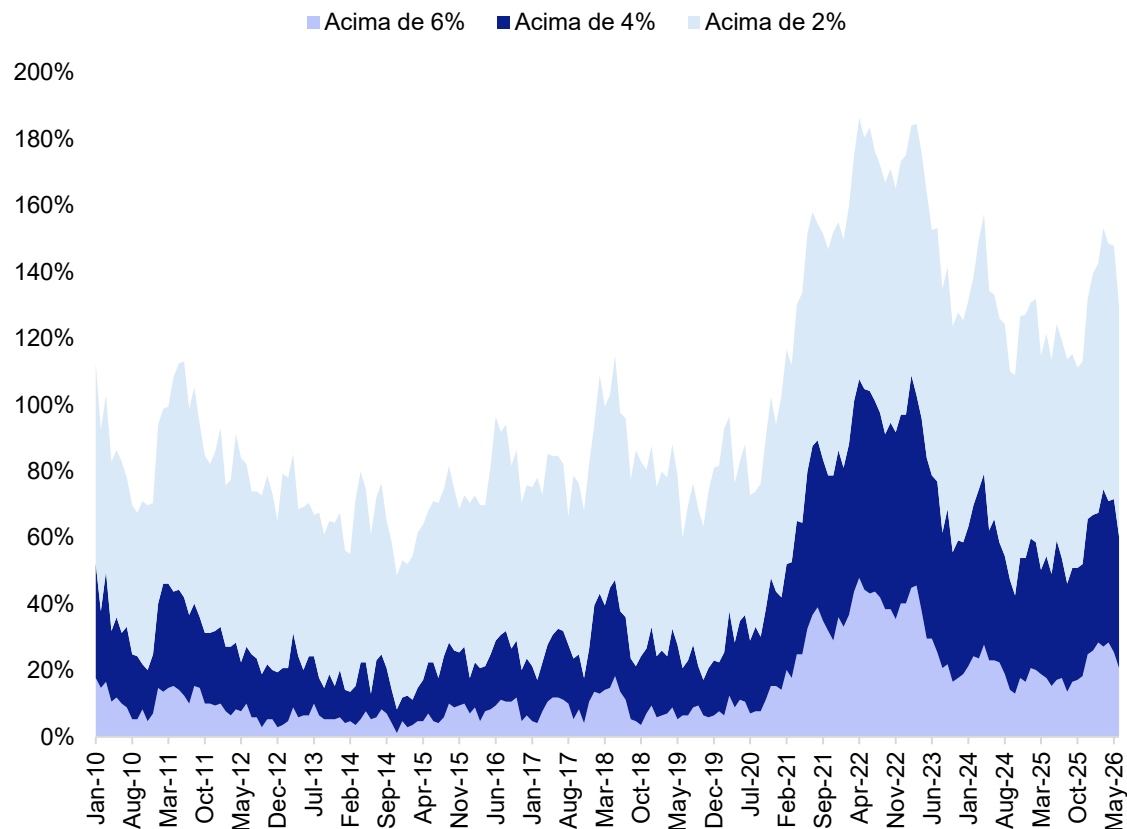


EUA: Inflação

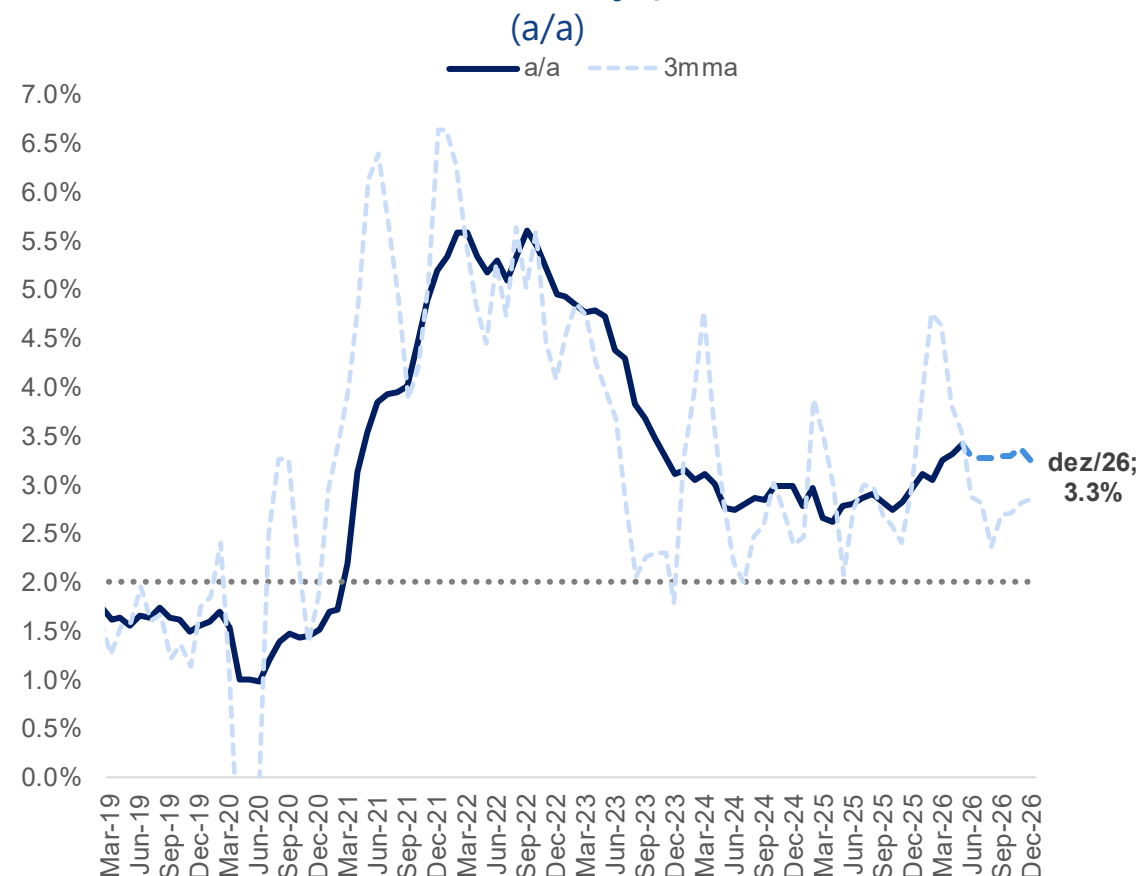
Desinflação deve seguir lenta e sujeita a riscos altistas

- A queda do petróleo reduz a pressão sobre o headline nos próximos meses, mas pouco altera a dinâmica do núcleo. A difusão ainda elevada, a persistência dos serviços e as pressões sobre bens associadas ao ciclo de investimento em inteligência artificial mantêm a inflação subjacente acima da meta. Projetamos Core PCE em 3,3% no fim de 2026 e 2,5% em 2027, com riscos ainda concentrados para cima.

Difusão do PCE



Core PCE Projeção

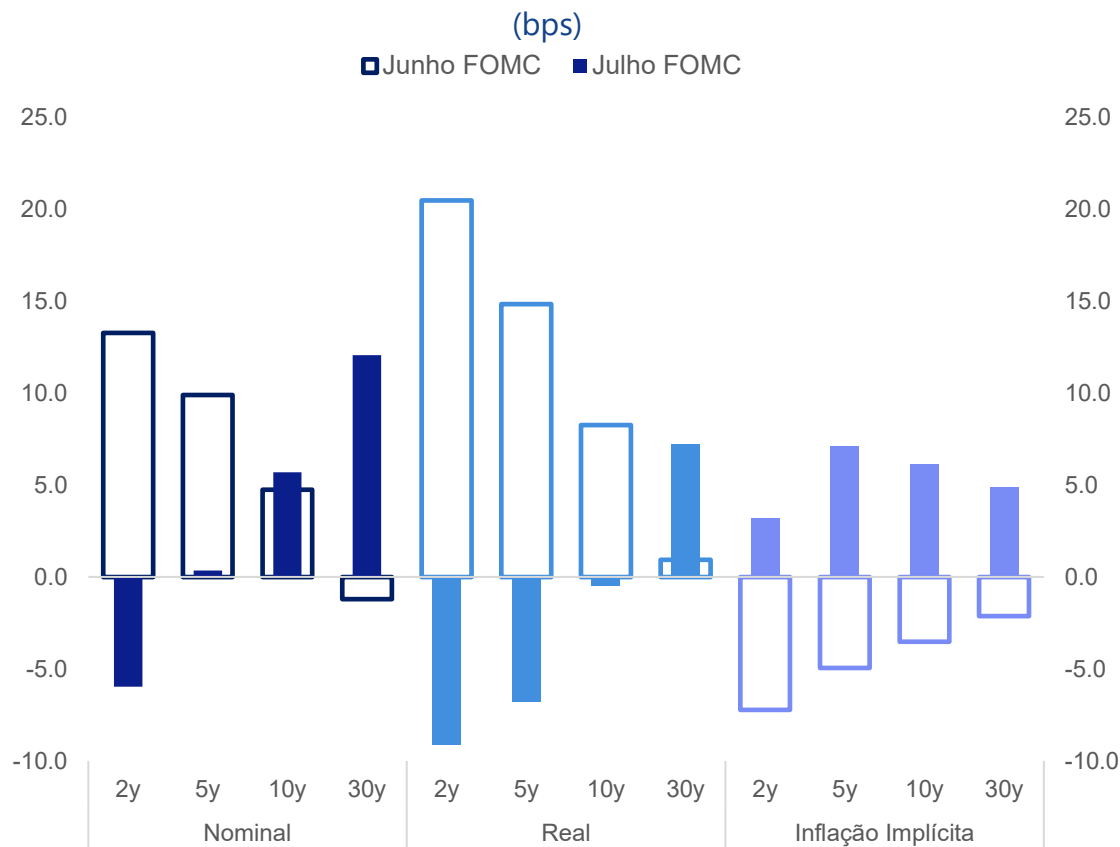


EUA: Política Monetária

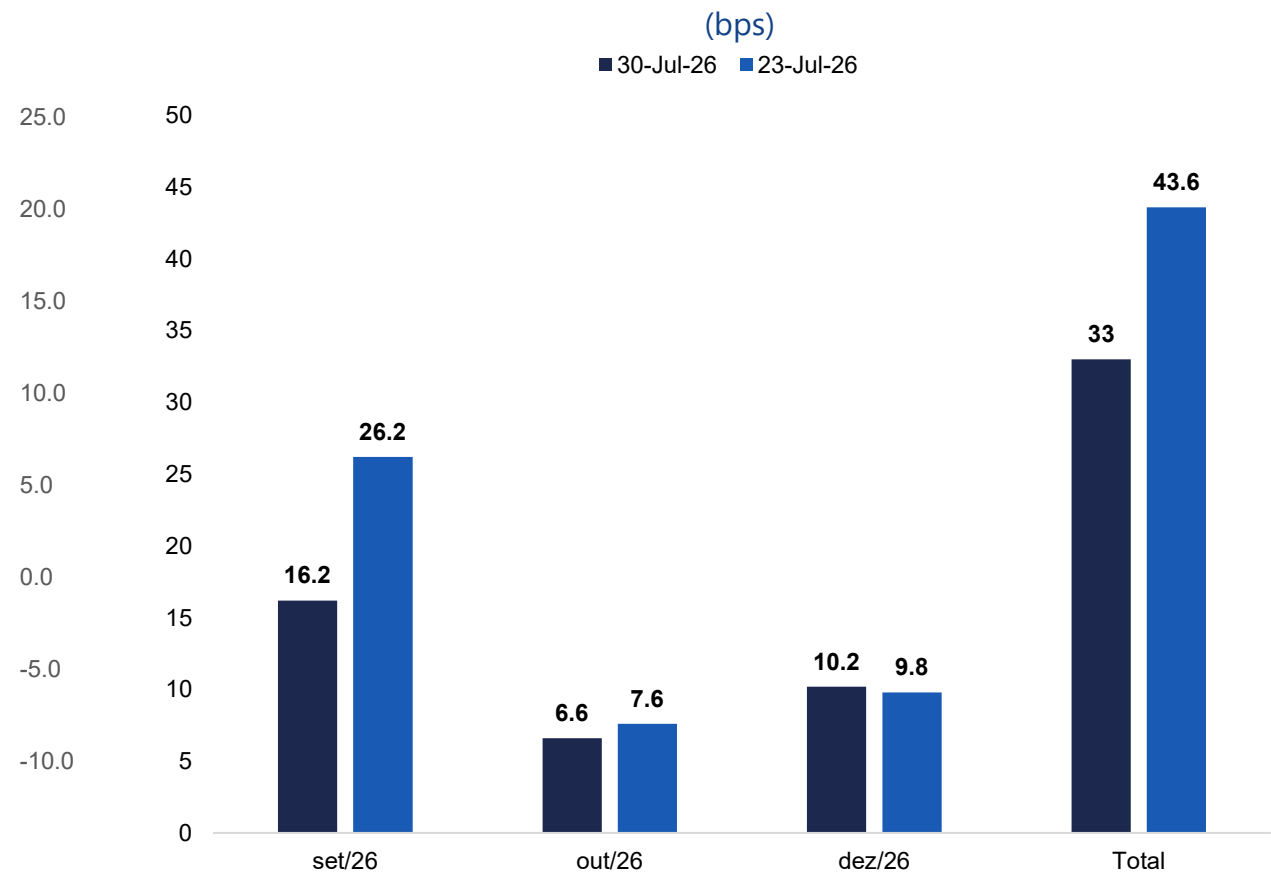
Inflação implícita avança em todos os vértices após a reunião de julho

- O FOMC manteve os juros em 3,50%–3,75% em julho, com três dissensos favoráveis a uma alta de 25 pb. Apesar do tom hawkish das considerações iniciais, o Q&A mais *dovish* levou o mercado a reduzir a precificação de altas e a incorporar um ciclo mais gradual. A reação da curva, contudo, não foi benigna. Houve um *steepening*, com recuo dos juros nos vértices curtos e abertura na parte longa. Além disso, a inflação implícita avançou em todos os prazos.

Movimento da Curva de Juros



Precificação do Mercado

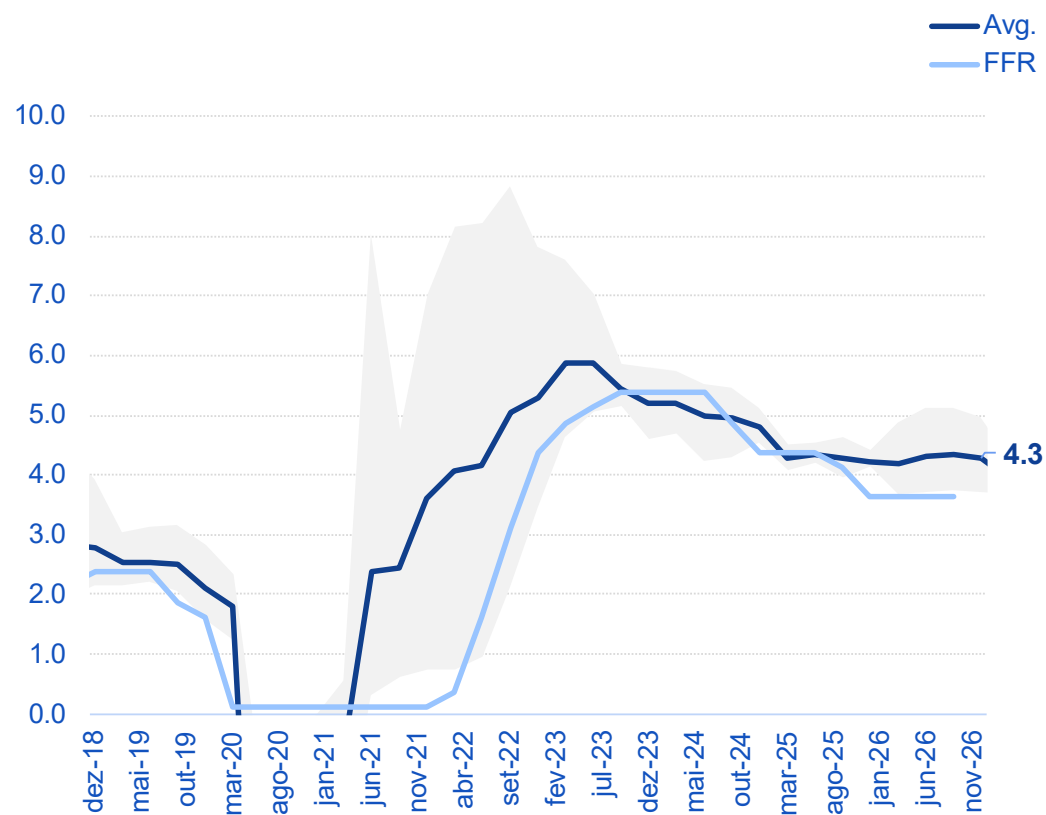


EUA: Política Monetária

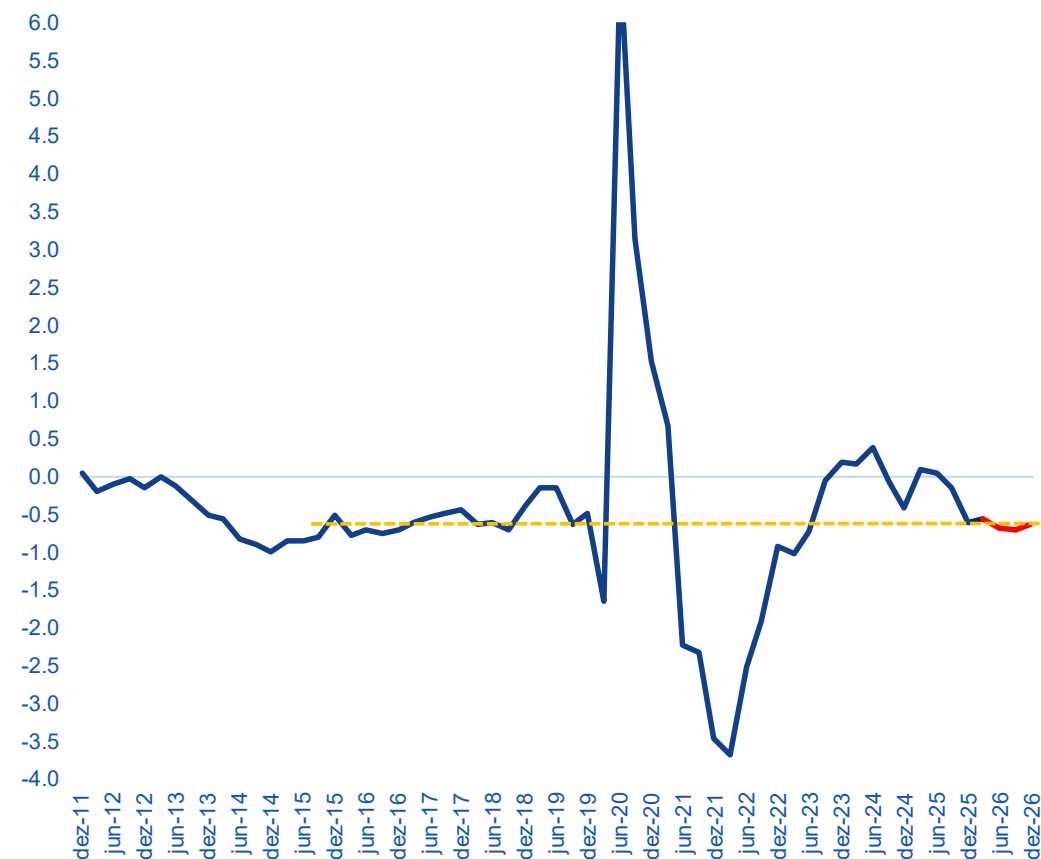
Esperamos que o Fed eleve a taxa de juros em 25 pb em setembro.

- A média das regras de Taylor aponta para uma Fed Funds Rate próxima de 4,3%, cerca de 70 pb acima do ponto médio do intervalo atual. Embora o Fed tenha operado historicamente abaixo da prescrição dessas regras, a persistência do desvio sugere que a política monetária permanece menos restritiva do que seria compatível com uma atividade resiliente e uma inflação ainda acima da meta. As regras de Taylor não devem ser interpretadas como uma prescrição mecânica, mas reforçam nosso cenário de alta de 25 pb em setembro.

Trajetória utilizando a média entre as regras de Taylor



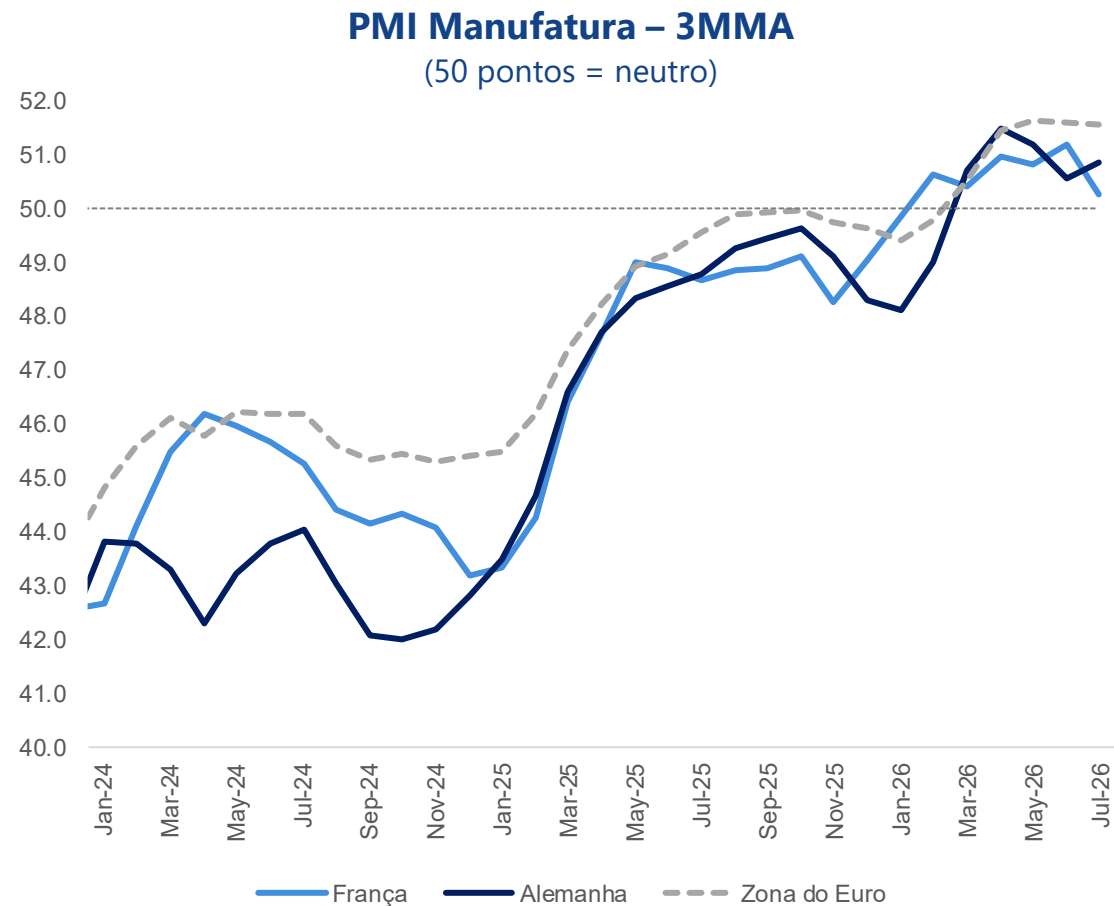
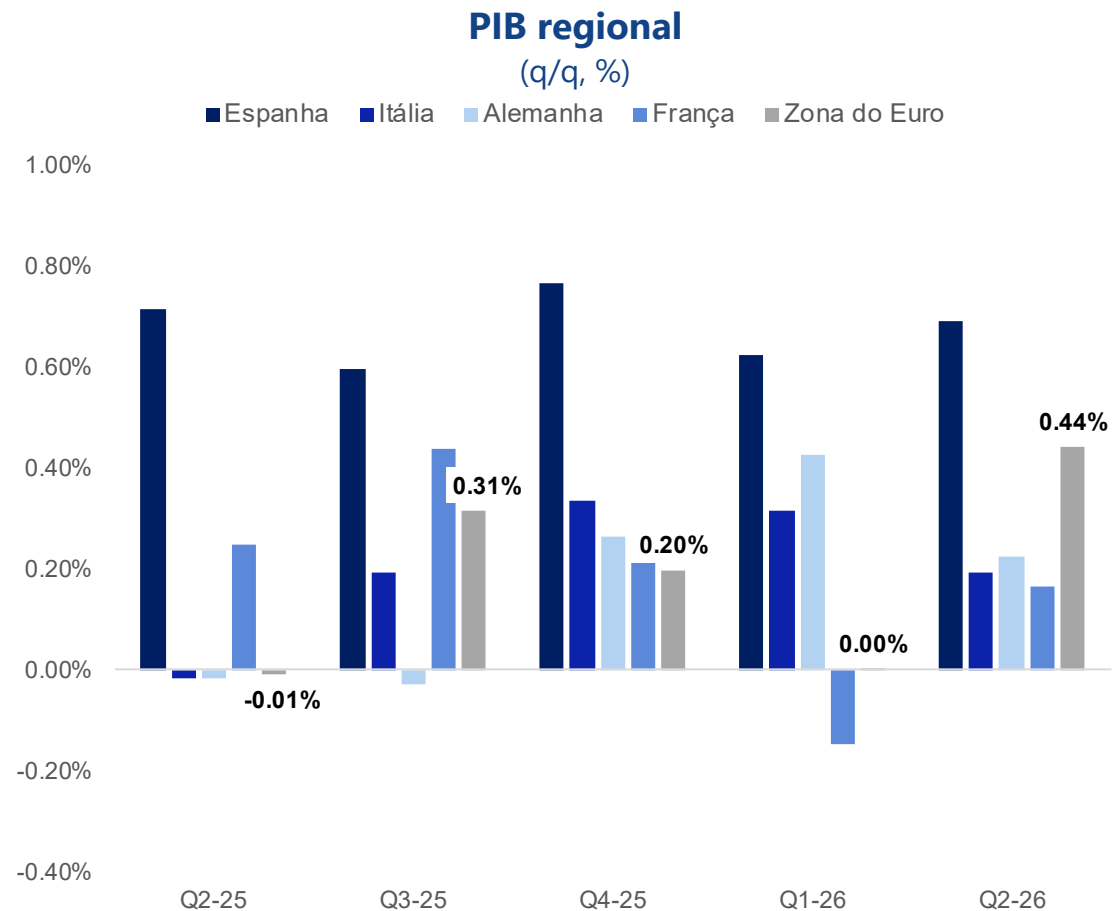
Gap Histórico: FFR vs. Média das Regras de Taylor



Zona do Euro: Atividade Econômica

PIB surpreende no 2T26

- O PIB da Zona do Euro cresceu 0,4% t/t no 2T26, acima do esperado, com avanço nas principais economias e destaque para a Espanha. A surpresa positiva e a queda do petróleo reduziram os riscos baixistas para o crescimento no curto prazo.

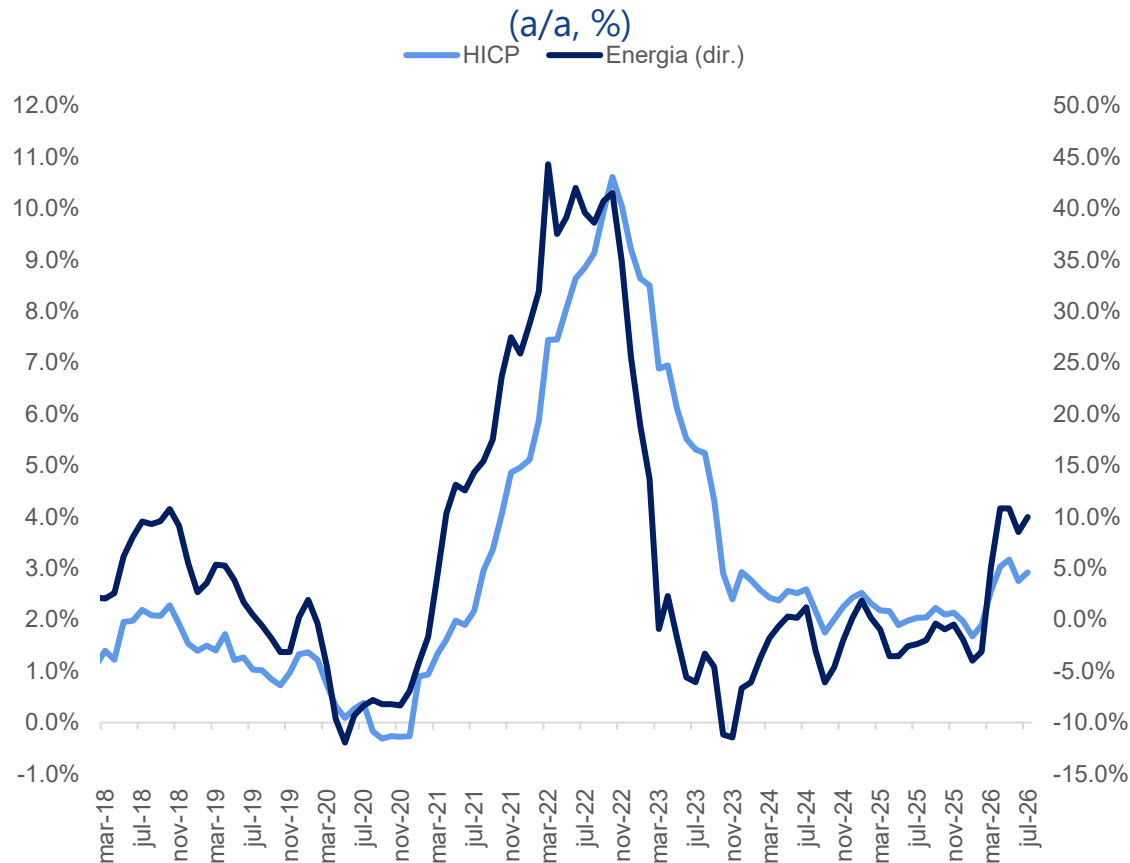


Zona do Euro: Inflação

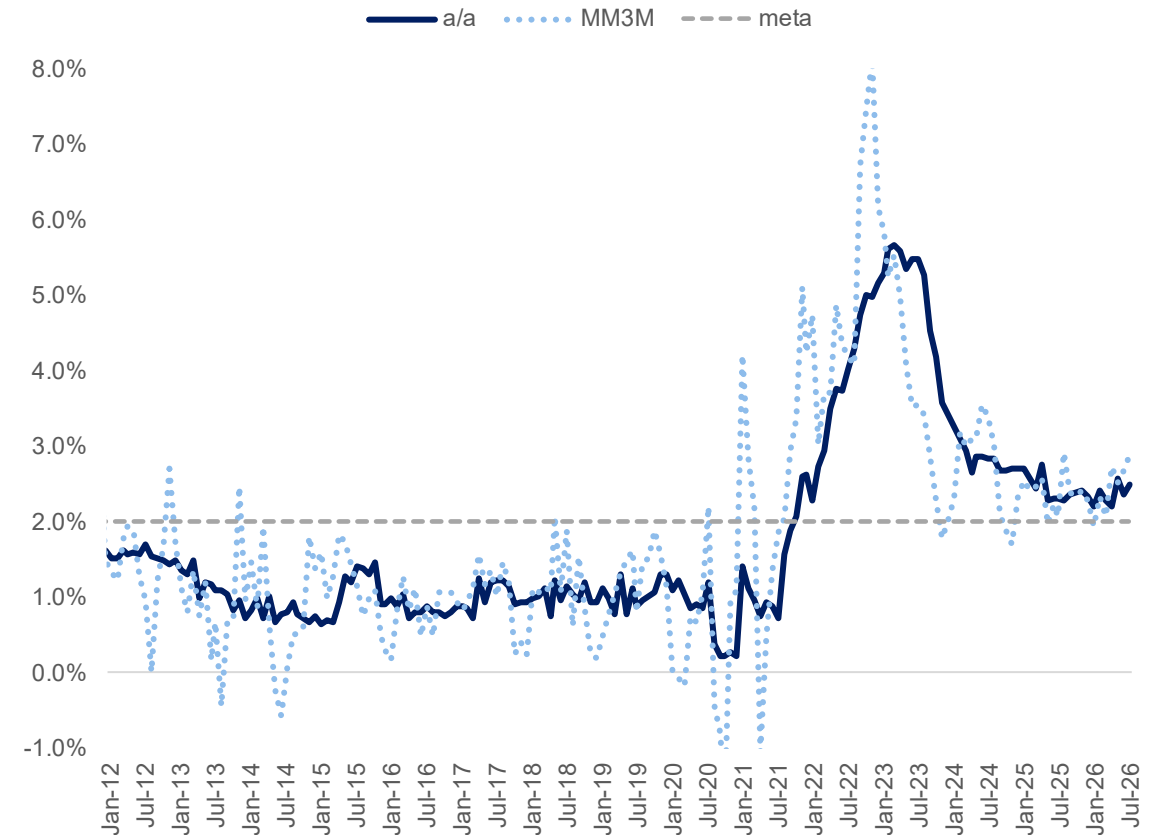
Núcleo surpreende marginalmente, mas composição não altera o cenário para o BCE

- A inflação da Zona do Euro avançou de 2,8% para 2,9% a/a em julho, impulsionada pela energia. O núcleo subiu de 2,4% para 2,5%, marginalmente acima do esperado, sobretudo pela aceleração dos bens industriais não energéticos, e não por uma piora relevante das pressões domésticas. A leitura não altera materialmente a discussão para o BCE, cujas projeções já contemplam uma aceleração do núcleo até o 1T27.

HICP e Preços de Energia



Núcleo de Inflação

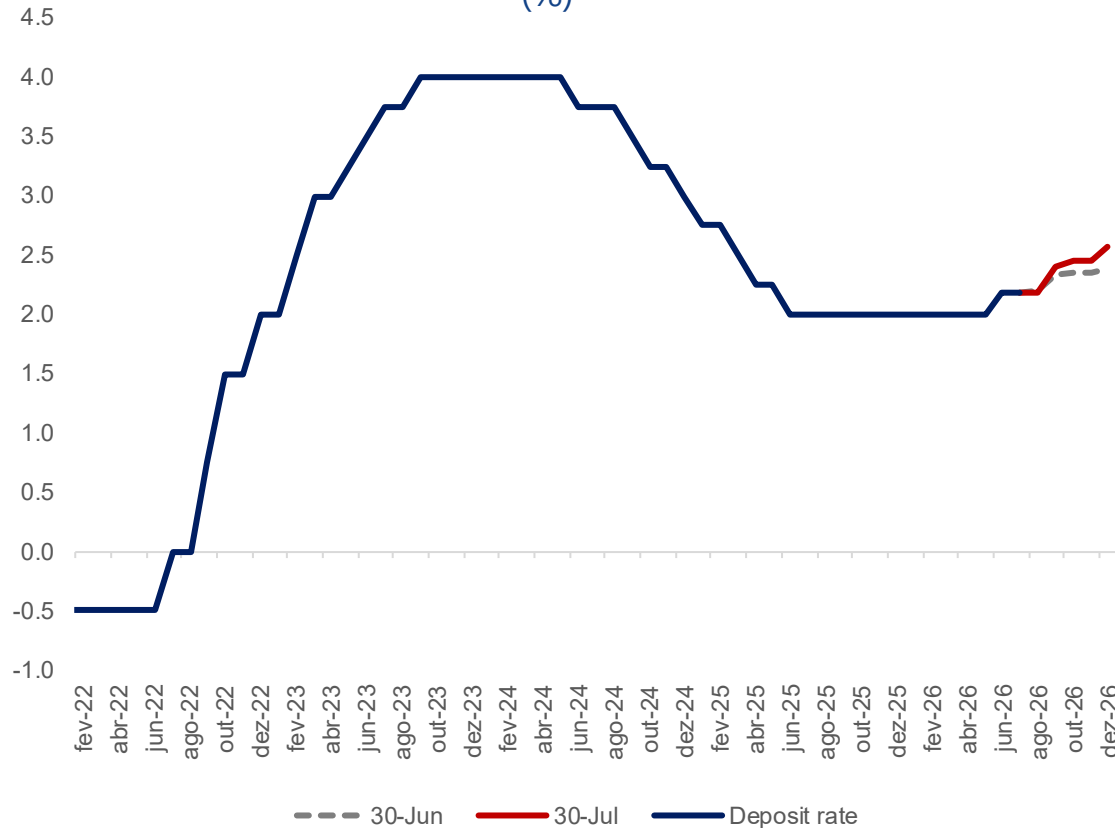


Zona do Euro: Política Monetária

Mais uma alta de juros em setembro

- Após elevar a taxa de depósito para 2,25% em junho, o BCE manteve os juros inalterados em julho e preservou a opcionalidade, sem sinalizar um ciclo prolongado de aperto. A atividade mais resiliente e a inflação ainda acima da meta sustentam nosso cenário de uma alta final de 25 pb em setembro, levando a taxa de depósito para 2,50%.

Precificação de Mercado: Taxa de Depósito (%)



Condições Financeiras



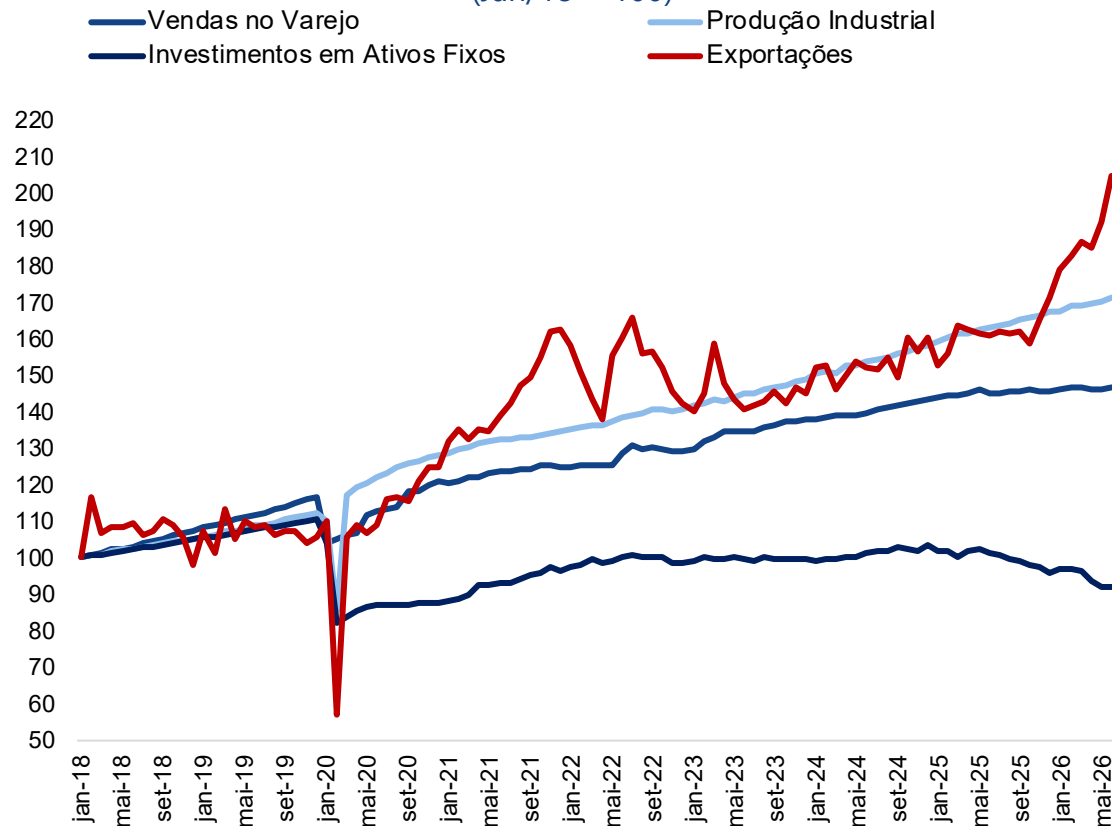
China: Atividade Econômica

A economia em duas velocidades persiste.

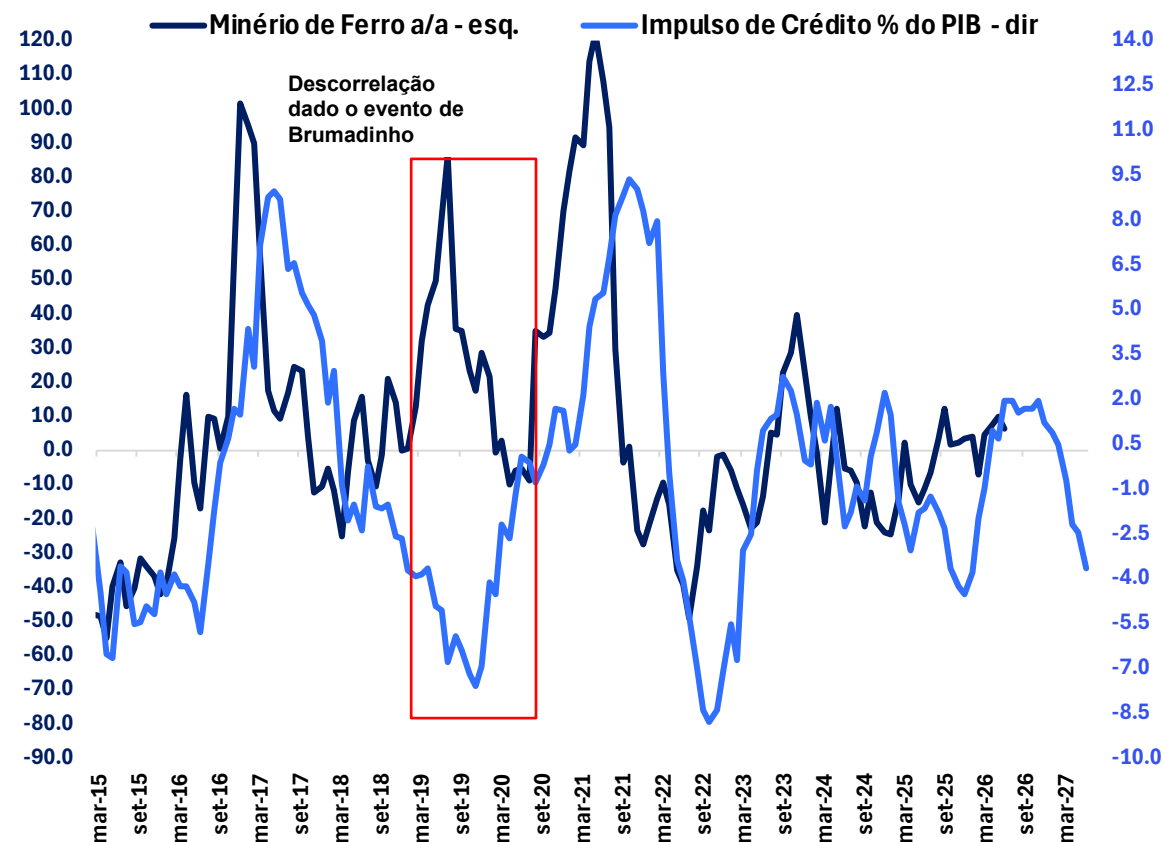
- Os dados do 2T confirmaram a perda de tração da economia doméstica, após a forte fraqueza observada em abril e maio, embora a recuperação de junho tenha deixado um carregamento positivo para o 3T. A dinâmica segue marcada por uma economia em duas velocidades: exportações, tecnologia e setores industriais continuam sustentando a atividade, enquanto consumo, setor imobiliário e crédito permanecem enfraquecidos. O crescimento abaixo do intervalo compatível com a meta oficial acende um sinal de alerta e aumenta marginalmente a pressão por novos estímulos, ainda que a urgência da política econômica permaneça limitada.

Indicadores de Atividade Econômica

(Jan/18 = 100)



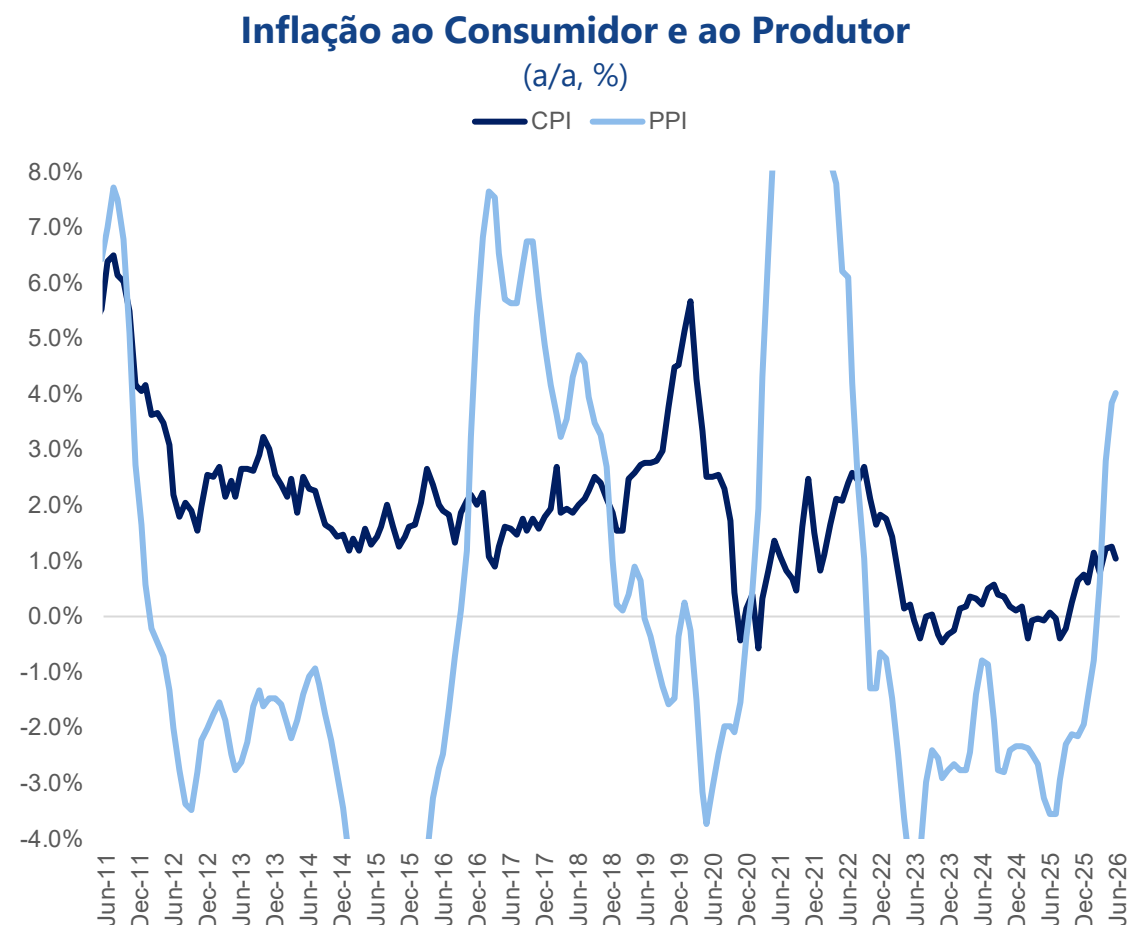
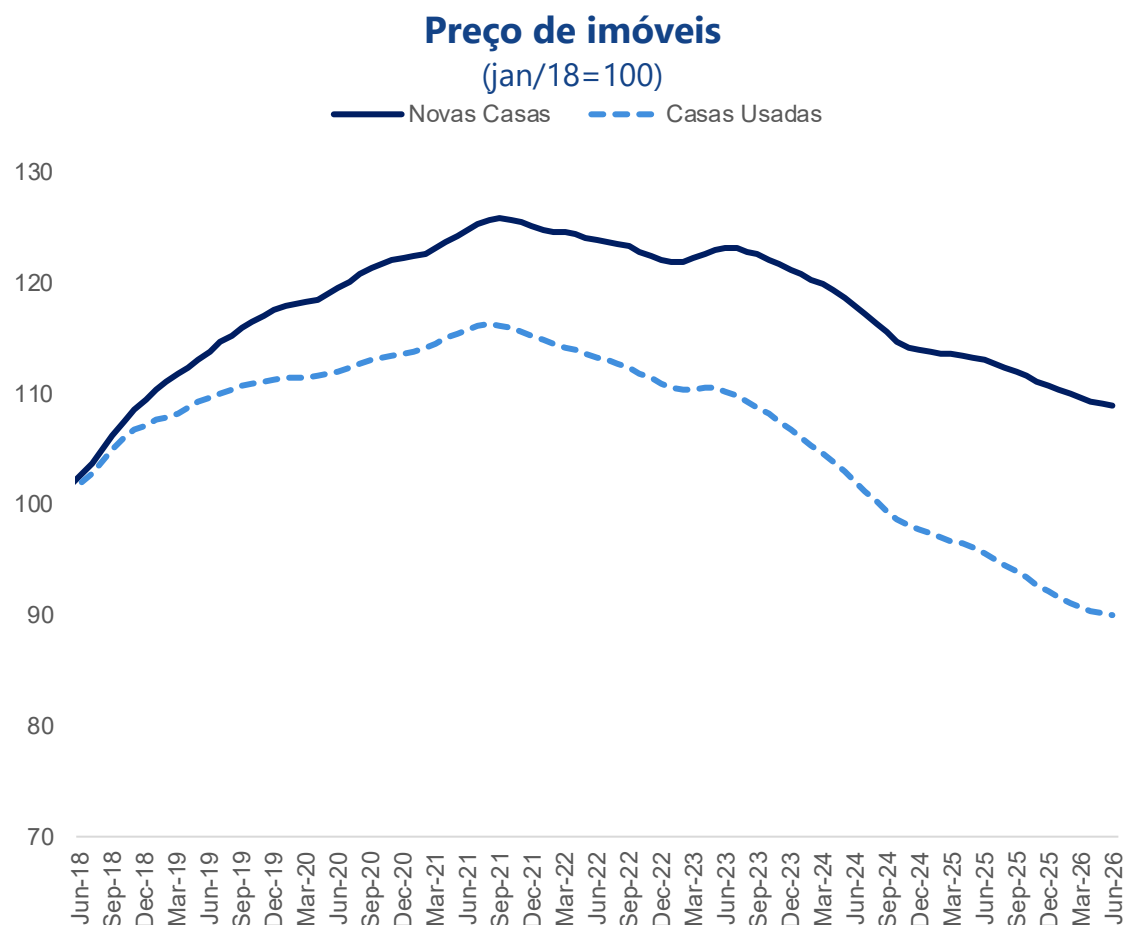
Impulso de Crédito (% do PIB)



China: Inflação

Inflação: choque de oferta, não de demanda

- Energia e insumos estão pressionando a inflação cheia, mas esses efeitos parecem já ter atingido o pico. A fraqueza da demanda deve limitar o repasse para outros preços e os efeitos de segunda ordem.



Principais projeções – Cenário Global

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Estados Unidos											
PIB (% 4T/4T)	2,99	2,12	3,35	-0,92	5,76	1,32	3,39	2,40	2,23	2,3	2,2
PIB (% acum, no ano)	2,46	2,97	2,58	-2,08	6,15	2,52	2,93	2,79	2,17	2,2	2,2
Taxa de Desemprego (%)	4,13	3,91	3,55	6,70	3,94	3,49	3,77	4,09	4,38	4,3	4,3
PCE Headline (% a/a)	1,75	2,05	1,43	1,09	4,13	6,54	3,81	2,62	2,90	3,4	2,3
PCE Núcleo (% a/a)	1,60	1,90	1,65	1,32	3,57	5,34	4,18	2,94	3,00	3,3	2,5
CPI Headline (% a/a)	2,11	1,91	2,29	1,36	7,04	6,45	3,35	2,89	2,68	3,2	2,3
CPI Núcleo (% a/a)	1,78	2,18	2,26	1,62	5,45	5,71	3,93	3,24	2,64	2,7	2,4
Fed Funds Rate (% midpoint)	1,38	2,38	1,63	0,13	0,13	4,38	5,38	4,38	3,63	4,1	4,3
Zona do Euro											
PIB (% y/y)	2,60	1,80	1,60	-6,00	6,30	3,50	0,40	0,90	1,40	0,6	1,2
CPI Headline (% y/y)	1,53	1,76	1,19	0,25	2,60	8,36	5,47	2,37	2,12	2,8	2,2
CPI Núcleo (% y/y)	1,01	1,01	1,05	0,69	1,45	3,94	4,96	2,86	2,42	2,4	2,4
ECB Deposit Rate (%)	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,00	2,00	2,5	2,5
China											
PIB (% y/y)	6,90	6,70	6,00	2,20	8,40	3,00	5,20	5,00	5,00	4,6	4,4
CPI Headline* (% y/y)	1,55	2,13	2,90	2,51	0,92	1,96	0,24	0,24	0,05	1,2	1,2
Taxas de juros e moedas*											
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	2,41	2,69	1,92	0,92	1,51	3,88	3,88	4,57	4,17	4,4	4,3
USD/EUR - final de período	1,20	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,04	1,17	1,2	1,2
CNY/USD - final de período	6,51	6,88	6,96	6,53	6,36	6,90	7,10	7,30	6,99	6,7	6,6
Índice DXY	92,12	96,17	96,39	89,94	95,67	103,52	101,33	108,49	98,32	99,2	97,0

*Consenso Bloomberg;



Atividade Econômica



Ederson Schumanski

Ederson.Schumanski@btgpactual.com

Tel: +55 (11) 3383 3453

Bruno Martins

Bruno-S.Martins@btgpactual.com

Tel: +55 (21) 3262 4728

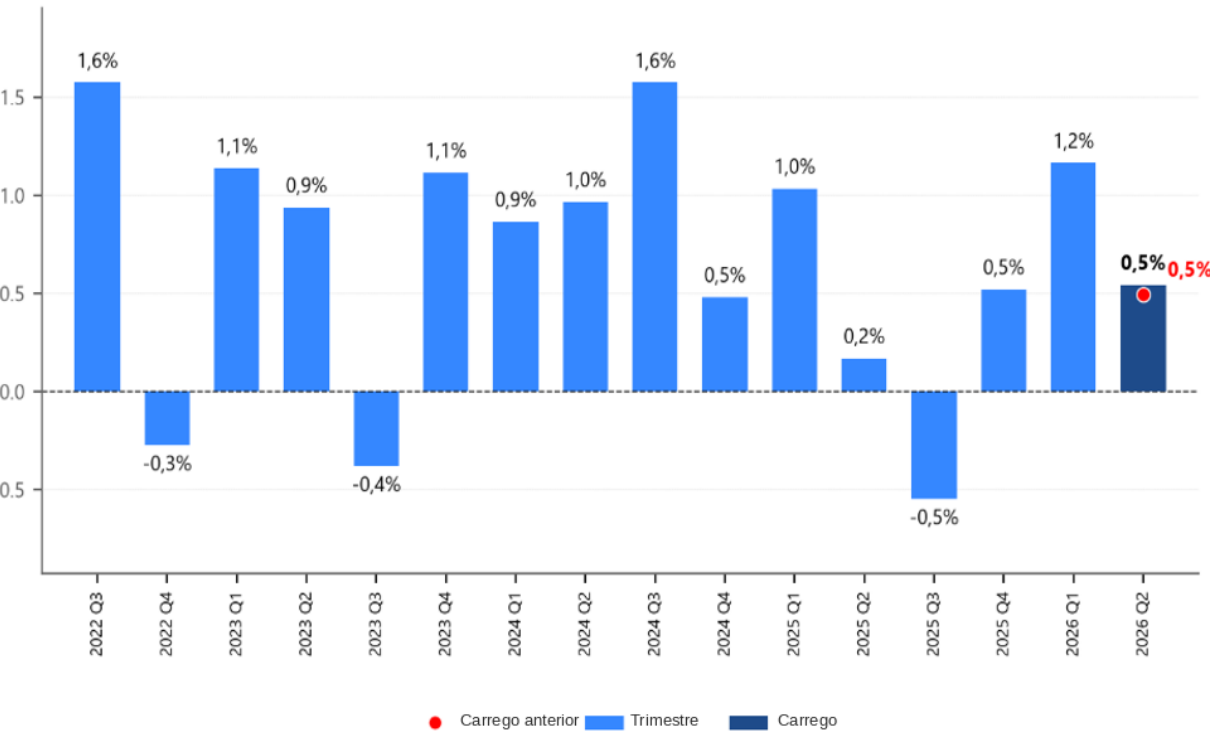


- Os dados divulgados até o momento vão na direção de uma desaceleração da atividade econômica no segundo trimestre, após um início de ano muito forte. Projetamos PIB de +0,5% com ajuste sazonal após +1,1% no primeiro trimestre, em linha com nossa estimativa de PIB potencial. Mantemos nossa projeção de crescimento deste ano em 2,0%. Por outro lado, o cenário para o próximo ano está mais adverso, com a manutenção de uma taxa de juros em patamar ainda elevado e um impulso fiscal próximo da neutralidade. Refletindo esse ambiente, esperamos crescimento de apenas 1,1% do PIB em 2027, com assimetria baixista.
- As principais pesquisas do IBGE (PIM, PMC e PMS) apontaram surpresas baixistas em relação ao esperado nos últimos dois meses. Apesar disso, não alteraram nossa visão para o PIB do segundo trimestre (+0,5% t/t). A indústria (PIM) segue sendo o setor mais resiliente, com recuperação após fraqueza ao longo de 2025. Por outro lado, os serviços (PMS) às empresas têm mostrado desaceleração neste ano, após terem sido o segmento mais resiliente ao longo do ano passado, enquanto os serviços às famílias seguem em crescimento robusto. Por fim, dados do comércio (PMC) apontam maior fraqueza em relação aos três primeiros meses do ano, podendo ser efeito “ressaca” do pagamento dos precatórios que foi concentrado em março.
- O mercado de trabalho segue apertado, mas com sinais mais claros de acomodação nos últimos três meses e destaque para o arrefecimento dos rendimentos. Os dados do segundo trimestre mostraram moderação na geração de empregos, com estabilização da ocupação da PNAD após um primeiro trimestre forte. Essas evidências apontam para uma alta da taxa de desemprego com ajuste sazonal ao longo dos próximos meses.
- Diante de um cenário com famílias apresentando altos níveis de endividamento e comprometimento de renda em um ambiente de elevada taxa de juros, o crédito segue sendo a principal preocupação do cenário de atividade, principalmente para o próximo ano. Esse quadro reforça nosso viés baixista para 2027, que já contempla um crescimento do PIB de 1,1%, refletindo uma política monetária ainda em terreno contracionista e uma política fiscal que deixa de ser expansionista para ser mais próxima da neutralidade.

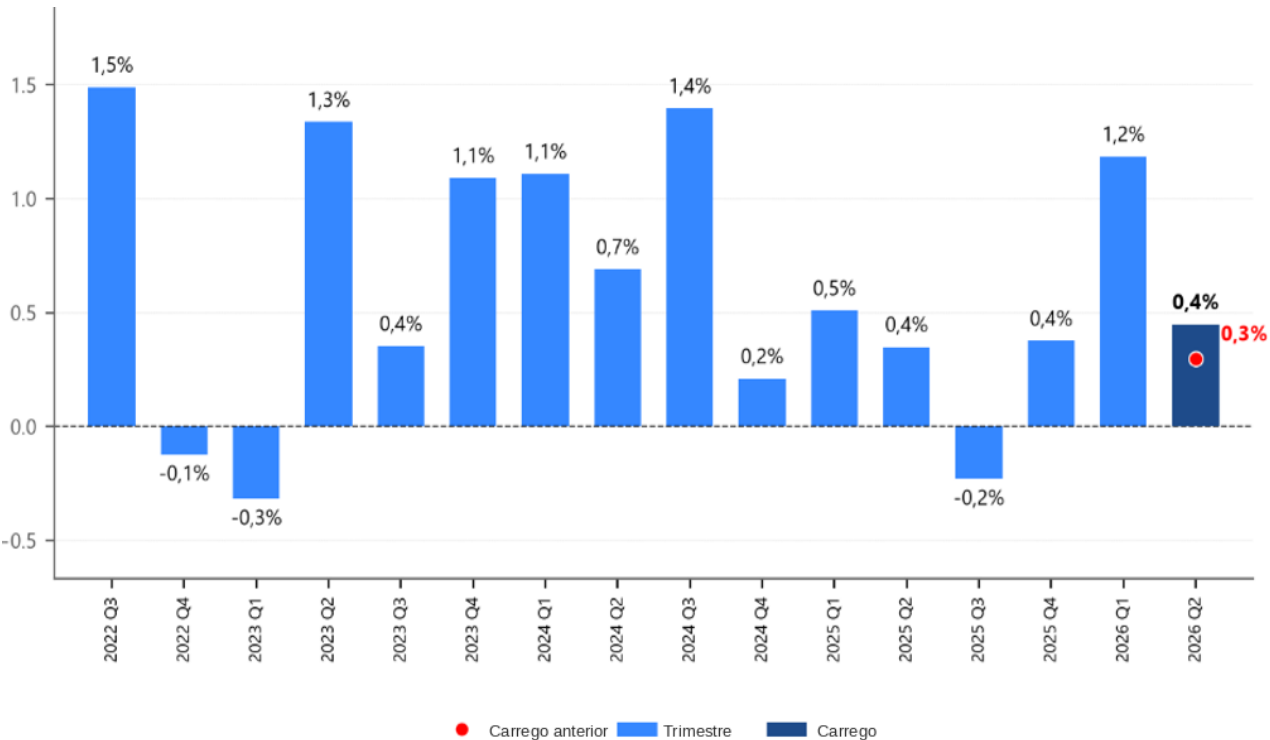
PIB 2026Q2 com desaceleração

- Os dados divulgados até o momento vêm confirmando uma desaceleração do PIB no segundo trimestre, após o forte resultado do primeiro, para um ritmo de crescimento mais próximo do potencial.

IBC-Br (variação trimestral s.a.)

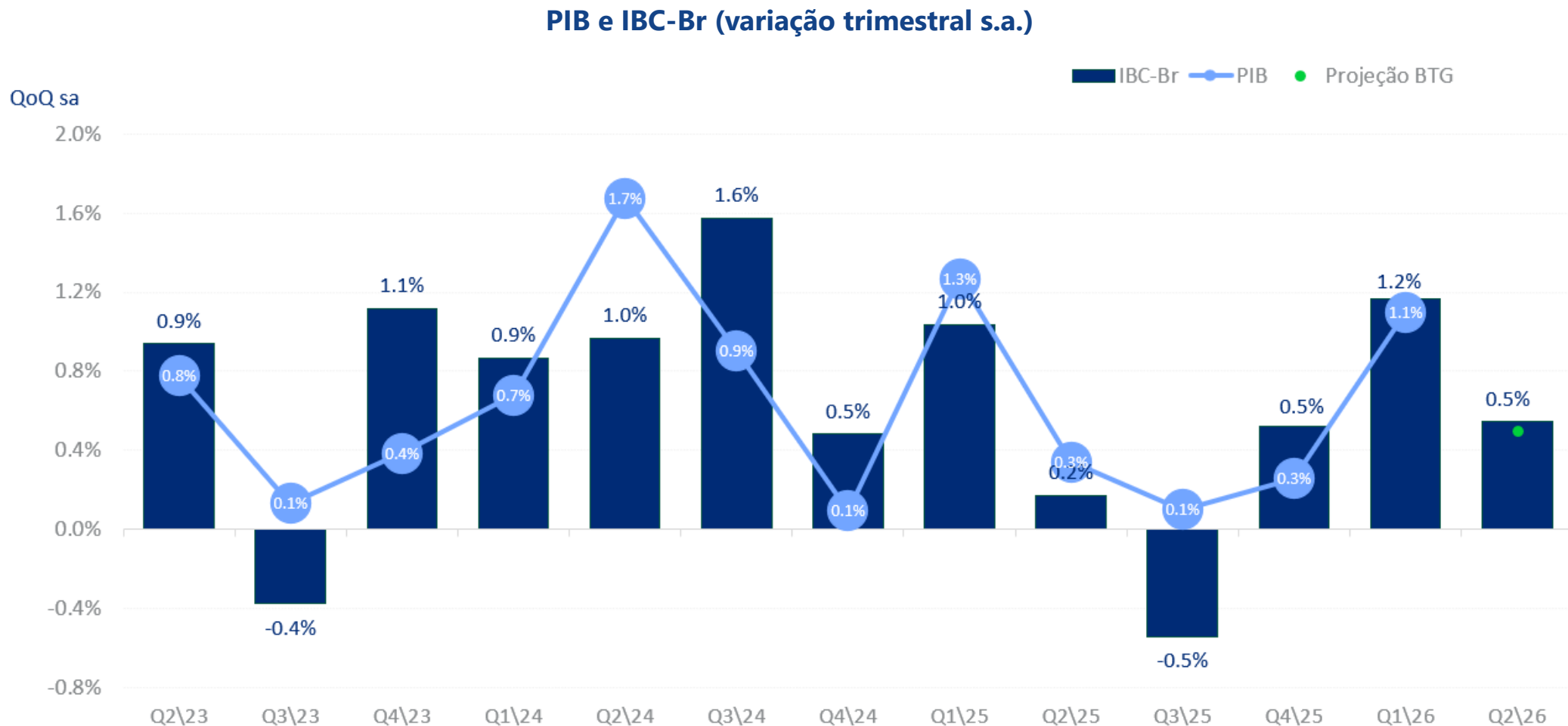


IBC-Br ex-Agro (variação trimestral s.a.)



PIB 2026Q2 com desaceleração

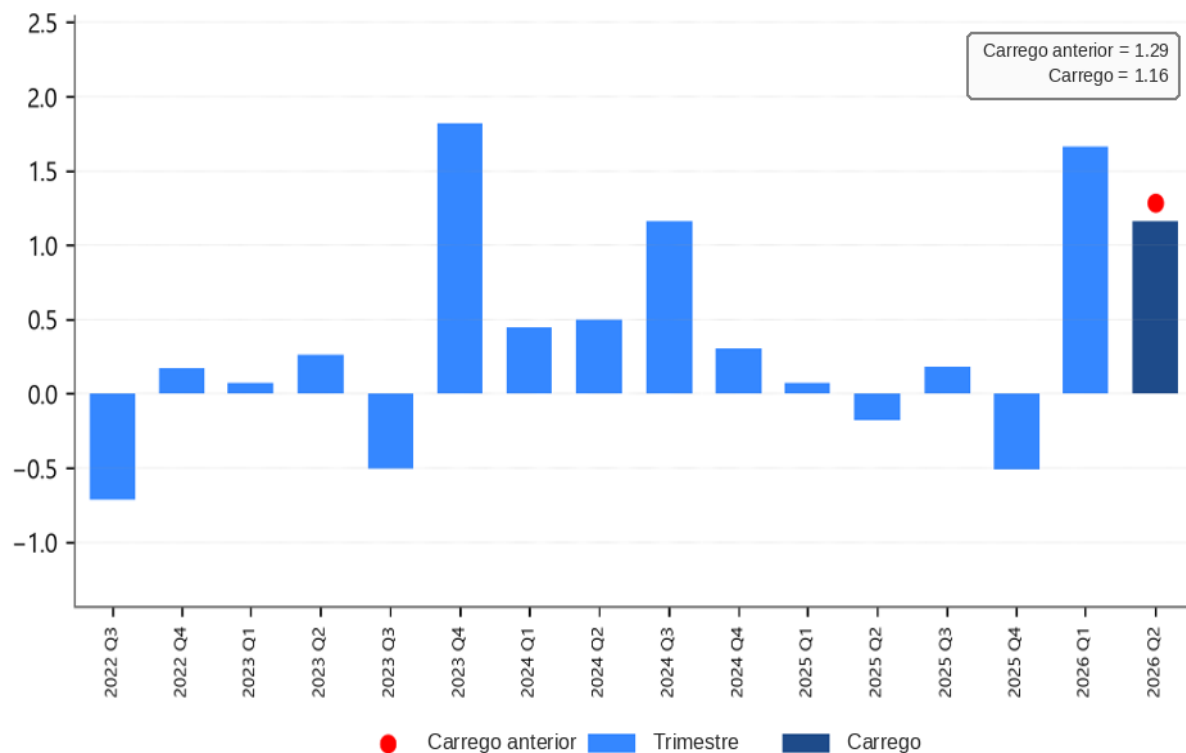
- Projetamos crescimento do PIB de +0,5% com ajuste sazonal no segundo trimestre, após 1,1% nos primeiros três meses do ano.



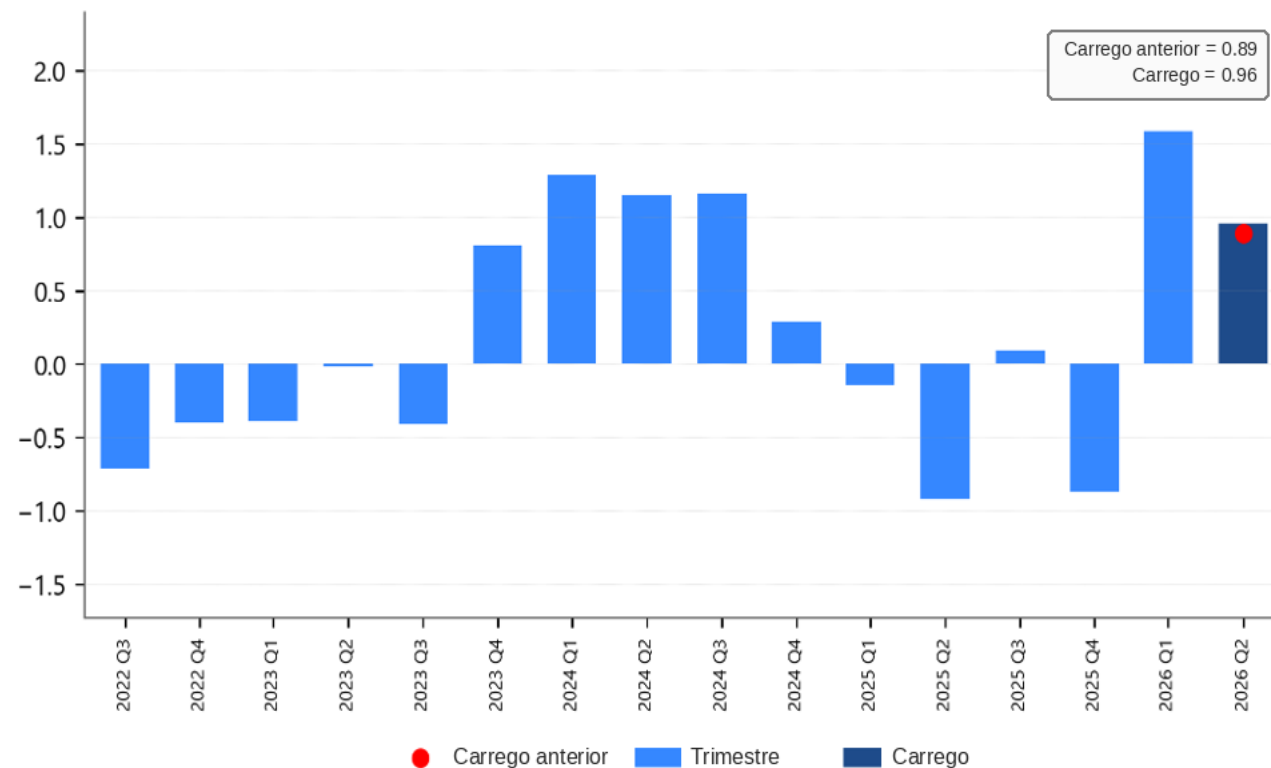
Indústria segue sendo o setor com maior resiliência

- A indústria de transformação segue resiliente neste trimestre, mesmo após um início de ano forte.

PIM (variação trimestral s.a. e carregos para 2T26)



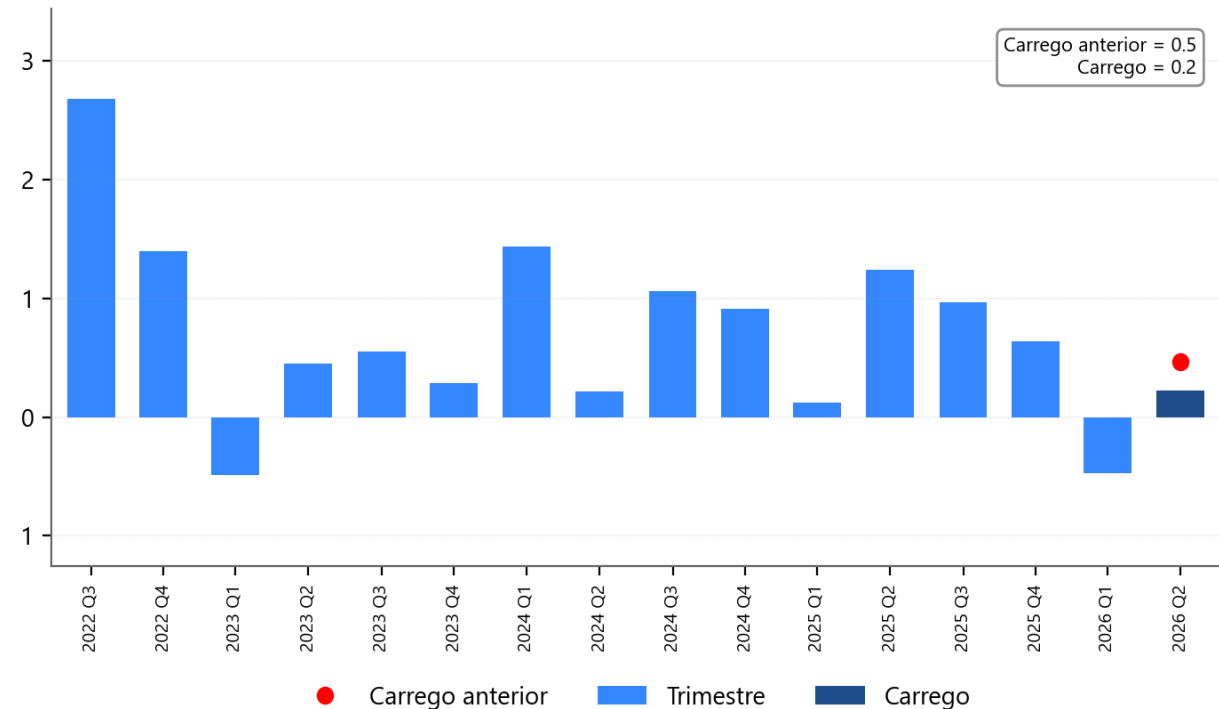
PIM – Indústria de Transformação (variação trimestral s.a. e carregos para 2T26)



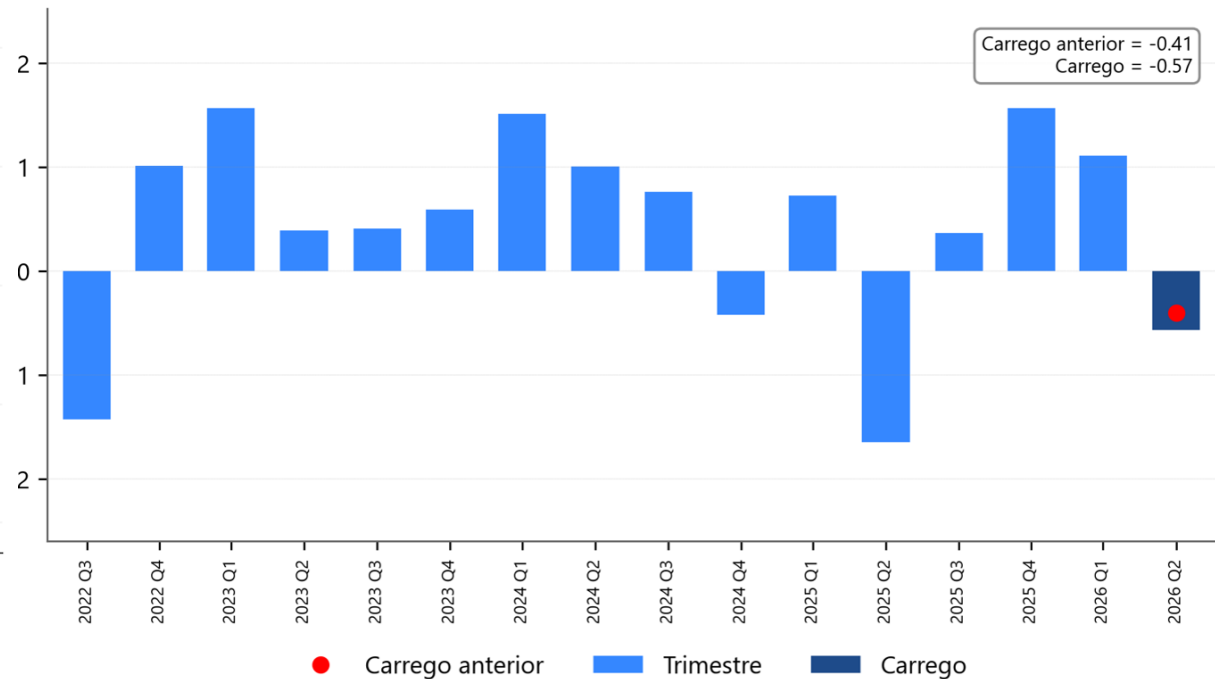
Serviços mais fracos

- PMS vem mostrando fraqueza neste primeiro semestre, após um ano de 2025 bastante resiliente. Por sua vez, os dados do comércio ficaram mais fracos após o desempenho robusto do início do ano, podendo indicar uma “ressaca” após o impulso do pagamento de precatórios em março.

PMS (variação trimestral s.a.)



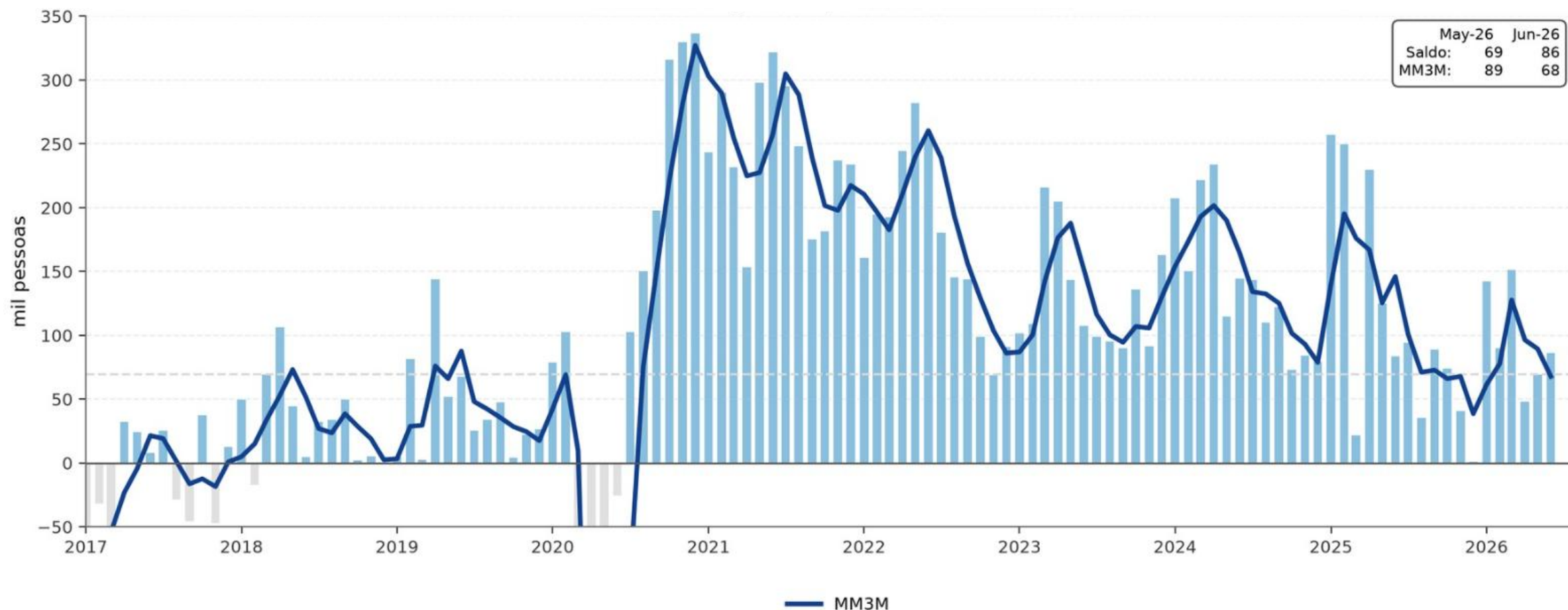
PMC Ampliado (variação trimestral s.a.)



Criação líquida de vagas formais do CAGED

- O mercado de trabalho segue resiliente neste primeiro semestre, mas dados do segundo trimestre mostraram sinais de alguma acomodação, após um primeiro trimestre bastante forte.

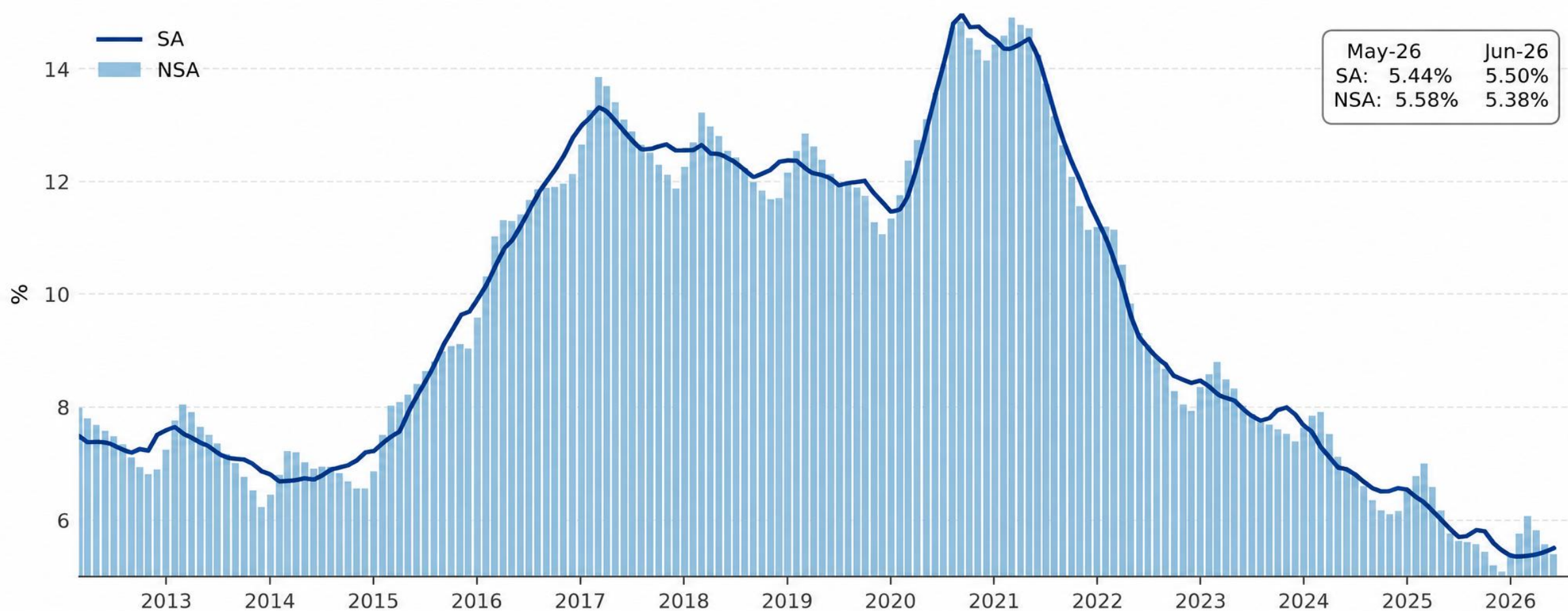
Criação líquida de vagas formais (SA e MM3)



Taxa de desemprego abaixo da NAIRU

- A taxa de desemprego com ajuste sazonal permanece próxima das mínimas históricas, porém começamos a ver alta marginal. Projetamos que a taxa de desemprego encerre o ano em 5,8% com ajuste sazonal, após alcançar a mínima de 5,3% no primeiro trimestre.

Taxa de desemprego (SA e NSA)



Ocupação estável no segundo trimestre

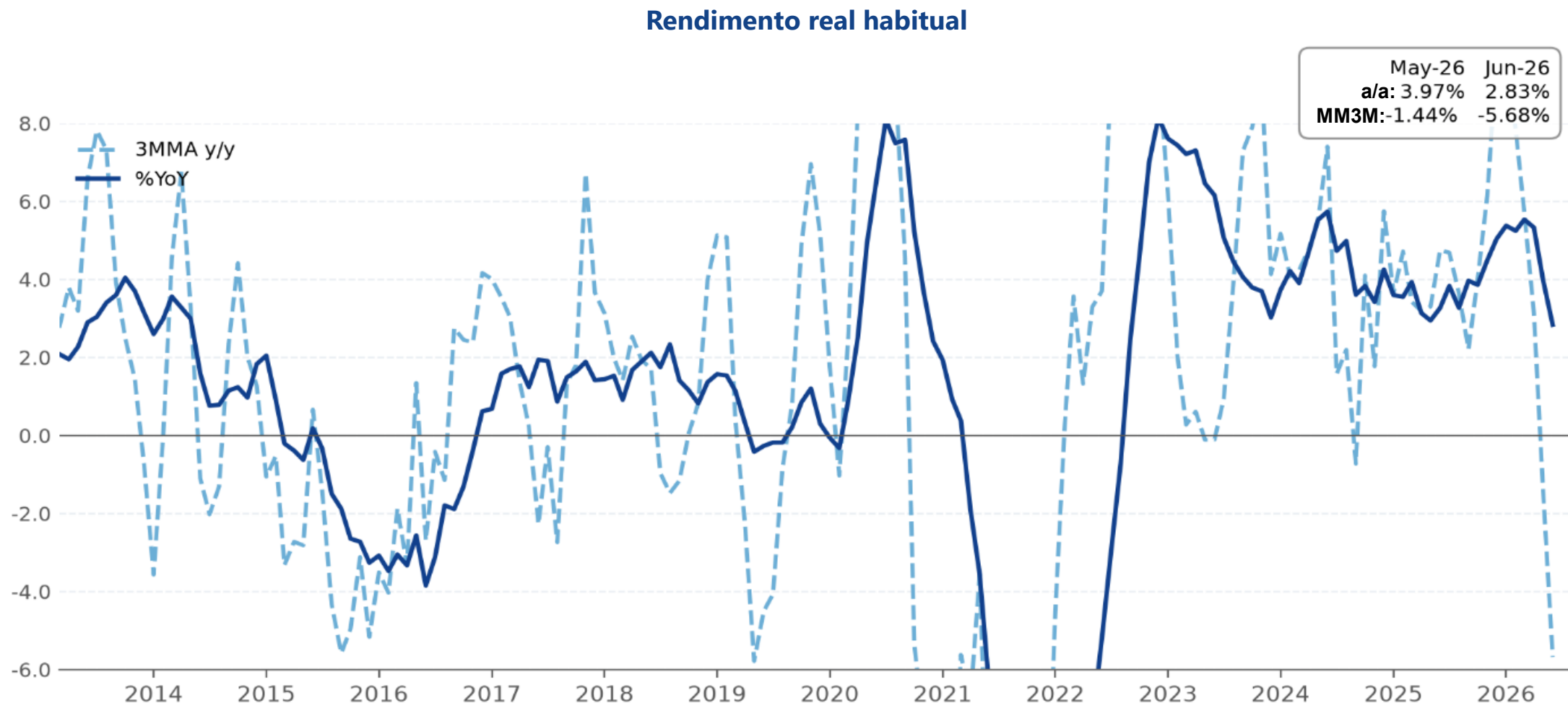
- Após forte expansão no primeiro trimestre, a ocupação ficou estável entre abril e junho, o que contribuiu para a subida marginal da taxa de desemprego.

População ocupada e taxa de participação



Rendimento real com desaceleração

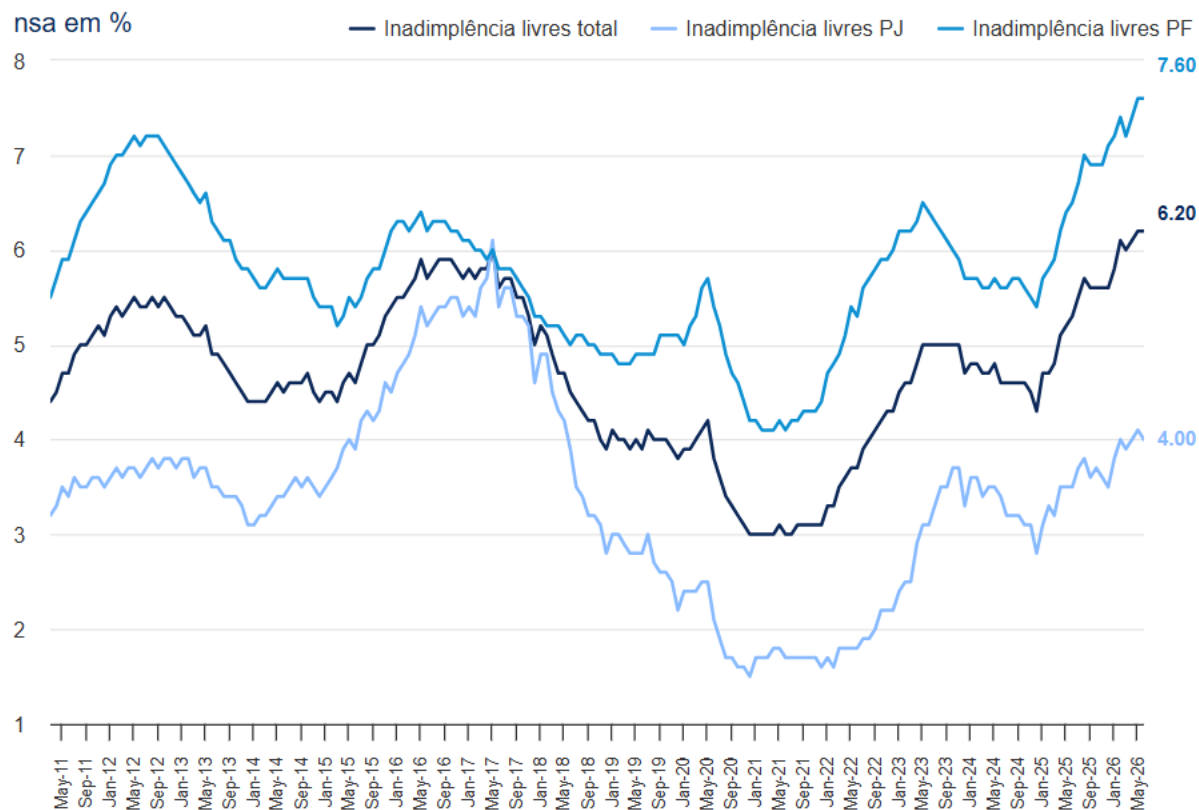
- As últimas três divulgações da PNAD trouxeram desaceleração dos rendimentos, sinalizando acomodação do mercado de trabalho.



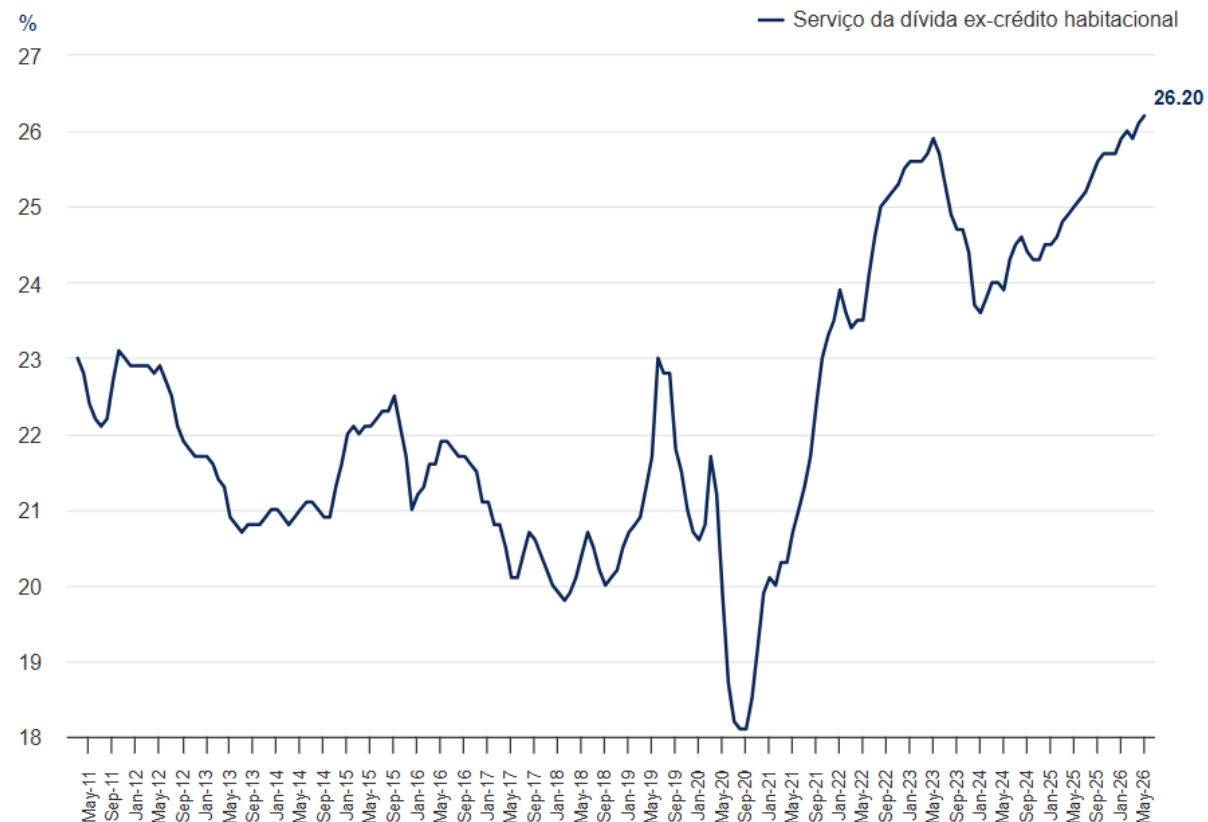
Crédito é a preocupação dado o nível elevado dos juros

- A política monetária em patamar contracionista tem pesado nos últimos dados de crédito do Sistema Financeiro Nacional. Dados de março e abril apontam queda da concessão na margem e desaceleração interanual do saldo. Adicionalmente, o endividamento e comprometimento de renda das famílias seguem nas máximas recentes em um cenário em que a demanda por crédito tem aumentado.

Inadimplência – Recursos Livres

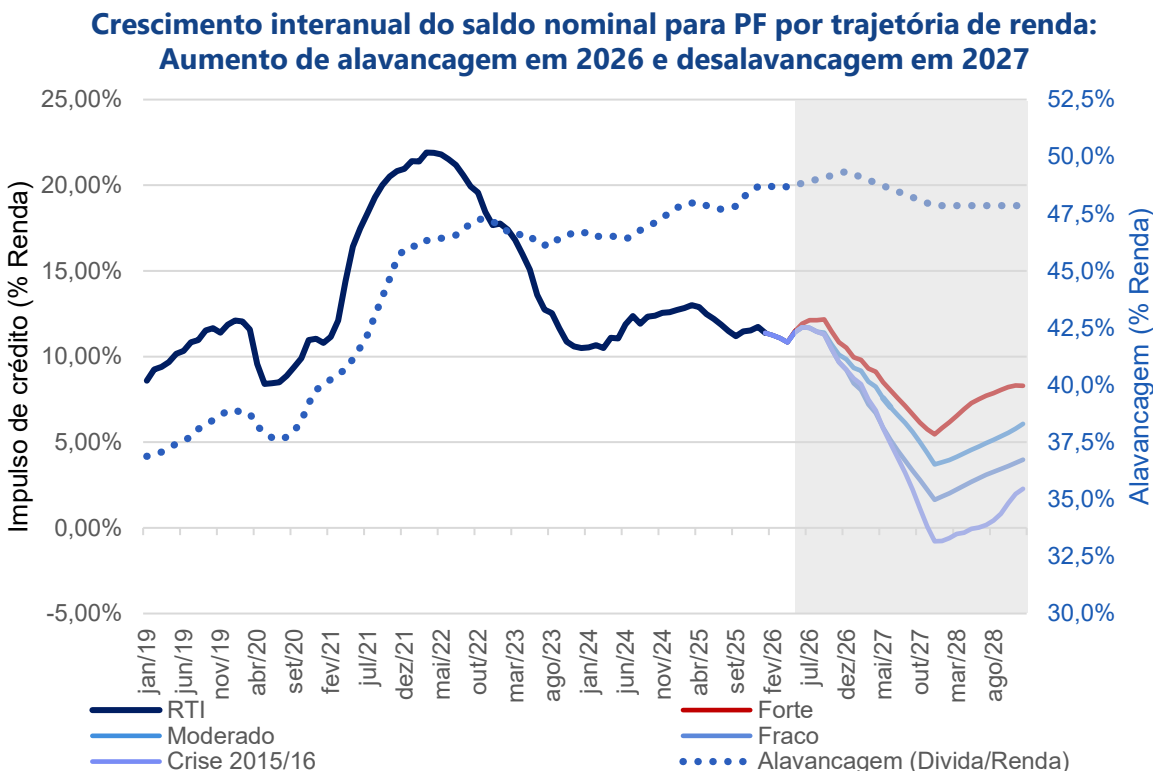


Comprometimento de renda PF (% ,ajuste sazonal)



Crédito PF: o risco de desalavancagem das famílias no Brasil

- Estudo especial #121510: fizemos simulações com base no ciclo de alavancagem atual, projetando o fluxo financeiro do BCB (concessões menos pagamentos) para diferentes cenários de desalavancagem e crescimento da renda até 2028. Esse fluxo pode chegar a valores próximos ao mínimo histórico em cenários de crescimento fraco a moderado da renda em 2027.
- Nosso cenário base, considerando crescimento moderado da renda em 2027, de 2% em termos reais, e desalavancagem em linha com outros ciclos, gera um fluxo consistente com um crescimento do consumo de 0,8% em 2027, ante +1,0% no nosso cenário atual. No entanto, se a desalavancagem for mais significativa e/ou o crescimento da renda ficar mais próximo de 0%, esse crescimento do consumo pode chegar a valores próximos de -0,4%.



Cenários para crescimento do consumo por trajetória de renda (+ fluxo financeiro)

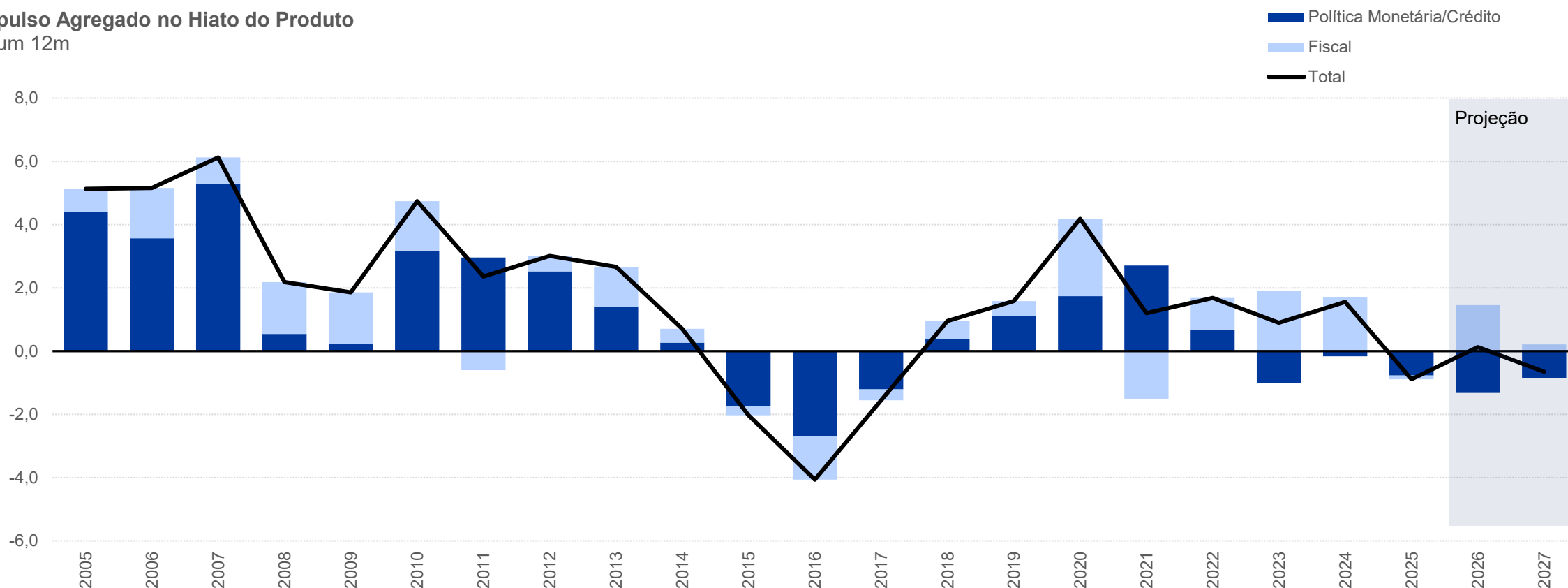
Modelagem:		dados acumulados em 12 meses*			
Crescimento anual (em p.p.):	Renda	Renda + Fluxo Financeiro	Consumo		
			P10	Média	P90
Cenário com renda forte					
2026	4.4	3.2	1.8	2.7	3.7
2027	4.8	2.3	-0.2	2.2	4.7
2028	2.3	5.0	0.2	3.5	6.8
Cenário com renda moderada					
2026	4.4	2.8	1.4	2.3	3.3
2027	1.2	-2.0	-1.6	0.8	3.3
2028	2.0	4.6	-0.8	2.5	5.9
Cenário com renda fraca					
2026	3.1	1.1	0.9	1.9	2.8
2027	0.0	-4.2	-2.8	-0.4	2.1
2028	0.0	2.7	-1.7	1.6	4.9
Cenário de crise					
2026	3.1	1.1	0.9	1.9	2.8
2027	-3.3	-9.3	-4.7	-2.2	0.2
2028	-2.1	1.2	-3.0	0.3	3.6

Para 2027, esperamos desaceleração relevante da economia

- Ao contrário deste ano, em que o impulso fiscal foi fortemente expansionista, atrapalhando a política monetária contracionista, ao longo de 2027 vemos uma política fiscal mais próxima da neutralidade.

Impulso fiscal mantém a economia aquecida neste primeiro semestre

Impulso Agregado no Hiato do Produto
Acum 12m



Projeções do PIB

- Mantivemos nossa projeção de 2,0% para o PIB deste ano e de 1,1% para 2027. Vemos assimetria baixista no próximo ano, reflexo de um impulso fiscal próximo de zero, um cenário climático mais adverso, que pode afetar a produção agrícola, e um quadro de crédito mais adverso para famílias e empresas.

Crescimento do PIB

	2024	2025	a/a	2026	2027
PIB	3.4%	2.3%		2.0%	1.1%
PIB ex Agro e Extrativa	4.0%	1.5%		2.0%	1.7%
PIB Cíclicos	3.7%	1.0%		1.4%	1.2%
PIB Exógenos	2.2%	4.1%		2.3%	2.0%
Agropecuária	-3.7%	11.7%		0.1%	1.2%
Indústria	3.1%	1.4%		1.9%	0.2%
Extrativa Mineral	0.5%	8.6%		5.6%	2.0%
Transformação	3.9%	-0.2%		1.4%	-0.5%
Construção	4.4%	0.5%		0.7%	-0.1%
Prod. e distr. de eletricidade, gás e água	1.0%	-0.4%		0.7%	2.0%
Serviços	3.8%	1.8%		2.2%	1.3%
Comércio	3.8%	1.1%		2.1%	0.6%
Transporte	1.9%	2.1%		0.3%	1.3%
Tecnologia da Informação	6.1%	6.5%		4.9%	1.7%
Serviços Financeiros	5.5%	2.9%		2.6%	1.8%
Outros Serviços	5.3%	2.0%		2.6%	1.1%
Imobiliário/aluguel	3.1%	2.0%		2.9%	1.6%
Educação/saúde	1.7%	0.5%		1.6%	1.7%
Impostos	5.7%	1.7%		1.8%	1.7%
PIB Demanda	3.2%	2.0%		1.8%	1.3%
PIB Demanda interna	4.9%	1.8%		1.4%	1.3%
PIB Demanda interna privada	5.5%	1.7%		1.2%	1.1%
Consumo das famílias	5.1%	1.3%		2.2%	0.9%
Consumo do governo	2.0%	2.1%		2.6%	2.2%
Formação bruta de capital fixo	6.9%	2.9%		-1.2%	-1.0%
Exportações	2.8%	6.2%		2.8%	2.3%
Importações	15.6%	4.2%		0.4%	1.1%

Principais projeções – Atividade Econômica

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Atividade Econômica													
PIB Real (% a/a)	-3,55	-3,28	1,32	1,78	1,22	-3,28	4,76	3,02	3,24	3,4	2,29	2,0	1,1
PIB Nominal (US\$ bi)	1.795	1.802	2.064	1.914	1.871	1.475	1.669	1.951	2.193	2.185	2.279	2.599	2.693
PIB Nominal (R\$ bi)	5.996	6.269	6.585	7.004	7.389	7.610	9.012	10.080	10.943	11.779	12.739	13.775	14.678
Agricultura (% a/a)	3,31	-5,22	14,15	1,31	0,42	4,17	0,28	-1,74	16,3	-3,2	11,7	0,1	1,2
Indústria (% a/a)	-5,76	-4,57	-0,5	0,72	-0,67	-2,97	4,78	1,62	1,68	3,1	1,45	1,9	0,2
Serviços (% a/a)	-2,73	-2,22	0,77	2,09	1,51	-3,74	5,22	4,16	2,78	3,8	1,82	2,2	1,3
Consumo Privado (% a/a)	-3,22	-3,84	1,98	2,37	2,6	-4,56	3,69	4,28	3,24	5,1	1,31	2,2	0,9
Consumo Governo (% a/a)	-1,44	0,21	-0,67	0,79	-0,49	-3,69	3,46	1,53	3,77	2,0	2,1	2,6	2,2
Investimentos (% a/a)	-13,95	-12,13	-2,56	5,23	4,03	-1,75	16,49	0,89	-2,98	6,8	2,93	-1,2	-1,0
Exportações (% a/a)	6,82	0,86	4,91	4,05	-2,56	-2,29	5,87	5,54	8,92	2,8	6,16	2,8	2,3
Importações (% a/a)	-14,19	-10,34	6,72	7,74	1,33	-9,48	12,03	0,81	-1,18	15,5	4,47	0,4	1,1
Mercado de Trabalho													
Taxa de desemprego (% fim de período)	9,1	12,2	11,9	11,7	11,1	14,2	11,1	7,9	7,4	6,2	5,1	5,35	6,07
Taxa de desemprego (% média)	8,63	11,65	12,85	12,38	11,98	13,78	13,49	9,51	8,0	6,9	6,0	5,47	6,01



Inflação



Ederson Schumanski

Ederson.Schumanski@btgpactual.com

Tel: +55 (11) 3383 3453



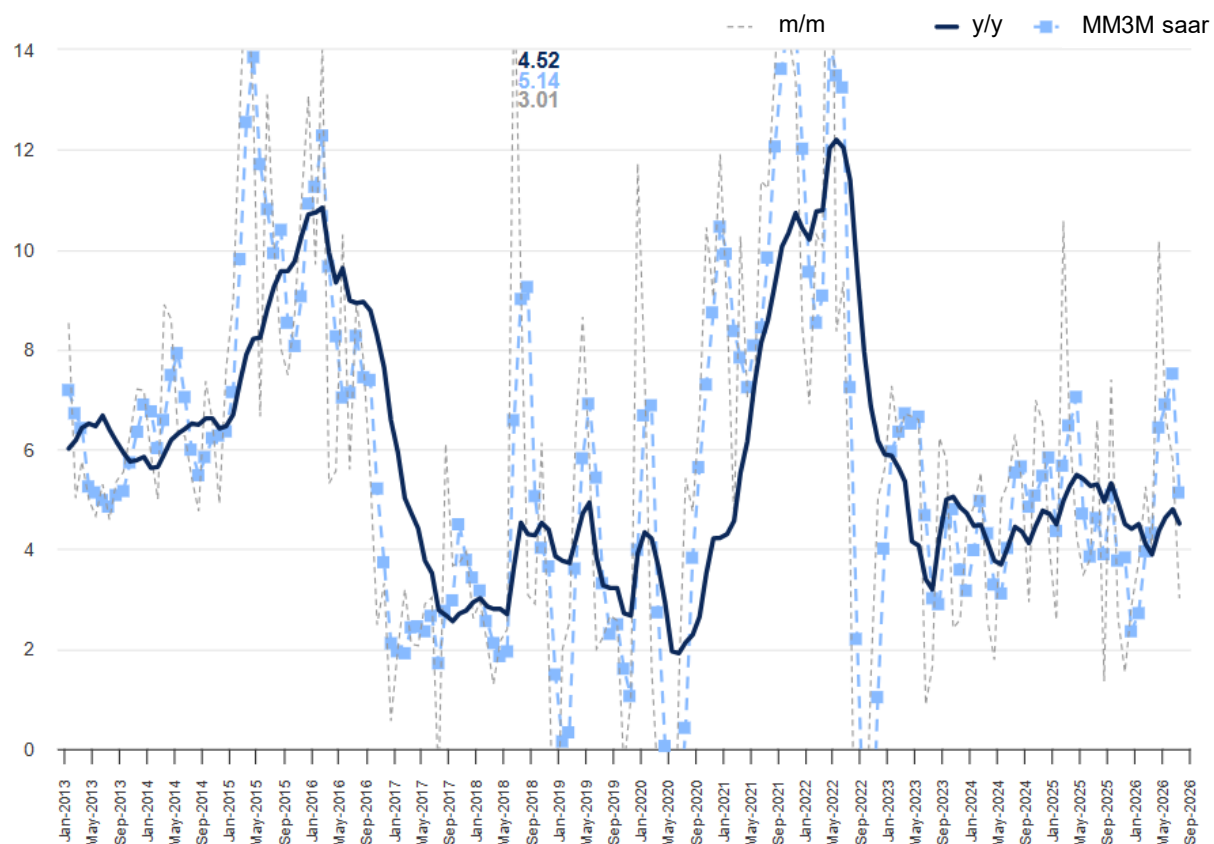
Cenário para a inflação se tornou mais benigno em 2026

- A dinâmica recente da inflação se tornou mais benigna, com as duas últimas divulgações (IPCA de junho e IPCA-15 de julho) surpreendendo substancialmente para baixo e com dinâmica mais favorável dos núcleos, com destaque para serviços subjacentes e média dos cinco núcleos. A sazonalidade favorável para alimentação no domicílio e combustíveis, bem como uma desaceleração da atividade econômica no final do segundo trimestre têm contribuído para uma leitura mais benigna de inflação no curto prazo. Até setembro veremos números benignos de preços, tanto no número cheio quanto nas medidas subjacentes.
- A alimentação no domicílio tem deflacionado intensamente, após ficar mais pressionada até maio. Destaque para produtos in natura que têm devolvido parte da alta do primeiro semestre, reflexo da queda do preço do diesel na bomba (reduzindo custos de transporte), a sazonalidade favorável para esses produtos (período mais seco em regiões produtoras) e do elevado nível de preços. Seguiremos vendo deflação em alimentos nos próximos dois meses, com contribuição também de proteínas com o aumento da oferta doméstica diante da redução das exportações para a China.
- Em preços administrados, o destaque fica por conta da deflação da gasolina na bomba diante da forte queda do etanol hidratado (que vai na bomba) e do anidro (que entra na mistura da gasolina). O álcool apresentou redução de mais de 30% nos últimos meses.
- Bens industriais começaram a arrefecer no atacado com a queda do preço do petróleo, o que irá se refletir no varejo nos próximos meses. Apesar disso, ainda vemos industrializados em patamar desconfortável neste ano, rodando bem acima do nível compatível com a meta de 3,0%.
- Serviços também têm arrefecido nas últimas leituras, o que pode estar relacionado ao arrefecimento da atividade econômica, com destaque para os dados de mercado de trabalho. O arrefecimento de bens industriais e de serviços partindo de uma base elevada implicará uma desaceleração nas métricas anualizadas até setembro.
- Projetamos IPCA de 5,0%, número que está mais simétrico (podendo ficar entre 4,8% e 5,2%). Para 2027, esperamos 4,4%, com assimetria altista diante do risco de um fenômeno El Niño mais intenso e mais duradouro afetar safras importantes no próximo ano.

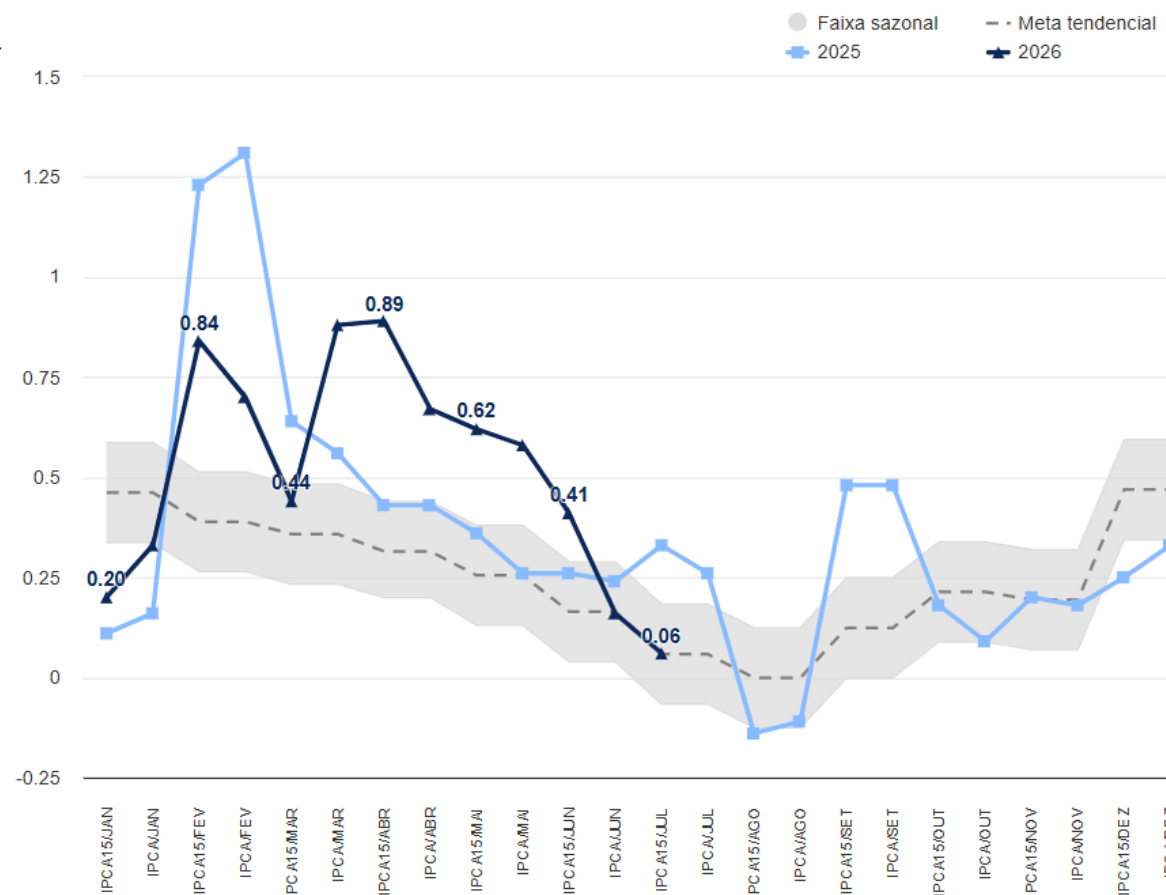
IPCA-15

- As últimas duas leituras de inflação (IPCA de junho e IPCA-15 de julho) surpreenderam substancialmente para baixo, com destaque para alimentação no domicílio.

IPCA-15



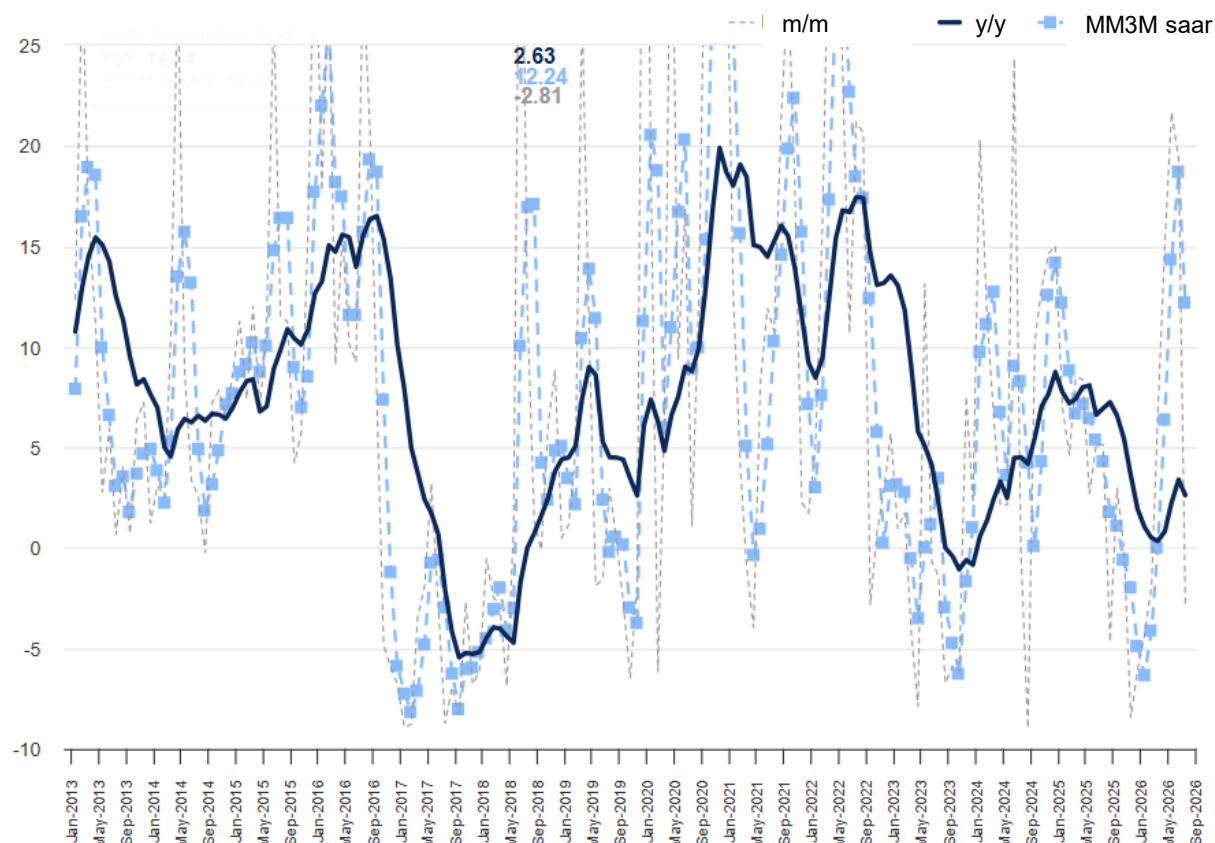
Índice geral – (100%)



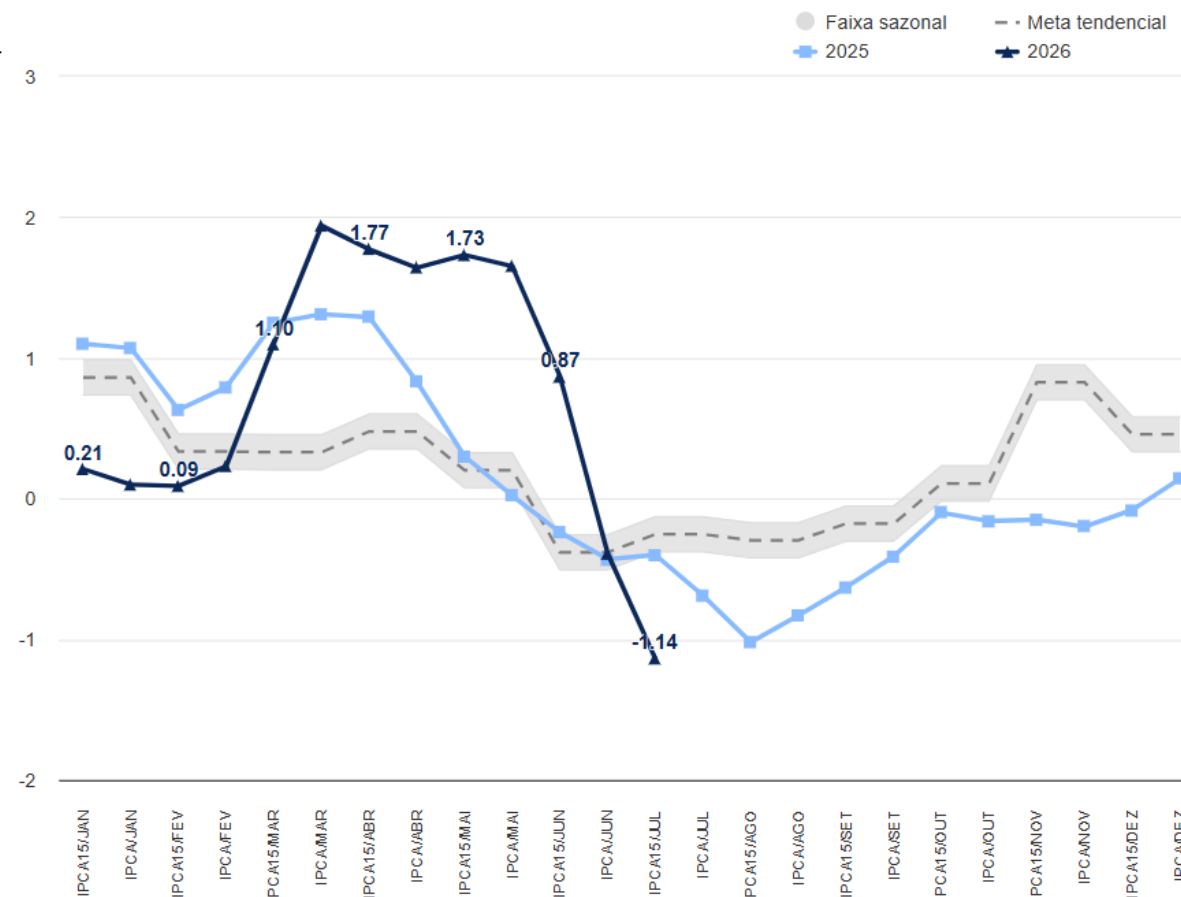
Alimentação no Domicílio

- Após ficar bastante pressionada entre março e maio, a alimentação no domicílio entrou em deflação, com destaque para produtos in natura. A queda do preço do diesel na bomba, que reduz os custos de transporte, e a sazonalidade mais favorável têm contribuído para esse movimento.

IPCA-15 – Alimentação no domicílio



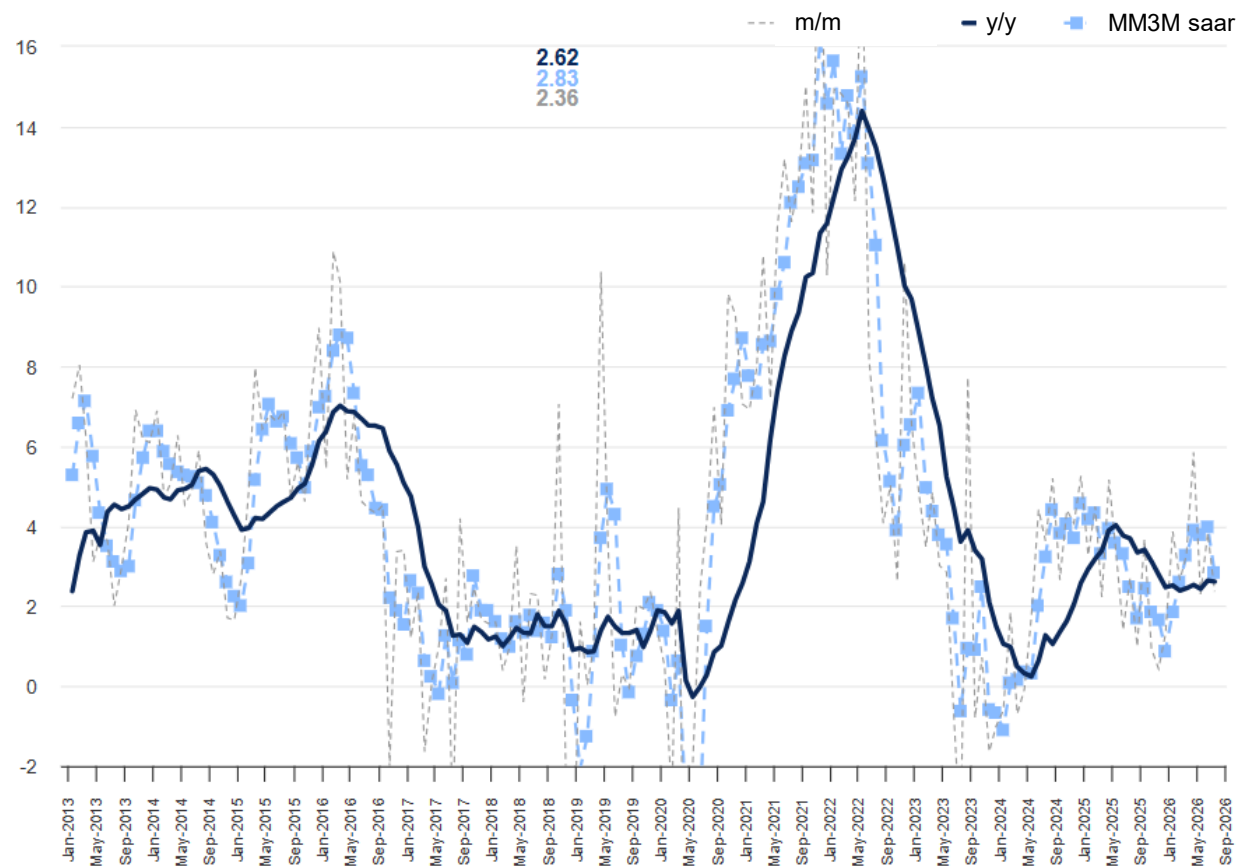
Alimentação no domicílio (15,31%)



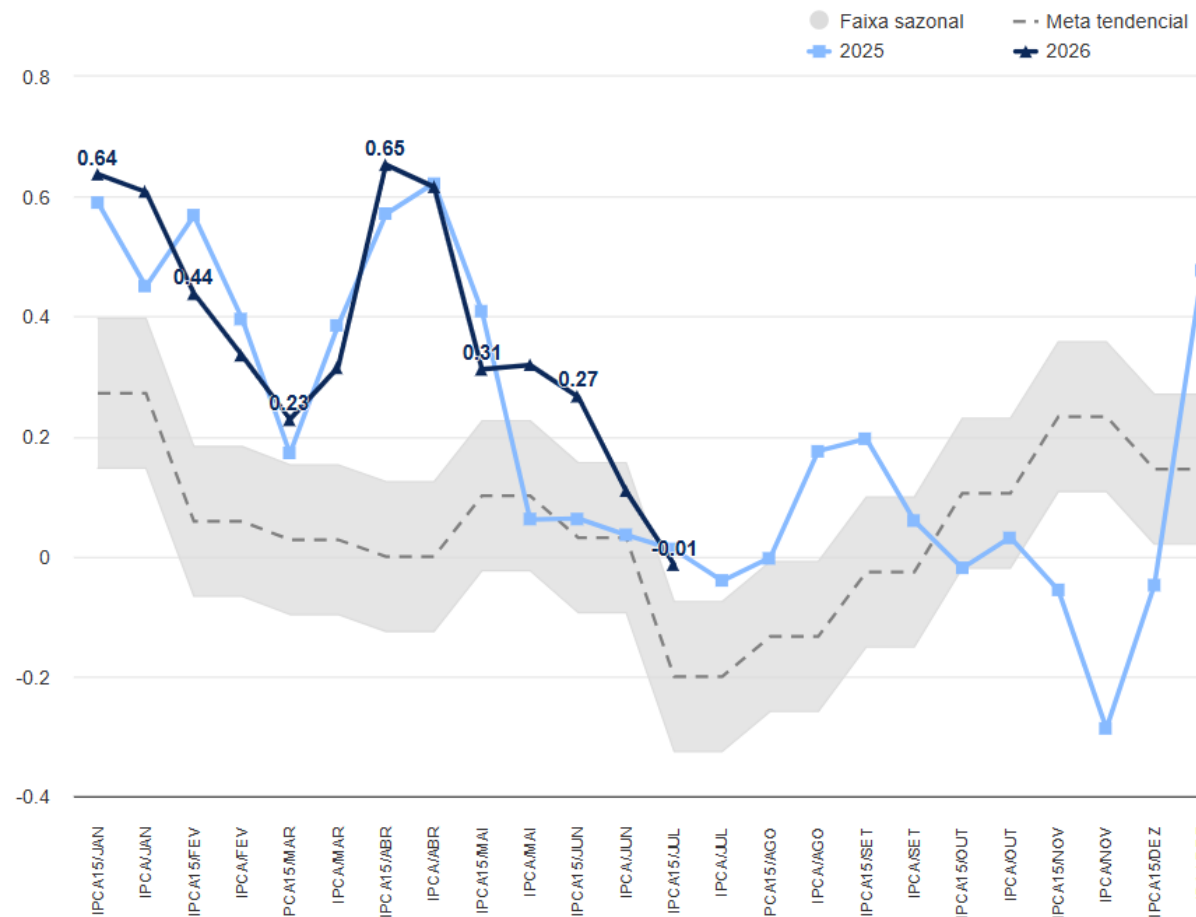
Bens Industriais (ex higiene pessoal, fumo e etanol)

- A inflação de bens industriais está em nível mais alto desde dezembro do ano passado, o que foi intensificado com a guerra. Leitura recente aponta algum arrefecimento, mas ainda em patamar distante da meta de 3,0%.

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



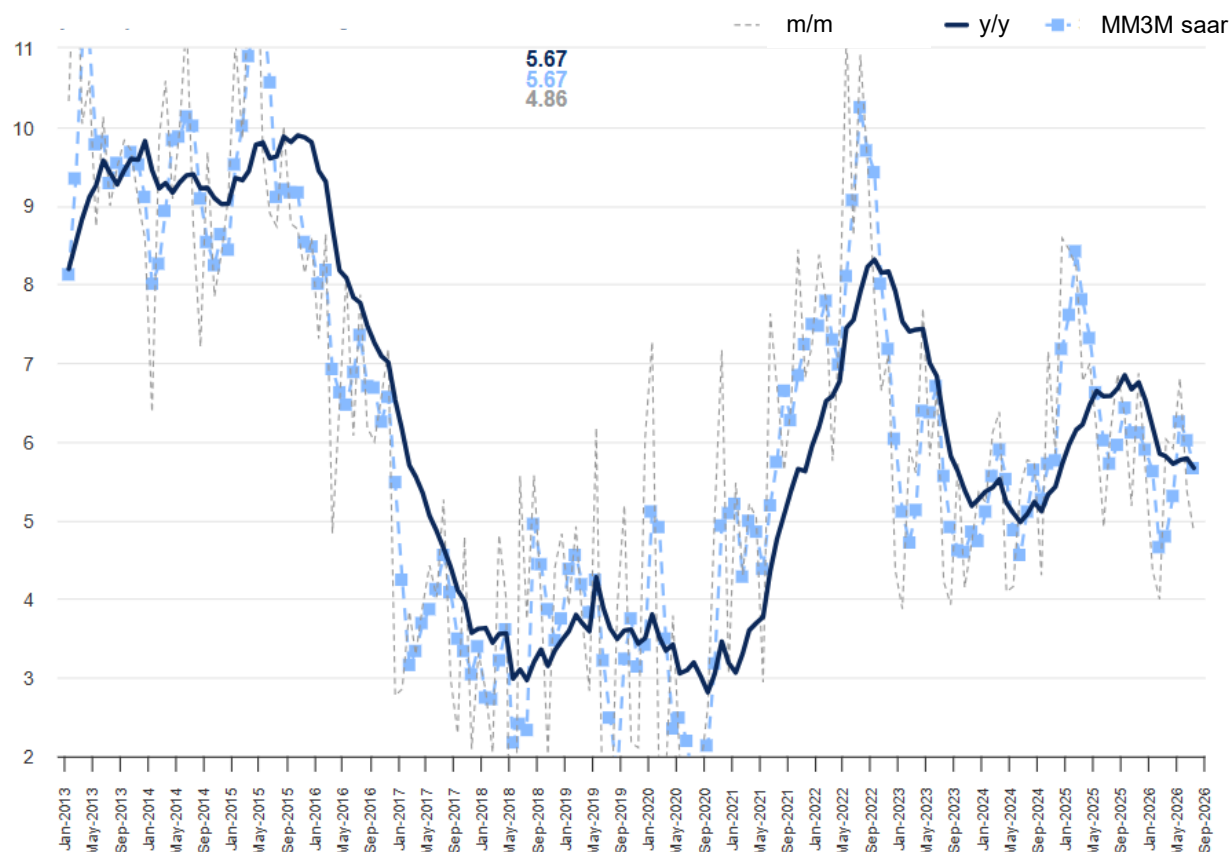
Bens industriais ex higiene pessoal, fumo e etanol (18,77%)



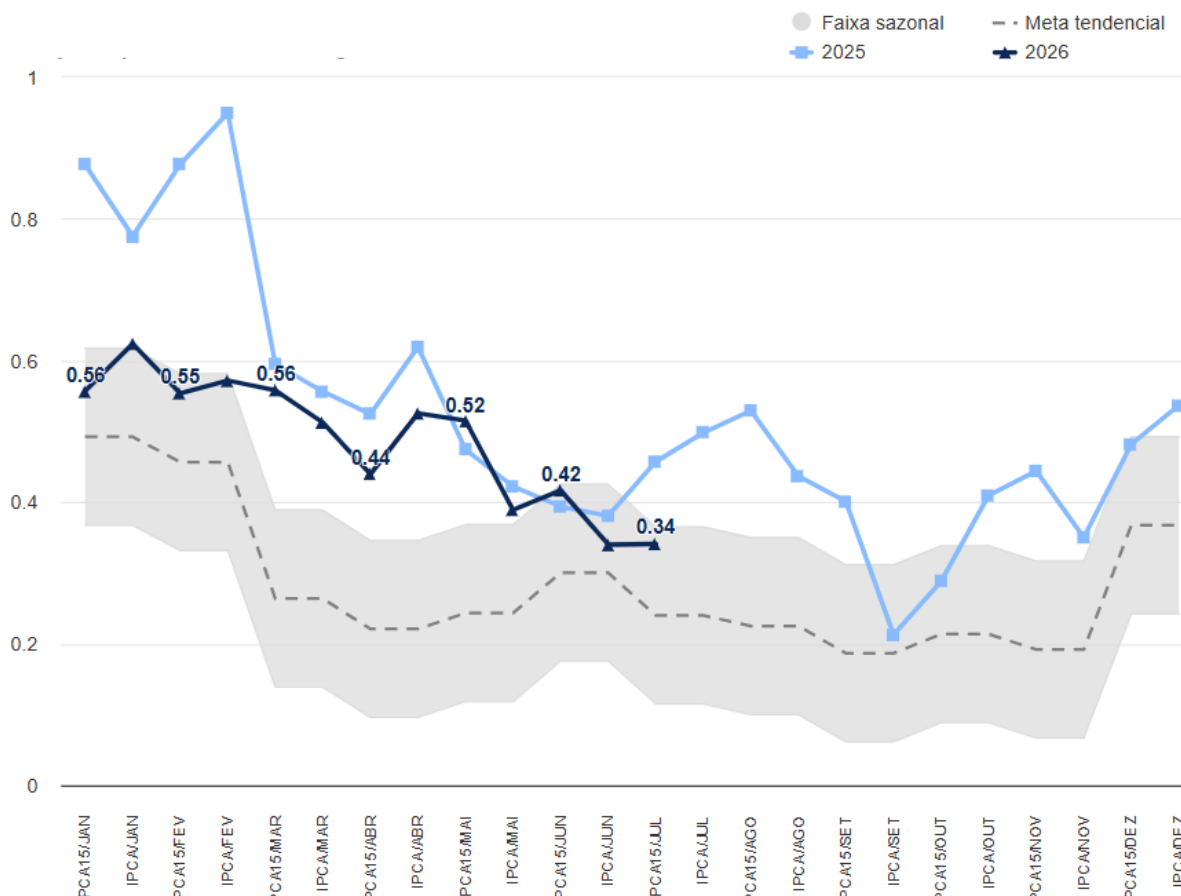
Serviços Subjacentes (ex cinema e seguros)

- Os serviços têm mostrado algum arrefecimento, o que pode ser explicado em parte pela desaceleração da atividade econômica, com destaque para o mercado de trabalho.

IPCA-15 – Serviços subjacentes (ex cinema e seguros)



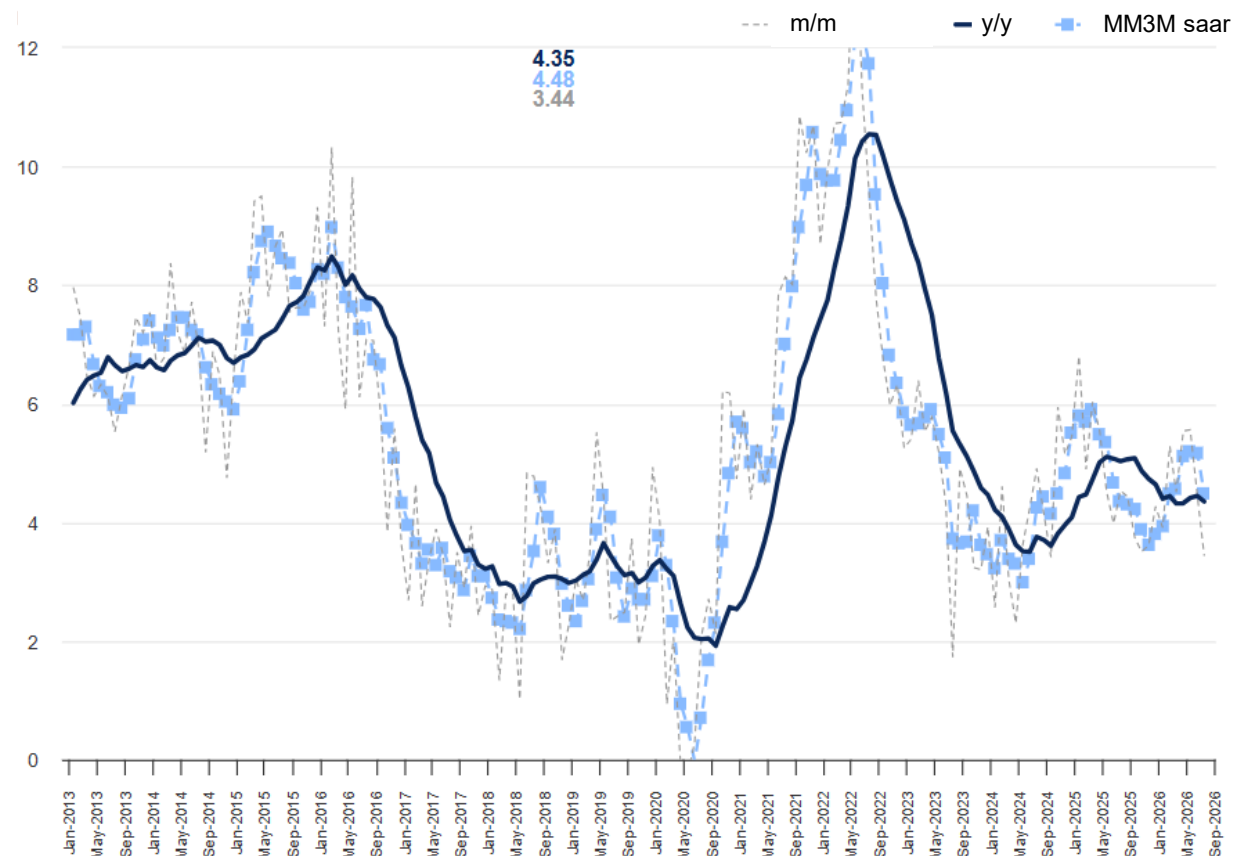
Serviços subjacentes ex cinema e seguros (20,18%)



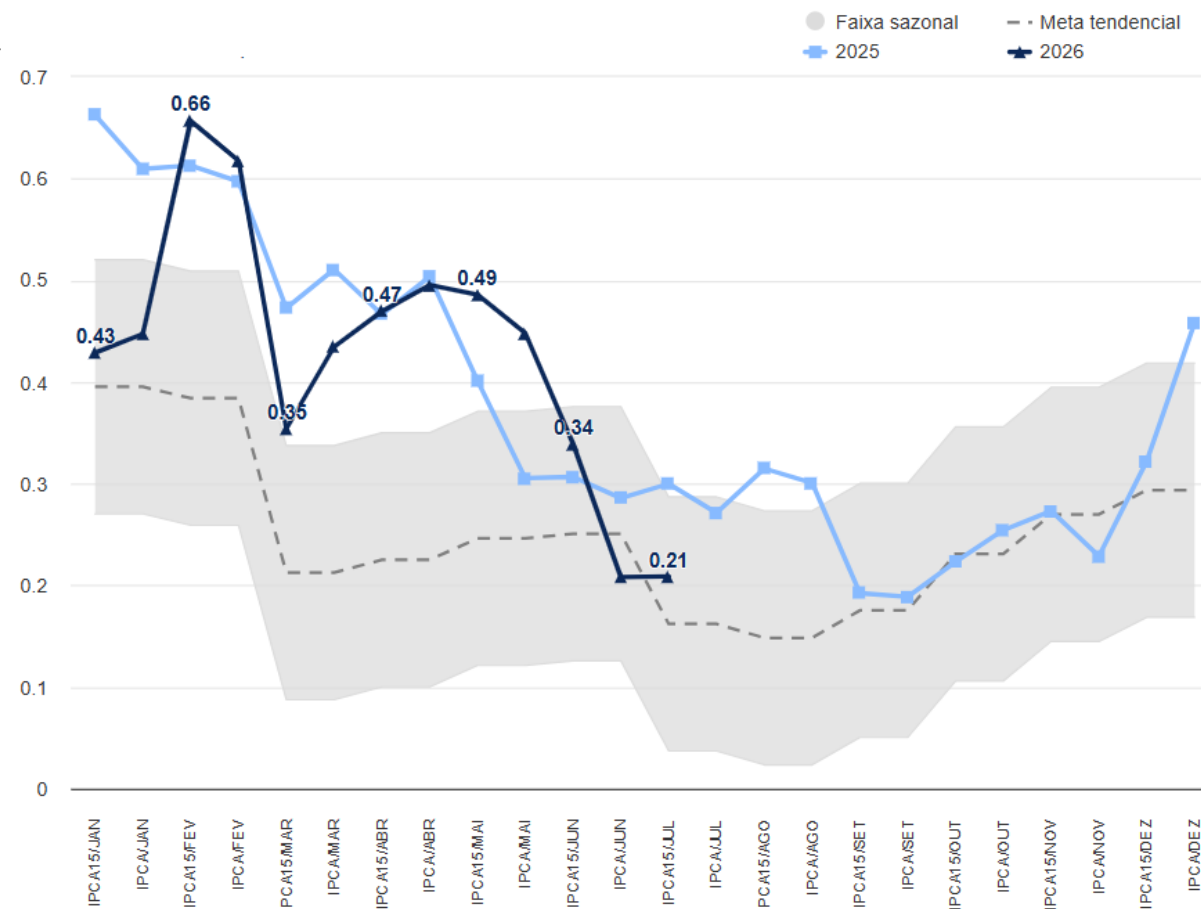
Média dos Núcleos

- Últimas leituras de núcleo foram mais benignas, após forte aceleração até maio.

IPCA-15 – Média dos núcleos acompanhados



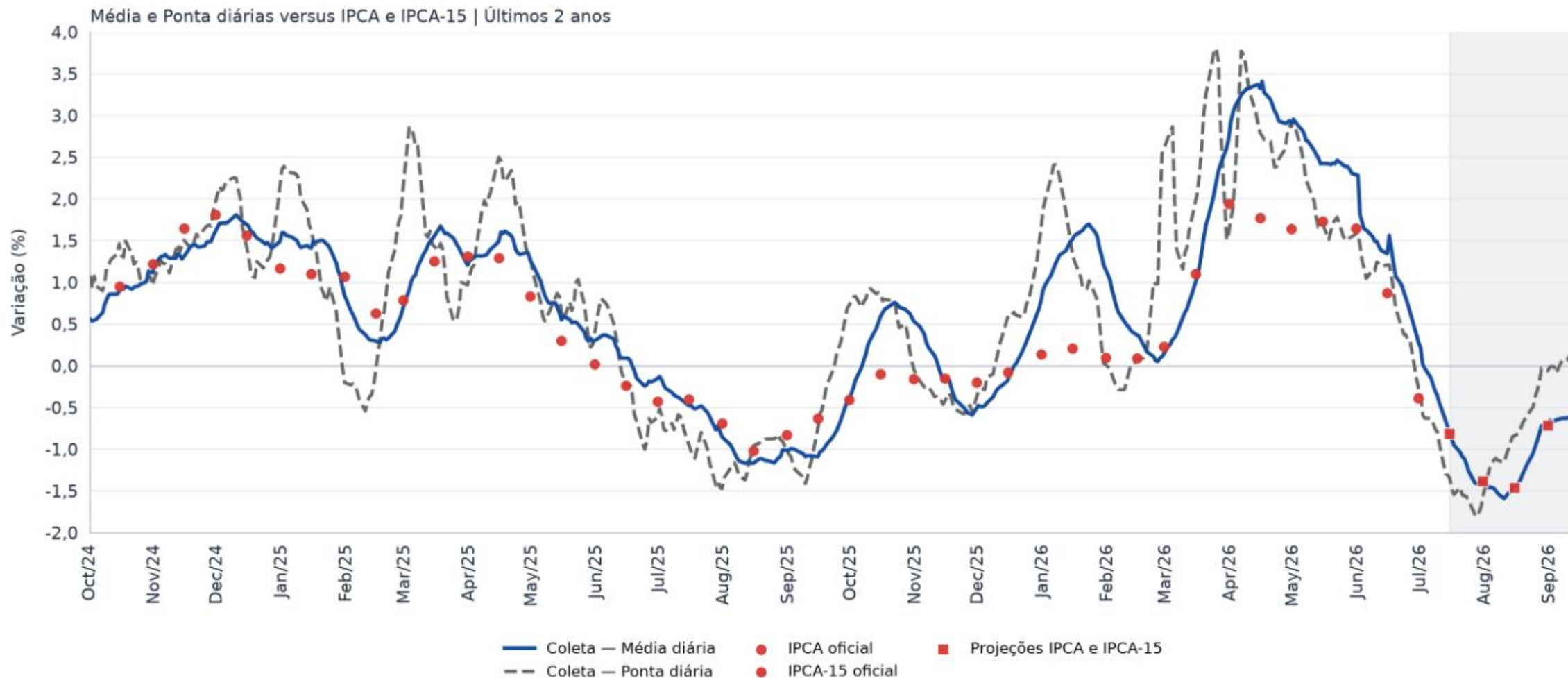
Média dos Núcleos



Deflação de alimentos seguirá pelos próximos dois meses

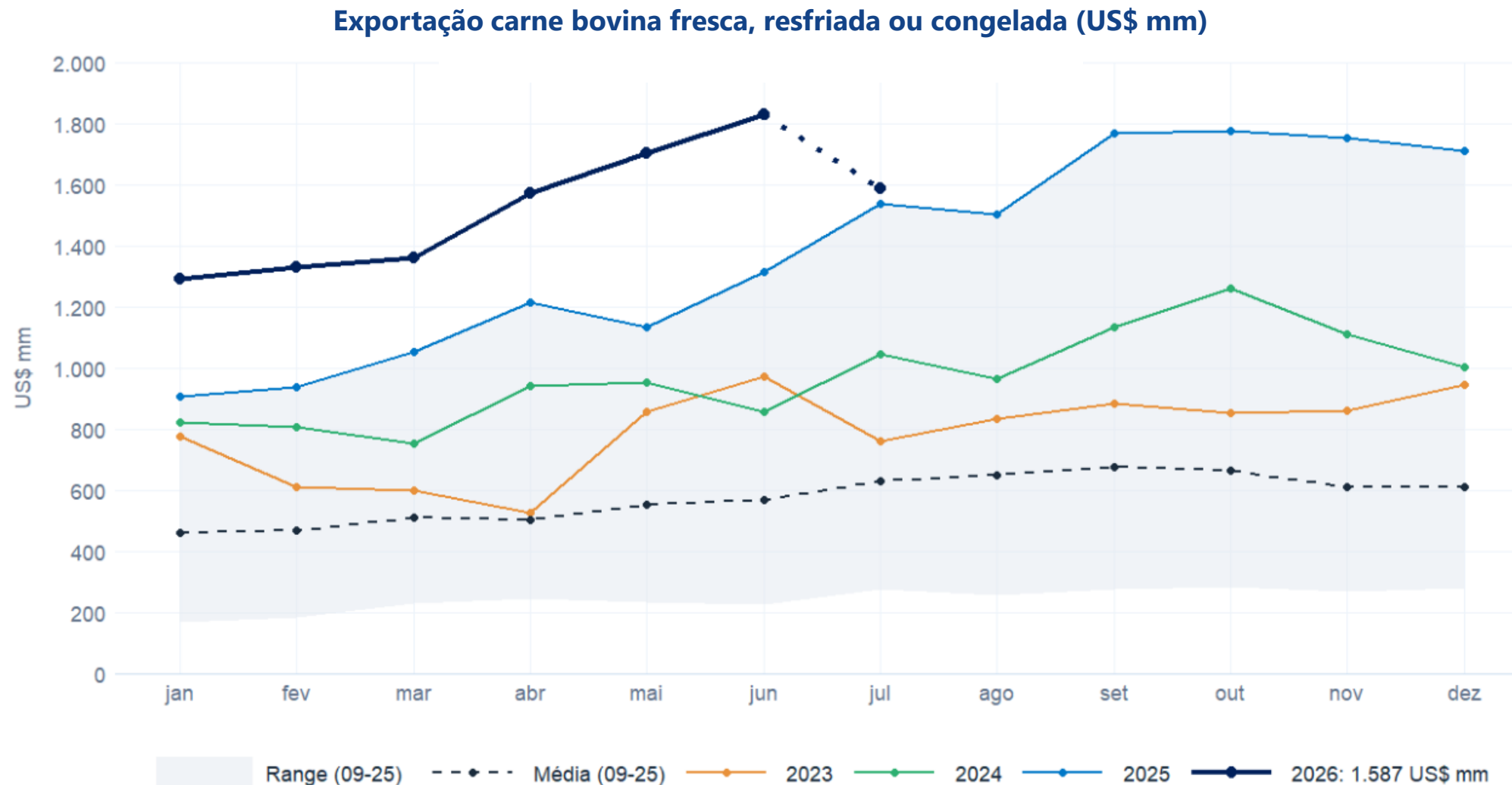
- Nossas coletas proprietárias apontam para a continuidade da deflação de alimentos nos próximos dois meses, com destaque para produtos in natura.

IPCA alimentação no domicílio (coleta proprietária diária)



Deflação de alimentos seguirá pelos próximos dois meses

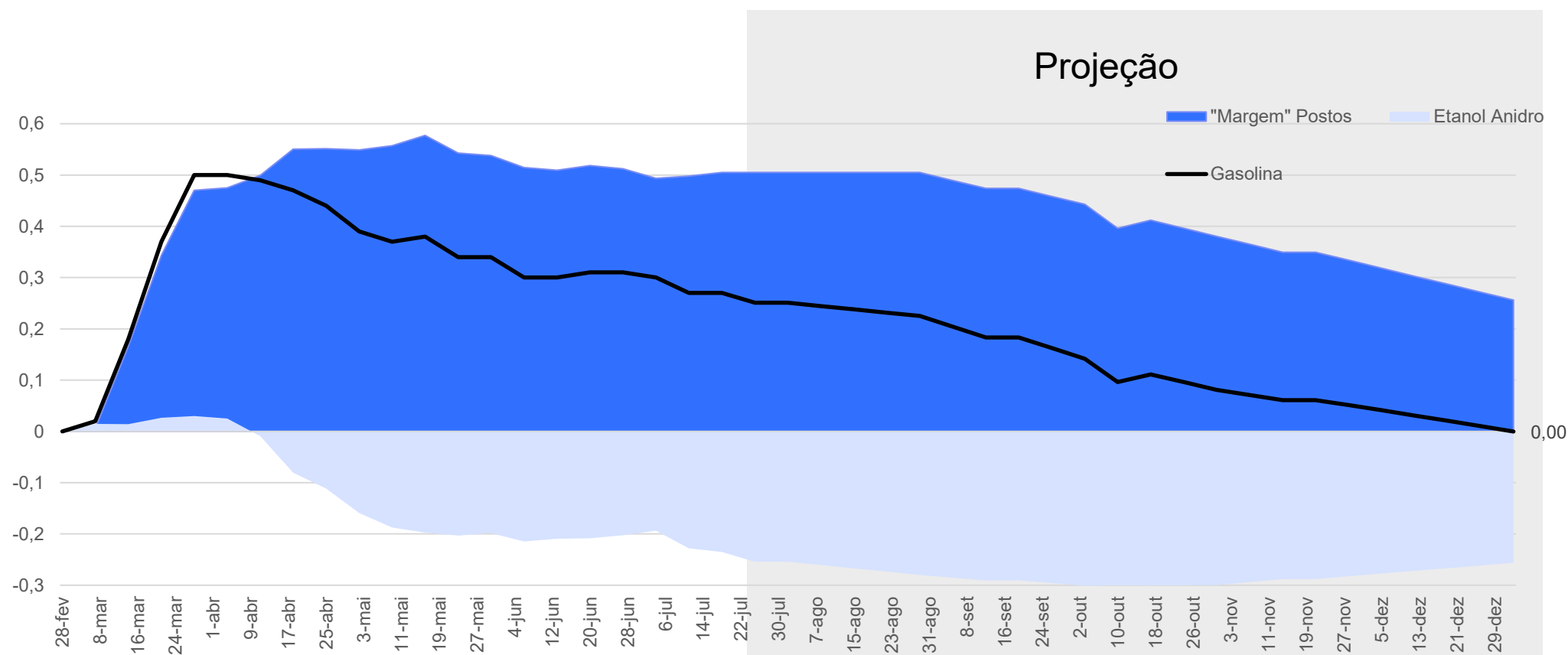
- Com o esgotamento da cota de exportação de carne bovina para a China, teremos aumento da oferta doméstica de carne no curto prazo.



Deflação de combustíveis nos próximos meses

- A forte deflação de mais de 30% do etanol anidro (que entra na mistura da gasolina) e do hidratado (que entra na bomba) contribuirá para deflacionar a gasolina nos próximos meses. Adicionalmente, esperamos que parte da alta na bomba observada em março caia até o final do ano.

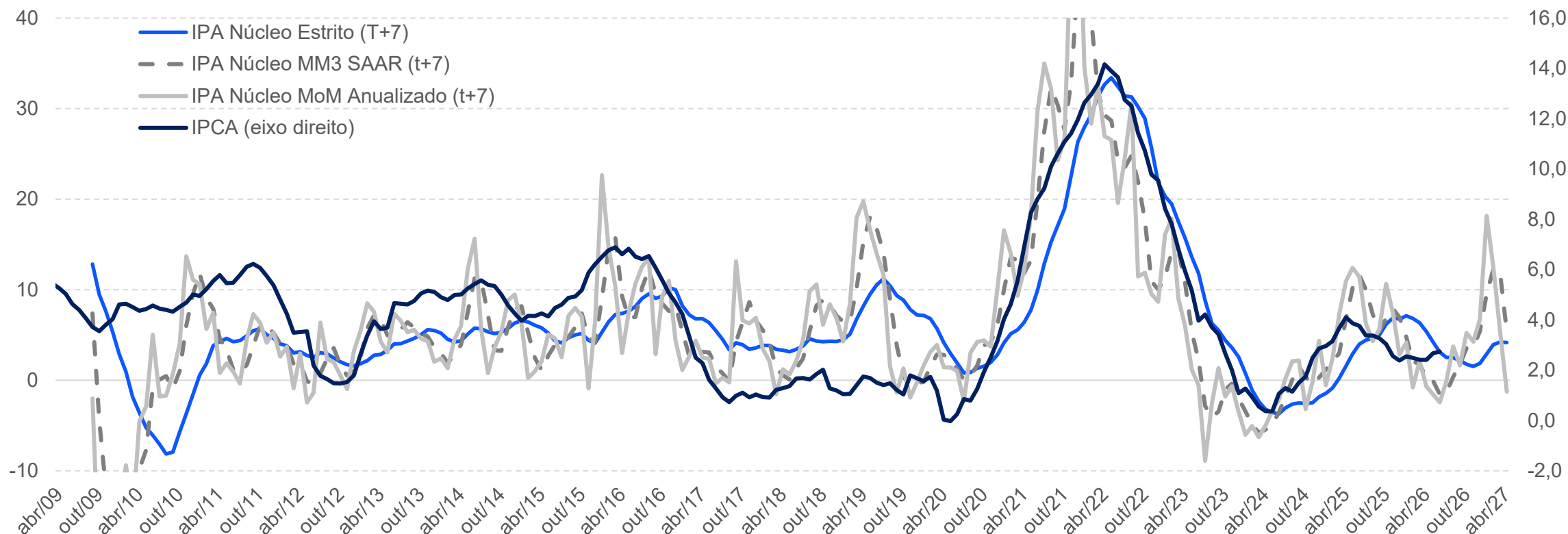
Delta do preço da gasolina na bomba após o início da guerra



Pressão de industriais no atacado começando a arrefecer

- Já começamos a ver alívio nos produtos industrializados no atacado que deverão desacelerar no varejo nos próximos meses. Apesar disso, ainda esperamos patamar desconfortável da inflação de bens industriais dado que ainda vemos problemas nas cadeias globais.

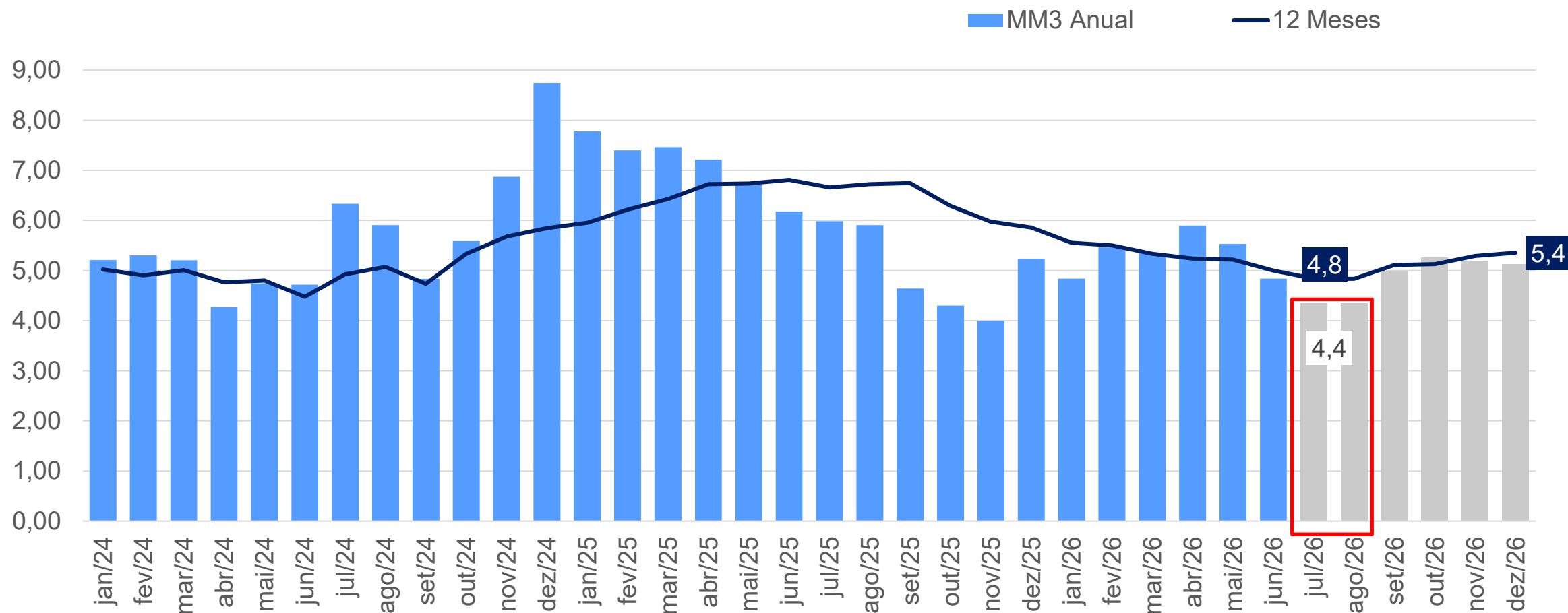
IPCA bens industriais e núcleo do IPA industrial y/y, mm3 saar



Serviços seguirão desacelerando nos próximos dois meses

- Esperamos que os serviços sigam arrefecendo nos próximos dois meses nas medidas anualizadas com ajuste sazonal.

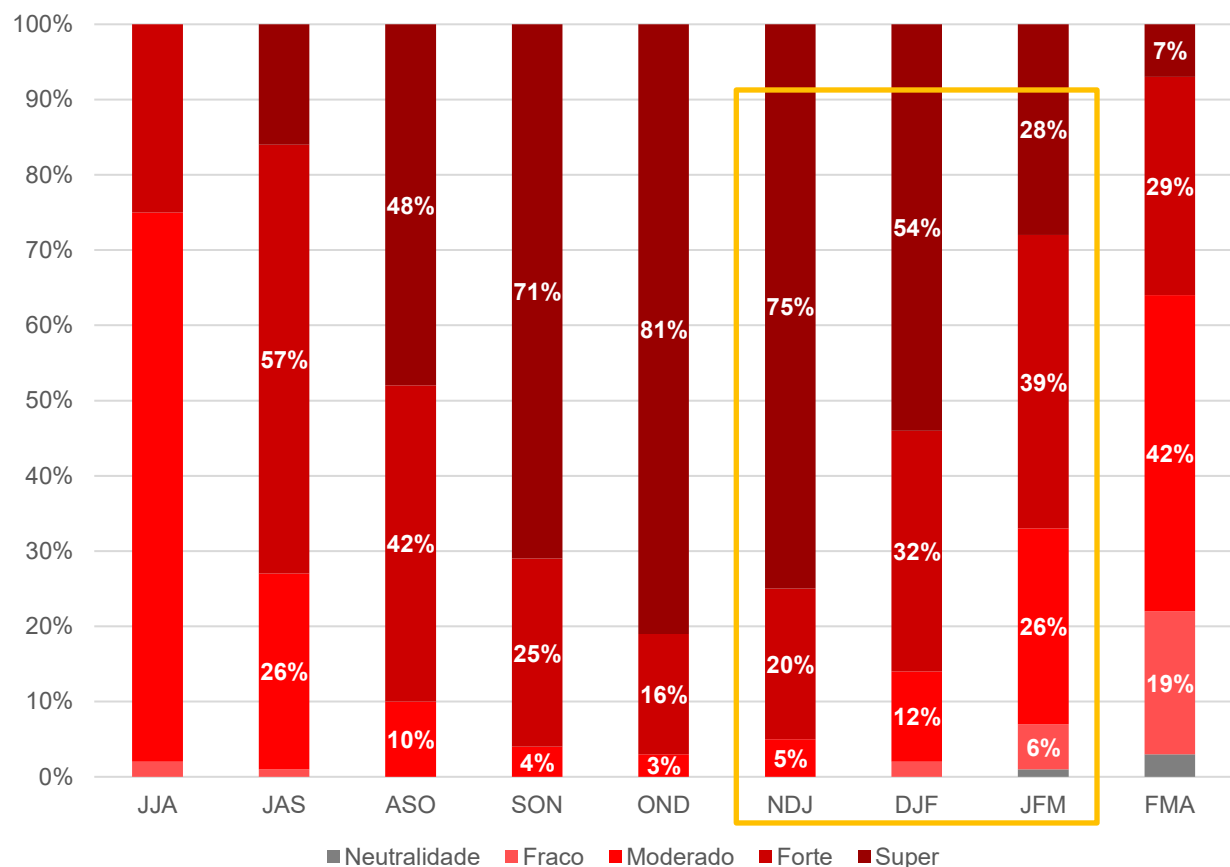
IPCA serviços subjacentes y/y, mm3 saar



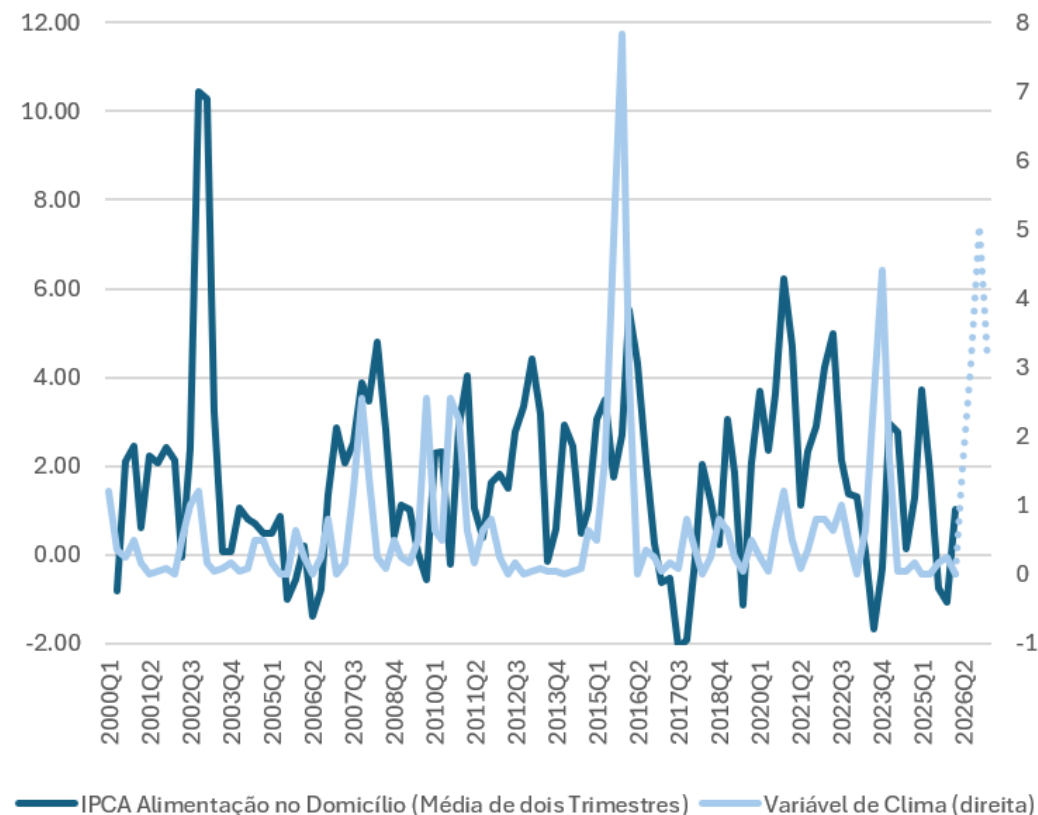
Risco altista para 2027 permanece com o El Niño

- Inflação de alimentos no domicílio voltará a ficar pressionada no último trimestre, quando o fenômeno “forte” afetará o cenário de chuvas. Riscos seguem assimétricos para cima dado o risco de termos um fenômeno ainda mais intenso e duradouro, podendo afetar safras importantes do próximo ano.

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



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



Projeção IPCA

- Projetamos IPCA de 2026 em 5,0% e nosso número está simétrico (entre 4,8% e 5,2%). Para 2027, esperamos 4,4% com viés altista diante do risco do fenômeno El Niño ser mais intenso e duradouro, podendo afetar safras relevantes no próximo ano.

	2025	2026	2027
IPCA	4,3	5,0	4,4
Livres	3,9	5,3	4,7
Alimentação no domicílio	1,4	7,2	6,1
Bens industriais	2,4	3,7	2,1
Serviços	6,0	5,6	5,7
Serviços Subjacentes	5,9	5,3	5,2
Núcleo-EX0	4,6	4,8	4,3
Administrados	5,3	3,9	3,6
Gasolina	1,9	1,2	1,2
Energia Elétrica	12,3	7,6	5,0
Média Núcleos	4,6	4,5	3,8

Principais projeções – Inflação

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Inflação & Taxa de Juros													
IPCA (% a/a, fim de período)	10,67	6,29	2,95	3,75	4,31	4,52	10,06	5,79	4,62	4,83	4,26	5,00	4,40
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	18,06	5,49	8,00	6,22	5,53	2,63	16,90	-3,83	9,12	4,66	5,29	3,60	3,40
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	8,50	6,54	1,34	2,91	3,88	5,18	7,69	9,39	3,14	4,89	3,91	5,40	4,70
IGP-M (% a/a, fim de período)	10,54	7,17	-0,52	7,50	7,30	23,14	17,78	5,45	-3,18	6,54	-1,05	5,14	4,00
Taxa Selic (% fim de período)	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	13,75	12,50
Taxa Selic (% média)	13,48	14,18	10,14	6,58	6,03	2,88	4,59	12,63	13,25	10,92	14,56	14,27	13,40



Setor Externo



Iana Ferrão

iana.ferrao@btgpactual.com

Beatriz Rodrigues

Beatriz-j.rodrigues@btgpactual.com

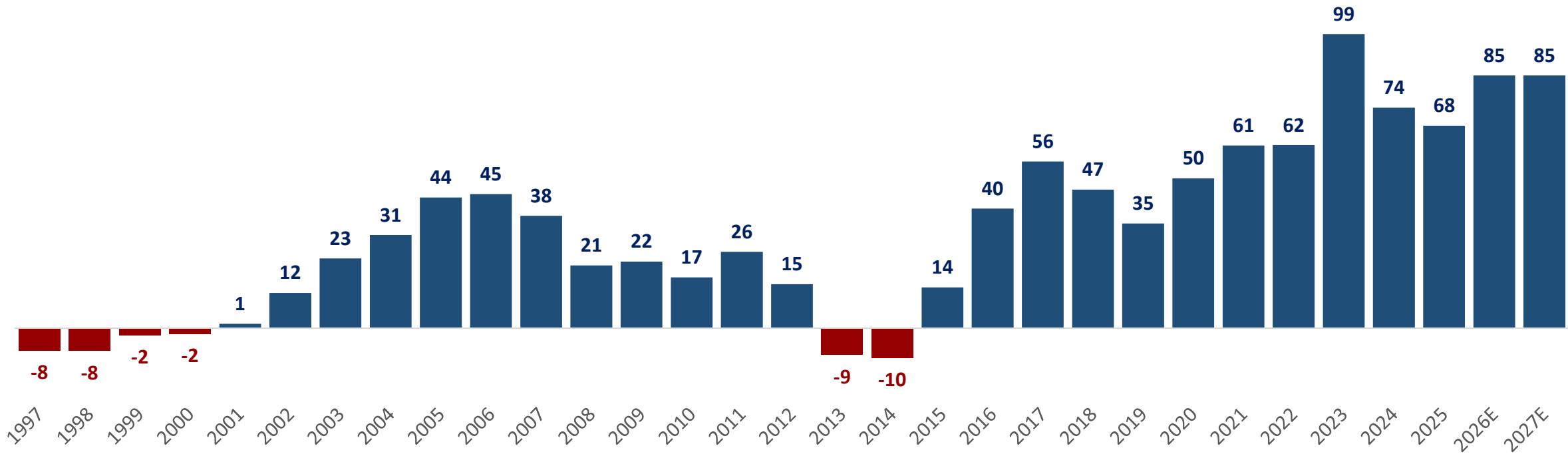


- **Mantemos nossa projeção de superávit comercial em US\$ 85 bilhões em 2026 e 2027.** Os dados da balança comercial até julho reforçam essa trajetória: o saldo segue acima do observado em 2025 e do padrão histórico, impulsionado principalmente pelo maior dinamismo das exportações. O avanço decorre da expansão da produção de commodities, especialmente de petróleo. A produção atingiu o recorde histórico de 4,3 milhões de barris por dia em 2026, sustentando um aumento de cerca de 10% no quantum exportado de petróleo e derivados no primeiro semestre em relação ao mesmo período de 2025. A reescalada do conflito no Oriente Médio na segunda quinzena de julho representa um viés altista para a nossa projeção.
- **Projetamos déficit em transações correntes de 2,4% do PIB em 2026 e de 2,2% do PIB em 2027.** A melhora das contas externas continua sendo impulsionada pelo fortalecimento da balança comercial, enquanto os déficits em serviços e renda primária permanecem como as principais fontes de pressão sobre a conta corrente. O investimento direto líquido (IDP menos IDE) deverá permanecer ligeiramente inferior ao déficit em conta corrente, resultando em um saldo negativo de aproximadamente 0,5% do PIB em 2026.
- **O fluxo cambial desacelerou em julho, porém segue positivo no ano.** A entrada de dólares para o país pelo segmento comercial desacelerou na margem. No entanto, no acumulado do ano, o fluxo líquido registra entrada de US\$ 16,9 bilhões, revertendo o déficit de US\$ 14,8 bilhões observado no mesmo período de 2025. A principal mudança em relação ao mesmo período do ano anterior decorre da redução expressiva das saídas pelo segmento financeiro. Na margem, o fluxo comercial mostrou alguma acomodação em julho após o forte desempenho observado em junho, mas seguimos esperando que o superávit comercial em patamar recorde continue sustentando os ingressos pelo segmento comercial nos próximos meses, enquanto o segmento financeiro deve permanecer mais volátil.
- **Mantemos nossa projeção de câmbio em R\$ 5,40/US\$ no fim de 2026 e R\$ 5,50/US\$ no fim de 2027, e revisamos a média anual de 2026 para R\$ 5,30/US\$, refletindo o desempenho mais favorável do real no primeiro semestre.** Para frente, seguimos esperando uma depreciação da moeda, principalmente em função de um dólar global mais forte e da redução do diferencial esperado de juros entre Brasil e EUA, em um contexto de Fed mais *hawkish* e expectativa de continuidade do ciclo de flexibilização monetária pelo Copom.

Superávit comercial aumentará para US\$85bilhões em 2026

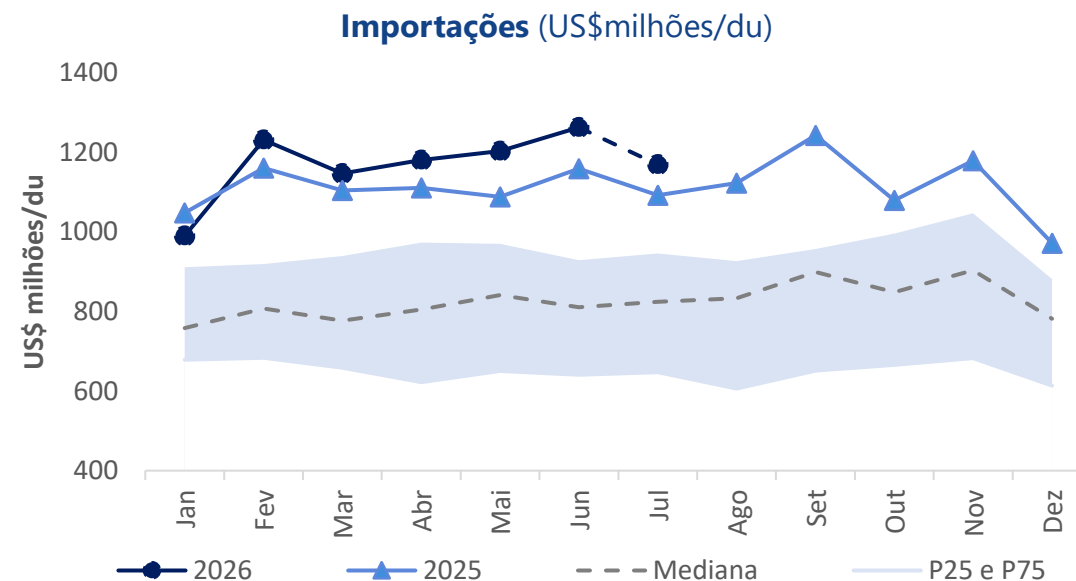
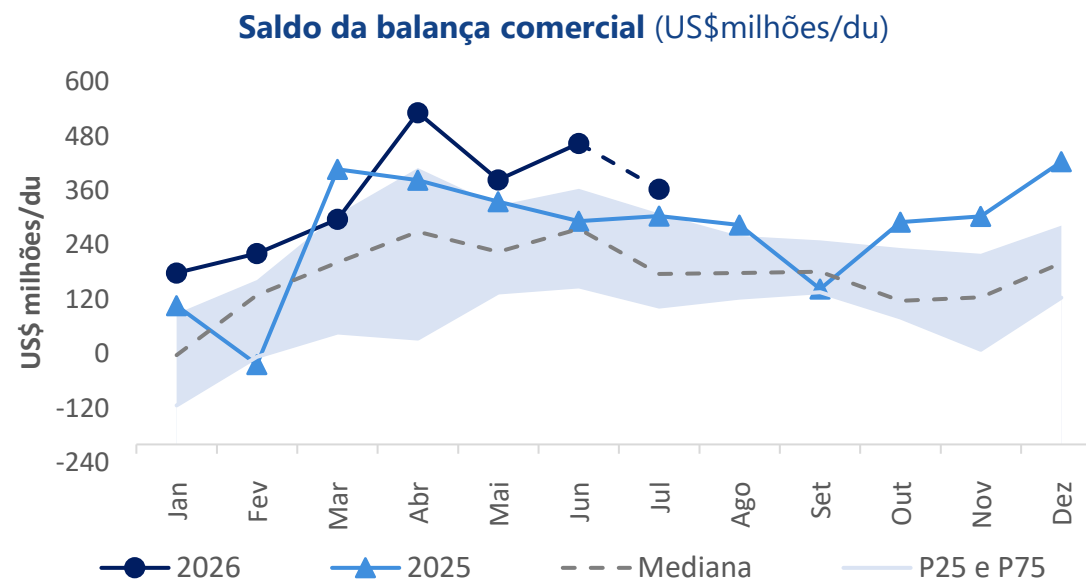
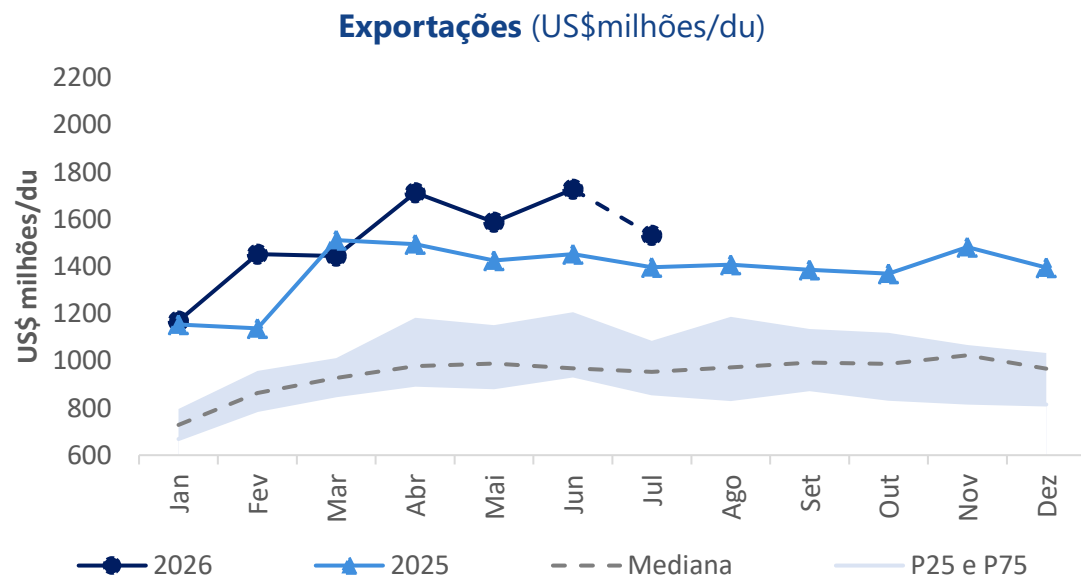
Mantemos nossa projeção de superávit comercial (MDIC) em US\$ 85 bilhões em 2026 e 2027, ante US\$ 68 bilhões em 2025. A aceleração reflete as exportações mais altas no ano, principalmente de commodities.

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



Exportações em patamar recorde

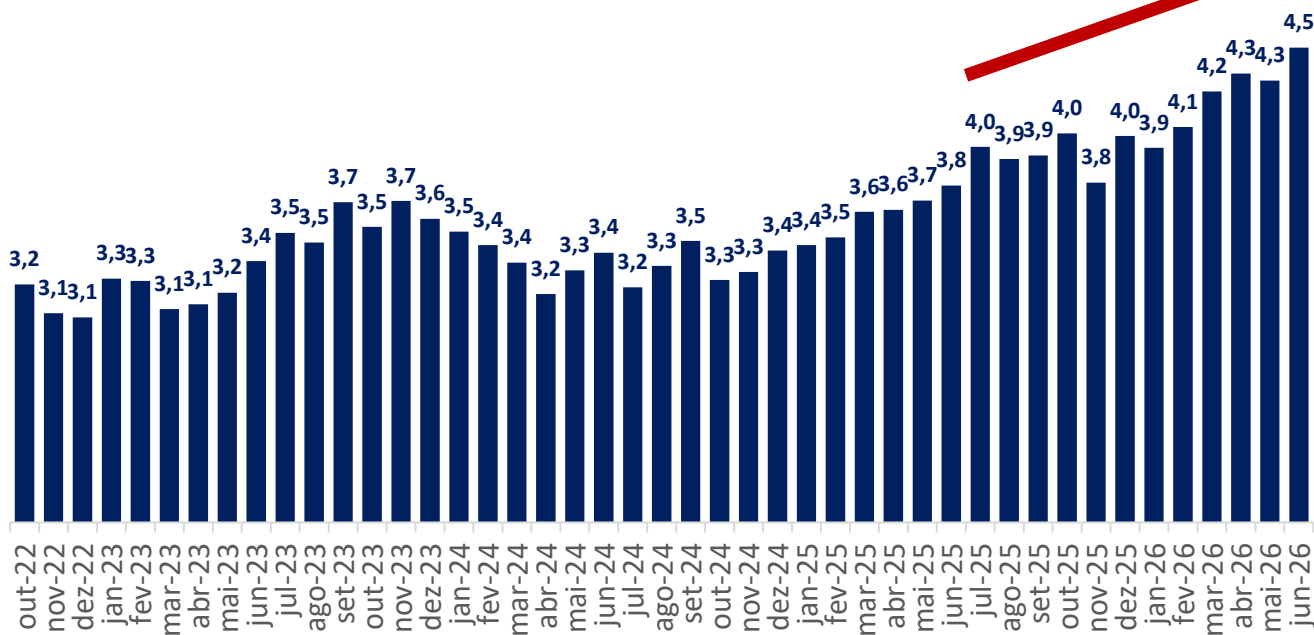
Os dados da balança comercial até julho reforçam essa trajetória: o saldo segue acima de 2025 e do padrão histórico. A aceleração do saldo comercial decorre, sobretudo, do maior dinamismo das exportações, favorecidas pela expansão da produção de commodities. As exportações crescem no ano por volume e preço, enquanto o avanço das importações decorre quase integralmente dos preços, com quantum estável.



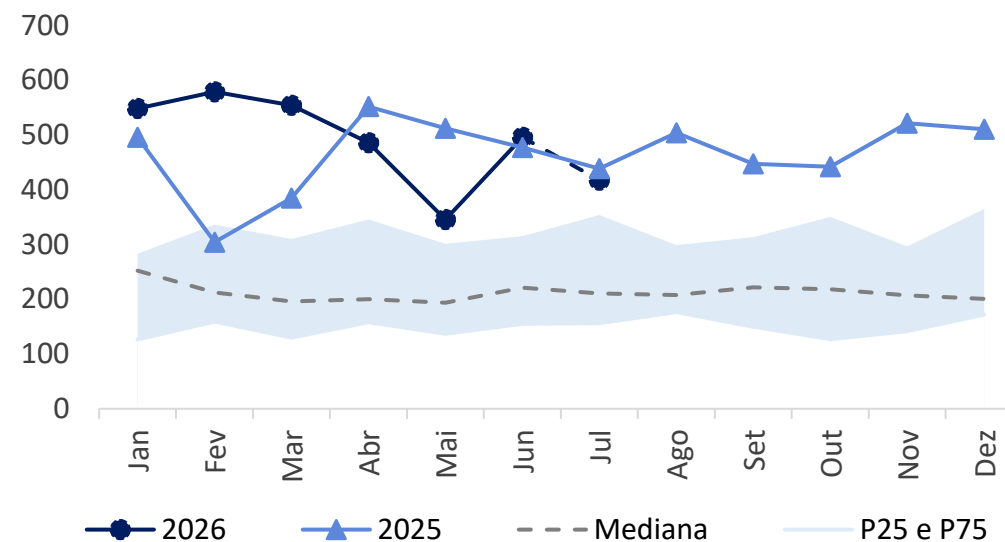
Petróleo: produção recorde sustenta o volume exportado

A produção de petróleo acelerou e **atingiu o recorde histórico de 4,5 milhões de barris por dia em 2026**, ultrapassando o patamar sustentado em abril e maio. O volume exportado acompanhou o movimento: no primeiro semestre, o quantum médio diário das exportações de petróleo e derivados ficou cerca de 10% acima do mesmo período de 2025. A exceção foi maio, primeiro mês de aplicação prática da tarifa de 12% sobre as exportações de óleo bruto, quando houve queda temporária do *quantum*. O volume se recuperou em junho e na prévia de julho.

Produção de petróleo mensal (Mboe/d)



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



Superávit de petróleo e derivados: recorde de US\$44bi em 2026

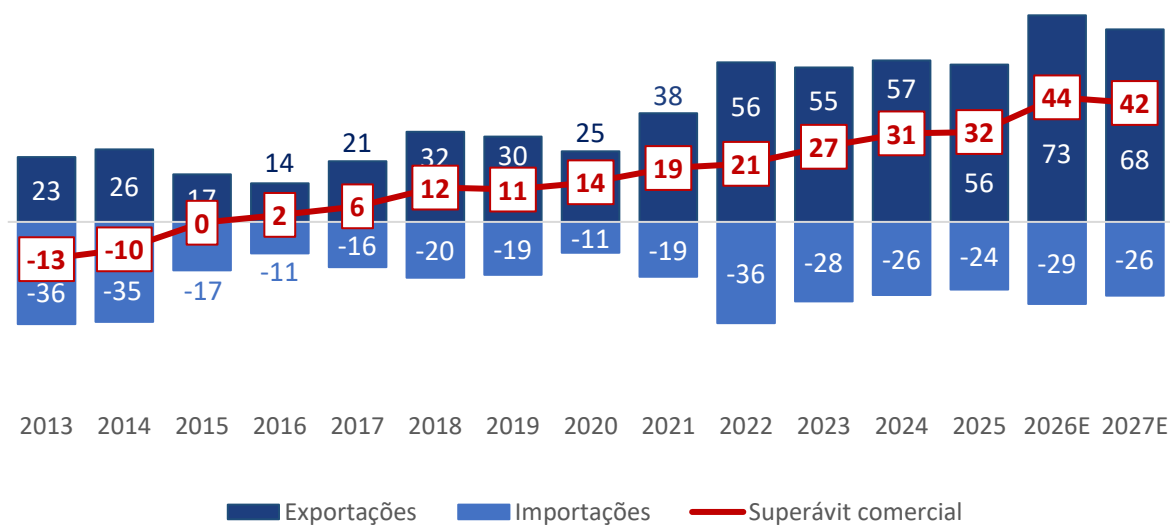
btgpactual

Projetamos superávit recorde de US\$ 44 bilhões na balança de petróleo e derivados em 2026 e de US\$ 42 bilhões em 2027. O preço elevado do Brent no mercado internacional, somado à produção recorde, sustenta esse resultado. A reescalada do conflito no Oriente Médio na segunda quinzena de julho representa um viés altista para nossa projeção.

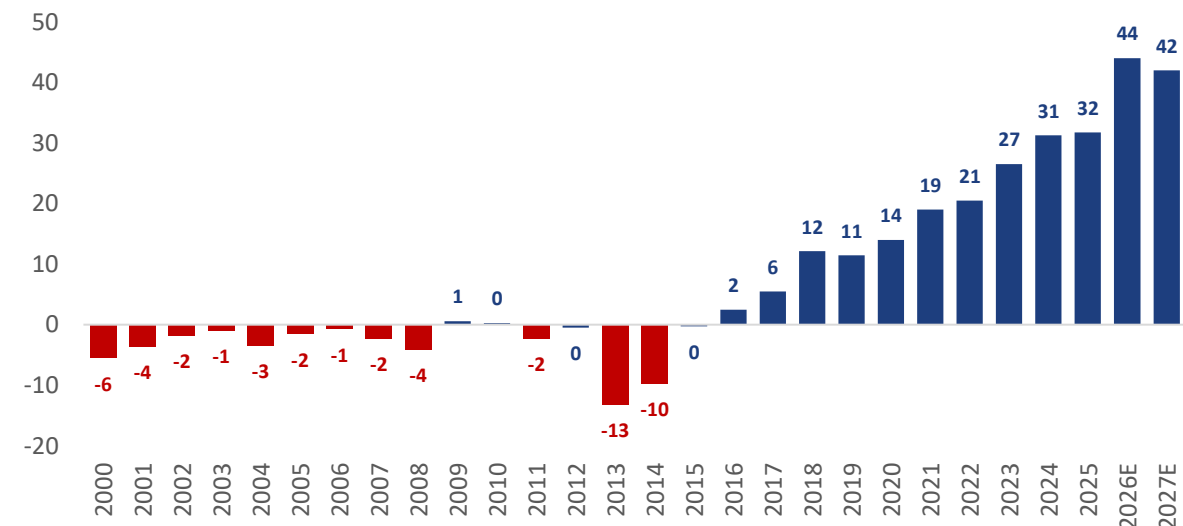
Preço do Brent no mercado internacional (US\$/bbl)



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

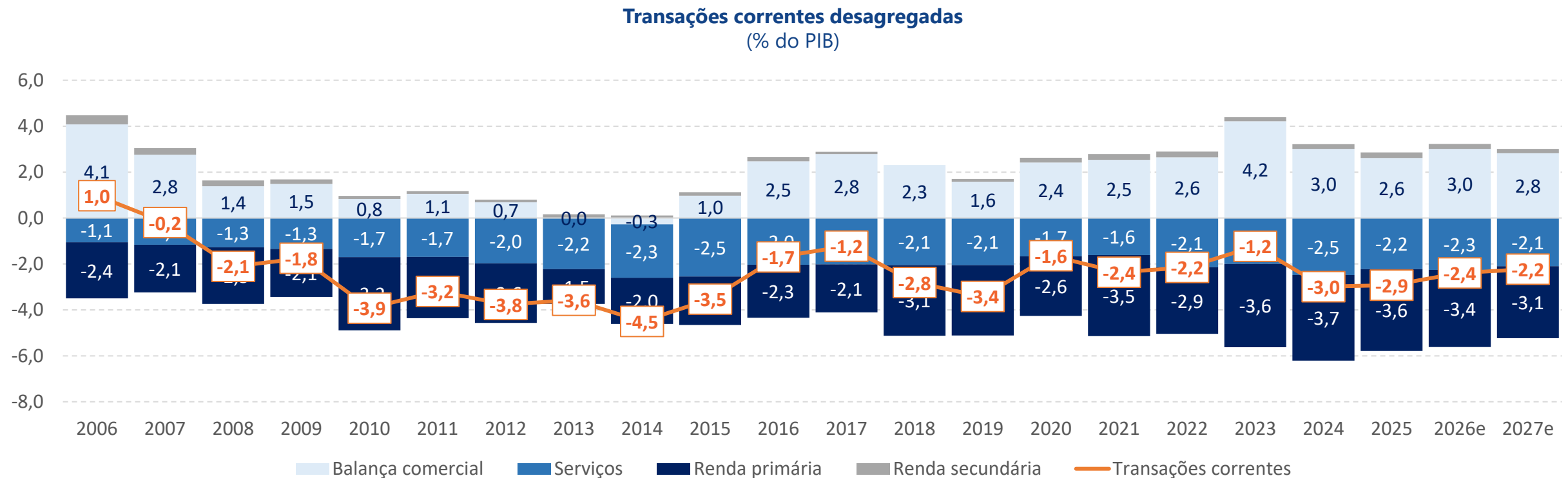


Saldo da balança de petróleo e derivados (US\$ bilhões)



Déficit em transações correntes de 2,4% do PIB em 2026

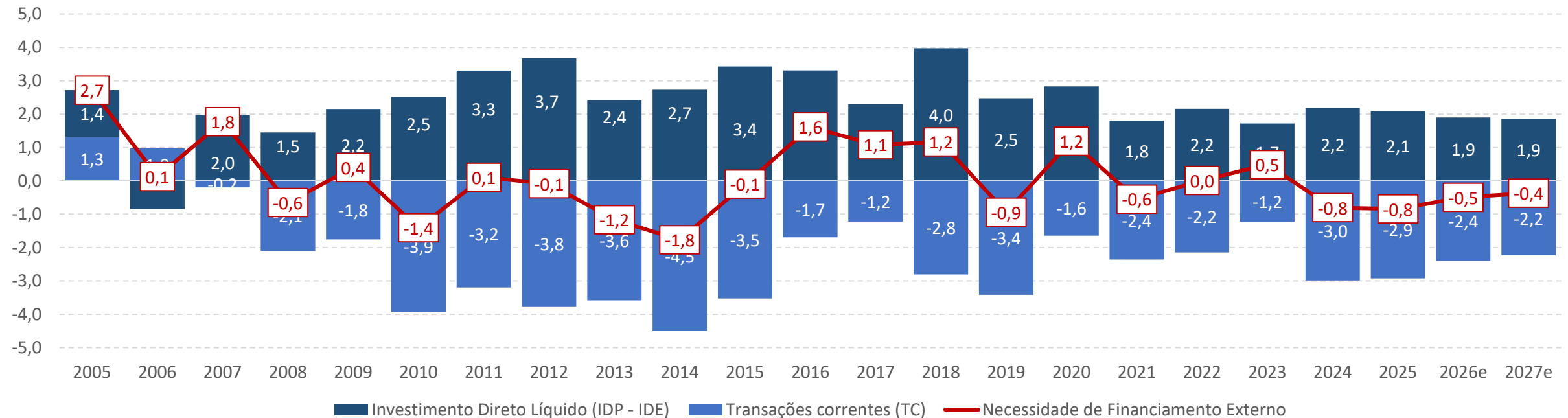
Projetamos redução do déficit em transações correntes para 2,4% do PIB em 2026 e para 2,2% em 2027, abaixo dos 2,9% do PIB registrados em 2025. Os déficits nas contas de serviços e de renda primária devem permanecer como as principais fontes de pressão sobre o balanço externo. Em 2026, o superávit comercial de 3,0% do PIB deve compensar parte dos déficits de 2,3% do PIB em serviços e 3,4% do PIB em renda primária.



IDP líquido próximo do déficit em transações correntes em 2026

O investimento direto no país (IDP) continuará sendo mais do que suficiente para financiar o déficit, como observado nos últimos 11 anos. No entanto, o investimento líquido, que é o investimento direto no país (IDP) menos o investimento direto no exterior (IDE), será ligeiramente inferior ao déficit em conta corrente, resultando em um saldo negativo de 0,5% do PIB em 2026 e 0,4% do PIB em 2027.

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

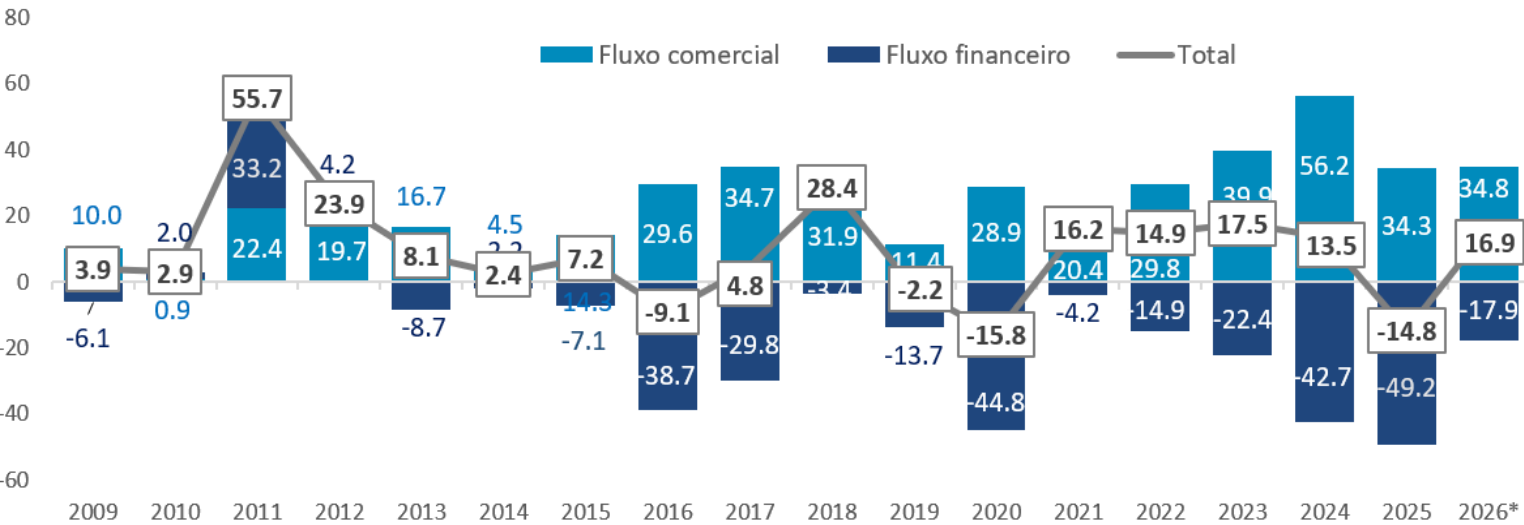


Fluxo cambial positivo no ano

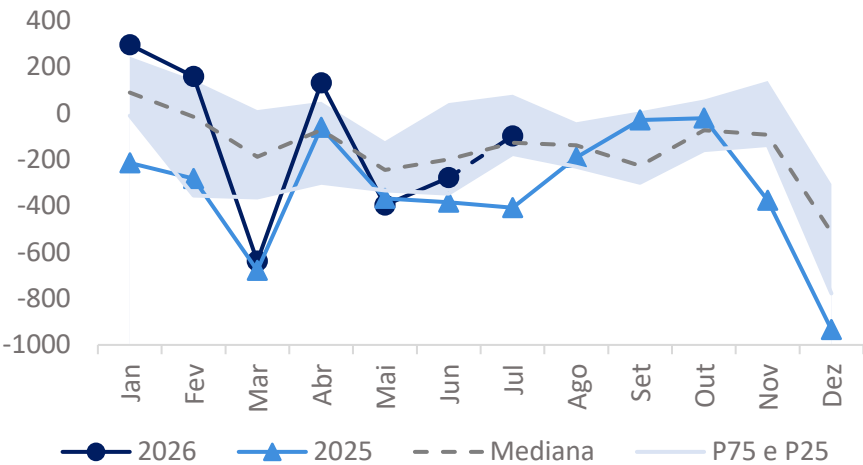
No acumulado do ano, o fluxo cambial líquido está positivo em US\$ 16,9 bilhões, com entradas de US\$ 34,8 bilhões pelo segmento comercial mais do que compensando saídas de US\$ 17,9 bilhões pelo segmento financeiro. É uma reversão relevante frente ao déficit de US\$ 14,8 bilhões no mesmo período de 2025. A composição dessa melhora, contudo, merece destaque: o fluxo comercial está praticamente estável frente a 2025 (US\$ 34,8 bi vs. US\$ 34,3 bi), de modo que a melhora do fluxo total decorre essencialmente da redução das saídas financeiras (-US\$ 17,9 bi vs. -US\$ 49,2 bi).

Após junho registrar o maior fluxo comercial médio diário do ano, o dado preliminar de julho desacelerou. Olhando à frente, esperamos que a manutenção do superávit comercial em patamar recorde sustente o ingresso de recursos pelo segmento comercial nos próximos meses, enquanto o segmento financeiro deve seguir volátil. Projetamos câmbio em R\$ 5,40/US\$ ao final de 2026 (média anual de 5,30) e R\$ 5,50/US\$ no final de 2027.

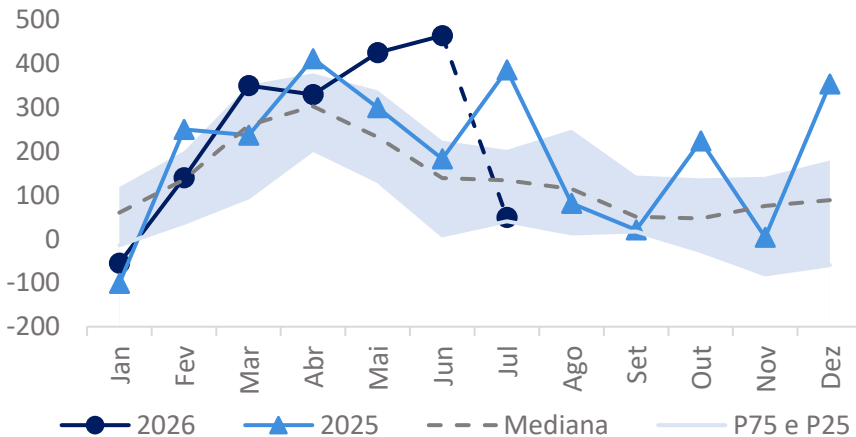
Fluxo cambial líquido (acumulado no ano até julho, US\$bilhões)



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



Fluxo comercial
(média diária, US\$milhões)



Principais projeções – Setor Externo

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio											
Balança Comercial (US\$ bi)* – BP	57,4	44,3	29,6	35,7	42,3	51,5	92,3	65,8	59,7	76,0	76,0
Exportações (US\$ bi) – BP	218,0	239,5	225,8	210,7	284,0	340,2	343,8	339,9	350,5	379,0	378,0
Importações (US\$ bi) – BP	160,6	195,2	196,2	175,0	241,7	288,7	251,5	274,0	290,8	303,0	302,0
Conta Corrente (US\$ bi)	-25,3	-53,8	-64,0	-24,2	-39,4	-42,0	-27,1	-66,2	-69,0	-60,5	-60,0
Conta Corrente (% PIB)	-1,2	-2,8	-3,4	-1,6	-2,4	-2,2	-1,2	-3,0	-2,9	-2,4	-2,2
Investimento Direto no País (US\$ bi)	68,9	78,2	69,2	38,3	46,4	75,5	62,8	74,1	77,7	80,0	85,0
Investimento Direto no País (% PIB)	3,3	4,1	3,7	2,6	2,8	3,9	2,9	3,4	3,4	3,2	3,2
Reservas Internacionais (US\$ bi)	374,0	374,7	356,9	355,6	362,2	324,7	355,0	356,0	356,0	370,0	370,0
Balança Comercial (US\$ bi)* – MDIC	56,0	46,6	35,2	50,4	61,4	61,5	98,9	74,6	68,3	85,0	85,0
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3,30	3,90	4,00	5,20	5,60	5,30	4,90	6,20	5,50	5,40	5,50
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	3,20	3,70	4,00	5,20	5,40	5,20	5,00	5,40	5,60	5,30	5,45

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



Política Fiscal

Fábio Serrano

fabio.serrano@btgpactual.com



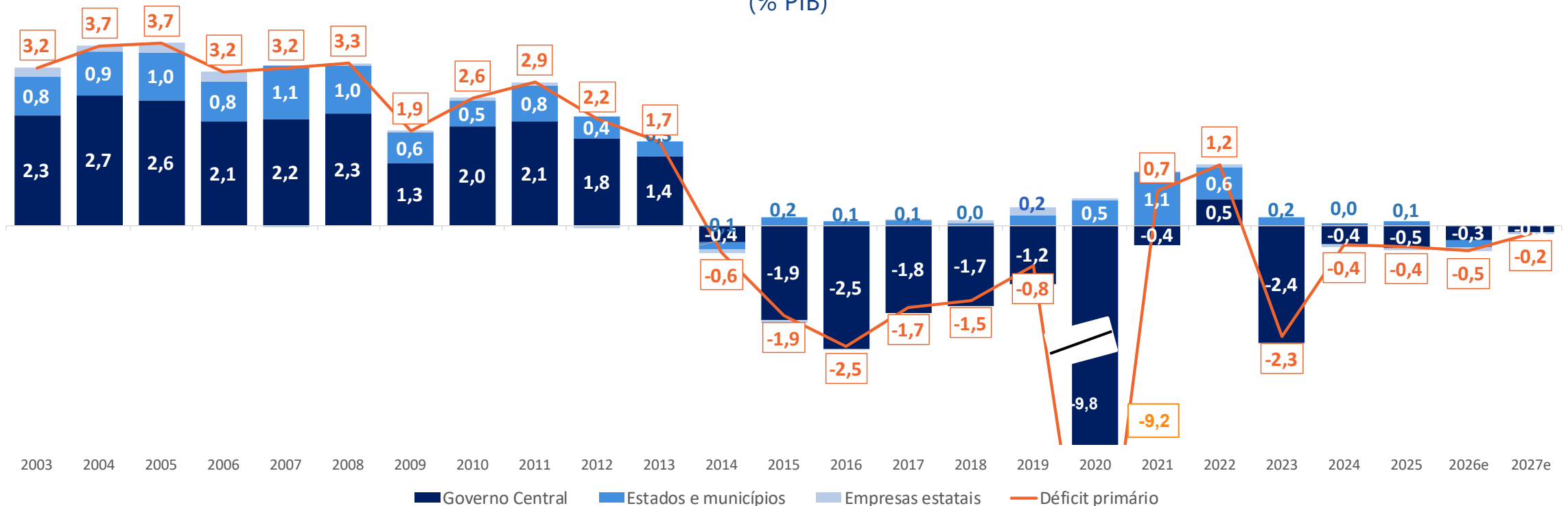
Déficits maiores e dívida pública pressionada

- Revisamos nossa projeção para o déficit primário do setor público em 2026 de R\$60 bilhões (-0,4% do PIB) para R\$73 bilhões (-0,5% do PIB), após os dados fiscais de junho, publicados ao longo do último mês, mostrarem um déficit primário dos governos estaduais mais pressionado do que projetávamos.
- A principal mudança em 2026 veio dos governos regionais, para os quais revisamos nossa estimativa de resultado primário praticamente zerado para déficit de R\$20 bilhões (-0,1% do PIB), refletindo maior pressão de despesas em meio ao calendário eleitoral. Já a projeção para o déficit do governo central permaneceu praticamente inalterada, em R\$43 bilhões (-0,3% do PIB). Em relação à meta fiscal, o déficit primário do governo central equivale a um superávit primário ajustado de R\$20 bilhões, compatível com o cumprimento da meta deste ano.
- Para 2027, revisamos nossa projeção para o déficit primário do setor público de R\$20 bilhões para R\$25 bilhões (-0,2% do PIB). A revisão também reflete piora no resultado dos governos subnacionais, para os quais passamos de superávit de R\$7 bilhões para resultado primário zerado. Para o governo central, nossa projeção permaneceu praticamente estável, em déficit de R\$20 bilhões (-0,1% do PIB). Em relação à meta fiscal, esse resultado equivale a um superávit primário ajustado de R\$45 bilhões, compatível com o cumprimento da meta de 2027.
- Com projeções de déficits mais elevados, além de crescimento mais expressivo da dívida pública e da incorporação de montantes relevantes de créditos extraordinários financeiros abertos para financiar a política parafiscal do governo, nossas projeções para a dívida bruta também foram revisadas para cima novamente. Para 2026, atualizamos nossa expectativa de 81,6% do PIB para 82,6% do PIB. Para 2027, a projeção passou de 85,8% para 86,8% do PIB.

Déficit público pressionado, com piora concentrada nos governos regionais

- Revisamos o déficit primário do setor público em 2026 para R\$73 bilhões (-0,5% do PIB), ante R\$60 bilhões (-0,4% do PIB), refletindo resultado mais pressionado dos governos regionais.
- Para 2027, a projeção também foi revisada para baixo, de déficit de R\$20 bilhões para R\$25 bilhões (-0,2% do PIB), com governo central praticamente estável e piora nos governos subnacionais.
- Em relação à meta fiscal, os déficits projetados para o governo central equivalem a superávits primários ajustados de R\$20 bilhões em 2026 e R\$45 bilhões em 2027, respectivamente, compatíveis com os limites inferiores das metas fiscais (R\$0 bilhão e R\$37 bilhões, respectivamente).

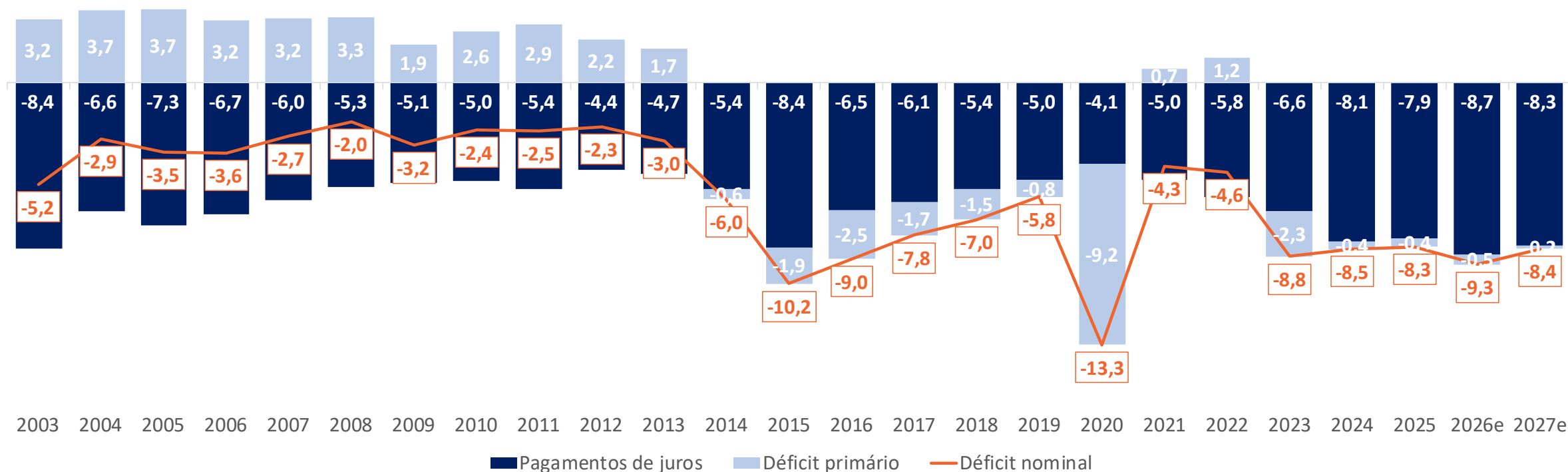
Resultado Primário do Setor Público
(% PIB)



Déficit nominal deve superar 9% do PIB em 2026

- Revisamos o déficit nominal do setor público em 2026 de 8,9% do PIB para 9,3% do PIB, refletindo déficit primário mais elevado e despesa com juros ainda pressionada pela Selic em patamar elevado.
- Para 2027, revisamos nossa projeção de déficit nominal de 8,3% do PIB para 8,4% do PIB, também influenciada pela piora do resultado primário e pela trajetória ainda elevada da despesa com juros.

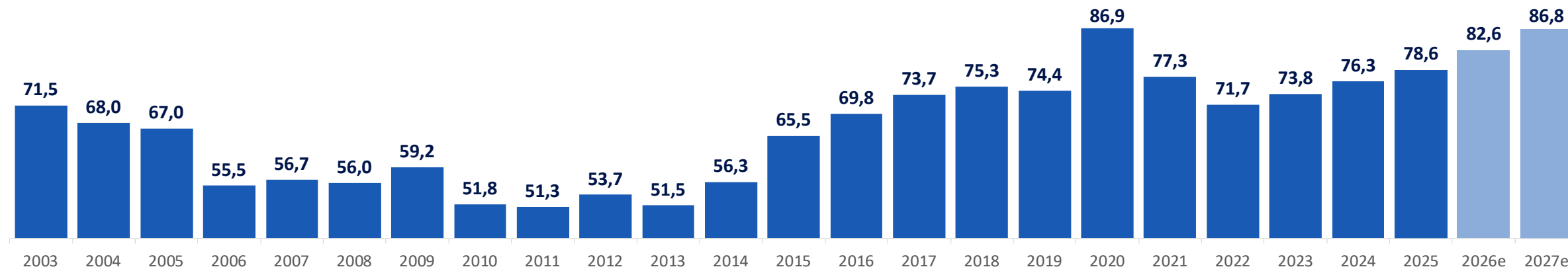
Resultado Nominal do Setor Público
(% PIB)



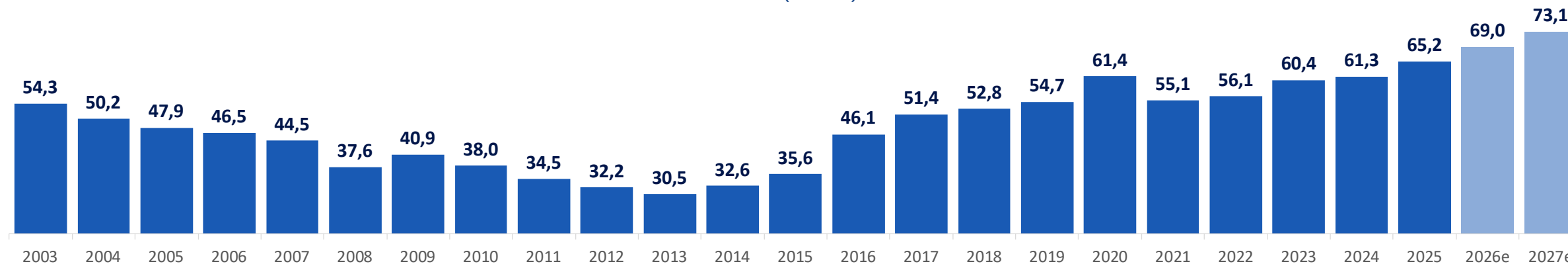
Dívida bruta deve se aproximar de 87% do PIB em 2027

Estimativa sobe para 82,6% do PIB em 2026 e 86,8% em 2027, ante 81,6% e 85,8%, refletindo déficits mais elevados e créditos extraordinários financeiros

Dívida Bruta do Governo Geral
(% PIB)



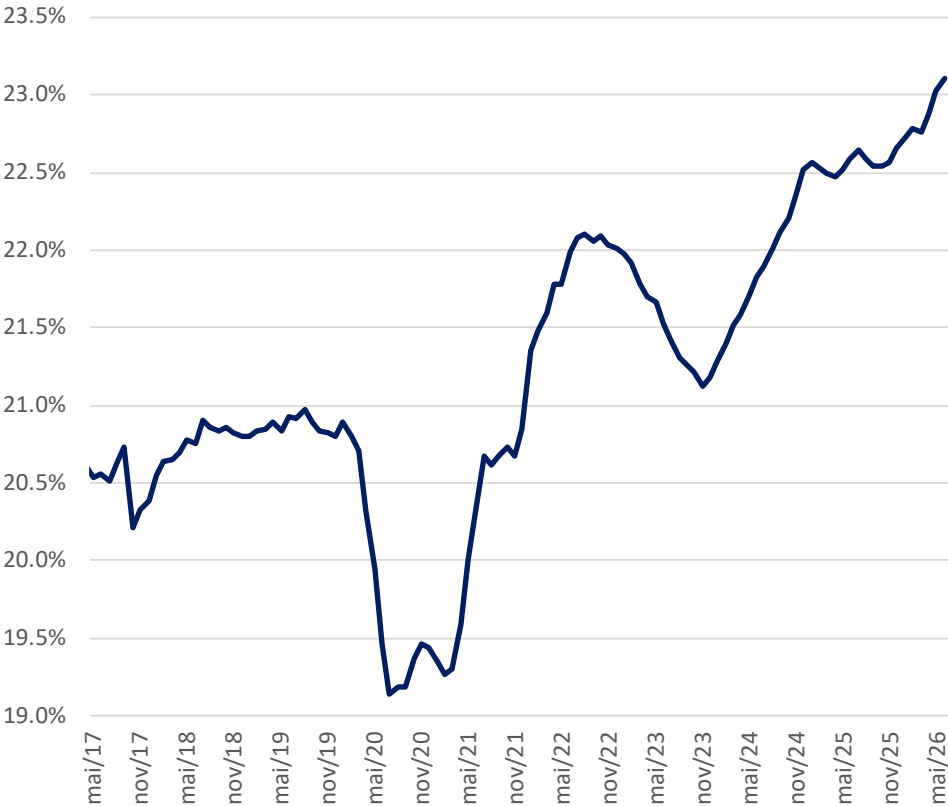
Dívida Líquida do Setor Público
(% PIB)



Arrecadação segue forte em 2026

Combinação do choque do petróleo, crescimento nominal resiliente da economia e medidas tributárias aprovadas nos últimos anos

Arrecadação Federal
(% do PIB)

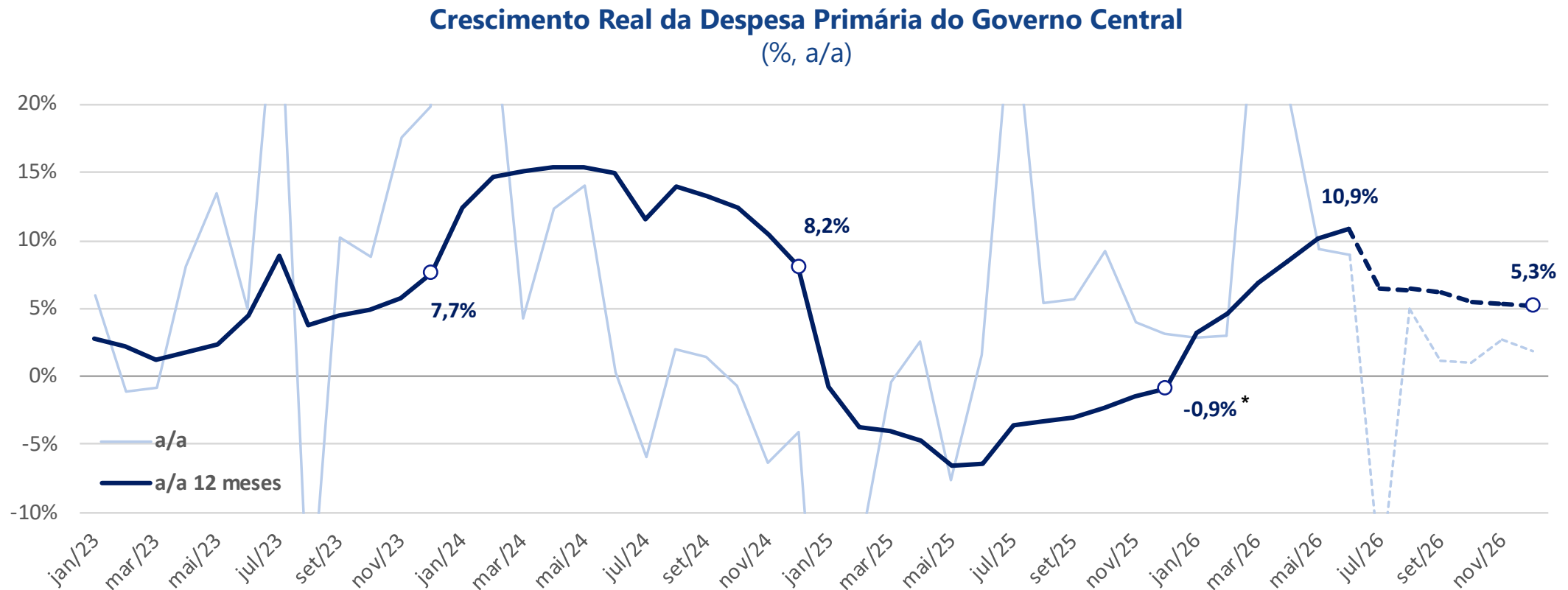


Principais Medidas de Receita para 2026

Medida	R\$ bilhões		
	LOA 2026	3o Bimestral	BTGP
Receitas Extraordinárias	112.1	82.5	66.2
Dividendos	54.1	55.5	56.2
Leilão de Petróleo	31.0	0.0	0.0
Transações tributárias	27.0	27.0	10.0
Majoração de impostos	84.3	84.3	74.5
Redução benefício tributário	19.8	19.8	10.0
IOF	18.0	18.0	18.0
Majoração de Imposto de Importação	14.0	14.0	14.0
Limitação ao uso de compensações tributárias	10.0	10.0	10.0
Fase out da desoneração da folha	8.0	8.0	8.0
Fim do PERSE	7.5	7.5	7.5
CSLL mínima (15%) - grandes multinacionais	3.4	3.4	3.4
Majoração de IRRF sobre JCP	2.5	2.5	2.5
Majoração de CSLL de fintechs	0.8	0.8	0.8
Majoração de tributação sobre GGR de bets	0.3	0.3	0.3
Total	196.4	166.8	140.7

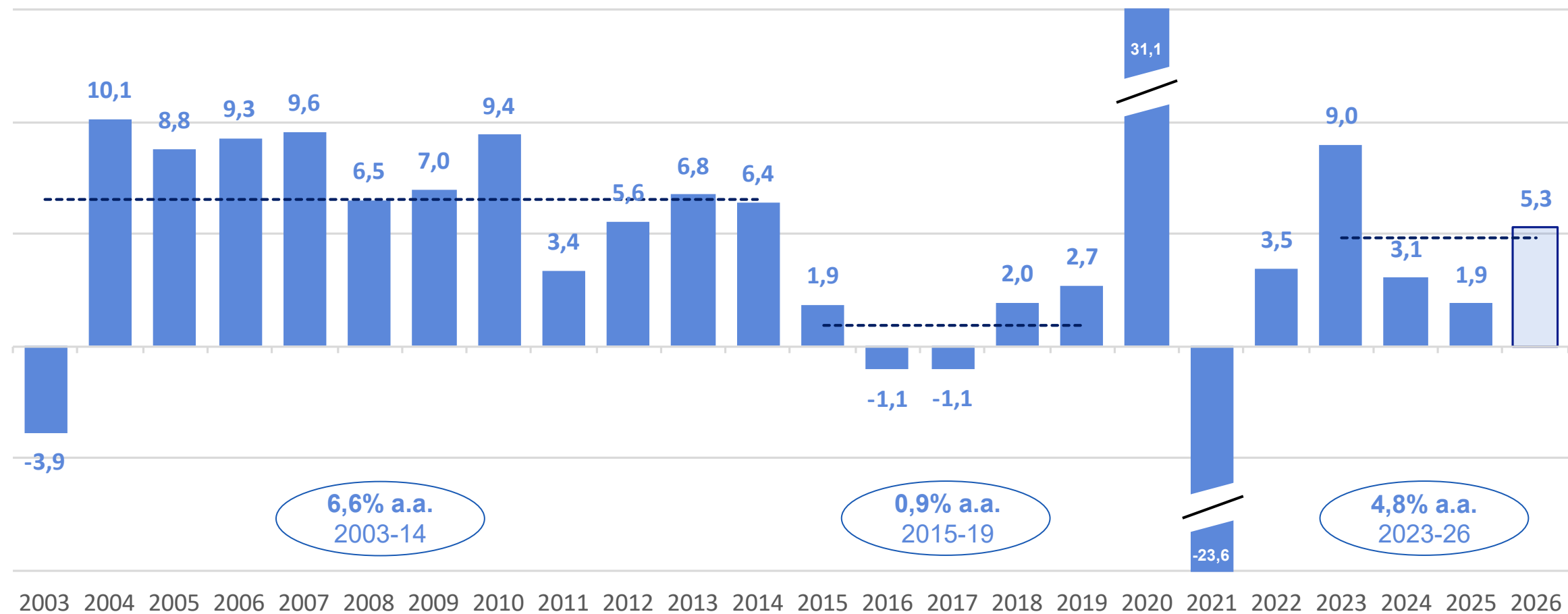
Despesa primária deve desacelerar no segundo semestre

- O crescimento interanual da despesa primária do governo central atingiu seu pico em junho, em virtude da antecipação de precatórios de jun/25 para mar/26 e da execução *front-loaded* dos gastos discricionários em meio ao ano eleitoral.
- Mesmo com a dissipação dos efeitos de calendário no 2S26, a despesa deve encerrar o ano com crescimento real de 5,3% a/a, refletindo expansão do limite de gastos e avanço das despesas fora do teto, em especial os subsídios para suavização dos preços dos combustíveis.



Despesa deve crescer, em média, cerca de 5% a.a. em termos reais no atual mandato presidencial

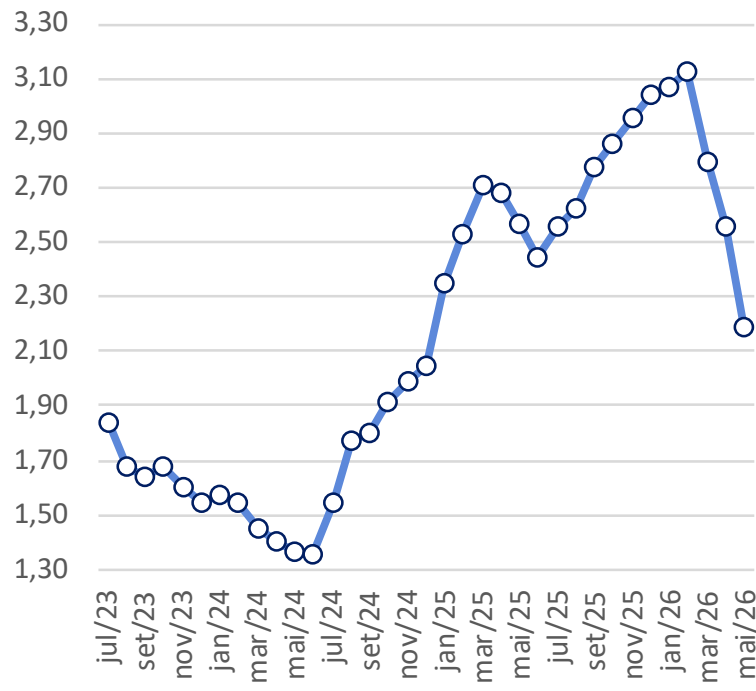
Crescimento Real da Despesa Primária do Governo Central (% a/a)
Precatórios ajustados por regime de competência entre 2022 e 2024



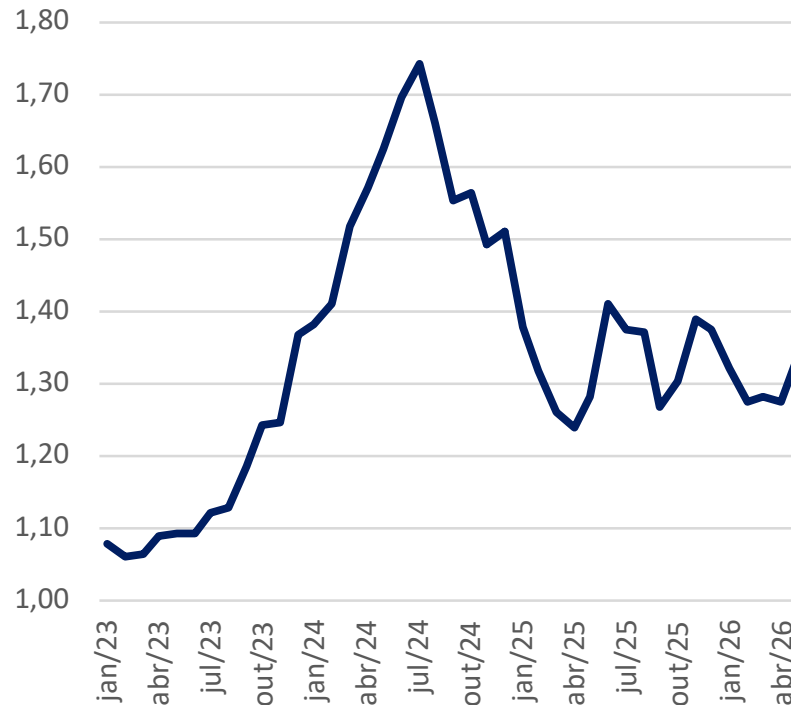
Fila do INSS deve pressionar menos as despesas

- A fila de requerimentos do INSS está normalizando no ritmo esperado, mas sem gerar a pressão de despesas inicialmente estimada.
- A taxa de indeferimento do auxílio-doença acima da média recente explica parte dessa dinâmica.

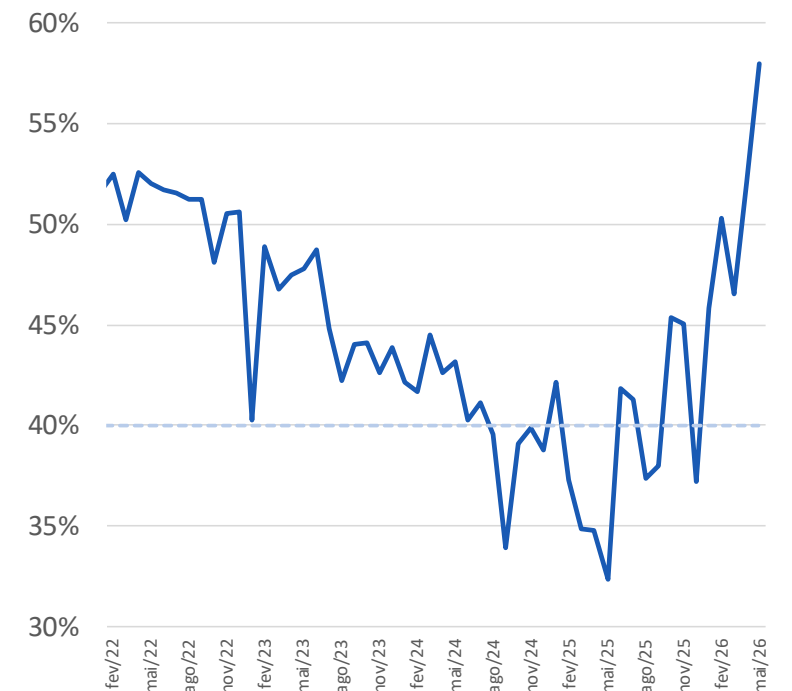
Fila de Requerimentos de Benefícios do INSS
(milhões)



Auxílio-Doença - Beneficiários
(milhões)



Auxílio-doença - Taxa de Indeferimento
(%)



Governo deve seguir desbloqueando despesas

No último relatório, o governo reduziu o bloqueio de R\$23,7 bilhões para R\$17,9 bilhões, mas a revisão ainda parece conservadora e as projeções oficiais seguem superestimadas para despesas obrigatórias

3º Relatório Bimestral (R\$ bilhões)

	2026				
	R\$ bilhões				
	2º Bimestral	3º Bimestral	Δ	BTGe	Dif.
Receita Total	3,218	3,237	19	3,208	-29
Receita Administrada pela RFB	2,052	2,080	28	2,070	-10
Incentivos Fiscais	0	0	0	0	0
Arrecadação Líquida para o RGPS	788	784	-4	786	2
Outras Receitas não Adm pela RFB	378	373	-4	352	-22
Concessões e Permissões	7	6	0	7	0
Dividendos e Participações	55	55	0	56	1
Exploração de Recursos Naturais	173	172	0	152	-20
Demais Receitas	143	139	-4	137	-3
Transferências (Repartição de Receita)	637	644	7	619	-24
Receita Líquida	2,581	2,594	12	2,589	-5
Despesas	2,642	2,646	4	2,632	-14
Benefícios Previdenciários	1,136	1,133	-3	1,131	-2
Pessoal e Encargos Sociais	454	450	-4	444	-6
Abono e Seguro Desemprego	97	98	2	93	-6
LOAS / RMV (BPC)	148	145	-3	142	-3
Outras Obrigatórias	210	212	2	221	8
Obrigatórias com Controle de Fluxo	377	381	4	385	4
Discricionárias	219	226	7	216	-10
Primário Governo Central - Total	-60	-52	8	-43	9
Despesas excluídas da meta	64	63	-2	63	0
Primário Governo Central - Meta	4	11	7	20	9
Meta - Limite Inferior	0	0	0	0	0

Recrudescimento do conflito interrompe reversão das subvenções

- O recrudescimento do conflito no Oriente Médio voltou a pressionar o petróleo e levou o governo a suspender a reversão de parte das subvenções aos combustíveis.
- Reinserimos parte da subvenção em nossa projeção, elevando o impacto primário estimado de R\$26,0 bilhões para R\$31,8 bilhões.
- Ainda assim, o petróleo mais alto e a extensão do imposto de exportação por mais dois meses mantêm o efeito do choque ligeiramente positivo para as contas públicas em 2026.

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

Medida	mar/26	abr/26	mai/26	jun/26	jul/26	ago/26	set/26	out/26	nov/26	dez/26	jan/27	Cenário-base
Total												40.3
Medidas com impacto primário	0.0	1.1	1.9	5.0	9.4	5.9	4.8	3.7	0.0	0.0	0.0	31.8
Vigentes	0.0	0.0	0.0	0.2	6.0	4.9	4.8	3.7	0.0	0.0	0.0	19.6
Subvenção de R\$ 1,12/L	0.0	0.0	0.0	0.0	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	14.6
Subvenção de R\$ 0,35/L	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
Subvenção de R\$ 0,44/L	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2
Subvenção de R\$ 850/ton	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
Redução a zero do PIS/Cofins	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
Encerradas	0.0	1.1	1.9	4.8	3.4	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.2
Redução a zero de PIS/Cofins	0.0	1.1	1.8	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.6
Subvenção de R\$ 0,80/L	0.0	0.0	0.0	1.9	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.7
Subvenção de R\$ 0,32/L	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.1
Subvenção de R\$ 1,20/L	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
Redução a zero do PIS/Cofins	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
Medidas com impacto financeiro												8.5
Crédito para reestruturação - FNAC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.5
Crédito para capital de giro	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.0

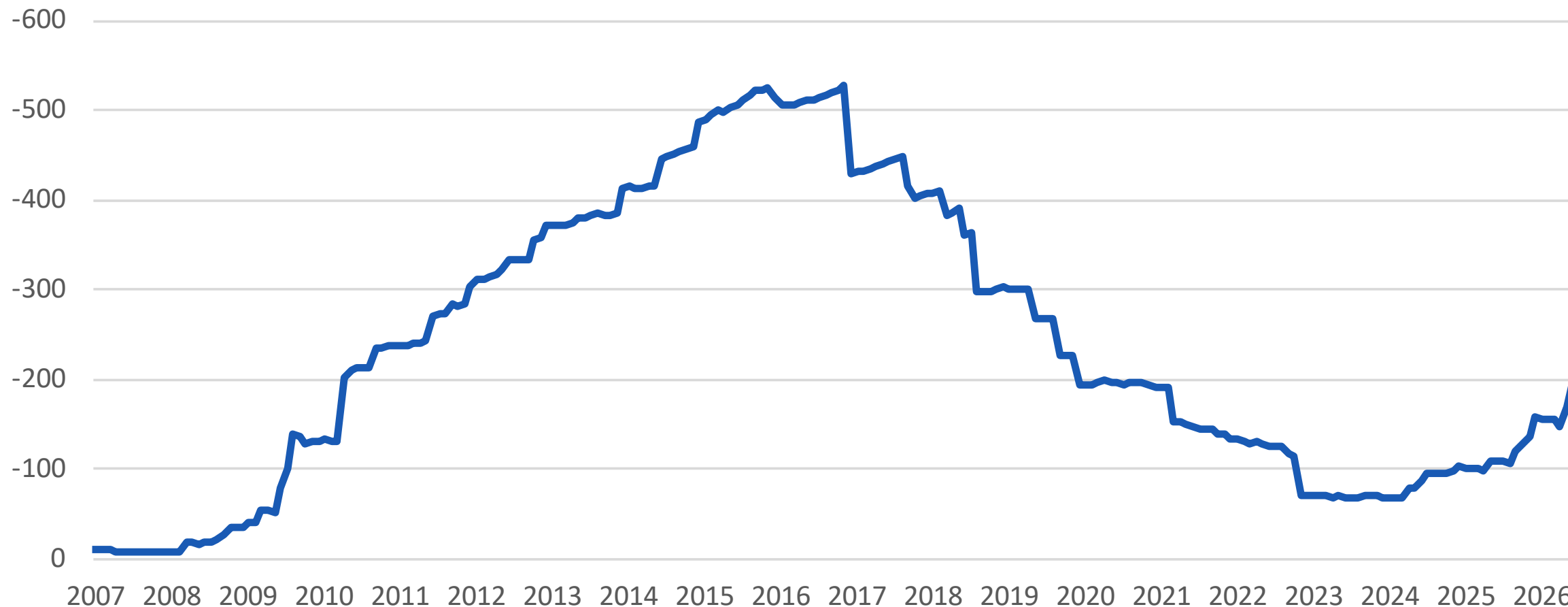
Programas parafiscais devem injetar R\$142 bilhões a mais em 2026 do que em 2025

Medidas parafiscais e outras iniciativas sem impacto primário - Impulso

Programa	Status	Orçamento	Δ 25-26 (R\$ bi)	Δ 25-26 % PIB
		276.9	141.8	1.0%
Isenção IRPF	Início: jan/26	31.0	31.0	0.2%
Move Brasil 1 e 2 (caminhões)	Jan-abr/26 e mai-ago/26	31.2	29.7	0.2%
Consignado	Início: mai/25	-	24.0	0.2%
Novo Modelo de Crédito Imobiliário	Início: out/25	37.2	22.3	0.2%
Desenrola 2.0 + FGTS	Início: maio/26	23.2	10.5	0.1%
Reforma Casa Brasil	Início: nov/25	40.0	12.9	0.1%
Move Aplicativo	Início: jul/26	30.0	7.4	0.1%
MCMV – Faixa 3 e 4	Início obras: 1S26 (faixa 4) / 2S26 (faixa 3)	50.0	6.5	0.0%
Luz do Povo	Início: jul/25	13.0	4.3	0.0%
Saque FGTS	Saques: jan/26, fev/26, mai/26	16.2	4.2	0.0%
Gás do Povo	Início: nov/25	5.1	1.6	0.0%
Restrições Saque Aniversário	Início: nov/25	-	-12.5	-0.1%

Transferências do Tesouro ao BNDES para financiar políticas parafiscais pressionam a dívida bruta

Recursos do Tesouro Nacional no BNDES
(R\$ bilhões)



Aprovação de pautas-bomba não está incorporada ao cenário e é um risco importante para a volta do recesso

btgpactual

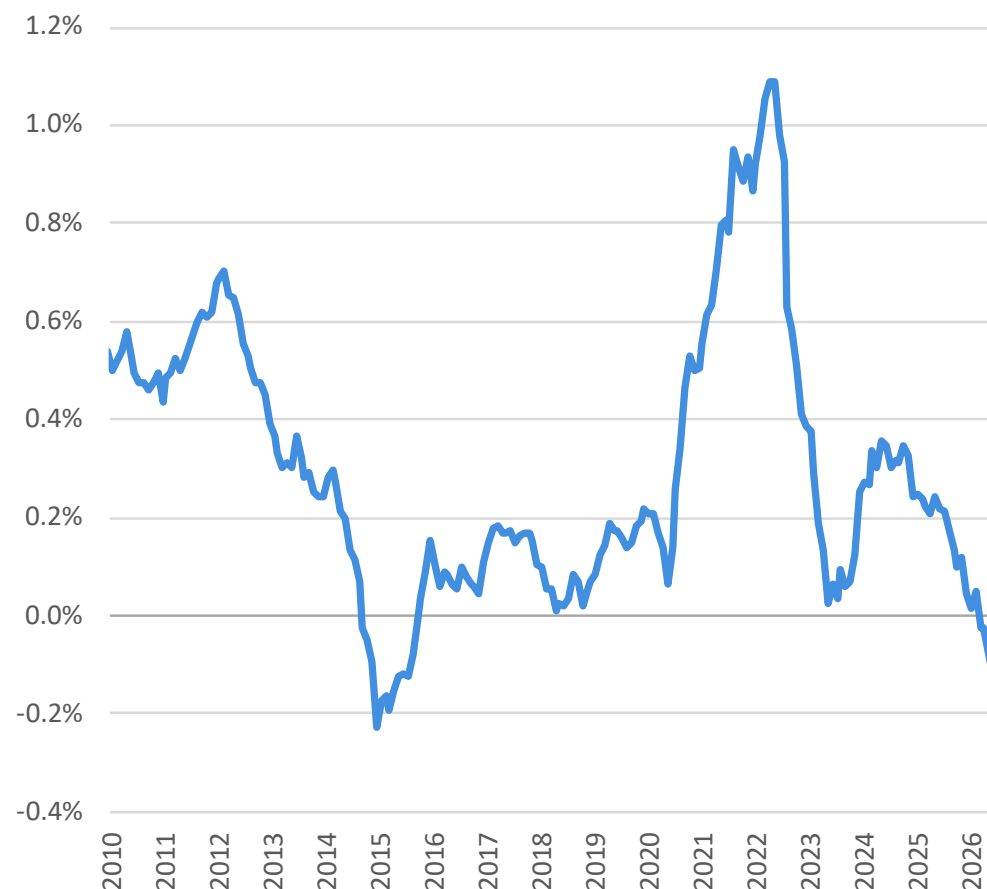
Pautas-bomba em tramitação no Congresso - Impacto primário anual
(R\$ bilhões)

Projeto	Descrição	Estágio da tramitação	O que falta para concluir	Impacto anual
PLP 108/2021	Eleva o teto do Simples Nacional	Câmara/urgência	Votar na Câmara; sanção ou retorno ao Senado se alterar	50.0
PL 5.122/2023	Renegociação de dívidas rurais	Voltou à Câmara	Câmara analisar mudanças; depois sanção/veto	3.0
PEC 231/2019	Amplia o Fundo de Participação dos Municípios	Câmara	Comissão Especial; 2 turnos na Câmara; 2 no Senado	10.0
PEC 5/2023	Amplia a imunidade tributária de templos religiosos	Senado	2 turnos no Senado; promulgação se sem mudanças	10.0
PEC 383/2017	Vincula recursos ao SUAS	Senado	2 turnos no Senado; promulgação se sem mudanças	9.0
PL 4.728/2020	Cria novo programa de regularização tributária (PERT)	Câmara/urgência	Votar na Câmara; sanção ou retorno ao Senado se houver mudanças	8.8
PL 1.365/2022	Atualiza o piso salarial de médicos e cirurgiões-dentistas	Senado	Sem recurso, vai à Câmara; com recurso, vai ao Plenário do Senado	8.4
PEC 14/2021	Aposentadoria diferenciada para agentes comunitários de saúde	Aprovado	Esperando promulgação; possibilidade de judicialização no STF	3.0
PLP 11/2026	Benefícios fiscais para entidades sem fins lucrativos	Câmara	Definir rito; votar na Câmara; depois sanção ou retorno ao Senado	1.0
TOTAL	-	-	-	103.2

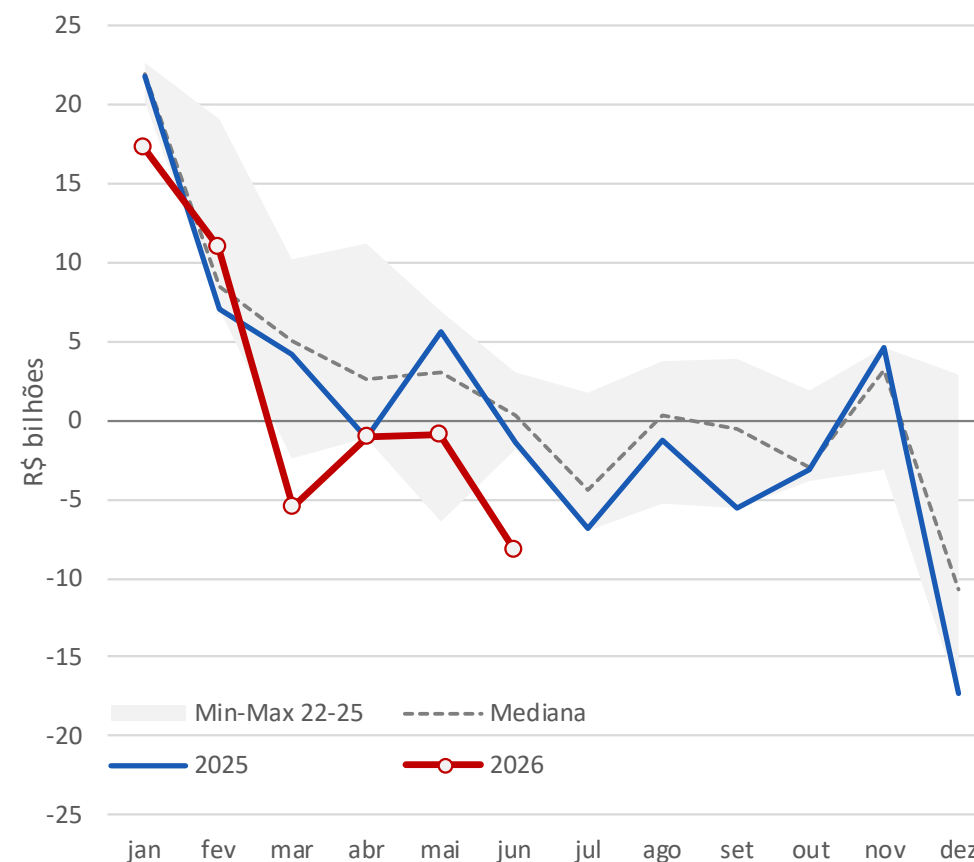
Primário dos Estados fica abaixo do esperado em junho

Revisamos a projeção para o resultado primário dos entes subnacionais de equilíbrio para déficit de R\$20bi em 2026

Estados – Resultado Primário
(% PIB)



Estados – Resultado Primário
(R\$ bilhões)



Principais projeções – Política Fiscal

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Contas Fiscais											
Resultado Primário (R\$ bi)	-110,6	-108,3	-61,9	-703,0	64,7	126,0	-249,1	-47,6	-55,0	-72,6	-25,4
Governo Central (R\$ bi)	-118,4	-116,2	-88,9	-745,3	-35,9	54,9	-264,5	-45,4	-58,7	-42,6	-20,2
<i>Governo Central (R\$ bi) - meta</i>	-118,4	-116,2	-88,9	-745,3	-35,9	54,9	-264,5	-14,0	-14,2	20,2	45,5
Governos Subnacionais (R\$ bi)	7,5	3,5	15,2	38,7	97,7	64,9	17,7	5,9	9,5	-20,0	0,0
Empresas Estatais (R\$ bi)	0,4	4,4	11,8	3,6	2,9	6,1	-2,3	-8,1	-5,9	-10,0	-5,1
Resultado Primário (% PIB)	-1,7	-1,5	-0,8	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2
Resultado Nominal (% PIB)	-7,8	-7,0	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	-8,3	-9,3	-8,4
Dívida Líquida (% PIB)	51,4	52,8	54,7	61,4	55,1	56,1	60,4	61,3	65,2	69,0	73,1
Dívida Bruta (% PIB)	73,7	75,3	74,4	86,9	77,3	71,7	73,8	76,3	78,6	82,6	86,8



Política Monetária



Tiago Berriel

tiago.berriel@btgpactual.com

Iana Ferrão

iana.ferrao@btgpactual.com

Ederson Schumanski

ederson.schumanski@btgpactual.com

Mateus Della

matheus.della@btgpactual.com

João Aveiro

joao.aveiro@btgpactual.com



Copom: continuidade do ciclo de calibração

- **Mantemos a expectativa de dois cortes de 25 pb nas próximas reuniões, levando a Selic a 13,75% no fim de 2026.**
- **O principal argumento para dois cortes adicionais é a própria função de reação do BC na última decisão:** mesmo com projeções menos favoráveis, atividade mais resiliente e inflação corrente mais pressionada, o Copom deu continuidade à calibragem com revisões bem menores do que o esperado e extensão do horizonte relevante.
- **A comunicação do Copom ainda aponta continuidade do ciclo de calibragem:** a comunicação reforça que há várias trajetórias de política monetária com pausas e retomadas que levam a inflação à meta no horizonte relevante.
- **O balanço de riscos para a inflação em 2027 se manteve assimétrico para cima:** o acirramento da guerra ampliou os riscos ligados ao petróleo, às cadeias de suprimento e efeitos de segunda ordem, a probabilidade de um El Niño superforte aumentou e persiste a desancoragem das expectativas de inflação mais longas, com destaque para 2028.
- Por outro lado, **o balanço de riscos para a atividade em 2027 apresenta assimetria baixista**, dado que o endividamento das famílias está em nível recorde, o que pode intensificar a desaceleração do consumo em um ambiente de menor impulso fiscal e política monetária ainda restritiva.
- **Já os dados correntes colaboraram:** a dinâmica de inflação ficou mais benigna, com IPCA de junho e IPCA-15 de julho surpreendendo para baixo e núcleos mais favoráveis, enquanto o mercado de trabalho dá sinais de acomodação no 2T — abrindo uma janela favorável para os próximos cortes.

Comunicação e Evolução do Cenário

A comunicação do Copom e os dados correntes benignos sustentam dois cortes adicionais, apesar do balanço de riscos para 2027 se manter adverso

1. Comunicação do Copom

- Preferência por manter opcionalidade em relação ao prosseguimento do processo de calibração
- Preferência por suavização, sem reação integral a choques de oferta
- Projeções benignas do modelo
- Trajetórias podem combinar pausas e retomadas posteriores



2. Evolução dos dados e riscos

- IPCA de junho e IPCA-15 de julho surpreenderam para baixo
- Núcleos mais benignos, com destaque para serviços subjacentes
- Acirramento da guerra piorou o risco de petróleo e cadeias globais
- El Niño superforte mais provável; expectativas de 2028 seguem desancorando



3. Implicação

- Espaço para dois cortes de 25 pb nas próximas duas reuniões
- Ciclo segue limitado pela assimetria de 2027
- BC não reagirá em alta frequência ao aumento da assimetria no balanço de riscos
- Deterioração relevante para pausa antes de setembro

Esperamos dois cortes de 25 pb nas duas próximas reuniões.

Esperamos a manutenção de uma comunicação aberta e dependente de dados no próximo COPOM.

Selic atual	Próximas 2 reuniões	Fim de 2026	Fim de 2027
14,25%	-25 pb / -25 pb	13,75%	12,50%

Inflação: dinâmica mais benigna, mas riscos altistas voltam a subir para 2027

IPCA de junho e IPCA-15 de julho surpreenderam para baixo, mas o balanço de riscos para 2027 se mantém adverso

- **Serviços subjacentes:** dinâmica mais favorável na margem, puxando a melhora dos núcleos, embora o hiato positivo e o mercado de trabalho apertado sigam pressionando.
- **Bens industriais** voltam a sofrer pressão de custos de petróleo e cadeias com o acirramento da guerra, revertendo parte do alívio recente.
- **Administrados:** forte deflação esperada até setembro, com a queda do etanol no atacado (30%) mantendo gasolina e diesel em queda.
- **Alimentos no domicílio:** deflação no curto prazo, com sazonalidade favorável de in natura e maior oferta de carnes, mas o risco de El Niño superforte para 2027 aumentou.
- **Expectativas** seguem desancoradas, com deterioração adicional nos horizontes mais longos (2028)

IPCA jun/26

4,7%

Núcleos acima do teto da meta na MM3 anualizada

IPCA 2026

5,0%

Revisão baixista nas últimas leituras, projeção mais simétrica

IPCA 2027

4,4%

El Niño superforte e escala 6x1 são riscos

Focus

2028: 3,8%; 2029: 3,5%

Expectativas subiram de um patamar desancorado anterior ao conflito

A dinâmica de curto prazo melhorou, mas núcleos seguem acima do teto da meta e expectativas seguem desancoradas.

O acirramento da guerra e a maior probabilidade de um El Niño superforte mantêm o balanço de riscos adverso para 2027.

Atividade e mercado de trabalho: primeiros sinais de acomodação no 2T

Mercado de trabalho começa a acomodar, mas hiato segue positivo e limita o ritmo dos cortes

PIB 1T26

+1,1% t/t

Aceleração da demanda privada, puxada por consumo e investimento

PIB 2T26

+0,5% t/t

Desacelera em relação ao 1T26, mas ainda resiliente

Desemprego SA

~5,4%

Próximo das mínimas históricas; muito abaixo da NAIRU estimada com *easing* na margem

Hiato estimado 2T26

+0,5%

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

Mercado de trabalho

PNAD e CAGED mostraram sinais de acomodação no 2T26, com renda real desacelerando e criação líquida de empregos mais fraca, após um início de ano mais robusto

NUCI e hiato

NUCI ainda elevada, PIB com moderação, hiato permanece positivo

Crédito

Mostra desaceleração importante, principal evidência do funcionamento da política monetária restritiva

Balanço de riscos: assimetria segue relevante

Acirramento da guerra volta a elevar riscos de petróleo e Ormuz; El Niño superforte ganha probabilidade e expectativas permanecem desancoradas

Risco	Canal primário	Risco para Política Monetária	Implicação para o Copom
Petróleo / Ormuz	Combustíveis, fretes e cadeias globais de suprimentos	Expectativas, núcleos e repasses indiretos	Risco extremo voltou a aumentar com o acirramento da guerra e a ameaça de novo fechamento do Estreito de Ormuz, ampliando riscos de petróleo e cadeias de suprimento
El Niño superforte	Alimentos e preços agrícolas em 2027; reversão da oferta gera pressão baixista em 2028	Expectativas de inflação longas	A probabilidade de um El Niño superforte aumentou; a política deve olhar através do efeito primário, mas o ambiente de expectativas desancoradas dificulta separar efeitos primários e secundários
Escala 6x1	Custo do trabalho e oferta em serviços	Serviços, salários e núcleos	Risco não totalmente incorporado no cenário; possível implementação mais tardia, mas aumenta a cautela
Fed mais hawkish / dólar forte	Câmbio e condições financeiras	BRL mais depreciado	Pode limitar a continuidade do ciclo
Eleição / fiscal	Prêmio de risco, câmbio e expectativas	Desancoragem de horizontes mais longos e BRL mais depreciado	Proximidade da eleição aumenta a volatilidade e a assimetria altista dos ativos, exigindo cautela adicional

O balanço de riscos prospectivo para 2027 se manteve adverso no último mês e segue incompatível com um ciclo longo de flexibilização.

Com a guerra em escalada, o El Niño superforte mais provável e as expectativas mais longas desancorando, a assimetria altista permanece relevante, com destaque para 2028.

Próximo COPOM – Projeções Modelo BCB

- Estimamos uma revisão de -0,05 p.p. no horizonte relevante entre reuniões, levando a projeção para uma faixa entre 3,1% e 3,2% com a trajetória de juros do Focus.
- Com juros constantes em 14,25%, a projeção fica em 2,8%, e cada corte de 25 pb acrescenta cerca de 6 pb à inflação. Com mais dois cortes, a projeção sob juros constantes em 13,75% chegaria a 2,9% no segundo trimestre de 2028, que será o próximo horizonte relevante.
- Na nossa trajetória, com mais dois cortes em 2026 e continuidade do ciclo no primeiro semestre de 2027, até 12,5% no fim de 2027, a projeção no horizonte relevante atual ficaria 9 pb abaixo do cenário de referência. O resultado é consistente com a avaliação do BC de que diferentes trajetórias de juros podem gerar projeções semelhantes para a inflação.

Projeções do Modelo agregado do BCB							
Diferentes cenários	Inflação 2026Q4	Inflação 2027Q3	Inflação 2027Q4	Inflação 2028Q1	Inflação 2028Q2	Inflação 2028Q3	Inflação 2028Q4
COPOM Junho - Juros FOCUS	5.20	4.10	3.70	3.20	3.20	3.10	3.10
Cenário Referência - Juros FOCUS	4.99	4.01	3.63	3.15	3.17	3.08	3.08
Cenário Base - 13.75% 2026YE e 12.5% 2027YE	4.99	3.97	3.57	3.06	3.05	2.94	2.92
Juros Constantes em 14.25%	4.97	3.87	3.41	2.84	2.74	2.53	2.41
Juros Constantes em 14.00%	4.98	3.91	3.46	2.90	2.82	2.61	2.50
Juros Constantes em 13.75%	4.99	3.94	3.51	2.95	2.89	2.70	2.60

Sensibilidades ao BRL e às expectativas – 1T28

- Conforme a tabela abaixo, apenas uma depreciação relevante do BRL e/ou uma deterioração significativa das expectativas para 2027, além dos efeitos de primeira ordem do El Niño, alteraria materialmente a leitura do Banco Central via modelo

Juros FOCUS

Projeção de inflação no horizonte relevante (1T28) com a trajetória de juros Focus					
BRL/Expectativas de inflação 2026/27/28	5,7/4,5/4,0	5,3/4,4/3,9	5,1/4,3/3,8	5,1/4,2/3,8	4,8/4,0/3,5
5,40	3,74	3,61	3,50	3,45	3,20
5,30	3,65	3,51	3,40	3,35	3,10
5,20	3,55	3,41	3,30	3,25	3,00
5,10	3,44	3,31	3,20	3,15	2,90
5,00	3,34	3,20	3,09	3,05	2,79
4,90	3,23	3,10	2,99	2,94	2,69
4,70	3,02	2,88	2,77	2,72	2,47

Juros Constantes

Projeção de inflação no horizonte relevante (1T28) com a taxa de juros constante em 14,25%					
BRL/Expectativas de inflação 2026/27/28	5,7/4,5/4,0	5,3/4,4/3,9	5,1/4,3/3,8	5,1/4,2/3,8	4,8/4,0/3,5
5,40	3,43	3,29	3,18	3,13	2,88
5,30	3,33	3,19	3,08	3,04	2,78
5,20	3,23	3,09	2,98	2,94	2,68
5,10	3,13	2,99	2,88	2,84	2,58
5,00	3,02	2,89	2,78	2,73	2,48
4,90	2,92	2,78	2,67	2,63	2,37
4,70	2,70	2,56	2,45	2,41	2,16

Macro Team - Analysts

Mansueto Almeida
Chief Economist

mansueto.almeida@btgpactual.com

Bruno Martins
bruno.martins@btgpactual.com

Fabio Serrano
fabio.serrano@btgpactual.com

Francisco Lopes
francisco.lopes@btgpactual.com

Iana Ferrão
iana.ferrao@btgpactual.com

Junia Gama
Junia.gama@btgpactual.com

Luiza Paparounis
luiza.paparounis@btgpactual.com

Samuel Pessoa
samuel.pessoa@btgpactual.com

Tiago Berriel
Head of Economic Research
tiago.berriel@btgpactual.com

Daniel Mesquita
daniel.mesquita@btgpactual.com

Ederson Schumanski
ederson.schumanski@btgpactual.com

João Aveiro
joao.aveiro@btgpactual.com

Matheus Della
matheus.della@btgpactual.com

Romeu Dellazeri
romeu.dellazeri@btgpactual.com

Beatriz Rodrigues
beatriz-j.rodrigues@btgpactual.com

Andres Borenstein
andres.borenstein@btgpactual.com

Sofia Ordoñez
sofia.ordonez@btgpactual.com

Pablo Cruz
pablo.cruz@btgpactual.com

Martin Gutierrez
martin.gutierrez@btgpactual.com

Munir Jalil
munir.jalil@btgpactual.com

Laura Florez
laura.florez@btgpactual.com

Mariana Villabona
mariana.villabona@btgpactual.com

Required Disclosure and Analyst Certification

This material is valid only on this date, as future events may compromise your findings.

In addition, as already envisaged by the Comissão de Valores Mobiliários (CVM), public opinion polls regarding elections or candidates have the potential to influence the price of securities, as well as investors' decision to buy, sell or hold such securities. The use of information collected by the persons who have access to them prior to their widespread disclosure by the media may create an undue advantage in the trading of securities, placing other market participants in a position of imbalance or inequality.

Finally, FSB Pesquisa, BTG Pactual do not have any connection and / or preference with any candidate or political party, being sure that the present material is merely informative and presents the main aspects collected by FSB Research in public opinion research duly registered next to the Superior Electoral Court.

This report has been prepared by Banco BTG Pactual S.A. The figures contained in performance charts refer to the past; past performance is not a reliable indicator of future results. Additional information will be made available upon request.

Each research analyst primarily responsible for the content of this investment research report, in whole or in part, certifies that:

- (i) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers, and such recommendations were elaborated independently, including in relation to Banco BTG Pactual S.A. and/or its affiliates, as the case may be;
- (ii) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to any specific recommendations or views contained herein or linked to the price of any of the securities discussed herein.

Research analysts contributing to this report who are employed by a non-US Broker dealer are not registered/qualified as research analysts with FINRA and therefore are not subject to the restrictions contained in the FINRA rules on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account. Part of the analyst compensation comes from the profits of Banco BTG Pactual S.A. as a whole and/or its affiliates and, consequently, revenues arisen from transactions held by Banco BTG Pactual S.A. and/or its affiliates. Where applicable, the analyst responsible for this report and certified pursuant to Brazilian regulations will be identified in bold on the first page of this report and will be the first name on the signature list.

This report has been prepared by Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A."), a Brazilian regulated bank. BTG Pactual S.A. is the responsible for the distribution of this report in Brazil. BTG Pactual US Capital LLC ("BTG Pactual US"), a broker-dealer registered with the U.S. Securities and Exchange Committee and a member of the Financial Industry Regulatory Authority and the Securities Investor Protection Corporation is distributing this report in the United States. BTG Pactual US is an affiliate of BTG Pactual S.A. BTG Pactual US assumes responsibility for this research for purposes of U.S. law. Any U.S. person receiving this report and wishing to effect any transaction in a security discussed in this report should do so with BTG Pactual US at 212-293-4600, 601 Lexington Ave. 57th Floor, New York, NY 10022. This report is being distributed in the United Kingdom and elsewhere in the European Economic Area ("EEA") by BTG Pactual Europe LLP ("BTG Pactual UK"), which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority of the United Kingdom. This report may also be distributed in the United Kingdom and elsewhere in the EEA by BTG Pactual S.A. and/or BTG Pactual US. BTG Pactual UK has not: (i) produced this report, (ii) substantially altered its contents, (iii) changed the direction of the recommendation, or (iv) disseminated this report prior to its issue by BTG Pactual US. BTG Pactual UK does not distribute summaries of research produced by BTG Pactual US. Corredores de Bolsa ("BTG Pactual Chile"), formerly known as Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa, is a Chilean broker dealer registered with Comisión para el Mercado Financiero (CMF) in Chile and responsible for the distribution of this report in Chile, BTG Pactual Perú S.A. Sociedad Agente de Bolsa ("BTG Pactual Peru"), formerly known as Celfin Capital S.A. Sociedad Agente e Bolsa, registered with Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) de Peru is responsible for the distribution of this report in Peru. BTG Pactual Chile, BTG Pactual Peru acquisition by BTG Pactual S.A. was approved by the Brazilian Central Bank on November 14th, 2012.

BTG Pactual S.A. Comisionista de Bolsa ("BTG Pactual Colombia") formerly known as Bolsa y Renta S.A. Comisionista de Bolsa, is a Colombian broker dealer register with the Superintendencia Financiera de Colombia and is responsible for the distribution of this report in Colombia. BTG Pactual Colombia acquisition by BTG Pactual S.A. was approved by Brazilian Central Bank on December 21st, 2012. BTG Pactual Argentina is a broker dealer (Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Integral) organized and regulated by Argentinean law, registered with the Exchange Committee of Argentina (Comisión Nacional de Valores) under license Nro. 720 and responsible for the distribution of this report in Argentina. Additionally, the Brazilian Central Bank approved the indirect controlling participation of Banco BTG Pactual S.A. in BTG Pactual Argentina on September 1st, 2017. References herein to BTG Pactual include BTG Pactual S.A., BTG Pactual US Capital LLC, BTG Pactual Europe LLP, BTG Pactual Chile, BTG Pactual Peru, BTG Pactual Colombia, BTG Pactual Argentina as applicable. This report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This report is not directed at you if BTG Pactual is prohibited or restricted by any legislation or regulation in any jurisdiction from making it available to you. You should satisfy yourself before reading it that BTG Pactual is permitted to provide research material concerning investments to you under relevant legislation and regulations. Nothing in this report constitutes a representation that any investment strategy or recommendation contained herein is suitable or appropriate to a recipient's individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation. It is published solely for information purposes, it does not constitute an advertisement and is not to be construed as a solicitation, offer, invitation or inducement to buy or sell any securities or related financial instruments in any jurisdiction. Prices in this report are believed to be reliable as of the date on which this report was issued and are derived from one or more of the following: (i) sources as expressly specified alongside the relevant data; (ii) the quoted price on the main regulated market for the security in question; (iii) other public sources believed to be reliable; or (iv) BTG Pactual's proprietary data or data available to BTG Pactual. All other information herein is believed to be reliable as of the date on which this report was issued and has been obtained from public sources believed to be reliable. No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, except with respect to information concerning Banco BTG Pactual S.A., its subsidiaries and affiliates, nor is it intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. In all cases, investors should conduct their own investigation and analysis of such information before taking or omitting to take any action in relation to securities or markets that are analyzed in this report. BTG Pactual does not undertake that investors will obtain profits, nor will it share with investors any investment profits nor accept any liability for any investment losses. Investments involve risks and investors should exercise prudence in making their investment decisions. BTG Pactual accepts no fiduciary duties to recipients of this report and in communicating this report is not acting in a fiduciary capacity.

The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Opinions, estimates, and projections expressed herein constitute the current judgment of the analyst responsible for the substance of this report as of the date on which the report was issued and are therefore subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or groups of BTG Pactual as a result of using different assumptions and criteria. Because the personal views of analysts may differ from one another, Banco BTG Pactual S.A., its subsidiaries and affiliates may have issued or may issue reports that are inconsistent with, and/or reach different conclusions from, the information presented herein. Any such opinions, estimates, and projections must not be construed as a representation that the matters referred to therein will occur. Prices and availability of financial instruments are indicative only and subject to change without notice. Research will initiate, update and cease coverage solely at the discretion of BTG Pactual Investment Bank Research Management. The analysis contained herein is based on numerous assumptions. Different assumptions could result in materially different results. The analyst(s) responsible for the preparation of this report may interact with trading desk personnel, sales personnel and other constituencies for the purpose of gathering, synthesizing and interpreting market information. BTG Pactual is under no obligation to update or keep current the information contained herein, except when terminating coverage of the companies discussed in the report.

BTG Pactual relies on information barriers to control the flow of information contained in one or more areas within BTG Pactual, into other areas, units, groups or affiliates of BTG Pactual. The compensation of the analyst who prepared this report is determined by research management and senior management (not including investment banking). Analyst compensation is not based on investment banking revenues, however, compensation may relate to the revenues of BTG Pactual Investment Bank as a whole, of which investment banking, sales and trading are a part. The securities described herein may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Options, derivative products and futures are not suitable for all investors, and trading in these instruments is considered risky. Mortgage and asset-backed securities may involve a high degree of risk and may be highly volatile in response to fluctuations in interest rates and other market conditions. Past performance is not necessarily indicative of future results. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in rates of exchange may adversely affect the value or price of or the income derived from any security or related instrument mentioned in this report, and the reader of this report assumes any currency risk. This report does not take into account the investment objectives, financial situation or particular needs of any particular investor. Investors should obtain independent financial advice based on their own particular circumstances before making an investment decision on the basis of the information contained herein. For investment advice, trade execution or other enquiries, clients should contact their local sales representative. Neither BTG Pactual nor any of its affiliates, nor any of their respective directors, employees or agents, accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or any part of this report. Notwithstanding any other statement in this report, BTG Pactual UK does not seek to exclude or restrict any duty or liability that it may have to a client under the "regulatory system" in the UK (as such term is defined in the rules of the Financial Conduct Authority). Any prices stated in this report are for information purposes only and do not represent valuations for individual securities or other instruments. There is no representation that any transaction can or could have been effected at those prices and any prices do not necessarily reflect BTG Pactual internal books and records or theoretical model-based valuations and may be based on certain assumptions. Different assumptions, by BTG Pactual S.A., BTG Pactual US, BTG Pactual UK, BTG Pactual Chile, BTG Pactual Peru, BTG Pactual Colombia, BTG Pactual Argentina or any other source, may yield substantially different results. This report may not be reproduced or redistributed to any other person, in whole or in part, for any purpose, without the prior written consent of BTG Pactual. BTG Pactual accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. Additional information relating to the financial instruments discussed in this report is available upon request. BTG Pactual and its affiliates have in place arrangements to manage conflicts of interest that may arise between them and their respective clients and among their different clients. BTG Pactual and its affiliates are involved in a full range of financial and related services including banking, investment banking and the provision of investment services. As such, any of BTG Pactual or its affiliates may have a material interest or a conflict of interest in any services provided to clients by BTG Pactual or such affiliate. Business areas within BTG Pactual and among its affiliates operate independently of each other and restrict access by the particular individual(s) responsible for handling client affairs to certain areas of information where this is necessary in order to manage conflicts of interest or material interests. Any of BTG Pactual and its affiliates may: (a) have disclosed this report to companies that are analyzed herein and subsequently amended this report prior to publication; (b) give investment advice or provide other services to another person about or concerning any securities that are discussed in this report, which advice may not necessarily be consistent with or similar to the information in this report; (c) trade (or have traded) for its own account (or for or on behalf of clients), have either a long or short position in the securities that are discussed in this report (and may buy or sell such securities), with the securities that are discussed in this report; and/or (d) buy and sell units in a collective investment scheme where it is the trustee or operator (or an adviser) to the scheme, which units may reference securities that are discussed in this report. United Kingdom and EEA: Where this report is disseminated in the United Kingdom or elsewhere in the EEA by BTG Pactual UK, this report is issued by BTG Pactual UK only to, and is directed by BTG Pactual UK at, those who are the intended recipients of this report. This report has been classified as investment research and should not be considered a form of advertisement or financial promotion under the provisions of FSMA 2000 (Sect. 21(8)). Dubai: This research report does not constitute or form part of any offer to issue or sell, or any solicitation of any offer to subscribe for or purchase, any securities or investment products in the UAE (including the Dubai International Financial Centre) and accordingly should not be construed as such. Furthermore, this information is being made available on the basis that the recipient acknowledges and understands that the entities and securities to which it may relate have not been approved, licensed by or registered with the UAE Central Bank, Emirates Securities and Commodities Authority or the Dubai Financial Services Authority or any other relevant licensing authority or governmental agency in the UAE. The content of this report has not been approved by or filed with the UAE Central Bank or Dubai Financial Services Authority. United Arab Emirates Residents: This research report, and the information contained herein, does not constitute, and is not intended to constitute, a public offer of securities in the United Arab Emirates and accordingly should not be construed as such. The securities are only being offered to a limited number of sophisticated investors in the UAE who (a) are willing and able to conduct an independent investigation of the risks involved in an investment in such securities, and (b) upon their specific request. The securities have not been approved by or licensed or registered with the UAE Central Bank or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the UAE. This research report is for the use of the named addressee only and should not be given or shown to any other person (other than employees, agents or consultants in connection with the addressee's consideration thereof). No transaction will be concluded in the UAE and any enquiries regarding the securities should be made with BTG Pactual CTVM S.A. at +55 11 3383-2638, Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3477, 14th floor, São Paulo, SP, Brazil, 04538-133.

