



Brasil

Cenário Macro

Outubro 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: O debate sobre os juros globais segue no centro das atenções. Nos EUA, o Fed elevou a taxa em 25 pontos-base em setembro, para 3,75%–4,00%. Diante de atividade resiliente, inflação persistente e condições financeiras frouxas, esperamos novas altas em dezembro e março, com taxa terminal de 4,4%. O cenário, contudo, segue altamente dependente dos dados. Em nossa visão, se a inflação de setembro repetir a dinâmica de agosto, uma alta já em outubro volta à mesa. Na Zona do Euro, a atividade surpreendeu positivamente e o BCE também elevou os juros em 25 pontos-base em setembro, com comunicação mais hawkish. Esperamos duas altas adicionais, para 3,0%. Na China, a economia segue em duas velocidades: a produção industrial acelerou para 5,2% a/a em agosto, enquanto o investimento em ativos fixos recua 7,2% no acumulado do ano, com contração de 19,9% no setor imobiliário.

Cenário Doméstico:

Atividade econômica: A atividade segue em desaceleração no terceiro trimestre, após crescimento de 0,5% t/t no 2T26, e projetamos avanço de apenas 0,2% t/t no período. Os dados de indústria, comércio e serviços mostram perda de fôlego adicional, com carregamentos estatísticos fracos ou negativos para o trimestre. Mantemos a projeção de crescimento do PIB em 1,8% em 2026. Para 2027, esperamos desaceleração adicional, com crescimento de 1,1%, diante de juros ainda elevados, incerteza fiscal e condições de crédito mais restritivas. Os riscos seguem inclinados para baixo, sobretudo pela combinação de endividamento elevado das famílias, maior comprometimento de renda e inadimplência em níveis historicamente altos.

Inflação: Revisamos nossa projeção do IPCA para 5,3% neste ano (de 5,2%) devido a uma dinâmica pior dos combustíveis no curto prazo. Para 2027, revisamos nossa projeção de 4,4% para 4,8%, uma vez que incorporamos um ajuste de 15% na gasolina no primeiro trimestre e o reajuste do Bolsa Família que levou a uma trajetória menos negativa de hiato ao longo dos próximos trimestres.

Sector externo: Mantemos nossa projeção de superávit comercial em US\$85 bilhões em 2026 e 2027, sustentado pelo forte desempenho das exportações, especialmente de petróleo. Esperamos redução do déficit em transações correntes para 2,4% do PIB em 2026 e 2,3% em 2027, enquanto o financiamento externo permanece confortável, com o IDP acima do déficit em conta corrente e o Broad Basic Balance próximo do equilíbrio. Na margem, contudo, o fluxo cambial perdeu força, refletindo maiores saídas financeiras e menor ingresso comercial. O cenário global mais adverso, com Fed mais hawkish, abertura das curvas de juros globais, choque de energia e menor diferencial de juros, representa risco adicional para os fluxos financeiros. Mantemos a projeção de câmbio em R\$5,40/US\$ no fim de 2026 e R\$5,50/US\$ no fim de 2027.

Política fiscal: O governo anunciou um pacote de medidas, incluindo reajuste do Bolsa Família, fim das bets, Desenrola 3.0 e subsídios aos combustíveis, com impacto fiscal estimado de R\$22 bilhões em 2026 e R\$56 bilhões em 2027. Há espaço para acomodá-las sem inviabilizar o limite de gastos e as metas fiscais, mas elas engessam ainda mais o orçamento e ampliam o impulso fiscal em 2027. Projetamos déficits primários de 0,6% do PIB em 2026 e 0,2% em 2027. A dívida bruta segue em alta, atingindo 83,3% do PIB em 2026 e 87,6% em 2027.

Política monetária: Esperamos manutenção da Selic em 13,75% na próxima reunião e projetamos a taxa em 13,75% no fim de 2026 e 12,50% no fim de 2027. A piora do balanço de riscos reforça nossa expectativa de pausa. O reajuste do Bolsa Família e a proibição das bets podem impulsionar a atividade a partir do fim deste ano, enquanto a alta dos preços de energia e dos juros longos globais aperta as condições financeiras e eleva o risco de um cenário adverso para emergentes com dinâmica fiscal adversa. Choques de oferta, como El Niño, a possível mudança da escala 6x1 e a nova alta do petróleo, podem gerar efeitos de segunda ordem e voltar a pressionar as expectativas longas, como observado neste ano. A desalavancagem das famílias segue como risco baixista para a atividade em 2027, mas não justifica uma reação antecipada do Copom diante dos riscos inflacionários na direção oposta. Um resultado eleitoral com apreciação do câmbio e expectativas próximas dos patamares atuais aumentaria a probabilidade de prosseguimento do ciclo. Ainda assim, a indefinição sobre a política fiscal do próximo governo exige cautela diante de movimentos de curto prazo.

Projeções

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Atividade Econômica									
Crescimento do PIB (% a/a)	1,2	-3,3	4,8	3,0	3,2	3,4	2,3	1,8	1,1
PIB Nominal (US\$ bi, méd)	1.871	1.475	1.669	1.951	2.193	2.185	2.279	2.636	2.678
PIB Nominal (R\$ bi)	7.389	7.610	9.012	10.080	10.943	11.779	12.739	13.707	14.607
Mercado de Trabalho									
Taxa de Desemprego (% fim de período)	11,1	14,2	11,1	7,9	7,4	6,2	5,1	5,4	6,1
Taxa de Desemprego (% média)	12,0	13,8	13,5	9,5	8,0	6,9	6,0	5,5	6,0
Inflação e Juros									
IPCA (% fim de período)	4,31	4,52	10,06	5,79	4,62	4,83	4,26	5,30	4,80
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	50	61	62	99	75	68	85	85
Conta Corrente (% do PIB)	-3,4	-1,6	-2,4	-2,2	-1,2	-3,0	-3,0	-2,4	-2,3
Investimento Direto no País (% PIB)	3,7	2,6	2,8	3,9	2,9	3,4	3,4	3,3	3,2
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim do período)	4,03	5,20	5,57	5,29	4,85	6,18	5,47	5,40	5,50
Contas Fiscais									
Resultado Primário (% do PIB)	-0,8	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,2
Resultado Nominal (% do PIB)	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	-8,3	-9,4	-8,5
Dívida Pública Bruta (% do PIB)	74,4	86,9	77,3	71,7	73,8	76,3	78,6	83,3	87,6



Cenário Global



Luiza Paparounis

luiza.paparounis@btgpactual.com

Francisco Lopes

francisco.lopes@btgpactual.com



Fed retoma ciclo de alta de juros

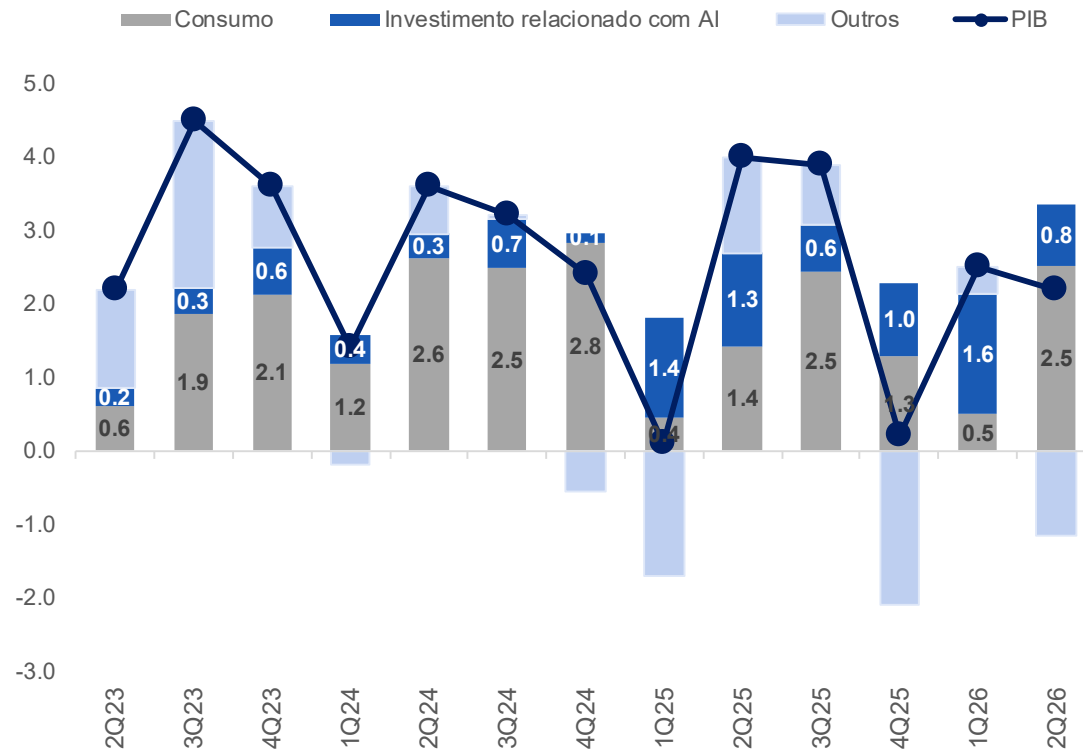
- A discussão sobre a política monetária americana entrou em uma nova fase em setembro. Após meses de debate sobre se e quando o Fed voltaria a subir os juros, a combinação de atividade resiliente e inflação persistentemente acima da meta tornou mais clara a necessidade de retomar o aperto monetário. A demanda doméstica segue forte, sustentada pelo consumo e pelos investimentos em tecnologia, enquanto o mercado de trabalho permanece saudável, com melhora recente em setores mais cíclicos, como manufatura e construção. Com pouca evidência de ociosidade na economia, há menos espaço para o Fed tolerar uma inflação persistentemente elevada.
- Ao mesmo tempo, a dinâmica de inflação continua desconfortável. O choque de energia adicionou uma nova fonte de pressão aos índices de preços, mas o problema não está restrito ao petróleo. A inflação de serviços permanece elevada e as principais medidas subjacentes ainda mostram persistência. A comunicação recente do Fed tem enfatizado justamente esse ponto, em uma economia ainda forte, o risco de que essas pressões se prolonguem é maior, aumentando a necessidade de uma postura monetária mais restritiva.
- A alta de 25 pb em setembro, que levou a Fed Funds para 3,75%–4,00%, marcou o início desse novo estágio. Com atividade forte, inflação persistente e condições financeiras frouxas, o Comitê manteve novas altas na mesa, mas condicionou o ritmo à evolução dos dados. Nosso cenário base contempla altas de 25 pb em dezembro e março, levando a taxa terminal para 4,4%. Há risco de um ciclo mais rápido, caso a inflação siga na mesma dinâmica de agosto.
- Na Europa, a atividade também tem se mostrado mais resiliente do que o esperado, enquanto o choque de energia voltou a pressionar o balanço de riscos para a inflação. Em setembro, o ECB elevou novamente as taxas em 25bps e adotou uma comunicação mais hawkish, destacando que a inflação deve permanecer acima da meta por um período prolongado. As novas projeções incorporam crescimento mais forte e inflação acima da meta no horizonte relevante de política monetária. Nesse ambiente, esperamos mais duas altas de 25bps, levando a taxa para 3,0%, mas o timing ainda é incerto.
- Na China, a economia continua operando em duas velocidades. A produção industrial acelerou para 5,2% a/a em agosto e os segmentos ligados à tecnologia seguem mostrando maior dinamismo, mas a demanda doméstica permanece fraca. O investimento em ativos fixos acumula queda de 7,2% no ano, com retração de 19,9% no setor imobiliário, enquanto infraestrutura e manufatura também seguem pressionadas. As medidas de estímulo ajudam a limitar uma desaceleração mais intensa, mas ainda parecem insuficientes para produzir uma recuperação sustentada do consumo, do crédito e do investimento privado.

EUA: Atividade Econômica

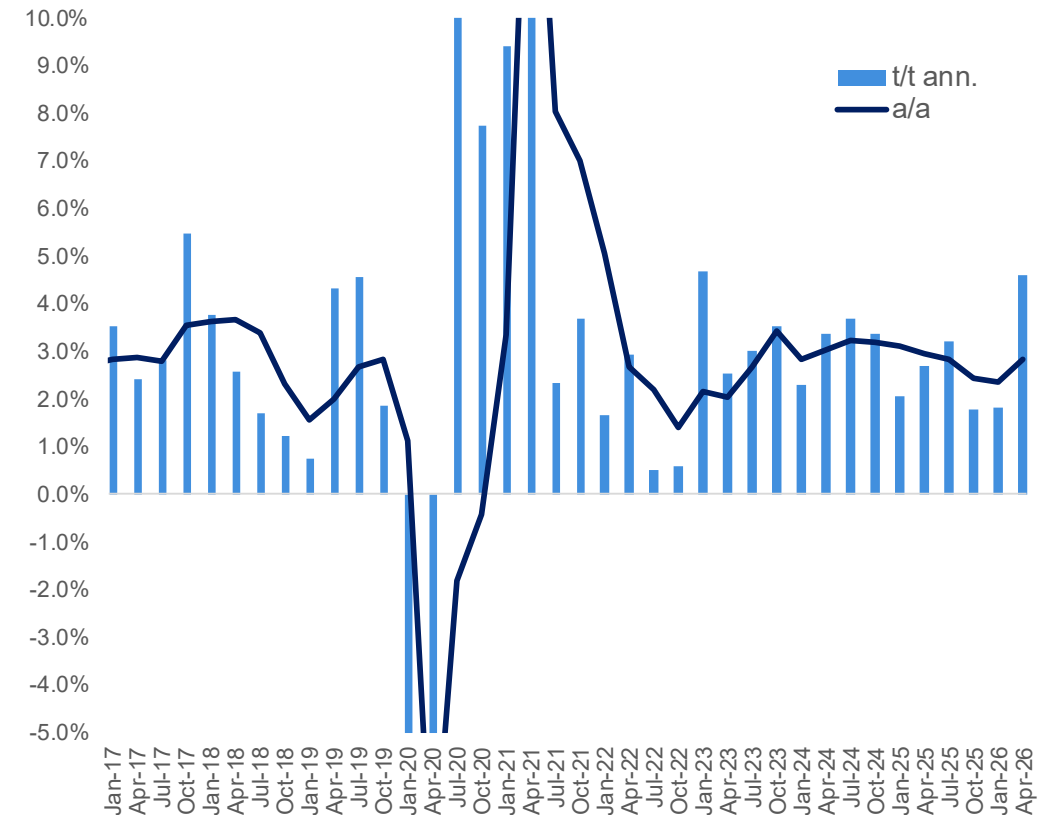
Capex puxa a revisão altista do PIB do 2T26

- A terceira leitura revisou o PIB do 2T26 de 1,48% para 2,22% t/t saar. O investimento respondeu pela maior parte da revisão de 0,74 pp, passando de 2,7% para 4,6%. As vendas finais privadas domésticas, métrica preferida do Fed para a demanda interna, subiram de 4,17% para 4,59%.

Contribuição PIB



Demanda Privada Doméstica

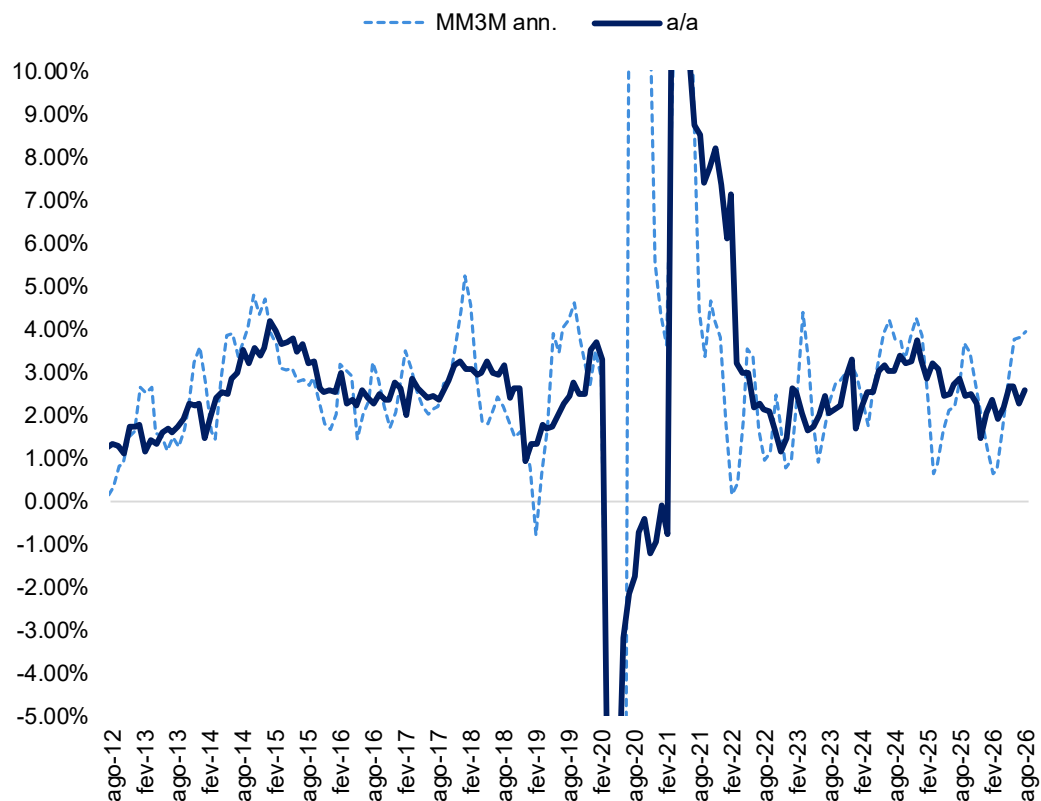


EUA: Atividade Econômica

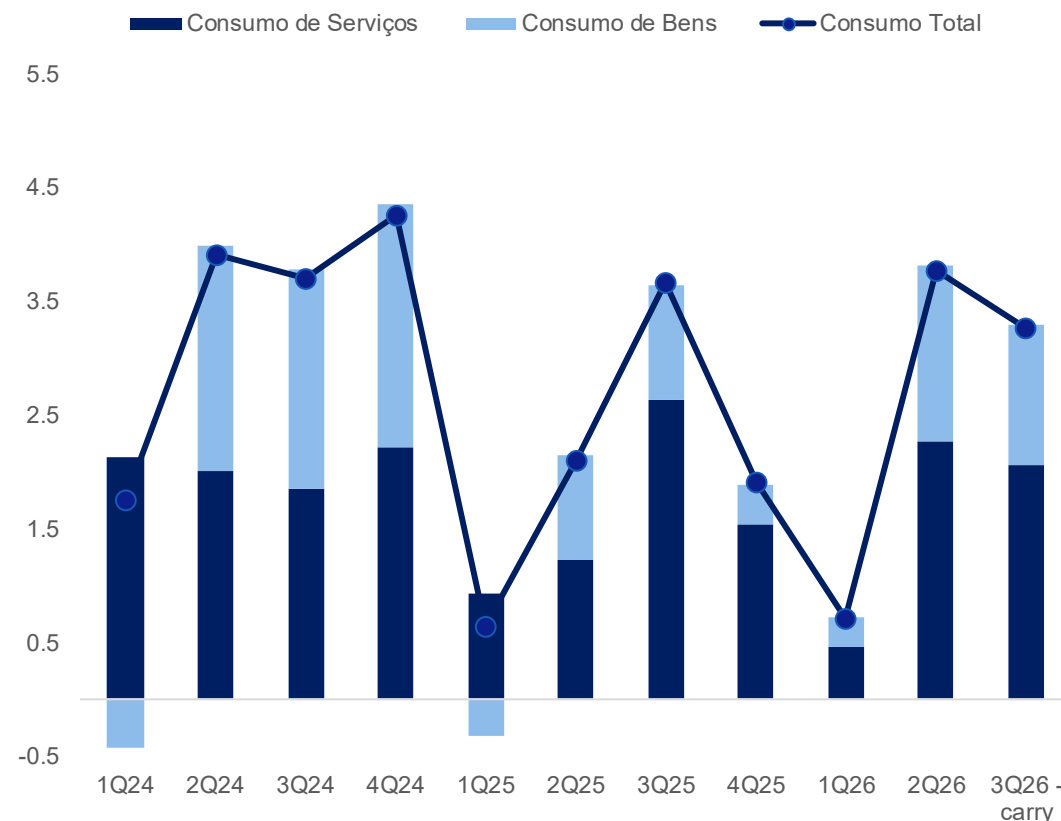
Revisões de renda e poupança reforçam os fundamentos do consumo à frente

- O consumo real do 2T26 foi revisado de 3,45% para 3,77% t/t saar, após alta de apenas 0,5% no primeiro trimestre, com bens a 4,5% (de 4,3%) e serviços a 3,4% (de 3,1%). Com os números de consumo de agosto, o carregamento estatístico para o 3T26 é de 3,3% t/t saar, indicando que o terceiro trimestre deve manter o ritmo forte de crescimento observado no segundo. Além disso, as revisões altistas de renda e da taxa de poupança reforçam que o balanço das famílias segue saudável.

Consumo Pessoal Real (%)



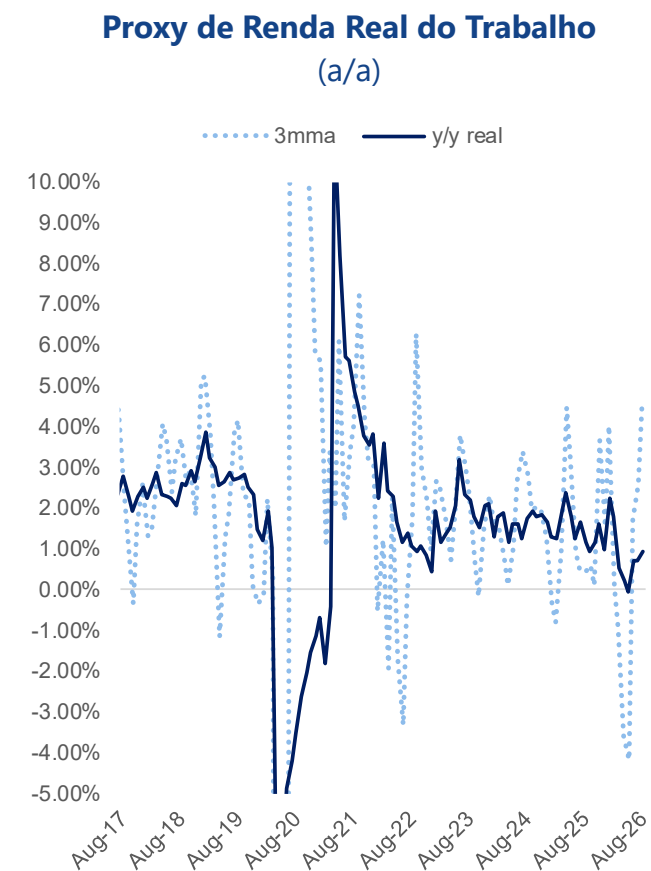
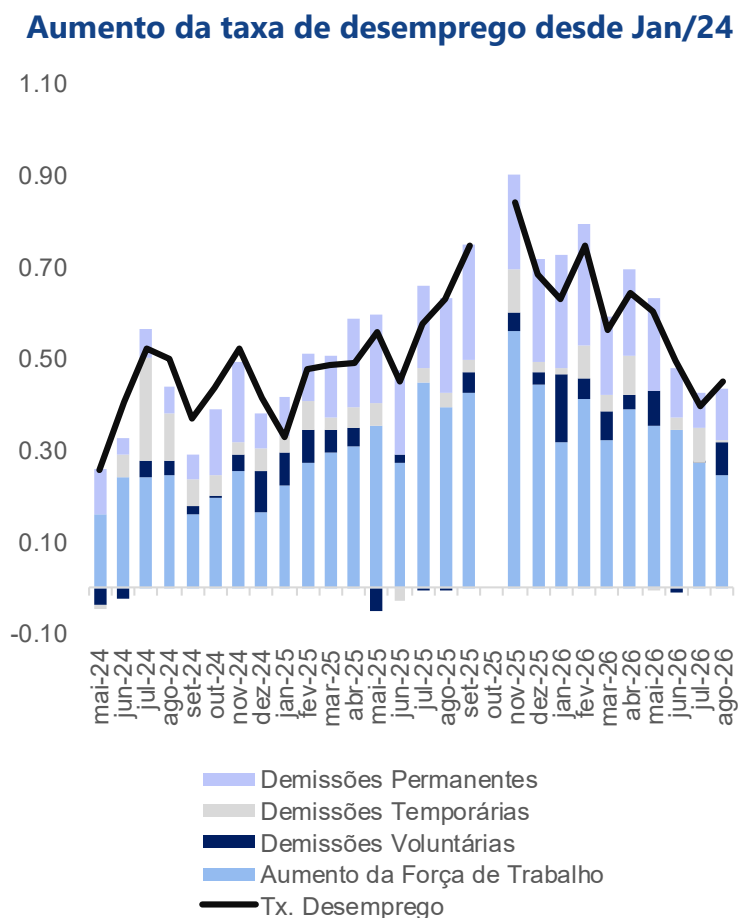
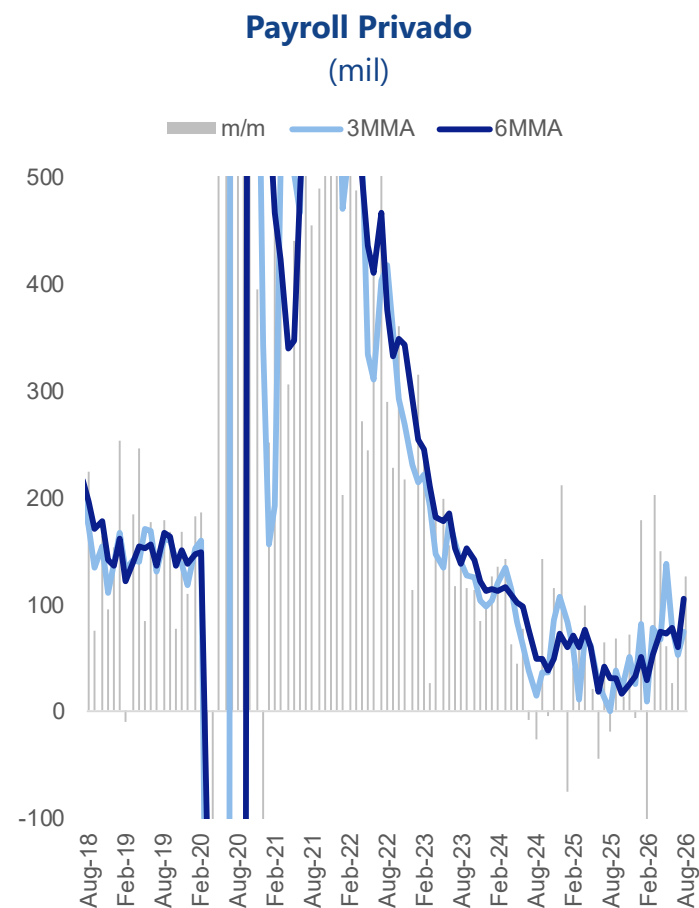
Consumo Pessoal Real (%)



EUA: Mercado de Trabalho

Mercado de trabalho ganha força e permanece próximo do pleno emprego

- Após a fraqueza observada em julho, os dados de agosto mostraram recuperação da criação de vagas, tanto no payroll agregado quanto no setor privado. A melhora também ganhou amplitude, com aceleração recente do emprego em manufatura e construção, setores mais cíclicos e ligados ao atual ciclo de investimento. Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego permanece próxima de 4,1% e os pedidos de seguro desemprego não mostram nenhum sinal de aumento de demissões.

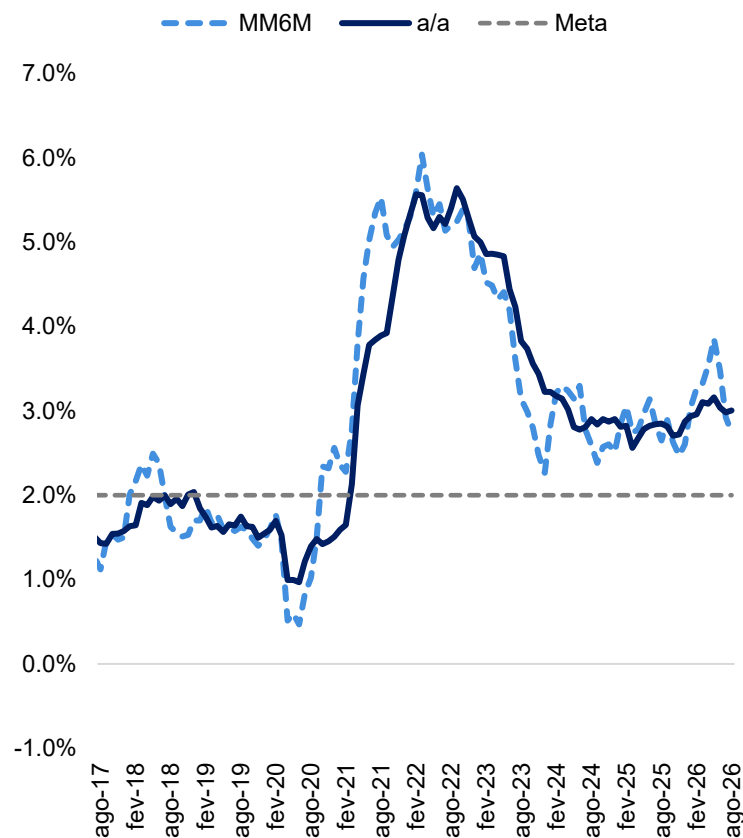


EUA: Inflação

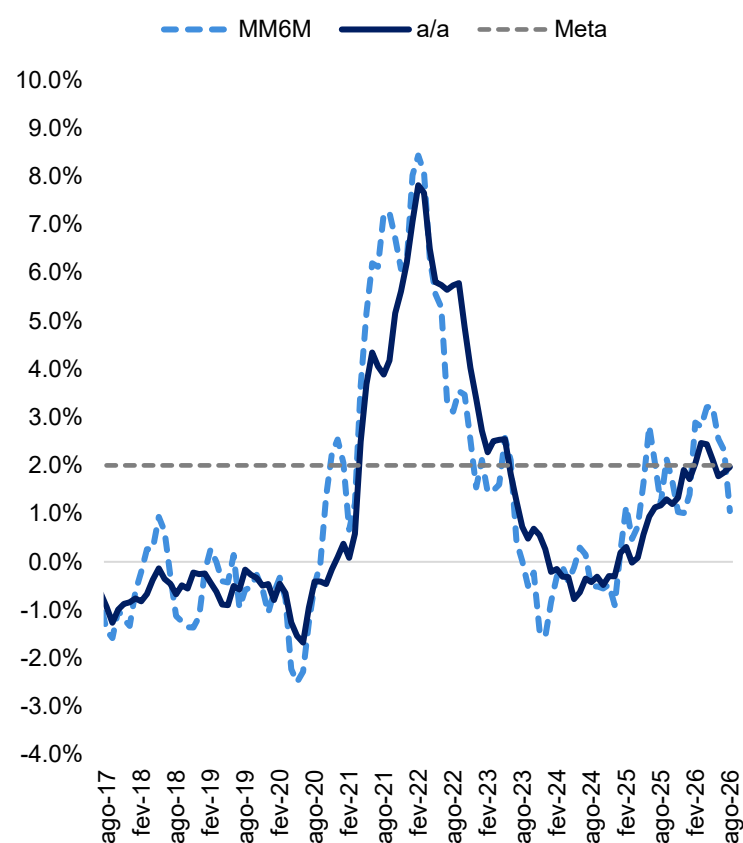
Core PCE segue sem sinais convincentes de desaceleração

- O Core PCE subiu 0,25% m/m em agosto, ante 0,13% em julho, com o headline a 0,31% m/m e 3,42% a/a e o núcleo a 3,01% a/a. A pressão voltou a vir dos serviços, com o supercore acelerando para 0,36% m/m, com transporte e outros serviços respondendo por 0,12 pp do índice cheio. A surpresa baixista reflete revisões metodológicas, sobretudo em serviços financeiros: em seis meses anualizados, o Core PCE roda a 2,74% e os serviços ex-energia e habitação a 3,21%, sem sinal de convergência para 2%.

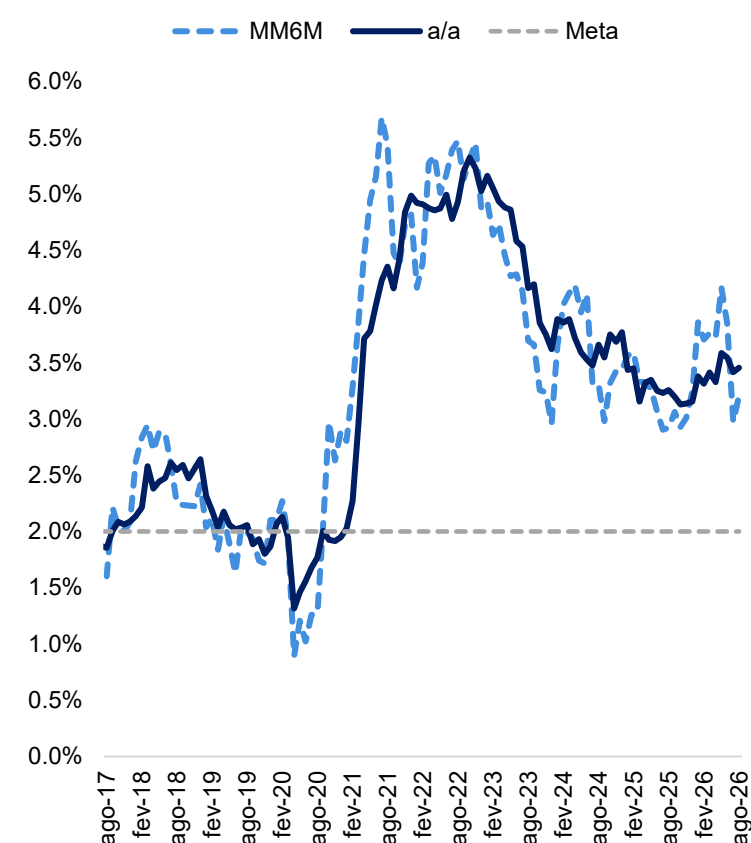
Núcleo PCE



Núcleo de Bens



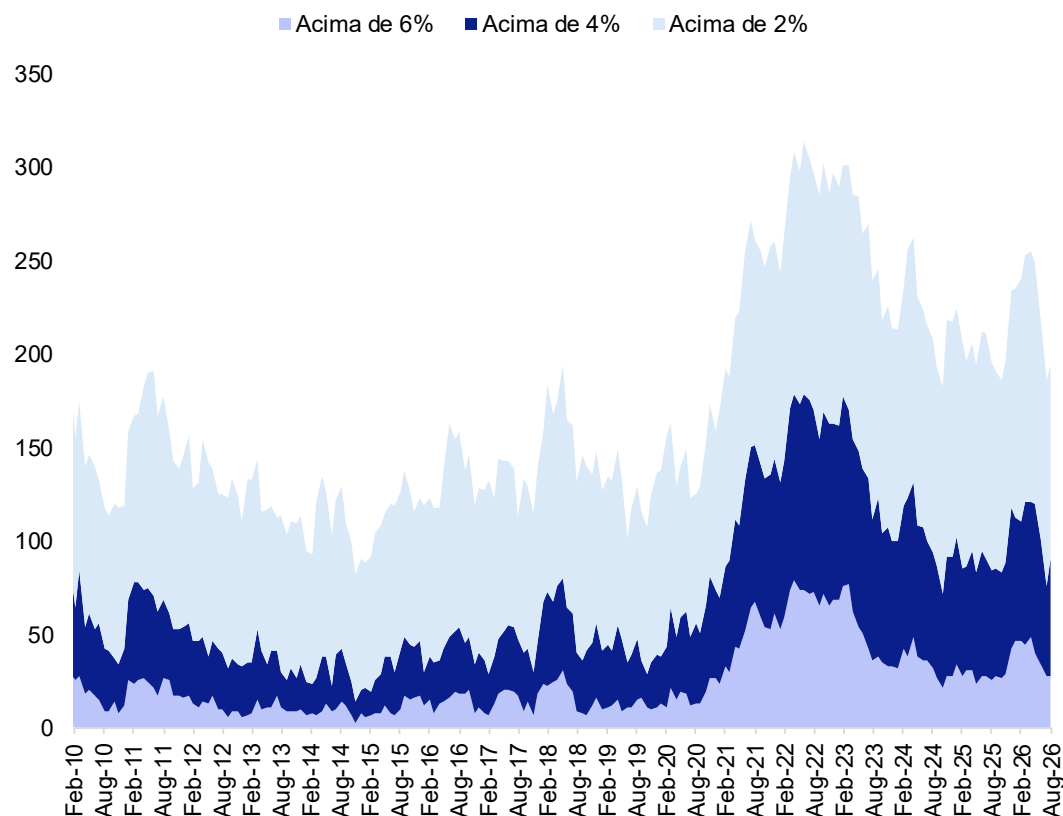
Núcleo de Serviços ex-Habitação



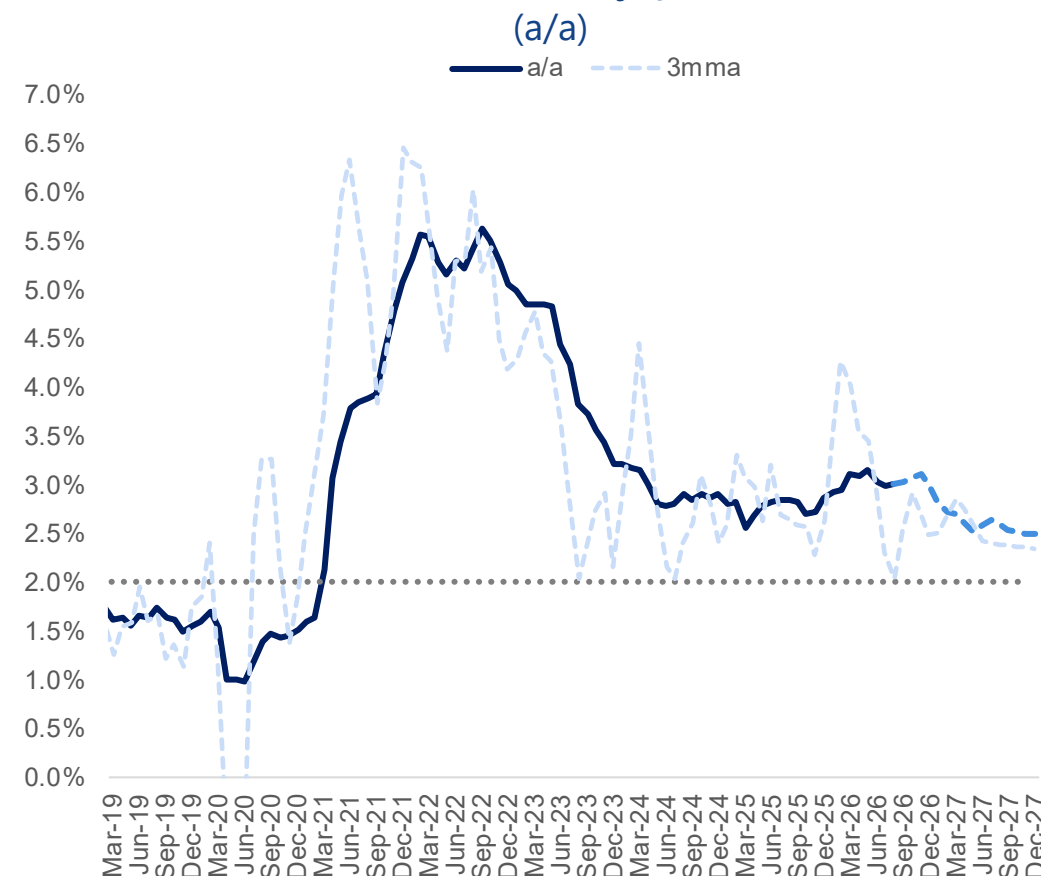
Inflação segue disseminada e balanço de riscos segue altista

- A persistência não está restrita a poucos componentes. A parcela dos itens do PCE rodando acima de 3% continua elevada em relação ao padrão pré pandemia, enquanto as pesquisas empresariais ainda apontam pressões relevantes de custos. O choque de energia adiciona um novo risco, sobretudo via diesel, que pode ter efeitos de segunda ordem na cadeia de distribuição e produção.

Difusão do PCE



Core PCE Projeção



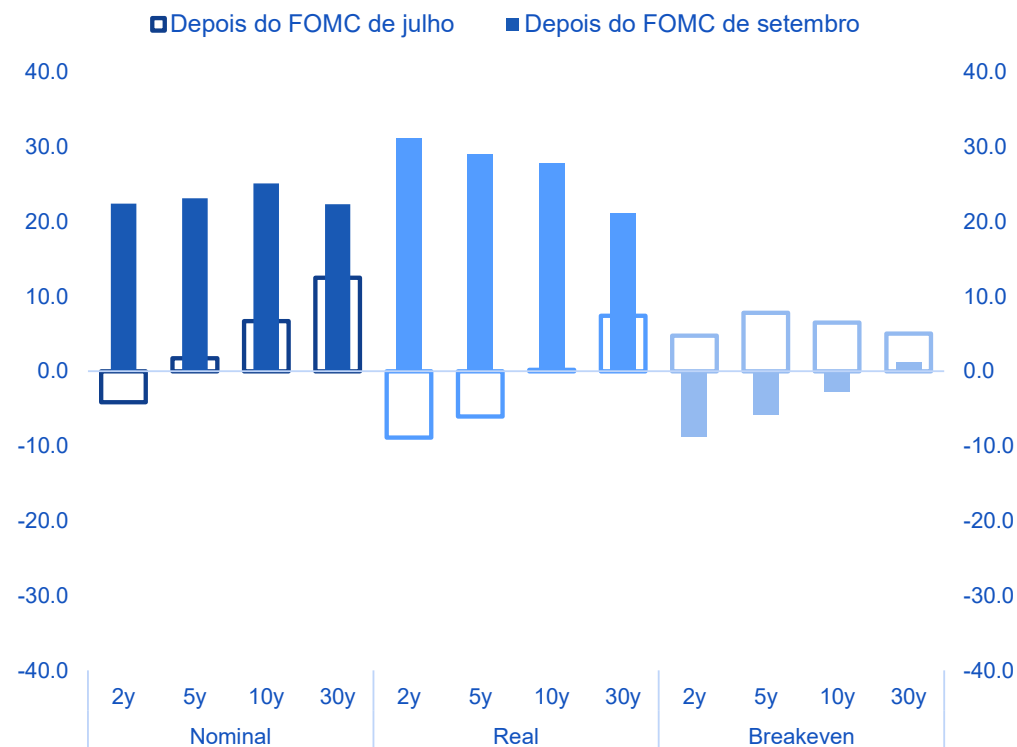
EUA: Política Monetária

Fed inicia novo ciclo de aperto com comunicação significativamente mais hawkish

- O FOMC elevou os juros em 25 pb em setembro, para 3,75%–4,00%, em decisão unânime, após concluir que a inflação subjacente ainda não está convergindo para a meta com velocidade suficiente. A comunicação foi a mais hawkish desde 2022, com Warsh destacando que os riscos para a inflação seguem altistas. As novas projeções também reforçaram essa leitura, com inflação retornando a 2% apenas em 2029 e a mediana dos Fed Funds indicando ausência de cortes em 2027. Em nosso cenário, esperamos altas de 25 pb em dezembro e março, levando a taxa terminal para 4,4%, mas vemos risco de um ciclo mais rápido.

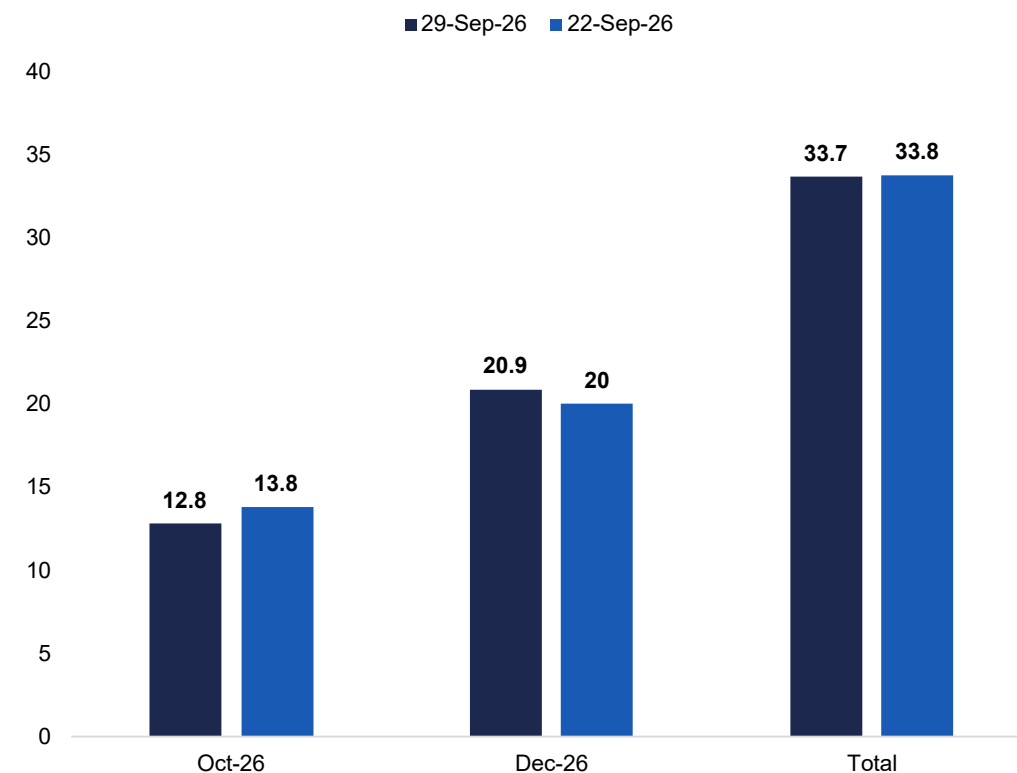
Movimento da Curva de Juros

(bps)



Precificação do Mercado

(bps)



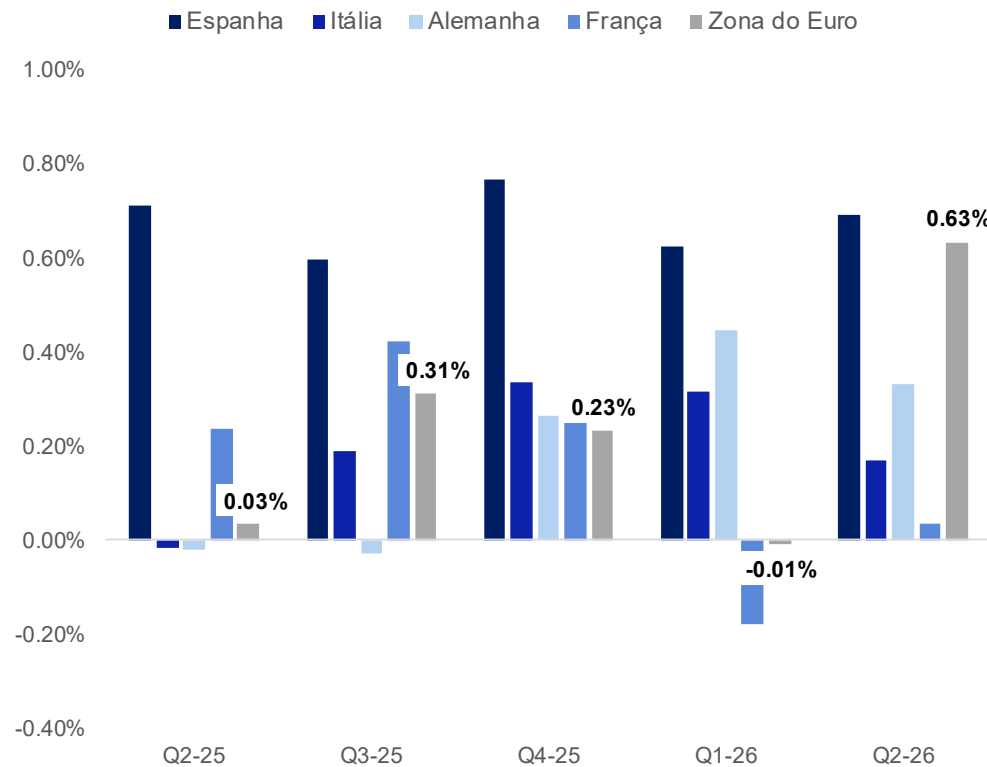
Zona do Euro: Atividade Econômica

Atividade segue resiliente apesar do choque de energia

- A atividade da Zona do Euro continua surpreendendo positivamente. O PIB cresceu 0,6% t/t no 2T26 e os indicadores mais recentes seguem consistentes com expansão no 3T, apesar do choque de energia e do aperto das condições financeiras. A resiliência é relativamente disseminada entre países e setores, enquanto os fluxos de crédito ainda mostram pouca evidência de uma desaceleração acentuada da demanda. Além disso, o impulso fiscal alemão, concentrado em defesa e infraestrutura, deve adicionar suporte à atividade nos próximos anos.

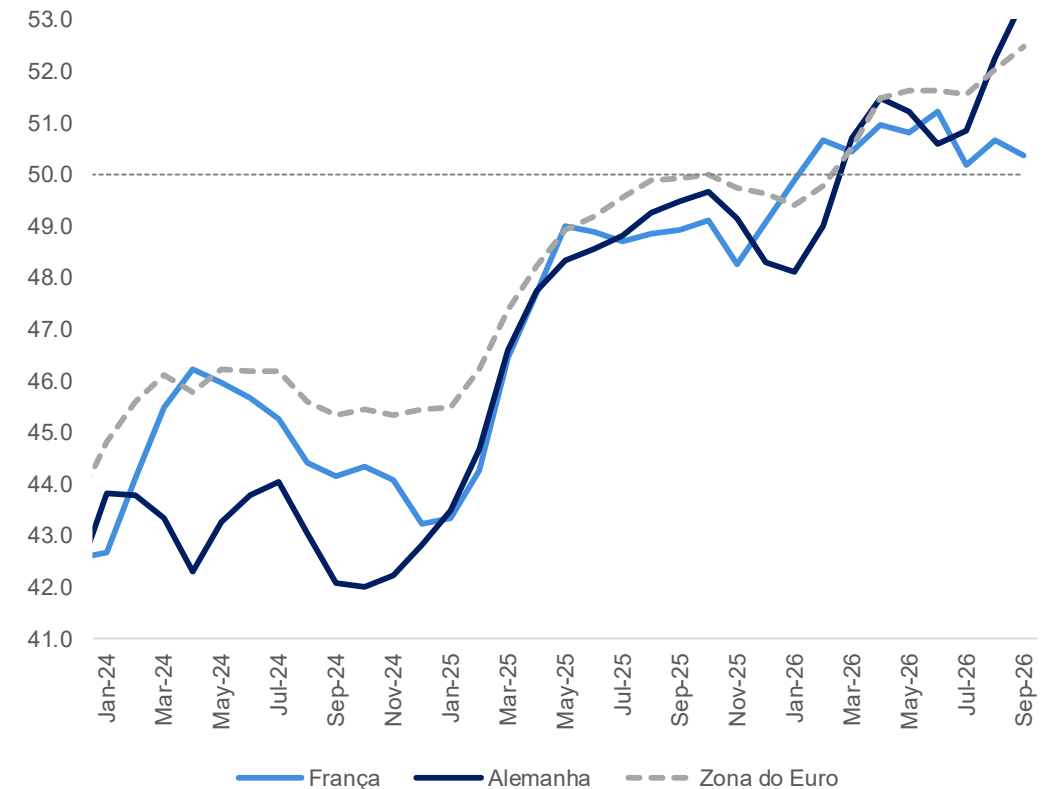
PIB regional

(t/t, %)



PMI Manufatura – MM3M

(50 pontos = neutro)

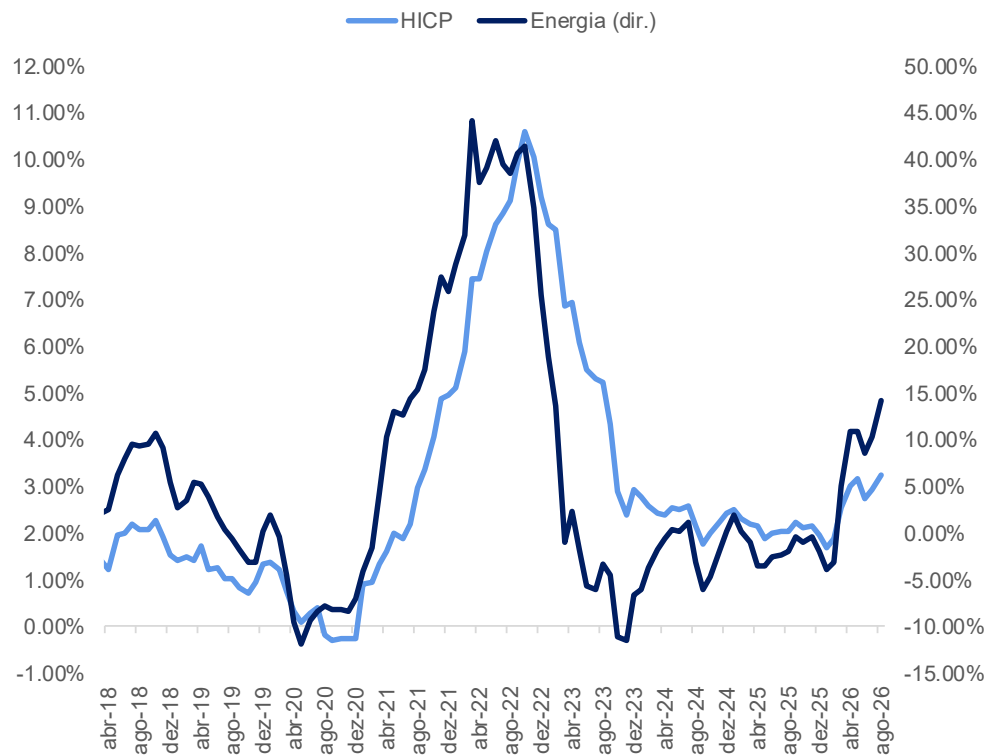


Zona do Euro: Inflação

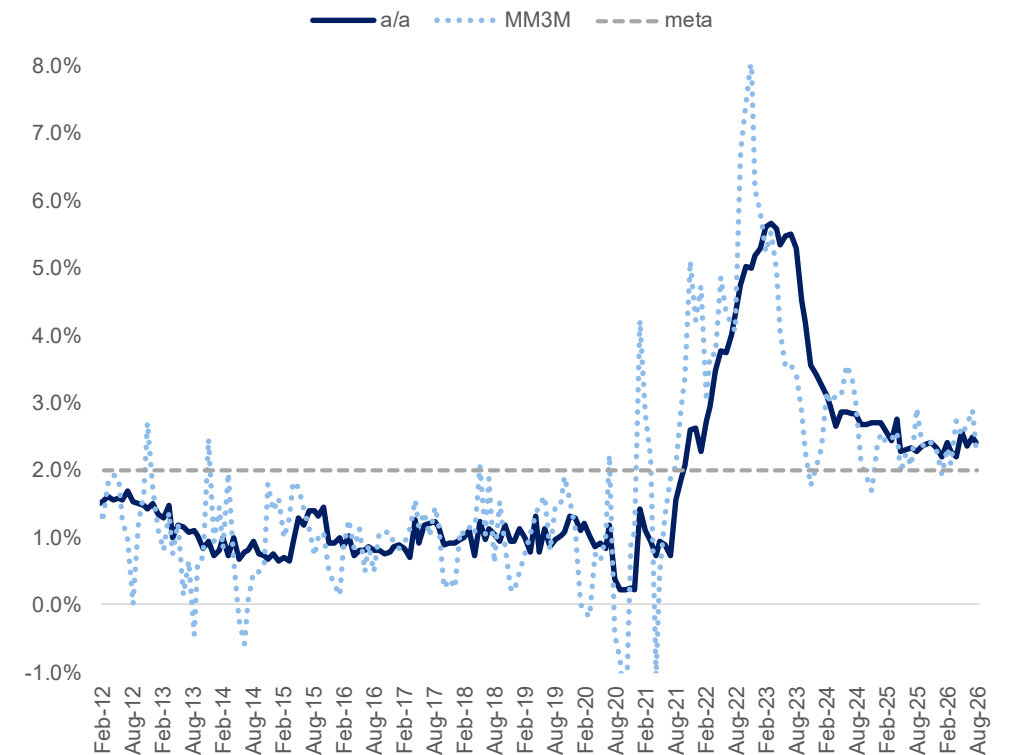
Inflação corrente melhora na margem, mas choque de energia piora o horizonte

- A inflação subjacente apresentou alguma melhora recente, com o núcleo do CPI recuando para cerca de 2,4% a/a em agosto. No entanto, essa surpresa benigna foi insuficiente para alterar o balanço de riscos. O choque de energia se mostrou mais persistente do que inicialmente esperado, enquanto as intenções de reajuste de preços permanecem elevadas em alguns setores. Até agora, os salários mostram pouco efeito de segunda ordem, mas a combinação entre custos elevados e atividade resiliente aumenta o risco de maior repasse para os preços finais.

HICP e Preços de Energia
(a/a, %)



Núcleo de Inflação



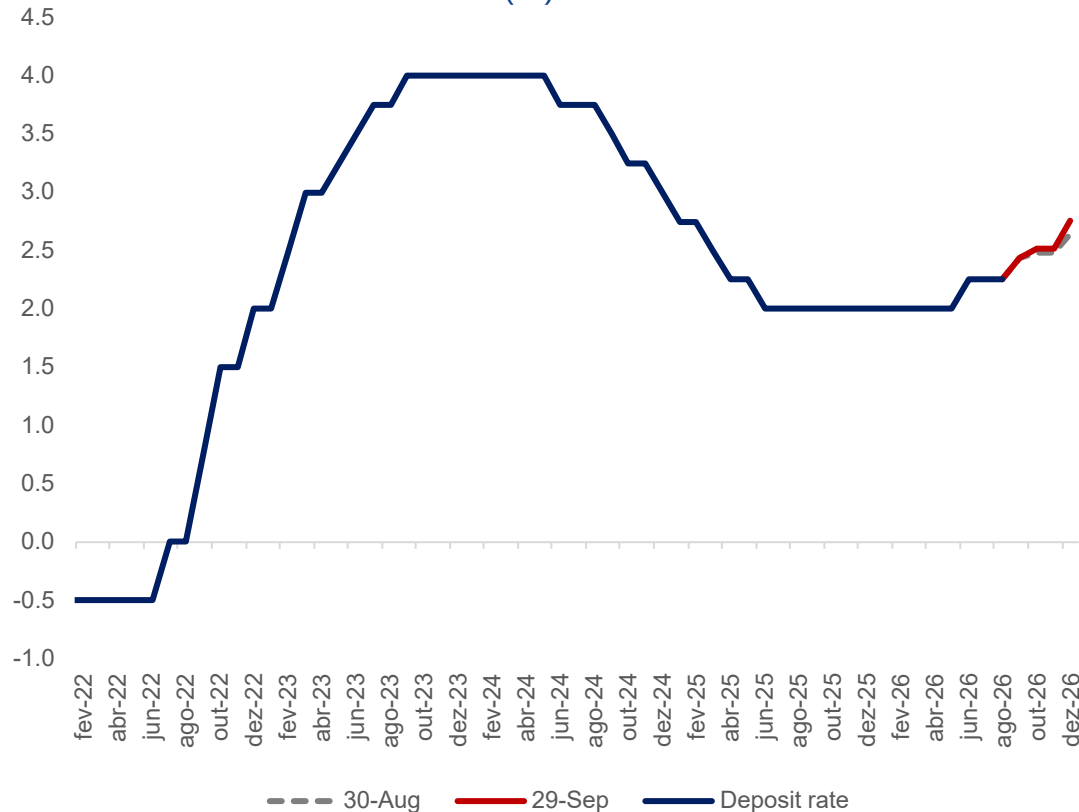
Zona do Euro: Política Monetária

ECB fica mais hawkish e deve levar a taxa de depósito a 3,0%

- O ECB elevou a taxa de depósito em 25 pb em setembro, para 2,50%, e adotou uma comunicação significativamente mais hawkish. A resiliência da atividade e, principalmente, a maior persistência do choque de energia passaram a dominar o balanço de riscos. As projeções de setembro passaram a mostrar inflação acima da meta durante todo o horizonte relevante. Além disso, as premissas de energia utilizadas pelo ECB já estão defasadas em relação aos preços atuais. Esperamos novas altas de 25 pb, levando a taxa de depósito a 3,0%.

Precificação de Mercado: Taxa de Depósito

(%)



Condições Financeiras



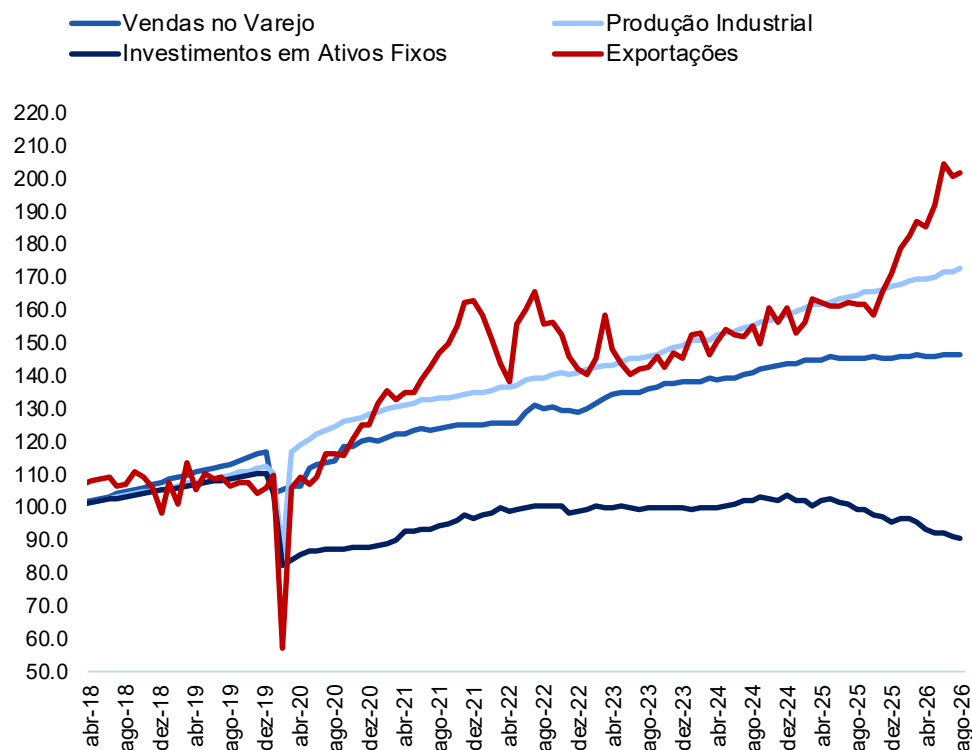
China: Atividade Econômica

Exportações e tecnologia sustentam crescimento, mas demanda doméstica segue fraca

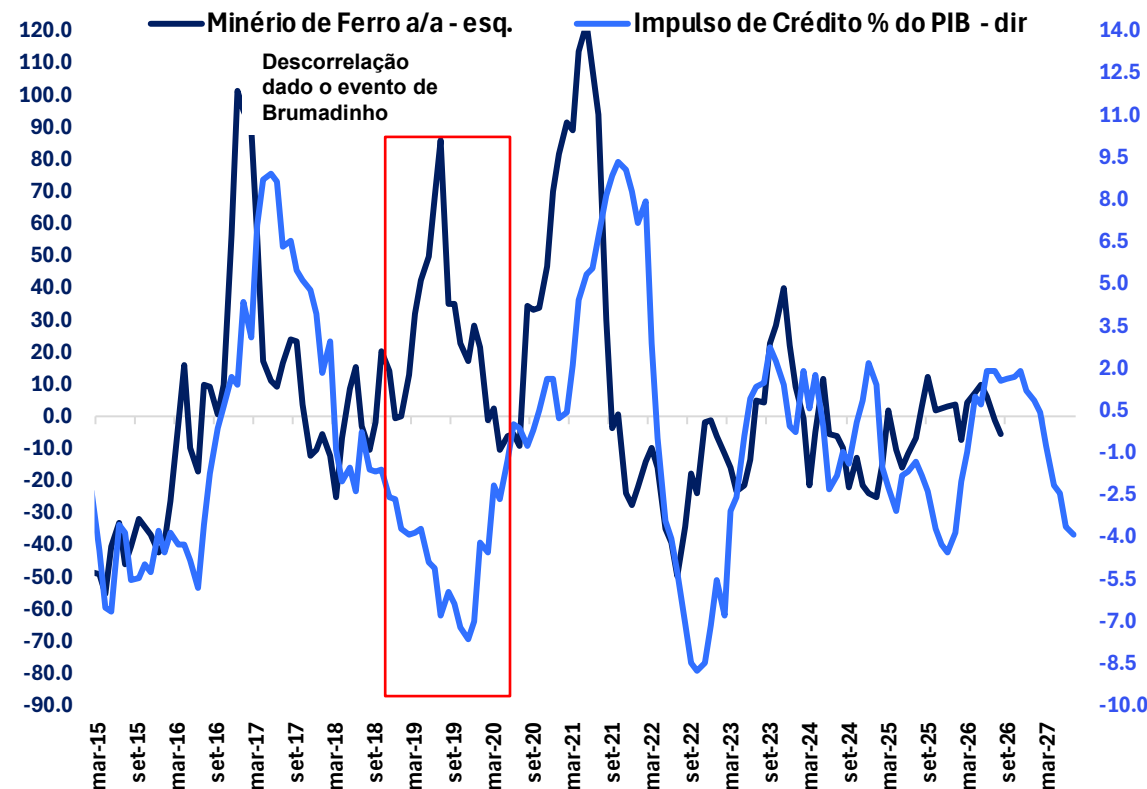
- Os dados de agosto mostraram que a economia chinesa segue operando em duas velocidades, com o tracking do PIB do 3T próximo de 4,4% a/a. Exportações e segmentos ligados à tecnologia continuam sustentando o crescimento, enquanto consumo e investimento doméstico permanecem fracos. As vendas no varejo mostram pouco dinamismo mesmo em categorias beneficiadas por subsídios, o setor imobiliário continua em contração e o impulso de crédito permanece negativo. A maior emissão de dívida pública ajuda a amortecer a desaceleração, mas ainda não foi suficiente para reativar de forma mais ampla a demanda privada.

Indicadores de Atividade Econômica

(Jan/18 = 100)



Impulso de Crédito (% do PIB)



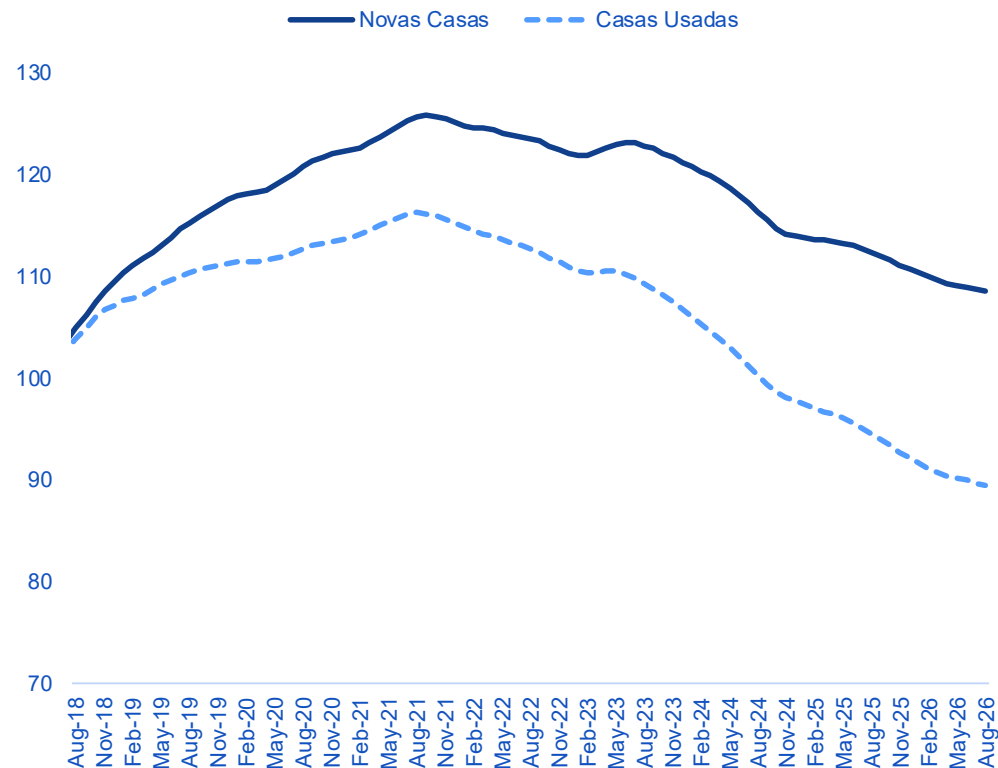
China: Inflação e Política

Inflação sobe com custos, mas demanda fraca ainda limita pressões domésticas

- A inflação chinesa subiu na margem, mas a composição continua pouco compatível com uma recuperação forte da demanda doméstica. Em agosto, o CPI avançou 0,8% a/a e o núcleo apenas 1,0%, enquanto a maior pressão de preços permaneceu concentrada em energia e outros custos de produção. A fraqueza do consumo, do mercado imobiliário e do crédito privado continua abrindo espaço para políticas de suporte. No entanto, não vemos movimentação das autoridades chinesas para fazer alguma medida estabilizadora mais robusta.

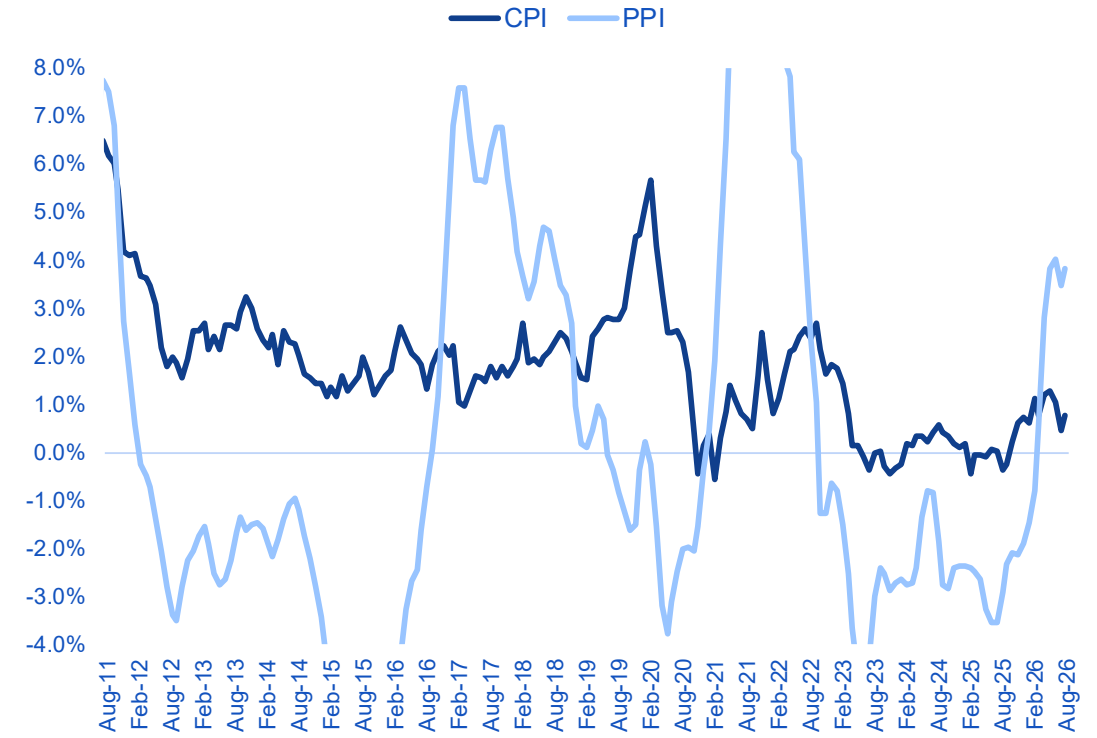
Preço de imóveis

(jan/18=100)



Inflação ao Consumidor e ao Produtor

(a/a, %)



Principais projeções – Cenário Global

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Estados Unidos											
PIB (% 4T/4T)	3,0	2,1	3,4	-0,9	5,8	1,3	3,4	2,4	2,2	2,6	2,0
PIB (% acum, no ano)	2,5	3,0	2,6	-2,1	6,2	2,5	2,9	2,8	2,2	2,4	2,2
Taxa de Desemprego (%)	4,1	3,9	3,6	6,7	3,9	3,5	3,8	4,1	4,4	4,1	4,1
PCE Headline (% a/a)	1,8	2,1	1,4	1,1	4,1	6,5	3,8	2,6	2,9	3,3	2,3
PCE Núcleo (% a/a)	1,6	1,9	1,7	1,3	3,6	5,3	4,2	2,9	3,0	3,0	2,5
CPI Headline (% a/a)	2,1	1,9	2,3	1,4	7,0	6,5	3,4	2,9	2,7	3,5	2,3
CPI Núcleo (% a/a)	1,8	2,2	2,3	1,6	5,5	5,7	3,9	3,2	2,6	2,7	2,5
Fed Funds Rate (% midpoint)	1,4	2,4	1,6	0,1	0,1	4,4	5,4	4,4	3,6	4,1	4,4
Zona do Euro											
PIB (% y/y)	2,6	1,8	1,6	-6,0	6,3	3,5	0,4	0,9	1,4	0,9	1,3
CPI Headline (% y/y)	1,5	1,8	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,4	2,1	2,9	2,5
CPI Núcleo (% y/y)	1,0	1,0	1,1	0,7	1,5	3,9	5,0	2,9	2,4	2,4	2,4
ECB Deposit Rate (%)	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	2,0	4,0	3,0	2,0	2,75	3,0
China											
PIB (% y/y)	6,9	6,7	6,0	2,2	8,4	3,0	5,2	5,0	5,0	4,6	4,4
CPI Headline* (% y/y)	1,6	2,1	2,9	2,5	0,9	2,0	0,2	0,2	0,1	1,0	1,1
Taxas de juros e moedas*											
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	2,4	2,7	1,9	0,9	1,5	3,9	3,9	4,6	4,2	4,9	4,6
USD/EUR - final de período	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2
CNY/USD - final de período	6,5	6,9	7,0	6,5	6,4	6,9	7,1	7,3	7,0	6,7	6,6
Índice DXY	92,1	96,2	96,4	89,9	95,7	103,5	101,3	108,5	98,3	99,0	96,8

*Consenso Bloomberg;



Atividade Econômica



Ederson Schumanski

Ederson.Schumanski@btgpactual.com

Bruno Martins

Bruno-S.Martins@btgpactual.com



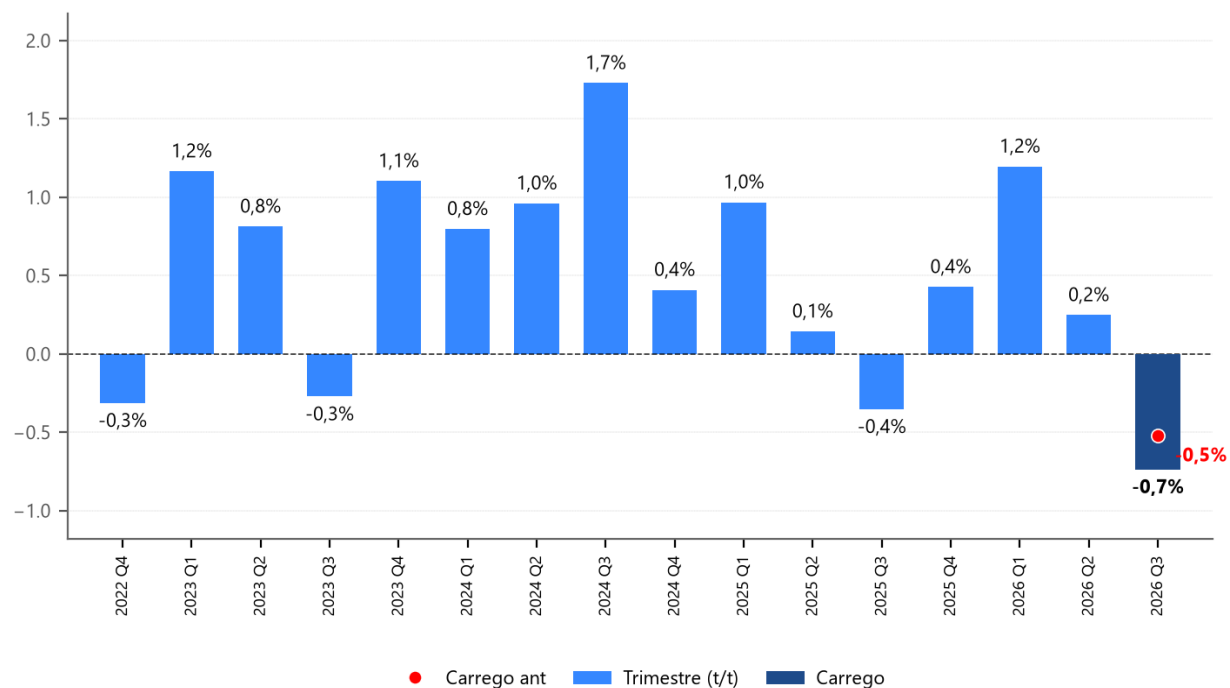
Sinais de desaceleração ganham força

- Os dados divulgados mostraram manutenção da desaceleração da atividade no terceiro trimestre, após um segundo trimestre fraco em relação ao início do ano. Projetamos PIB de +0,2% com ajuste sazonal no terceiro trimestre, após crescimento de +0,5% no segundo trimestre. Mantemos a nossa projeção de crescimento deste ano em 1,8%. O cenário para o próximo ano segue adverso, com a manutenção da taxa de juros em patamar ainda elevado e incerteza no cenário fiscal. O reajuste do bolsa família pode amenizar um pouco a desaceleração, mas devido ao cenário de restrição de oferta (taxa de desemprego nas mínimas e a NUCI bem acima da média histórica) vemos impacto limitado sobre crescimento, mas com reflexos sobre a inflação via um hiato do produto menos negativo.
- As principais pesquisas do IBGE apontaram surpresas baixistas em relação ao esperado pelo mercado no primeiro mês do terceiro trimestre. A indústria (PIM) demonstrou crescimento fraco na base mensal de julho, que não compensou a queda de maio e junho, gerando carregamento bastante negativo (-1,3% t/t) para o terceiro trimestre. Por outro lado, serviços (PMS) mostrou certa recuperação na parte relevante para a política monetária, com serviços prestados às famílias recuperando parcialmente a forte queda registrada em junho (-1,4% m/m), registrando crescimento de +0,5% m/m. Mesmo assim o segmento apresenta carregamento estatístico negativo de -0,3% t/t para o terceiro trimestre e caminha em linha com a expectativa de desaceleração econômica. Por fim, dados do comércio (PMC) apresentaram queda em julho e apresentam carregamento negativo nos conceitos restrito e ampliado para o 3T26. Importante ressaltar que nosso tracking do terceiro trimestre com os dados preliminares aponta zero para o PIB.
- O mercado de trabalho segue bastante apertado, com a taxa de desemprego nas mínimas e bem abaixo da nossa estimativa de NAIRU. PNAD e CAGED mostraram sinais mistos com relação aos rendimentos, com a pesquisa do IBGE apontando aceleração e os dados do MTE indicando arrefecimento.
- Vemos riscos para o próximo ano, em um cenário de famílias com altos níveis de endividamento e comprometimento de renda, além da taxa de juros elevada e inadimplência PF em novas máximas históricas. O crédito permanece a principal preocupação do cenário de atividade, sobretudo para o próximo ano. Esse quadro reforça nosso viés baixista para 2027, que já contempla crescimento do PIB de 1,1%, refletindo política monetária ainda contracionista e política fiscal menos expansionista.

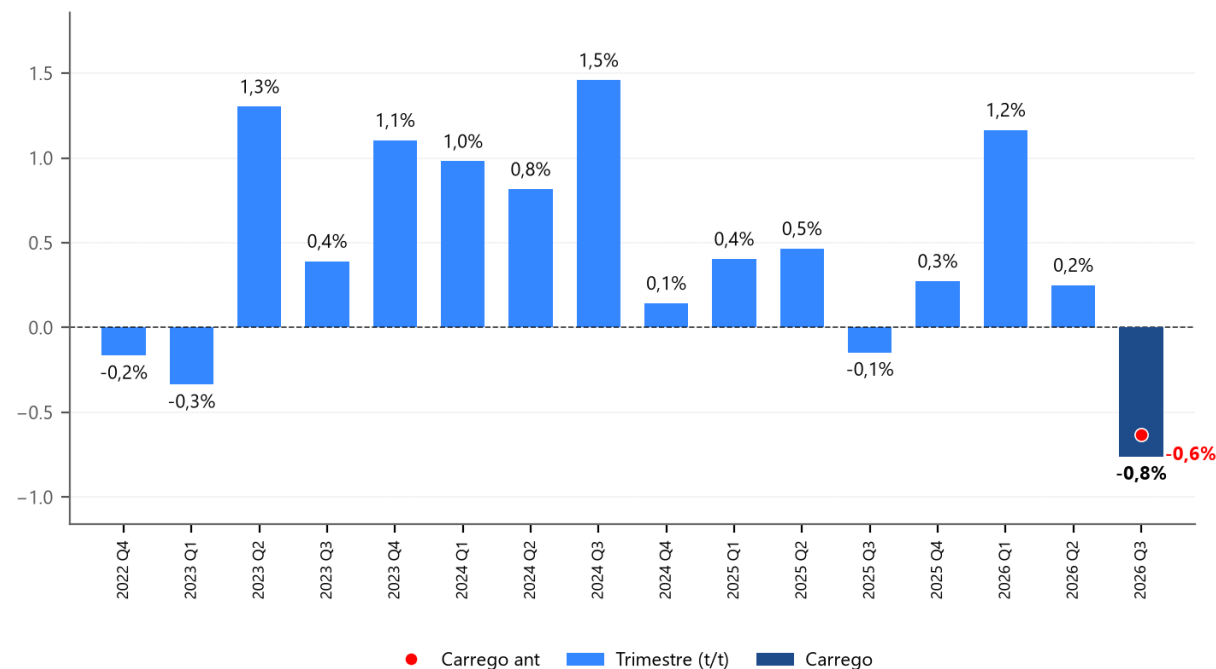
Dados do 2026T3 seguem em desaceleração

- Os dados divulgados de julho apresentam carregos negativos para o terceiro trimestre, reforçando a expectativa de uma desaceleração mais acentuada da atividade econômica.

IBC-Br (variação trimestral a.s. e a/a)

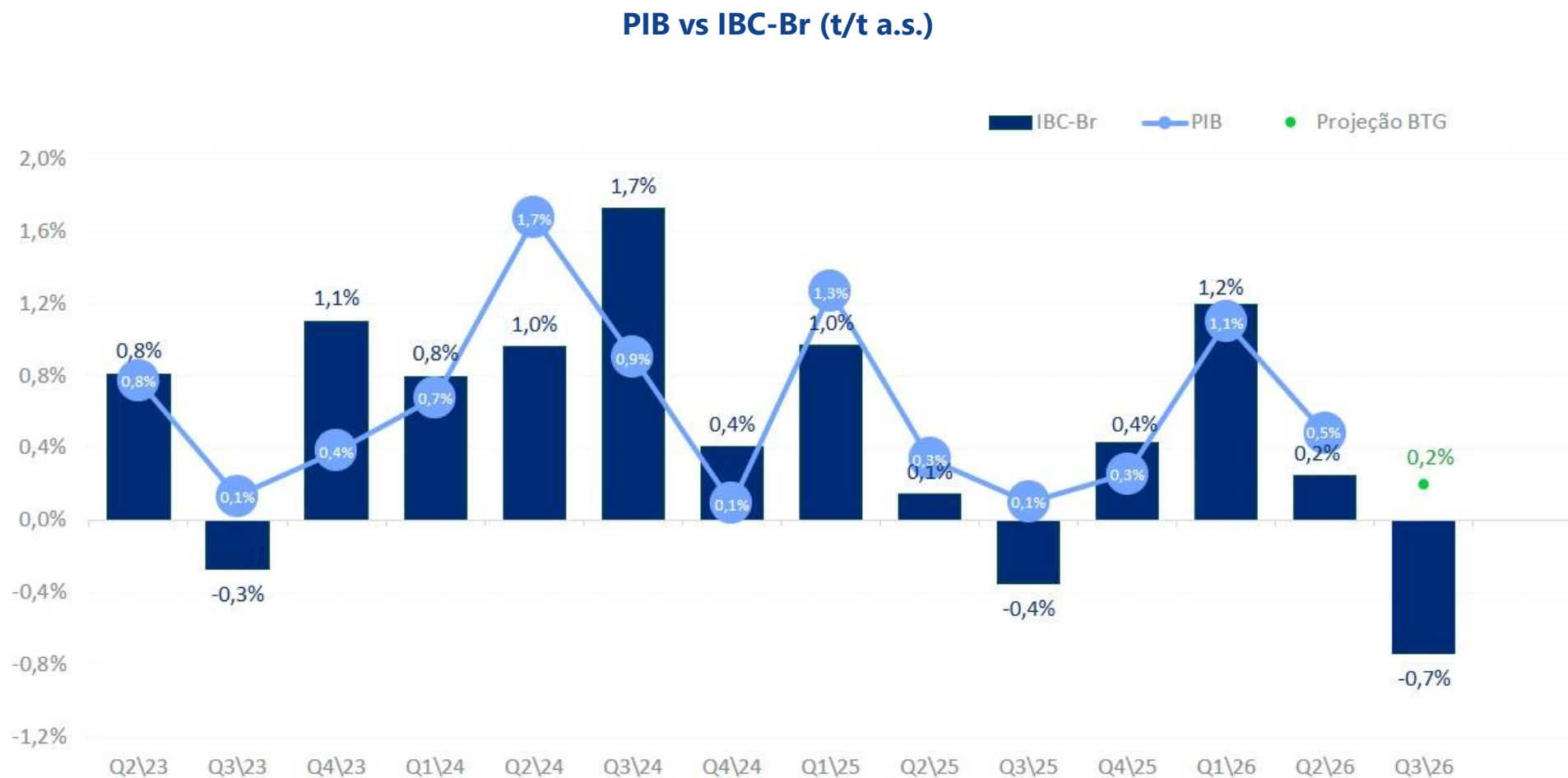


IBC – Br (variação trimestral a.s.)



PIB do 2026T3 com desaceleração

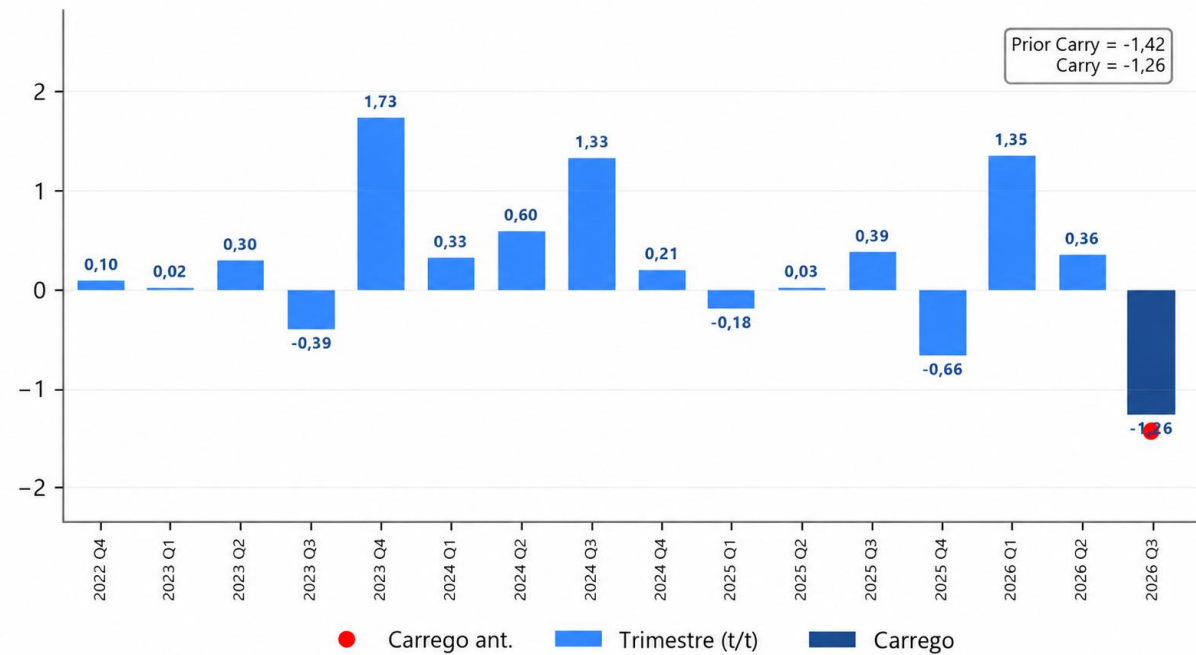
- Projetamos crescimento do PIB de +0,2% com ajuste sazonal no terceiro trimestre, após crescimento de +0,5% no segundo trimestre



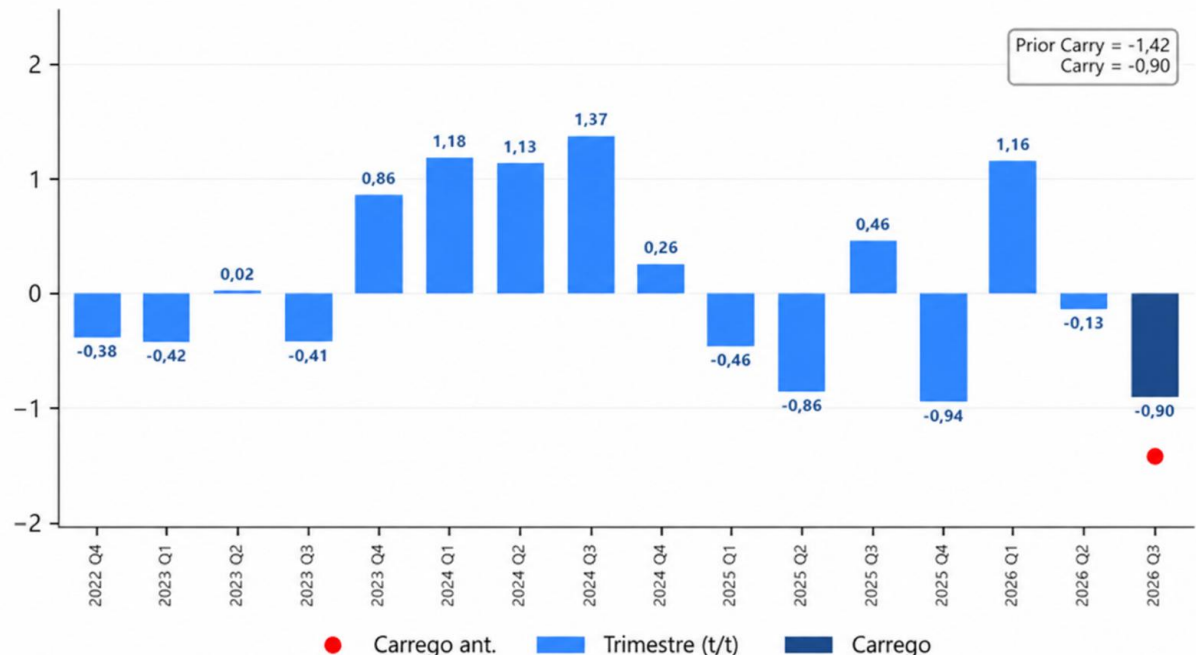
Indústria desacelerando na margem

- A indústria apresenta carregos negativos fortes de -1,26% para o 3T26.

PIM (variação trimestral a.s. e carregos para 3T26)



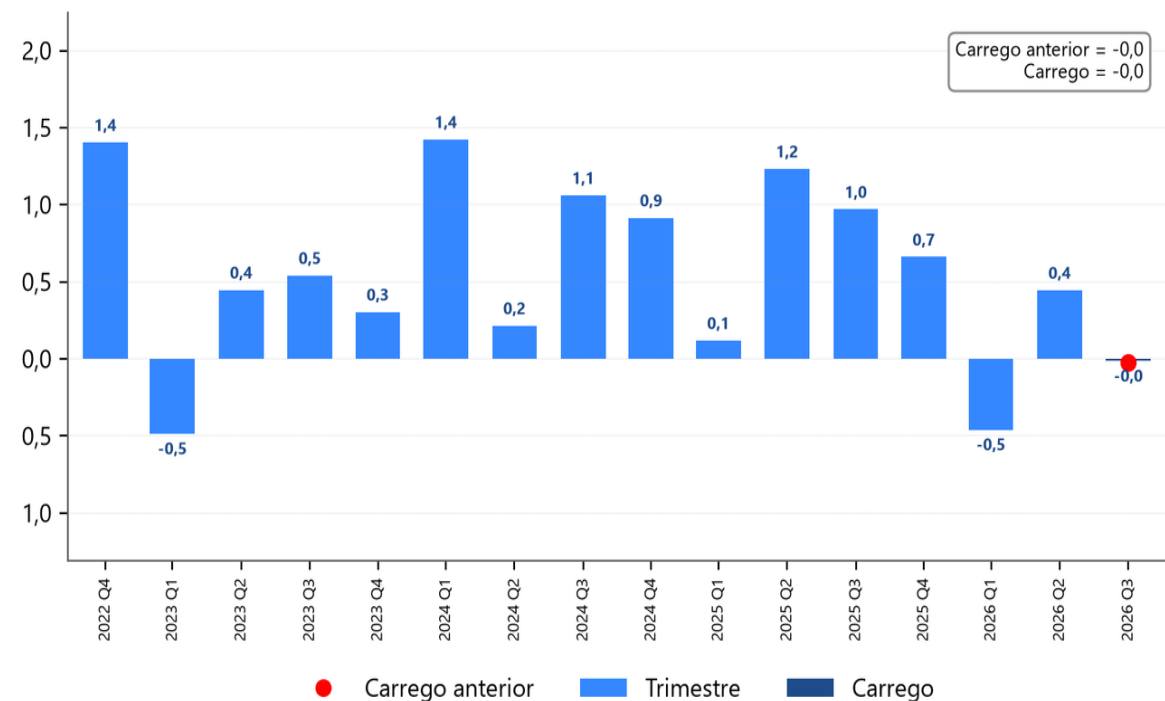
PIM – Indústria de transformação (variação trimestral a.s. e carregos para 3T26)



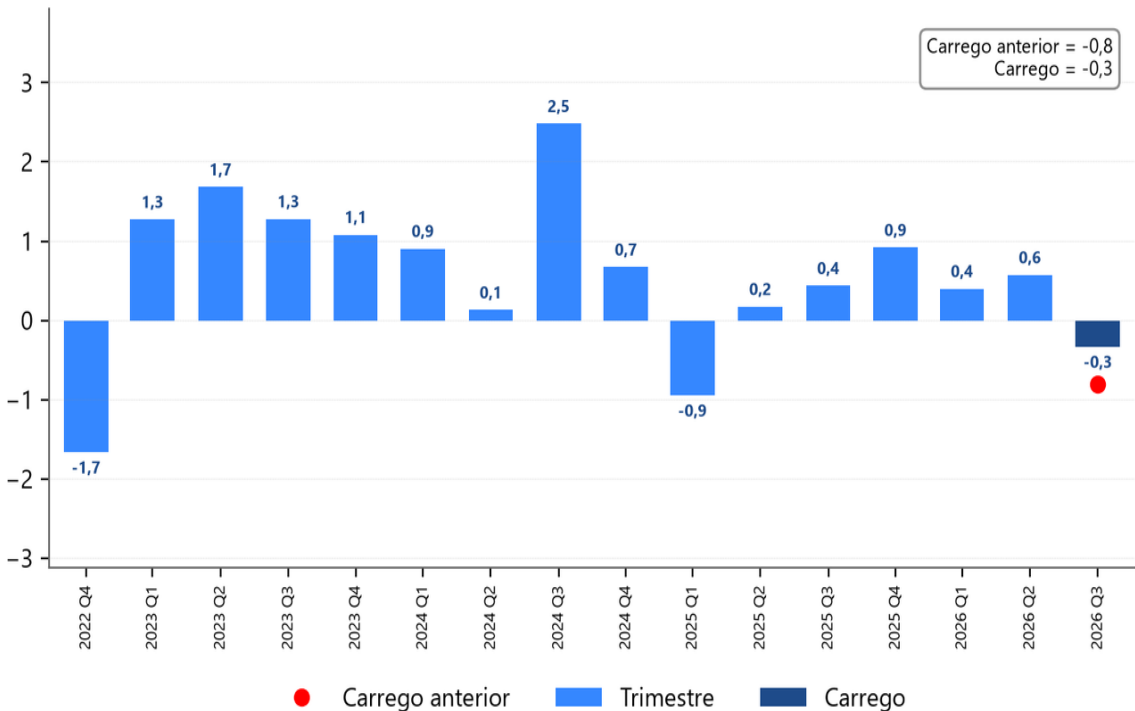
Dados de serviço mais fracos

- Serviços prestados às famílias apresentam sinais de desaceleração para o terceiro trimestre, com carregó estatístico de -0,3% t/t.

PMS (Variação trimestral s.a. e carregó para 3T26)



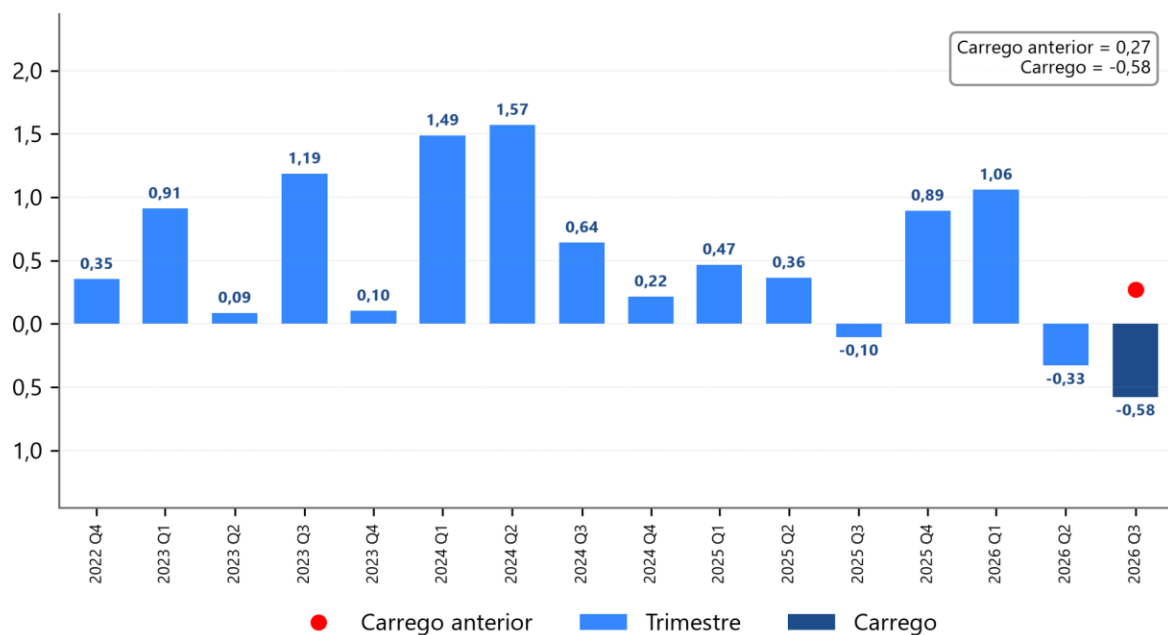
PMS – serviços prestados às famílias (Variação trimestral s.a. e carregó para 3T26)



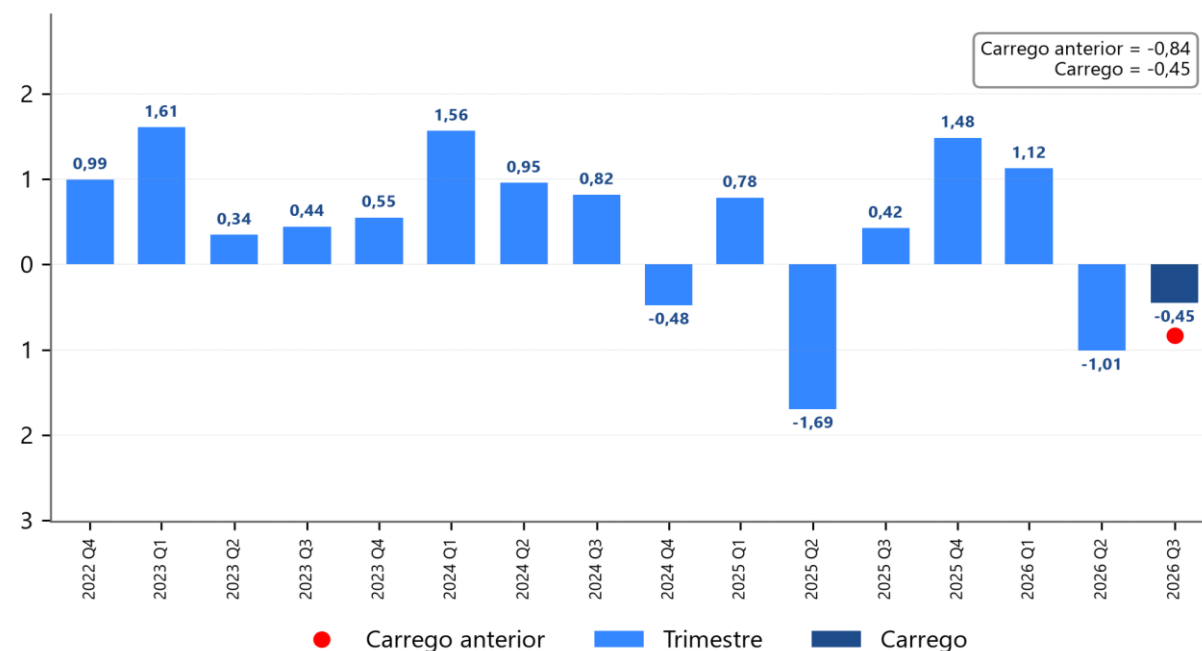
Dados do varejo mais fracos

- O varejo restrito e o ampliado apresentam carregos negativos para o 3T26 após desempenho fraco no segundo trimestre

PMC- Varejo Restrito (Variação trimestral s.a. e carregos para 3T26)



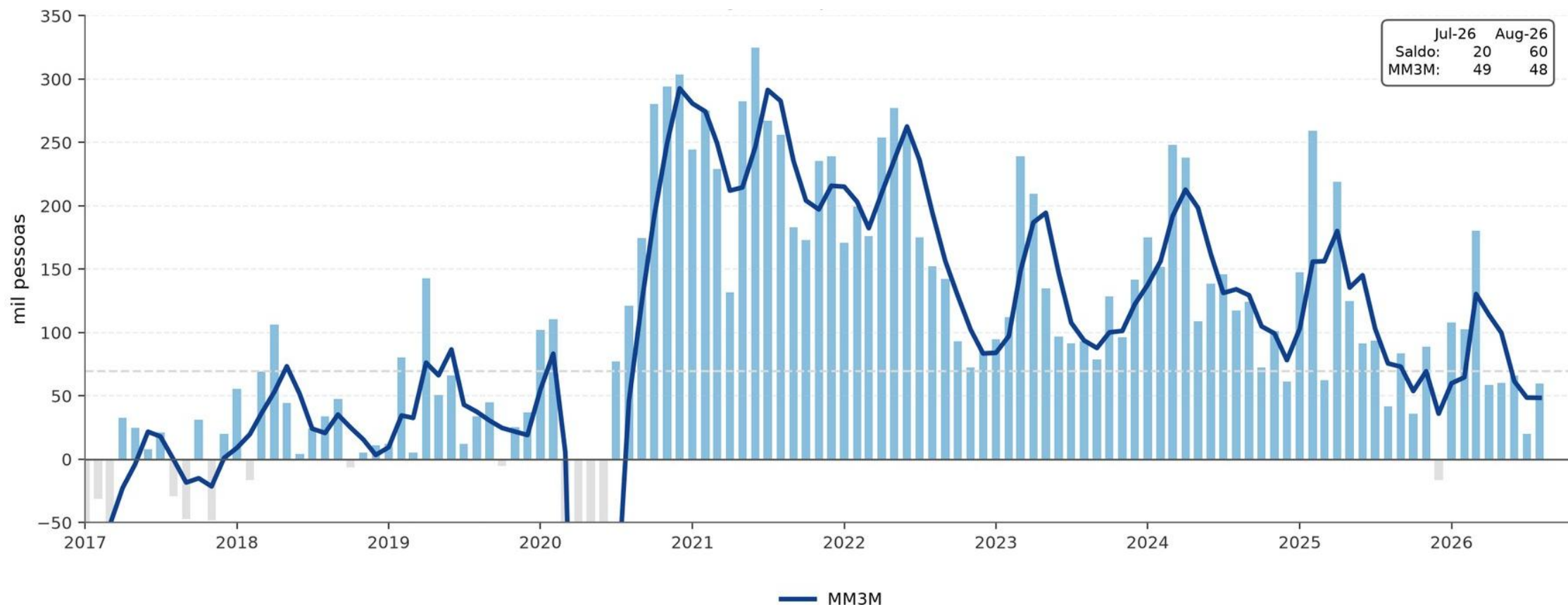
PMC – Varejo Ampliado (Variação trimestral s.a. e carregos para 3T26)



Criação líquida de vagas formais do CAGED

- CAGED surpreendeu positivamente o mercado em agosto, mas ainda vai na direção de uma acomodação do mercado de trabalho neste terceiro trimestre, com destaque para o arrefecimento dos salários, sinal distinto do que vimos no dado da PNAD. A média móvel de três meses com ajuste sazonal está ao redor de 48 mil vagas, bem abaixo do nível verificado no primeiro trimestre.

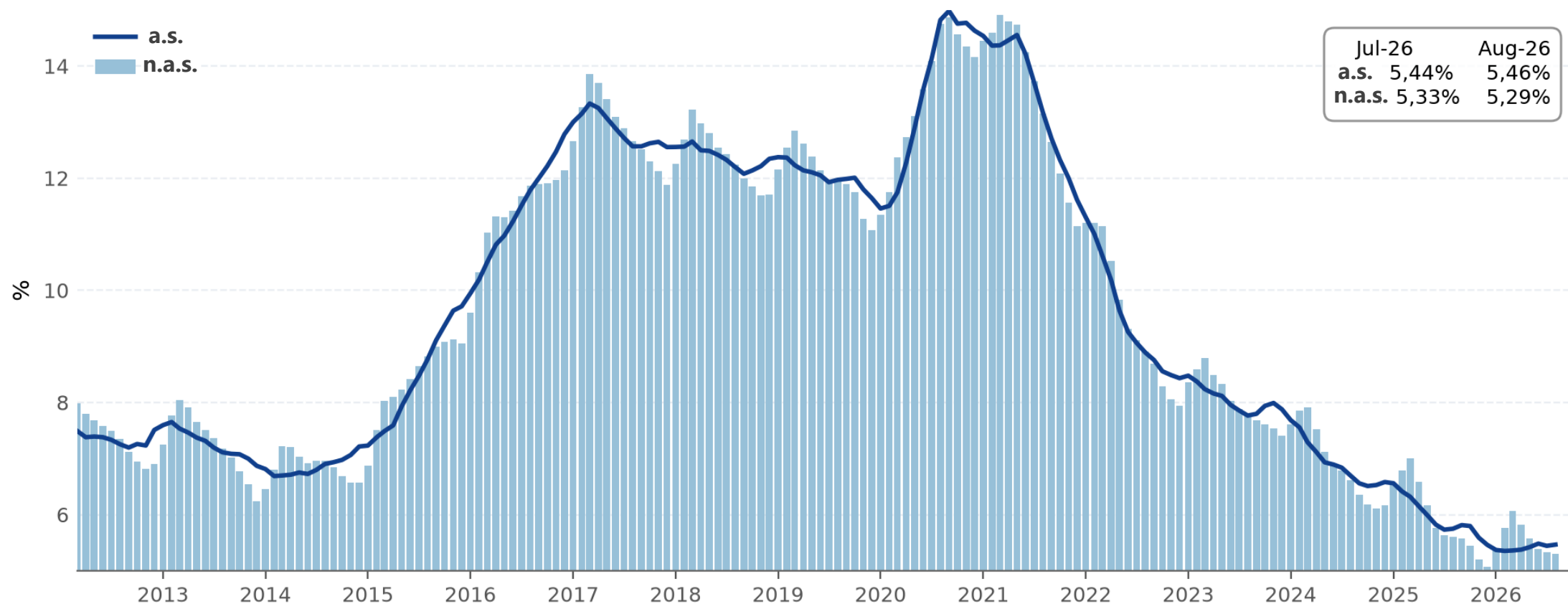
Criação líquida de vagas formais (a.s. e MM3M)



Taxa de desemprego abaixo da NAIRU

- A taxa de desemprego com ajuste sazonal permanece próxima das mínimas históricas, reforçando o quadro de um mercado de trabalho bastante apertado. Apesar disso, diante da desaceleração da atividade econômica, projetamos que a taxa de desemprego avance marginalmente nos próximos trimestres, encerrando o ano em 5,8% com ajuste sazonal, após alcançar a mínima de 5,3% no primeiro trimestre.

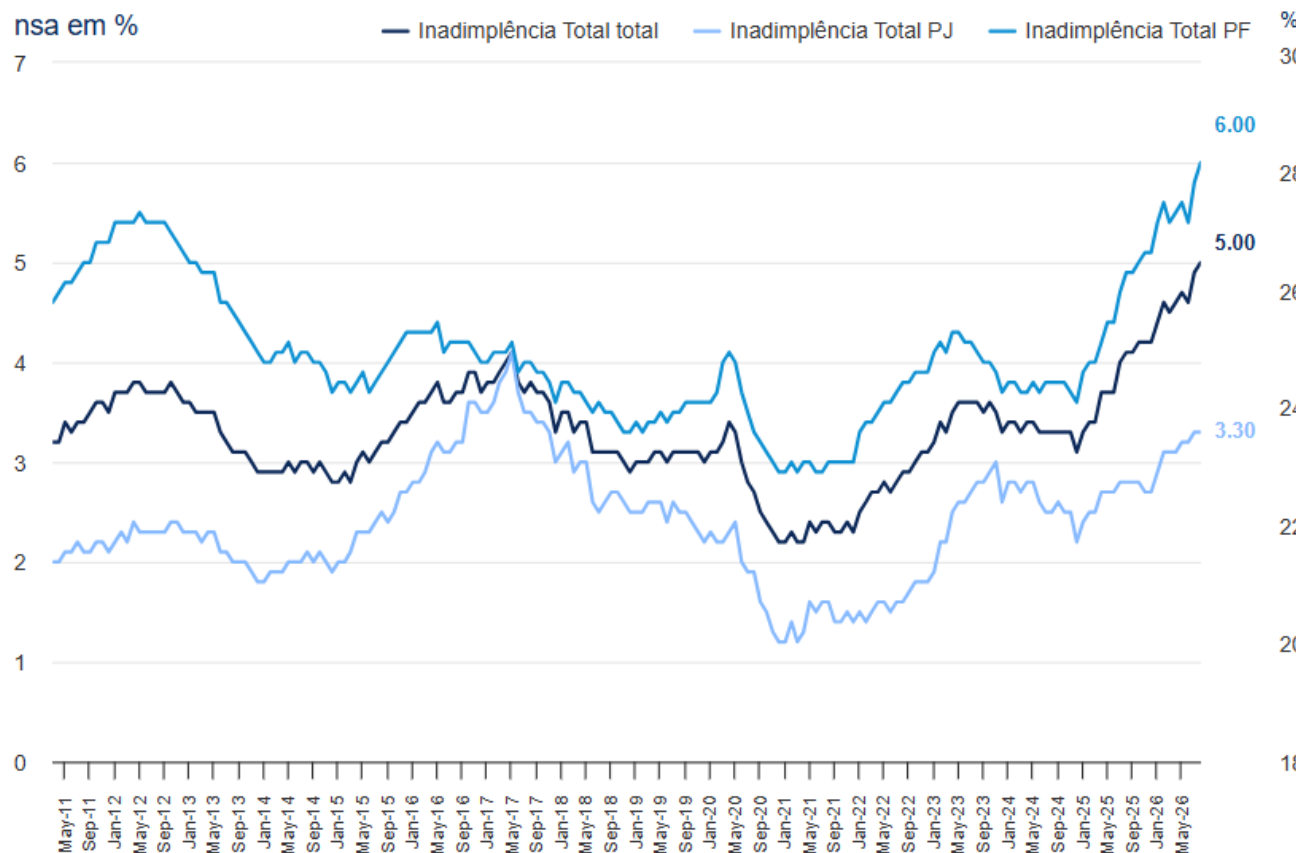
Taxa de desemprego (a.s. e n.s.a.)



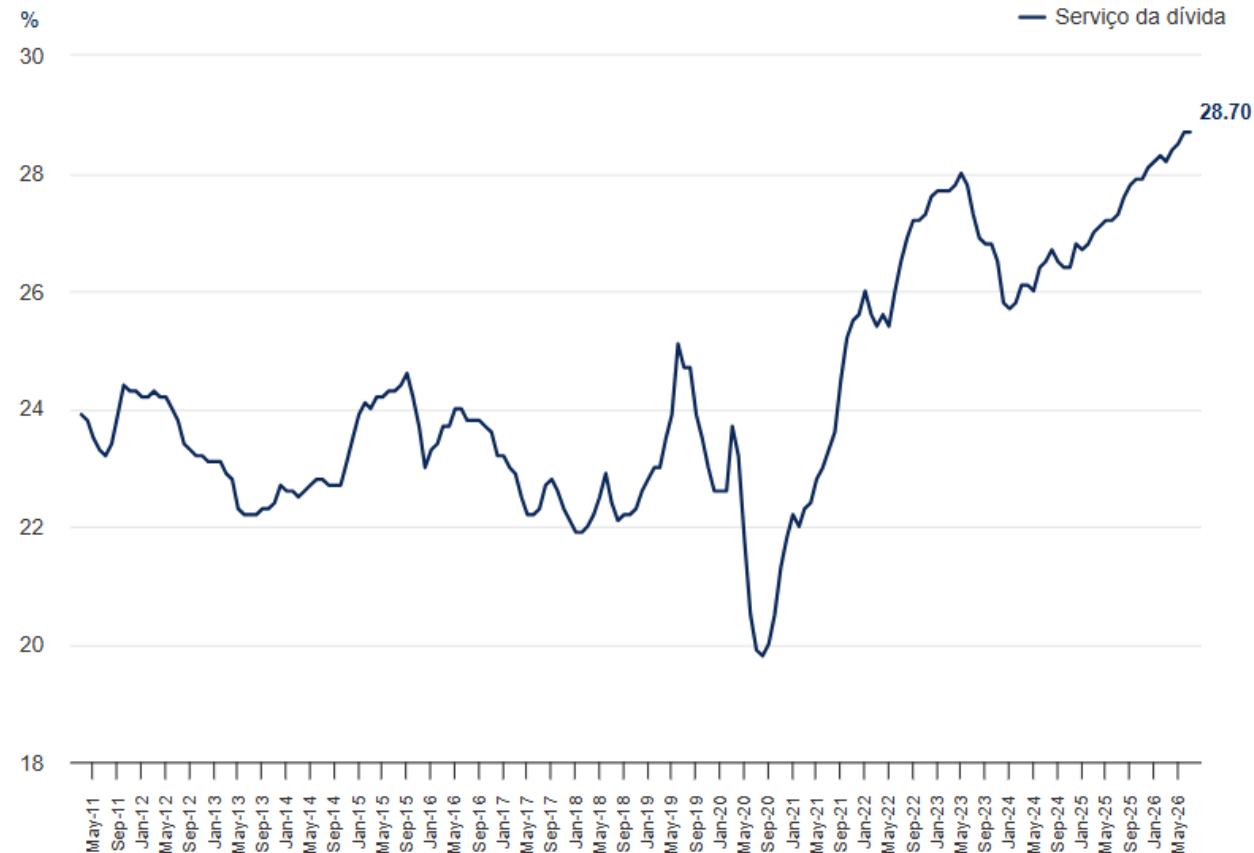
Crédito é a preocupação, dado o nível elevado dos juros

- A política monetária em patamar contracionista tem pesado nos últimos dados de crédito do Sistema Financeiro Nacional. O endividamento e o comprometimento de renda das famílias continuaram a crescer e seguem nas máximas recentes, em um ambiente de elevada inadimplência.

Inadimplência – recursos livres

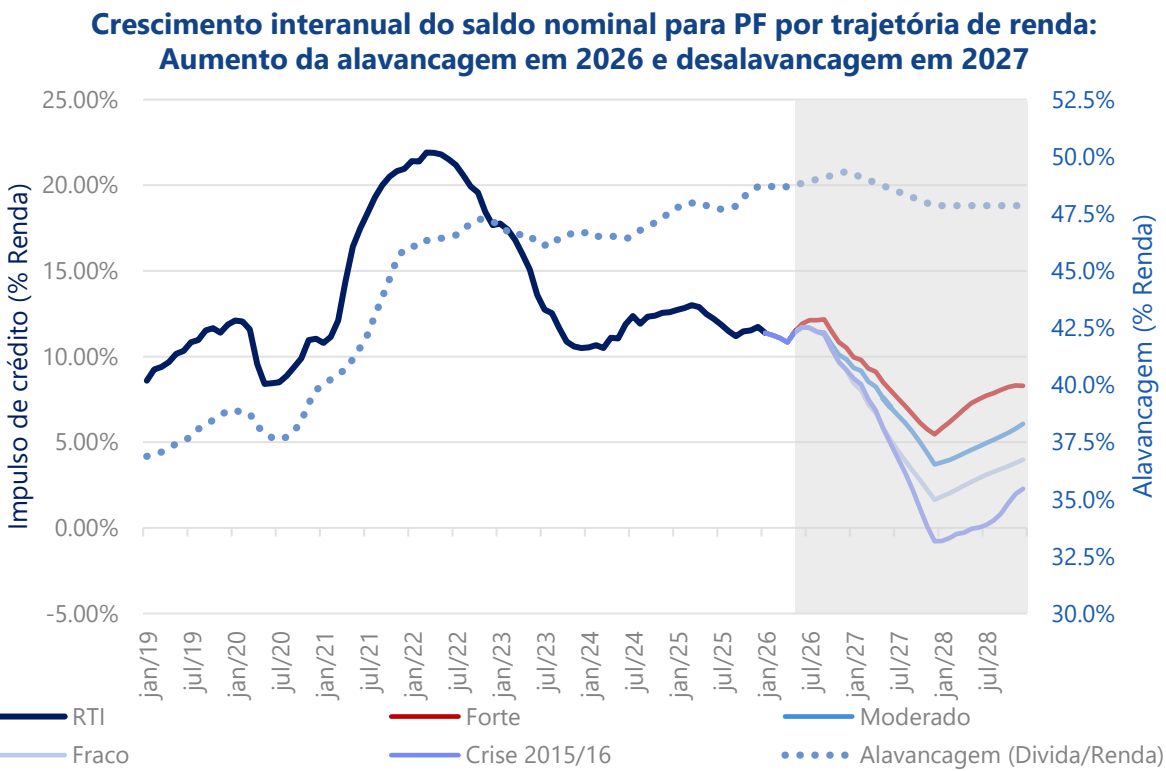


Comprometimento de renda PF (% ,ajuste sazonal)



Crédito PF: o risco de desalavancagem das famílias no Brasil

- Estudo especial #121510: fizemos simulações com base no ciclo atual de alavancagem, projetando o fluxo financeiro do BCB (concessões menos pagamentos) para diferentes cenários de desalavancagem e crescimento da renda até 2028. Esse fluxo pode se aproximar do mínimo histórico em cenários de crescimento fraco a moderado da renda em 2027.
- Nosso cenário base, que considera crescimento moderado da renda em 2027 (2% em termos reais) e desalavancagem em linha com outros ciclos, gera um fluxo consistente com crescimento do consumo de 0,5% em 2027, ante +0,8% no nosso cenário atual. No entanto, se a desalavancagem for mais significativa e/ou o crescimento da renda ficar mais próximo de 0%, o crescimento do consumo pode se aproximar de -0,4%.



Fonte: BCB e BTG Pactual.

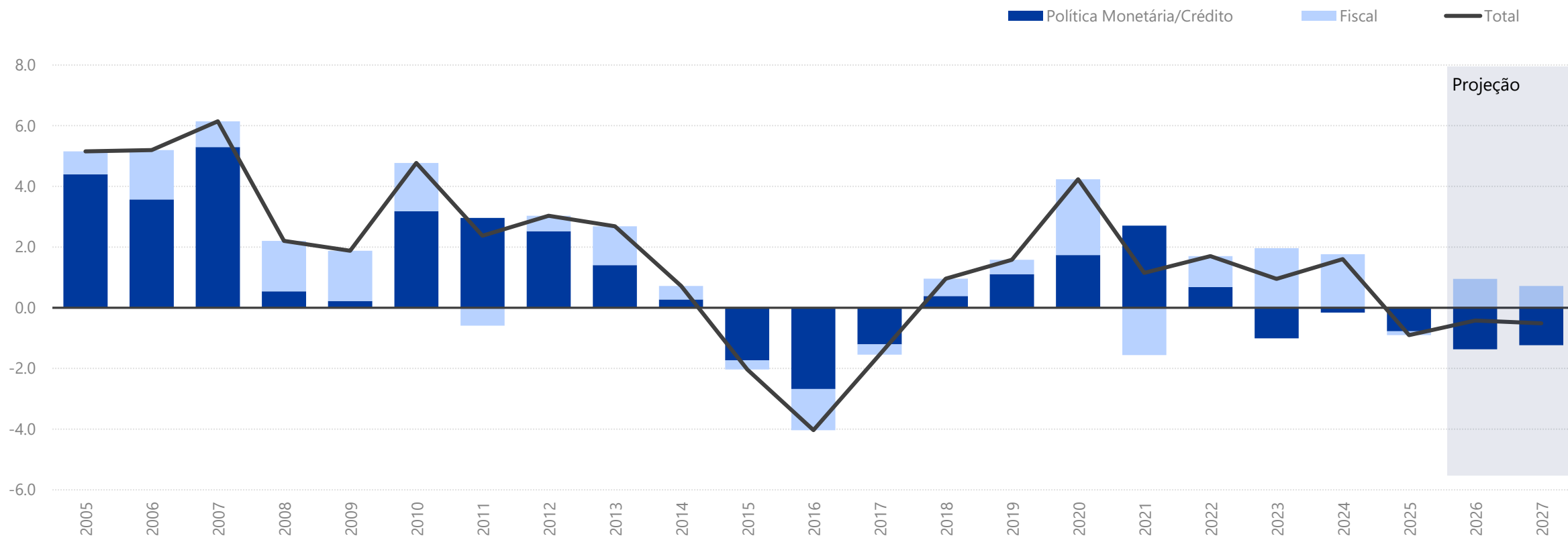
Cenários para crescimento do consumo por trajetória de renda (+ fluxo financeiro)

Modelagem:		dados acumulados em 12 meses*			
Crescimento anual (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 no primeiro semestre, dificultando a transmissão da política monetária contracionista, vemos uma política fiscal mais próxima da neutralidade ao longo de 2027.

Impulso fiscal mantém a economia aquecida neste primeiro semestre



Projeções do PIB

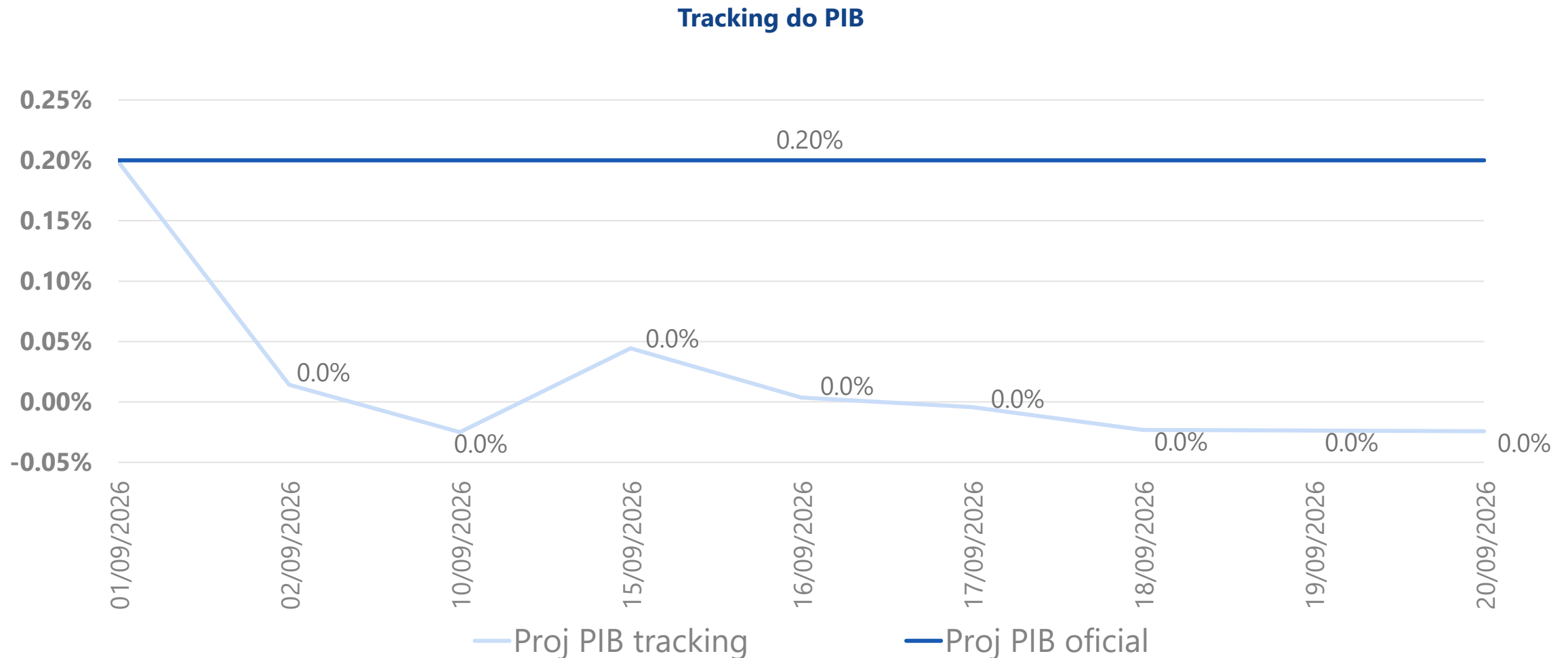
- Mantivemos nossa projeção do PIB deste ano para 1,8%, frente à fraqueza dos indicadores do terceiro trimestre divulgados até o momento. Para 2027, esperamos desaceleração para 1,1%, com assimetria baixista, reflexo de menor impulso fiscal, cenário climático mais adverso — que pode afetar a produção agrícola — e quadro de crédito mais desafiador para famílias e empresas.

Crescimento do PIB

	a/a			
	1T26	2T26	3T26	4T26
PIB	1,8%	2,0%	1,8%	1,6%
PIB ex Agro e Extrativa	1,9%	1,4%	1,8%	1,6%
PIB Cíclicos	1,4%	0,7%	1,5%	1,3%
PIB Exógenos	2,3%	3,3%	2,7%	2,7%
Agropecuária	0,7%	6,8%	3,3%	3,4%
Indústria	1,6%	1,5%	1,5%	0,6%
Extrativa Mineral	13,1%	12,0%	5,7%	2,0%
Transformação	-0,9%	-0,9%	0,4%	0,3%
Construção	1,3%	1,0%	0,7%	0,1%
Prod. e distr. de eletricidade, gás e água	-1,7%	-0,5%	2,2%	1,0%
Serviços	2,1%	1,5%	1,6%	1,7%
Comércio	1,0%	0,9%	0,2%	1,6%
Transporte	0,7%	1,2%	1,1%	1,5%
Tecnologia da Informação	7,6%	8,4%	7,8%	7,1%
Serviços Financeiros	2,8%	1,0%	1,1%	1,2%
Outros Serviços	2,4%	1,1%	1,7%	0,9%
Imobiliário/aluguel	2,9%	2,2%	2,4%	2,6%
Educação/saúde	1,1%	0,9%	1,1%	2,0%
Impostos	1,9%	2,5%	2,5%	1,7%
PIB Demanda	2,2%	0,8%	1,0%	2,6%
PIB Demanda interna	1,3%	1,1%	0,9%	2,4%
PIB Demanda interna privada	1,1%	0,7%	0,4%	2,4%
Consumo das famílias	1,7%	0,5%	0,2%	2,2%
Consumo do governo	2,8%	3,1%	3,1%	2,0%
Formação bruta de capital fixo	-1,4%	1,4%	0,9%	0,1%
Exportações	7,4%	3,8%	1,0%	2,8%
Importações	1,2%	5,5%	-0,1%	3,4%

Tracking do PIB

- Nosso tracking do PIB indica desaceleração mais intensa da atividade no 3T26 e está rodando próximo de um crescimento de 0,0% no trimestre, abaixo dos 0,2% da nossa projeção oficial.



Principais projeções – Atividade Econômica

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Atividade Econômica											
PIB Real (% a/a)	1,3	1,8	1,2	-3,3	4,8	3,0	3,2	3,4	2,3	1,8	1,1
PIB Nominal (US\$ bi)	2.064	1.914	1.871	1.475	1.669	1.951	2.193	2.185	2.279	2.636	2.678
PIB Nominal (R\$ bi)	6.585	7.004	7.389	7.610	9.012	10.080	10.943	11.779	12.739	13.707	14.607
Agricultura (% a/a)	14,2	1,3	0,4	4,2	0,3	-1,7	16,3	-3,2	11,7	3,3	1,1
Indústria (% a/a)	-0,5	0,7	-0,7	-3,0	4,8	1,6	1,7	3,1	1,5	1,3	0,4
Serviços (% a/a)	0,8	2,1	1,5	-3,7	5,2	4,2	2,8	3,8	1,8	1,7	1,4
Consumo Privado (% a/a)	2,0	2,4	2,6	-4,6	3,7	4,3	3,2	5,1	1,3	1,2	0,5
Consumo Governo (% a/a)	-0,7	0,8	-0,5	-3,7	3,5	1,5	3,8	2,0	2,1	2,7	2,0
Investimentos (% a/a)	-2,6	5,2	4,0	-1,7	16,5	0,9	-3,0	6,8	2,9	0,6	-0,7
Exportações (% a/a)	4,9	4,1	-2,6	-2,3	5,9	5,5	8,9	2,8	6,2	3,1	3,4
Importações (% a/a)	6,7	7,7	1,3	-9,5	12,0	0,8	-1,2	15,5	4,5	2,5	1,0
Mercado de Trabalho											
Taxa de desemprego (% fim de período)	11,9	11,7	11,1	14,2	11,1	7,9	7,4	6,2	5,1	5,4	6,1
Taxa de desemprego (% média)	12,9	12,4	12,0	13,8	13,5	9,5	8,0	6,9	6,0	5,5	6,0



Inflação



Ederson Schumanski

Ederson.Schumanski@btgpactual.com



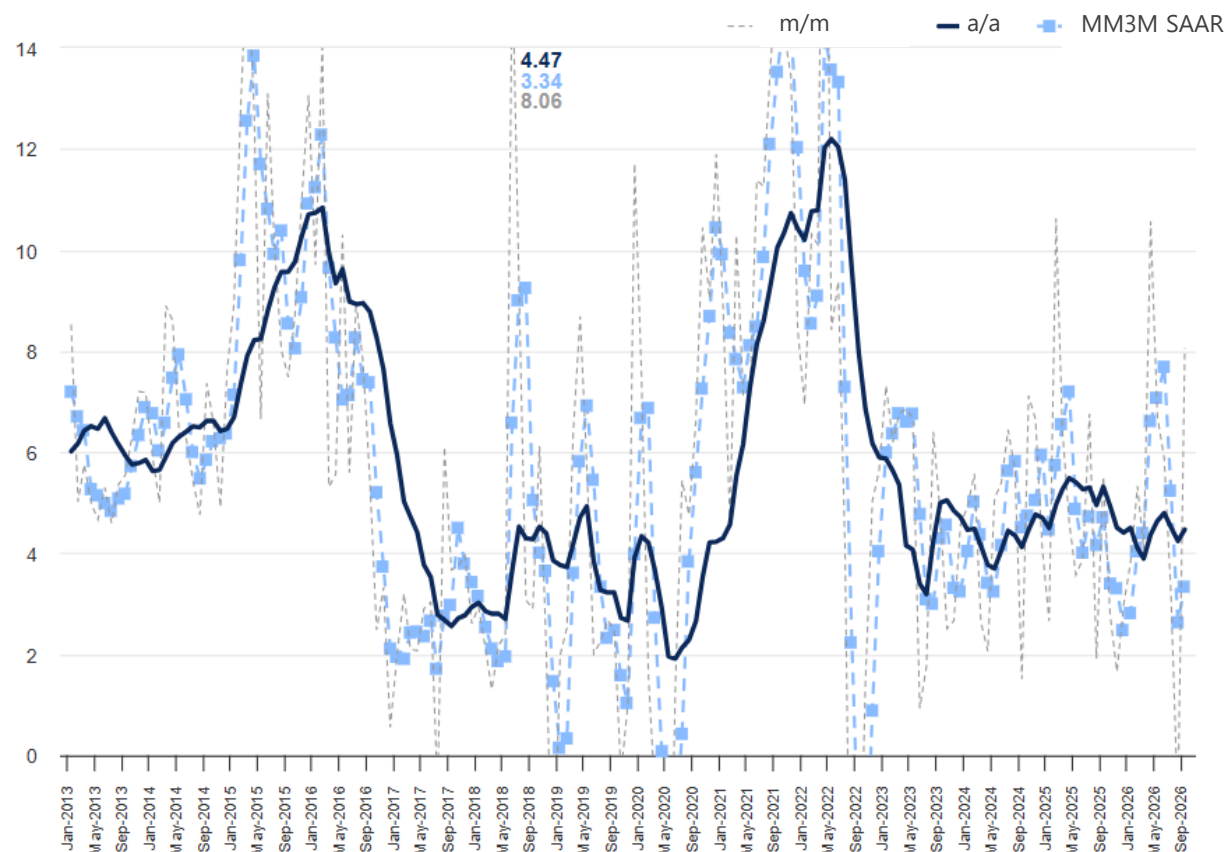
Assimetria altista para a inflação ganha força

- A dinâmica recente da inflação que há meses era benigna veio bem acima do esperado na prévia de setembro, com o IPCA-15 surpreendendo o mercado. As surpresas foram espalhadas entre voláteis e núcleo, com destaque para passagem aérea, alimentos e serviços subjacentes. A forte inflação de alimentos foi carregada principalmente por in natura, diante dos primeiros efeitos do fenômeno El Niño em regiões produtoras.
- Após três meses de deflação, com destaque para produtos in natura, inflação de alimentos voltou a ficar positiva. Nossas coletas proprietárias apontam para forte aceleração entre o final de setembro e o quarto trimestre, refletindo os impactos do fenômeno El Niño e um cenário adverso para proteínas, com destaque para carne bovina.
- Em preços administrados, o destaque foi a forte alta da energia elétrica residencial, refletindo principalmente a reversão do bônus de Itaipu observado no mês anterior. Para combustíveis registramos surpresa altista no IPCA-15 e esperamos uma dinâmica pior para os próximos meses, reflexo da forte alta do etanol no atacado, com destaque para o anidro que entra na mistura da gasolina.
- O núcleo de bens industriais tem apresentado dinâmica mais benigna nos últimos meses, com destaque para a deflação de veículos e arrefecimento de vestuário e higiene pessoal. O núcleo do IPA Industrial (inflação do atacado) segue corroborando um cenário benigno para esse segmento, mesmo com o recrudescimento da guerra no Estreito de Ormuz.
- O núcleo de serviços ainda opera em níveis desconfortáveis, corroborando o cenário de mercado de trabalho bastante apertado.
- A média dos cinco núcleos acompanhados pelo Banco Central voltou a rodar abaixo do teto da meta nas métricas sazonais anualizadas, alinhado com o cenário de moderação da atividade econômica neste segundo semestre.
- Revisamos nossa projeção do IPCA para 5,3% neste ano (de 5,2%) devido a uma dinâmica pior dos combustíveis no curto prazo. Para 2027, revisamos nossa projeção de 4,4% para 4,8%, uma vez que incorporamos reajuste de 15% na gasolina no primeiro trimestre e o reajuste do Bolsa Família que levou a uma trajetória menos negativa de hiato ao longo dos próximos trimestres.

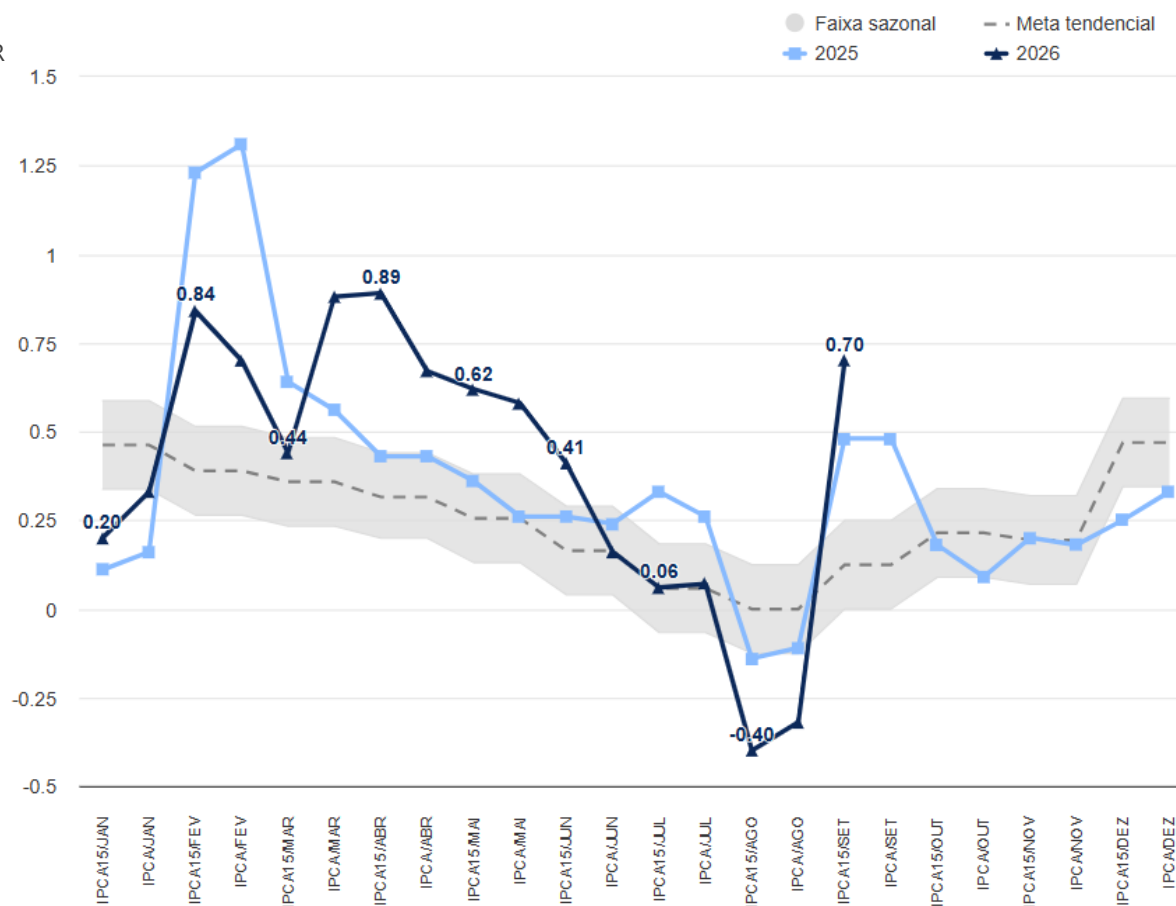
IPCA-15

- A última leitura de inflação (IPCA-15 de setembro) surpreendeu para cima, com destaque para passagem aérea, alimentos e serviços subjacentes.

IPCA-15



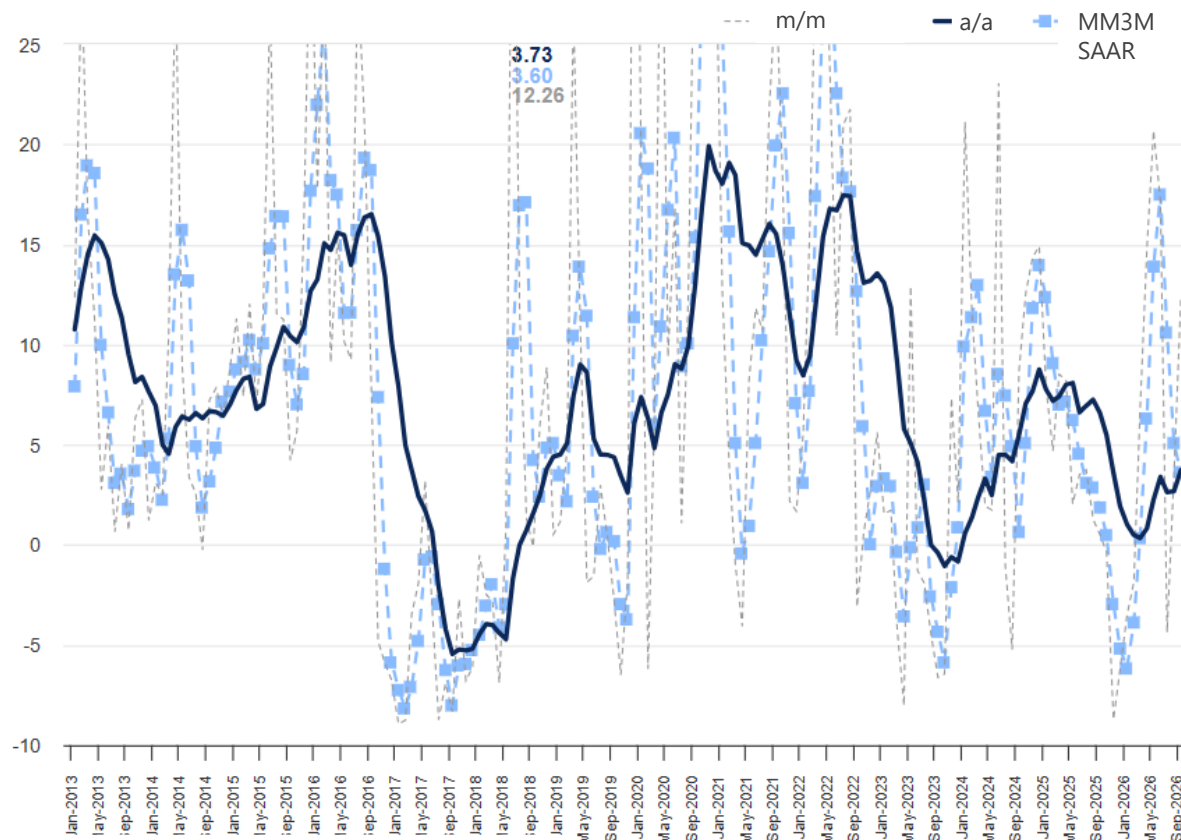
Índice geral – (100%)



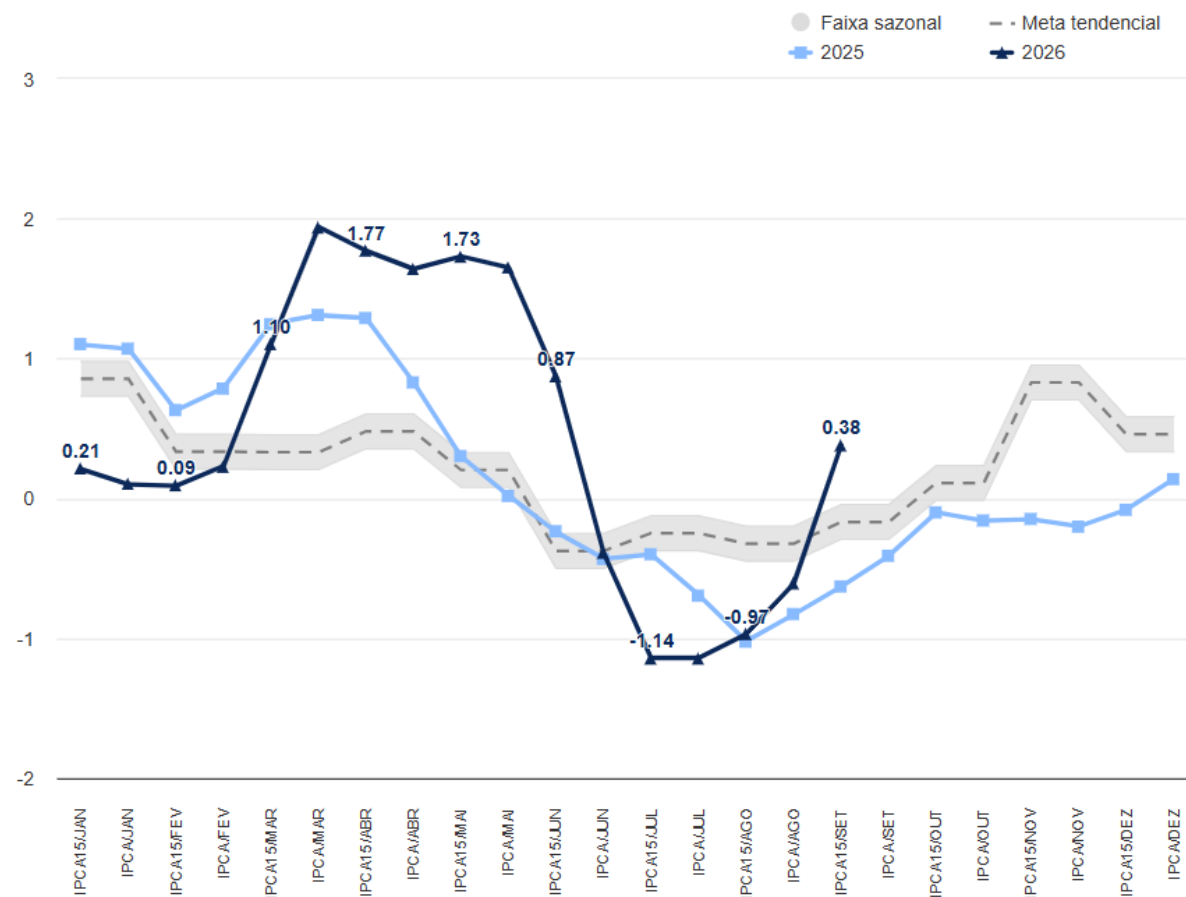
Alimentação no domicílio

- A alimentação no domicílio voltou ao terreno positivo, após forte deflação entre junho e agosto. O destaque são os produtos in natura, que voltaram a subir principalmente devido às fortes chuvas nas regiões produtoras em setembro, o que atrapalha a produção desses alimentos. A causa dessa precipitação incomum para o mês deve estar relacionada ao fenômeno El Niño.

IPCA-15 – Alimentação no domicílio



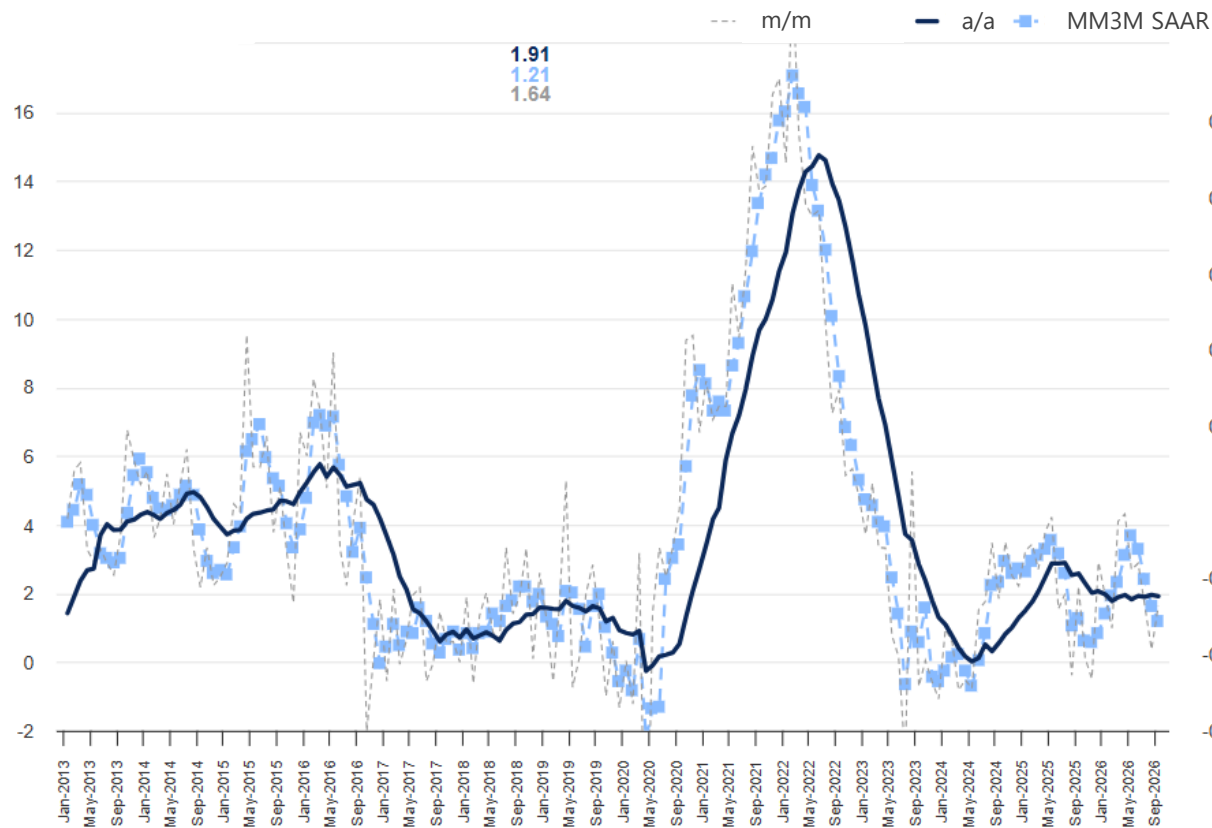
Alimentação no domicílio (15,31%)



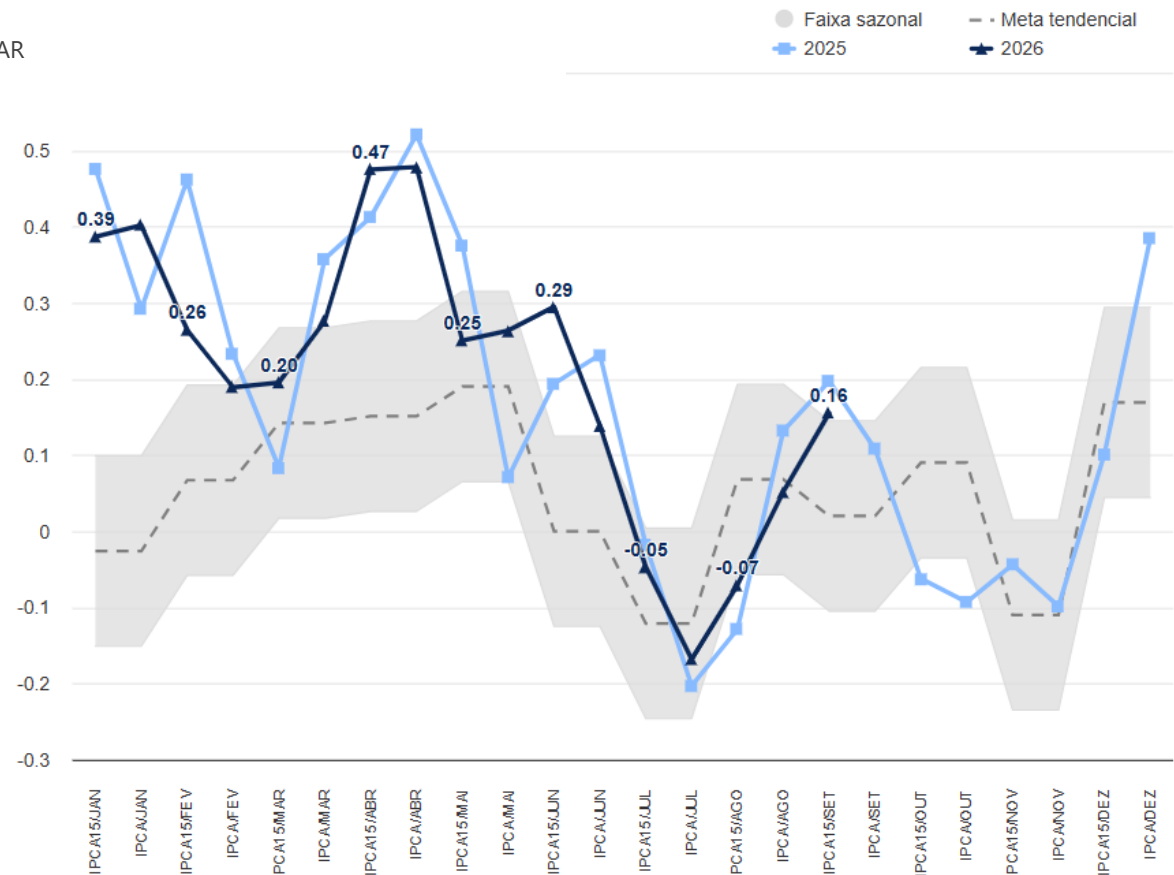
Bens industriais (ex higiene pessoal, fumo e etanol)

- Bens industriais apresentaram alívio no núcleo, com destaque para deflação de veículos e de higiene pessoal.

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



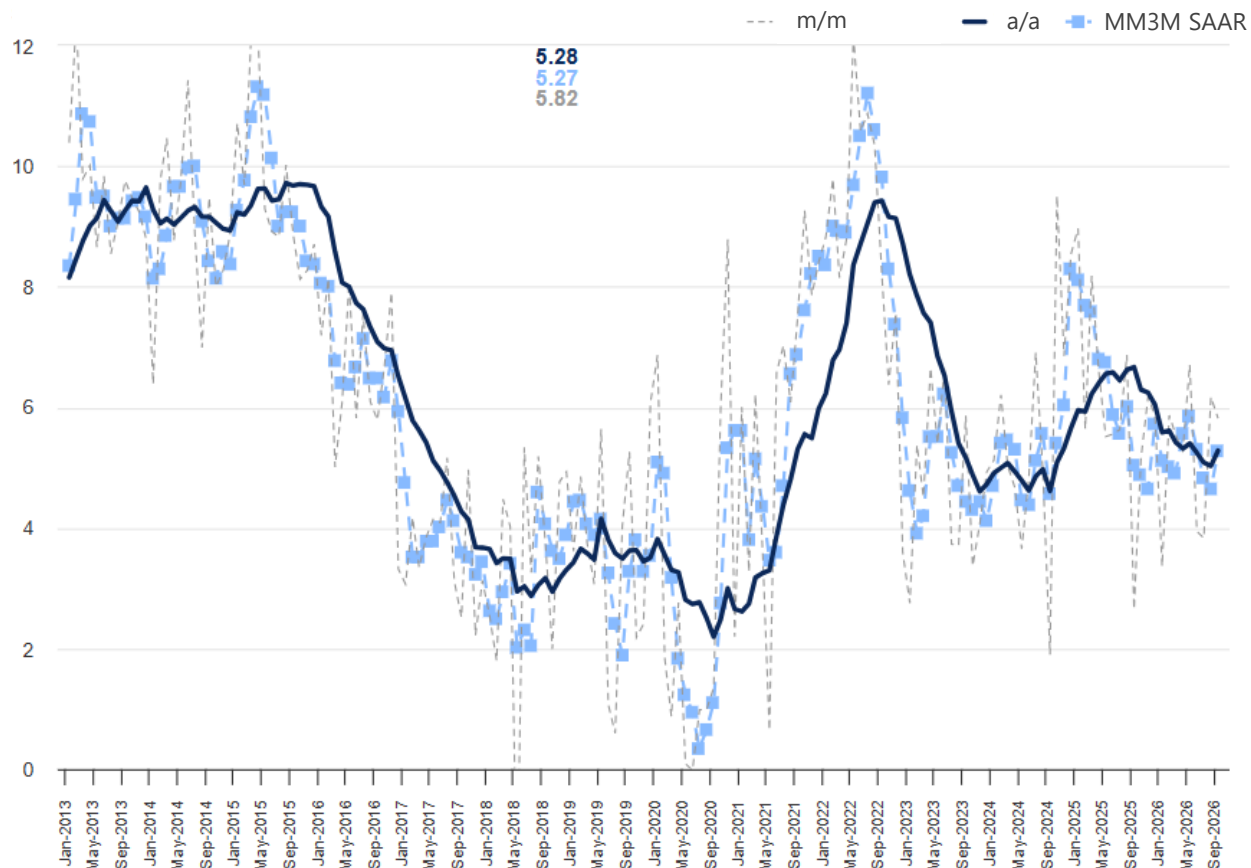
Bens industriais ex higiene pessoal, fumo e etanol (18,77%)



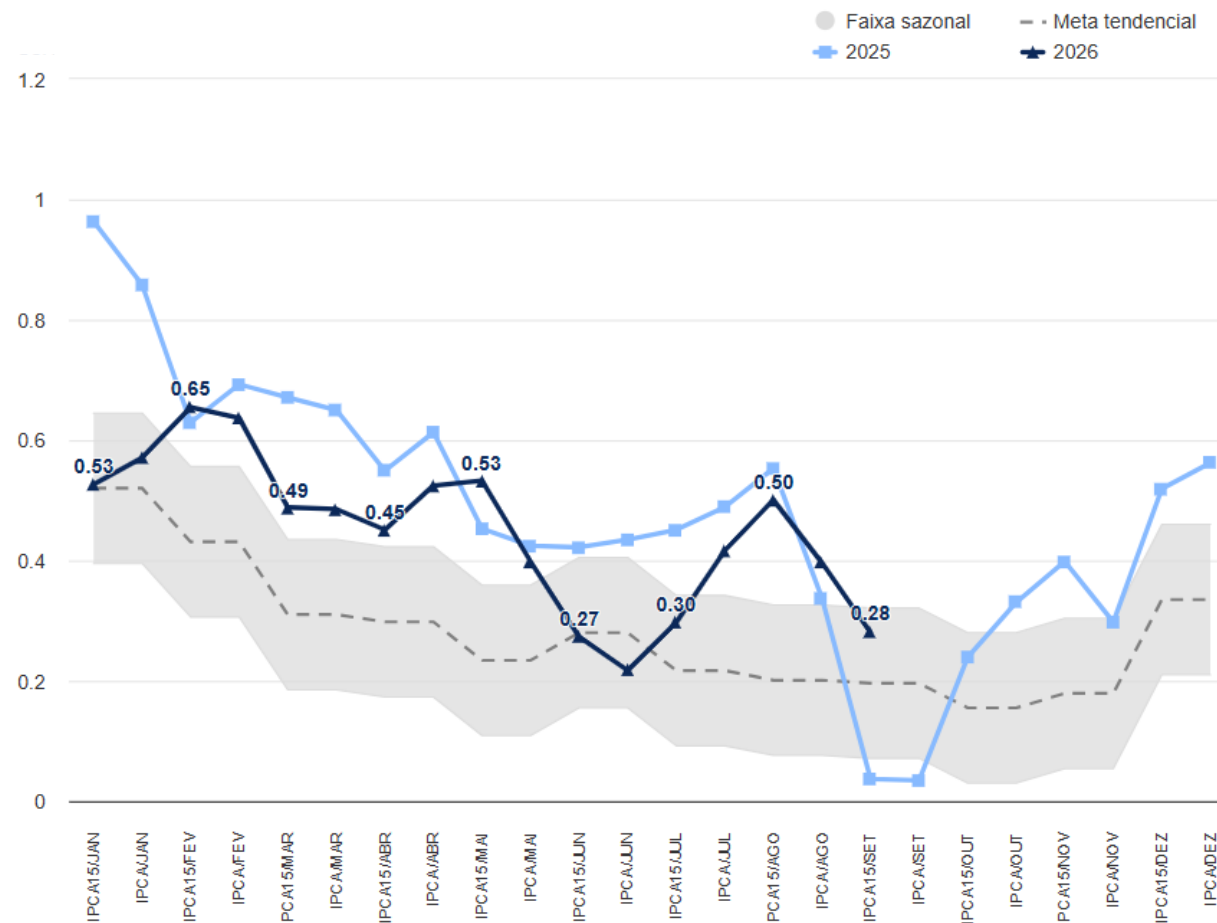
Serviços subjacentes (ex cinema e seguros)

- A inflação de serviços segue sendo o maior desafio, em linha com um cenário de mercado de trabalho bastante apertado.

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



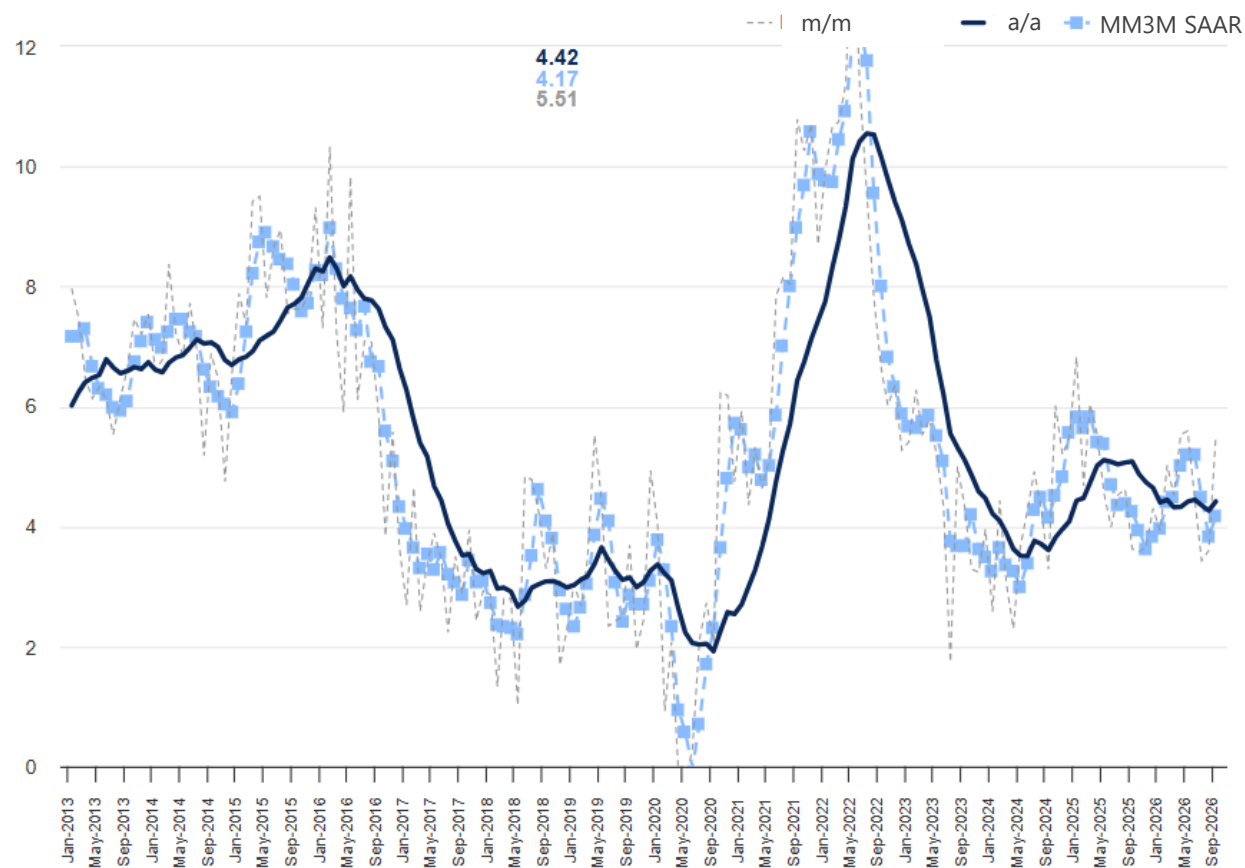
Serviços subjacentes ex cinema e seguros (20,18%)



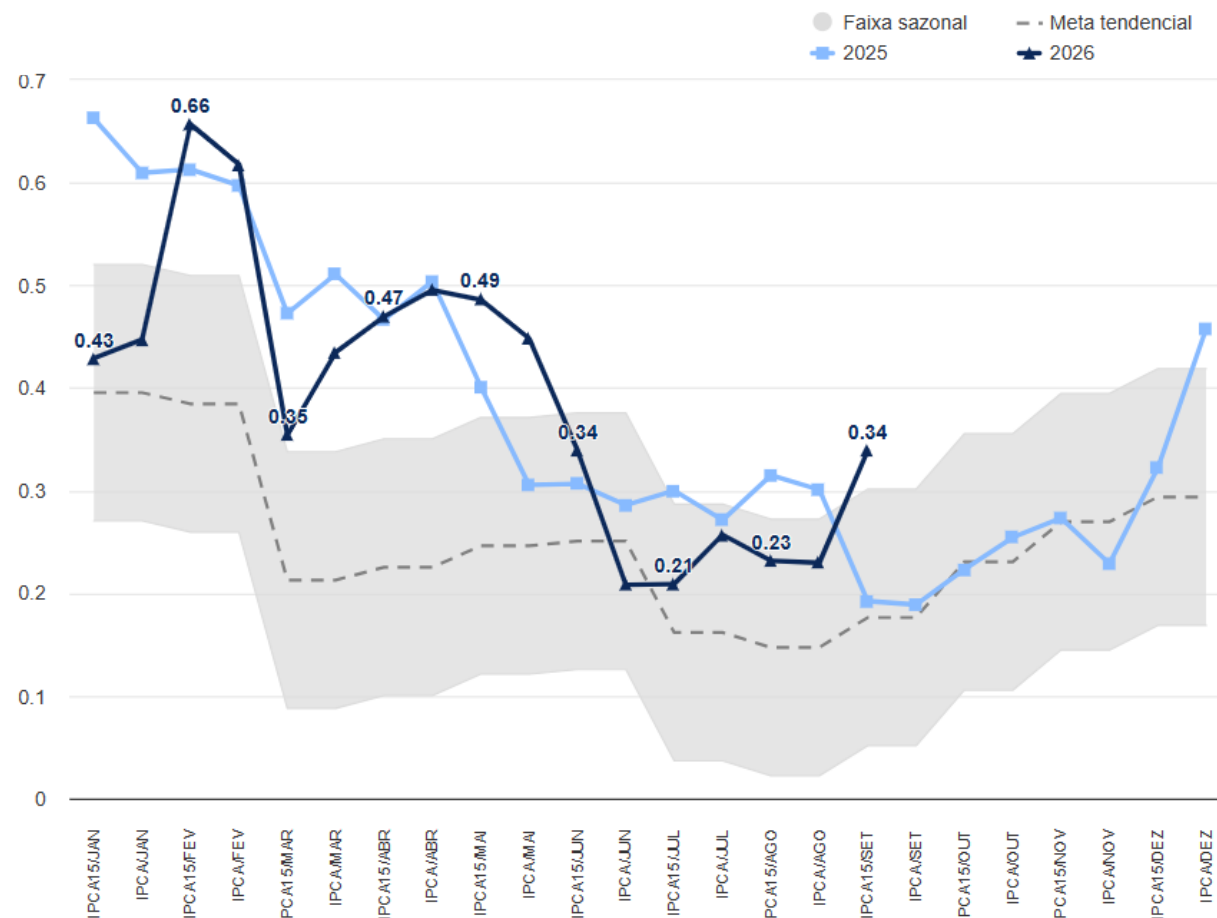
Média dos núcleos

- Média dos cinco núcleos voltou a acelerar na margem; porém, segue rodando abaixo do teto da meta na métrica de média móvel de três meses anualizada com ajuste sazonal.

IPCA-15 – Média dos núcleos acompanhados



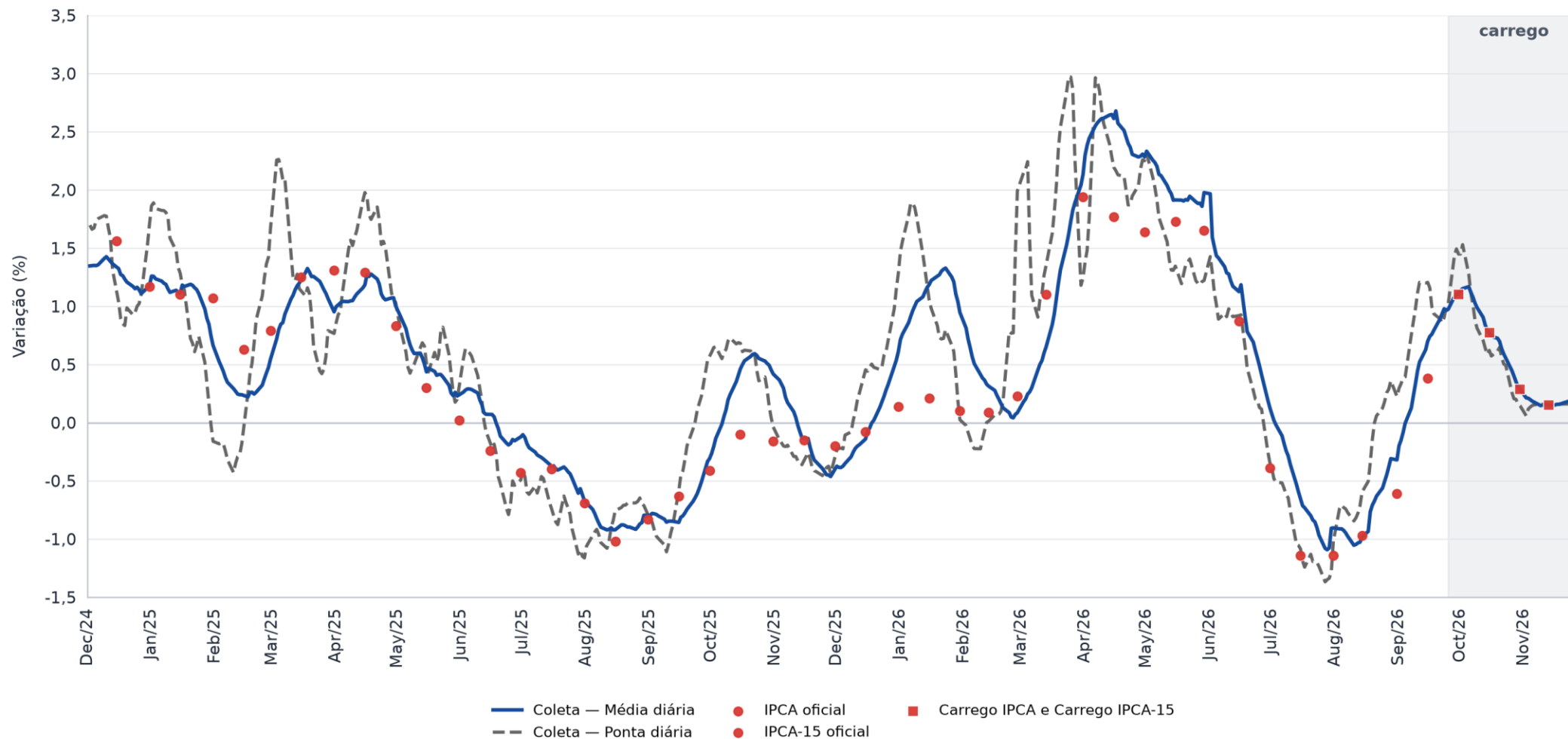
Média dos núcleos



Deflação de alimentos deve perder força

- Nossas coletas proprietárias apontam para aceleração de alimentos entre o final de setembro e o quarto trimestre em linha com fenômeno El Niño.

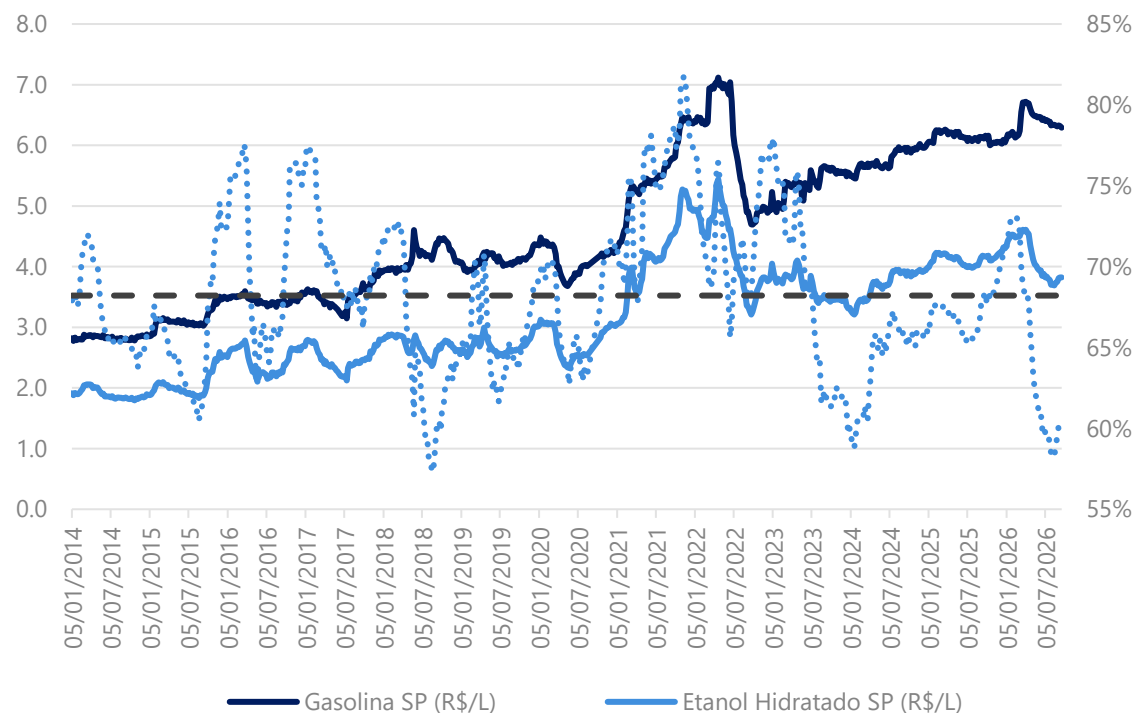
IPCA alimentação no domicílio (coleta proprietária diária)



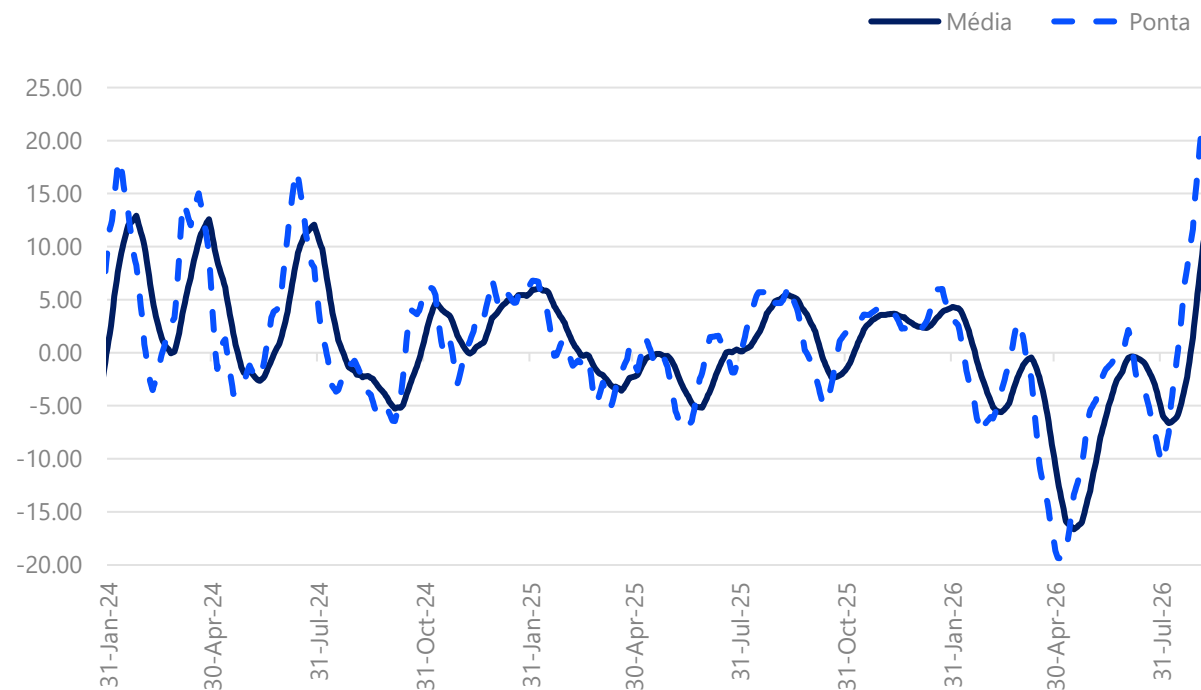
Combustíveis voltando a pressionar a inflação

- O etanol tem acelerado fortemente no atacado, diante do baixo nível de estoques e aumento do preço do açúcar. A tendência é que o preço do etanol seja repassado para a bomba (alta do hidratado) e influenciar a gasolina (alta do anidro).

Etanol e gasolina na bomba – SP (paridade histórica)



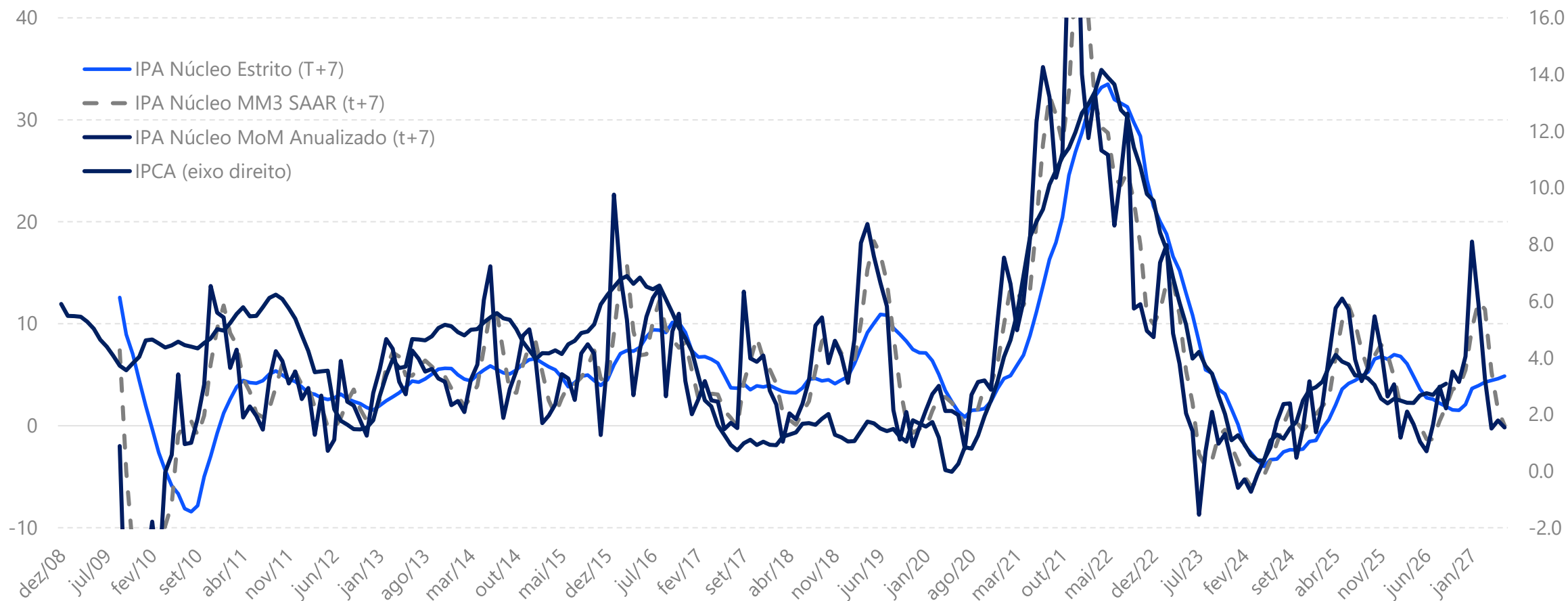
Etanol hidratado no atacado



Arrefecimento no atacado aponta bens industriais favoráveis

- Núcleo do IPA Industrial seguiu apontando bens industriais bem comportados, mesmo com a nova escalada da guerra no Estreito de Ormuz.

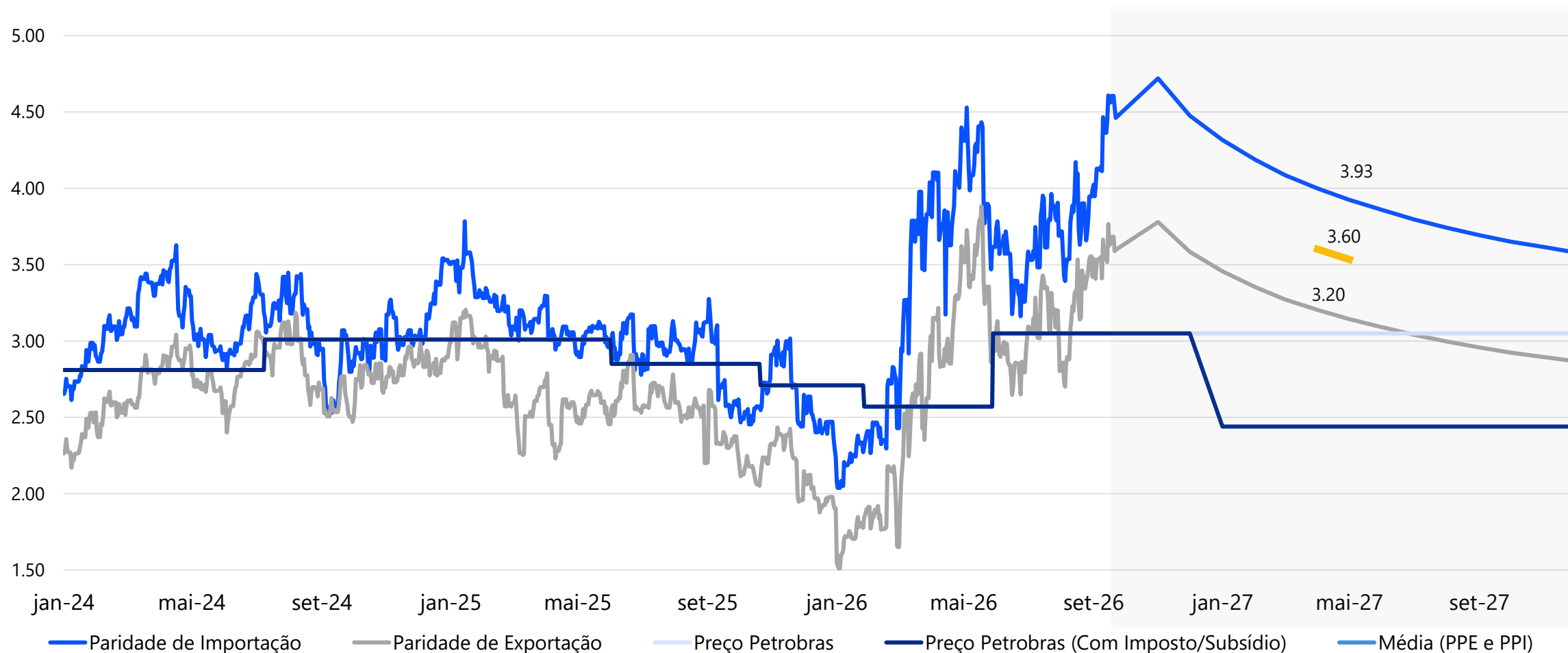
IPCA bens industriais e núcleo do IPA industrial (a/a; MM3M SAAR)



Incorporamos reajuste de 15% da Petrobras em 2027

- Mesmo considerando uma queda do petróleo (em linha com a curva), a defasagem segue bastante elevada e deverá levar a Petrobras a realizar um reajuste.

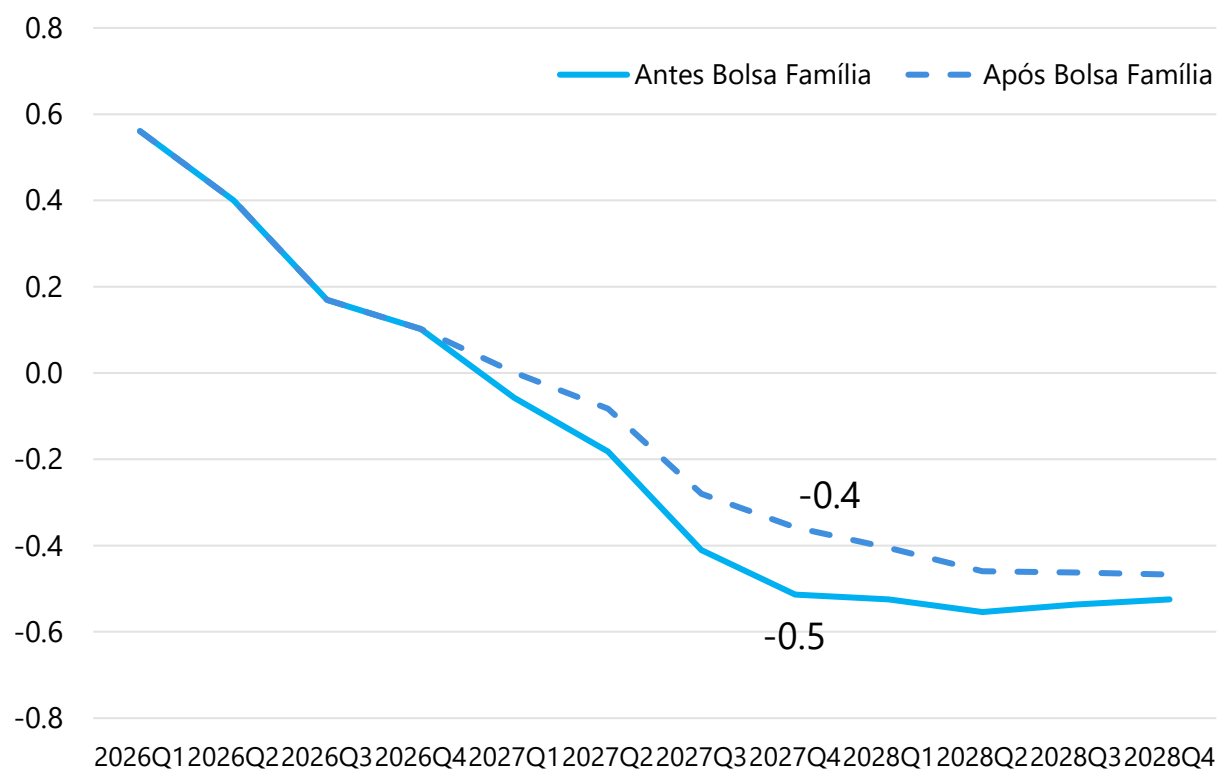
Defasagem da gasolina Petrobras



Incorporamos o reajuste do Bolsa Família no nosso cenário

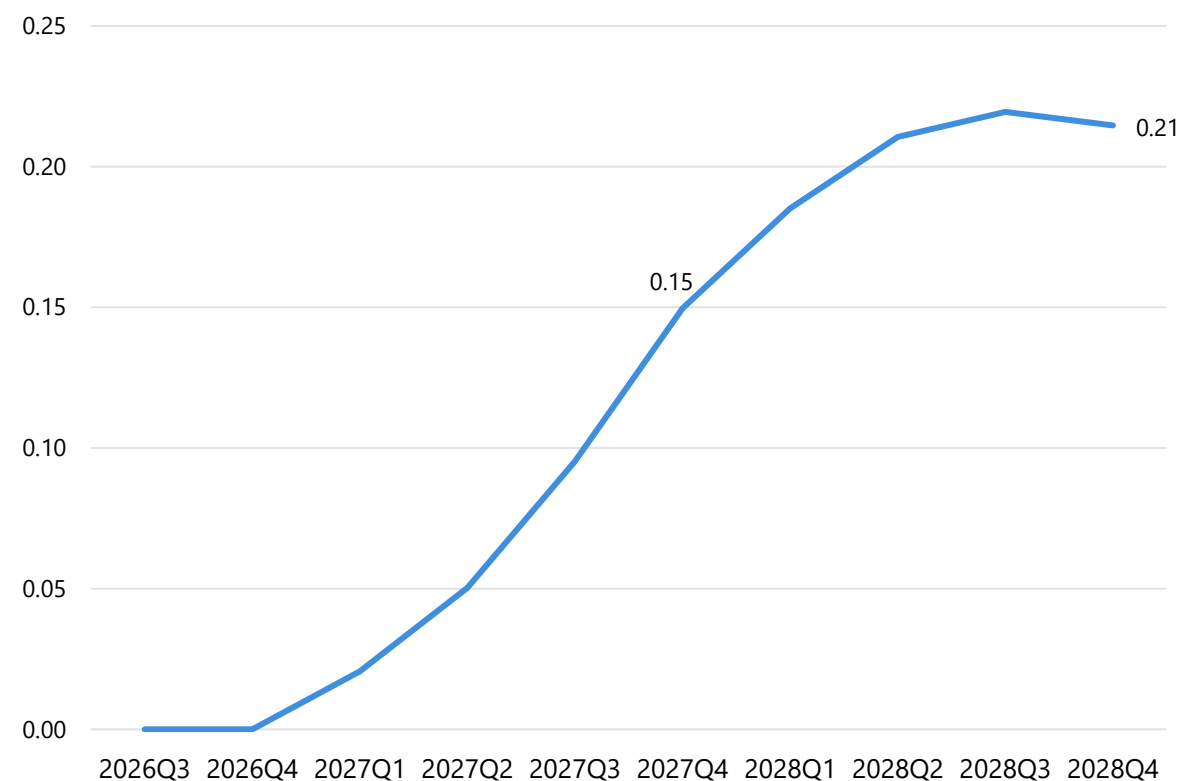
- Reajuste do Bolsa Família anunciado pelo governo tem impacto relevante no impulso fiscal com reflexo no IPCA.

Hiato do Produto - Resposta ao Impulso do Bolsa Família



(R\$5,8 bi em 2026 e R\$22,0 bi em 2027)

IPCA - Resposta ao Impulso do Bolsa Família



(R\$5,8 bi em 2026 e R\$22,0 bi em 2027)

Projeção IPCA

- Projetamos IPCA de 5,3% neste ano e vemos assimetria altista por conta de combustíveis e alimentação no domicílio. Para 2027, esperamos 4,8%, também com risco para cima diante da possibilidade de um fenômeno El Niño mais intenso e duradouro afetar safras importantes.

	2025	2026	2027
IPCA	4.3	5.3	4.8
Livres	3.9	5.5	4.7
Alimentação no domicílio	1.4	7.9	6.5
Bens industriais	2.4	3.5	2.1
Serviços	6.0	5.8	5.7
Serviços Subjacentes	5.9	5.6	5.2
Núcleo-EX0	4.6	4.9	4.3
Administrados	5.3	4.5	4.8
Gasolina	1.9	5.0	6.4
Energia Elétrica	12.3	6.1	5.4
Média Núcleos	4.6	4.4	4.0

Principais projeções – Inflação

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Inflação e Taxa de Juros											
IPCA (% a/a, fim de período)	2,95	3,75	4,31	4,52	10,06	5,79	4,62	4,83	4,26	5,30	4,80
IPCA Administrados (% a/a, fim de período)	8,00	6,22	5,53	2,63	16,90	-3,83	9,12	4,66	5,29	4,50	4,80
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	1,34	2,91	3,88	5,18	7,69	9,39	3,14	4,89	3,91	5,50	4,70
IGP-M (% a/a, fim de período)	-0,52	7,50	7,30	23,14	17,78	5,45	-3,18	6,54	-1,05	6,10	4,20
Taxa Selic (% fim de período)	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	13,75	12,50
Taxa Selic (% media)	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



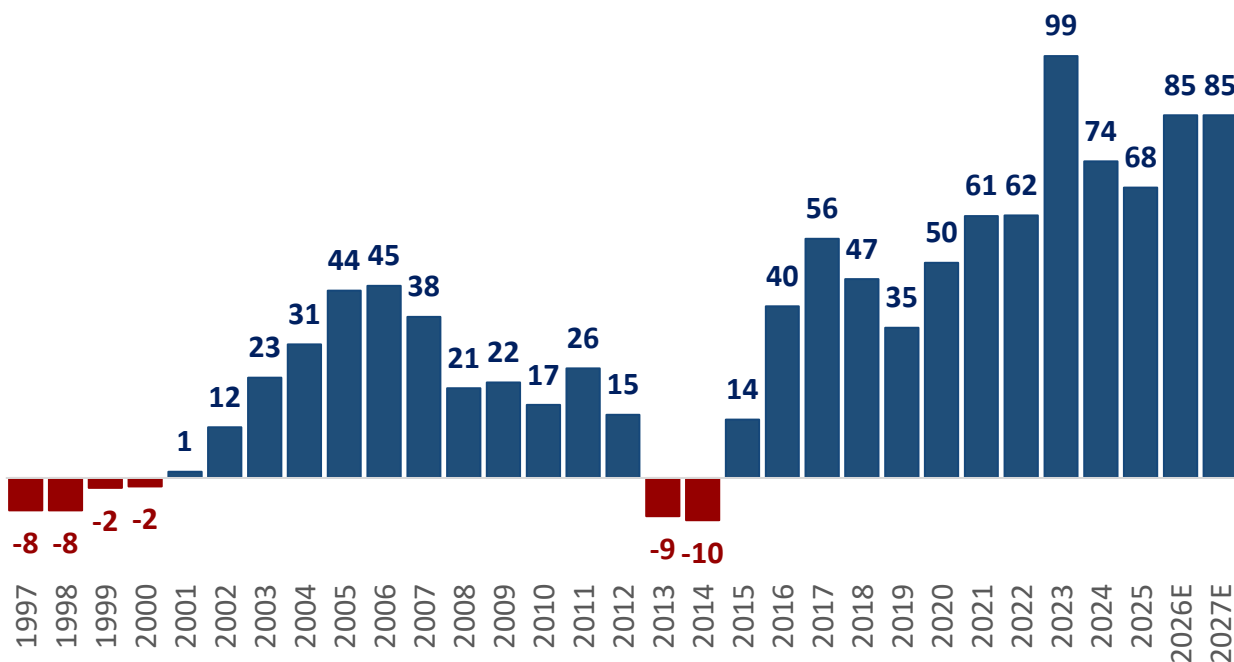
Contas externas seguem favoráveis, apesar da piora recente dos fluxos

- **Mantemos nossa projeção de superávit comercial em US\$ 85 bilhões para 2026 e 2027.** Os dados até setembro reforçam essa trajetória, com saldo acumulado de US\$62,4 bilhões, cerca de US\$16 bilhões acima do mesmo período de 2025. A melhora decorre principalmente da força das exportações, em especial de petróleo e derivados, cujo superávit deve atingir US\$50 bilhões em 2026, sustentado por volumes e preços historicamente elevados, além da expansão da produção doméstica.
- **Projetamos redução do déficit em transações correntes para 2,4% do PIB em 2026 e 2,3% em 2027.** Após a forte melhora desde o fim de 2025, o déficit tem se estabilizado próximo de 2,5% do PIB, atingindo 2,47% nos 12 meses encerrados em agosto. A balança comercial segue como principal vetor positivo, enquanto déficits ainda elevados em serviços e renda primária têm limitado uma redução mais rápida da conta corrente.
- **O financiamento externo permanece confortável.** O IDP acumulado em 12 meses soma US\$86,6 bilhões, ou 3,4% do PIB, acima do déficit em transações correntes. Considerando também o investimento brasileiro direto no exterior e os fluxos de carteira, o Broad Basic Balance apresentou melhora significativa ao longo de 2026 e atingiu -0,4% do PIB em agosto, indicando que o investimento direto líquido e os fluxos de carteira voltaram a compensar quase integralmente o déficit em transações correntes.
- **O fluxo cambial permanece positivo no ano, mas perdeu força na margem.** O fluxo líquido acumula US\$8,7 bilhões em 2026, sustentado por US\$43,3 bilhões em ingressos comerciais, que mais do que compensam as saídas de US\$34,6 bilhões pelo segmento financeiro. No entanto, as saídas financeiras voltaram a ganhar força desde agosto e se intensificaram em setembro, enquanto o fluxo comercial perdeu força na margem. Olhando à frente, os riscos para os fluxos financeiros aumentaram diante de uma combinação de Fed mais *hawkish*, abertura das curvas de juros globais e choque de energia. **Mantemos nossa projeção de câmbio em R\$5,40/US\$ ao final de 2026 e R\$5,50/US\$ ao final de 2027.**

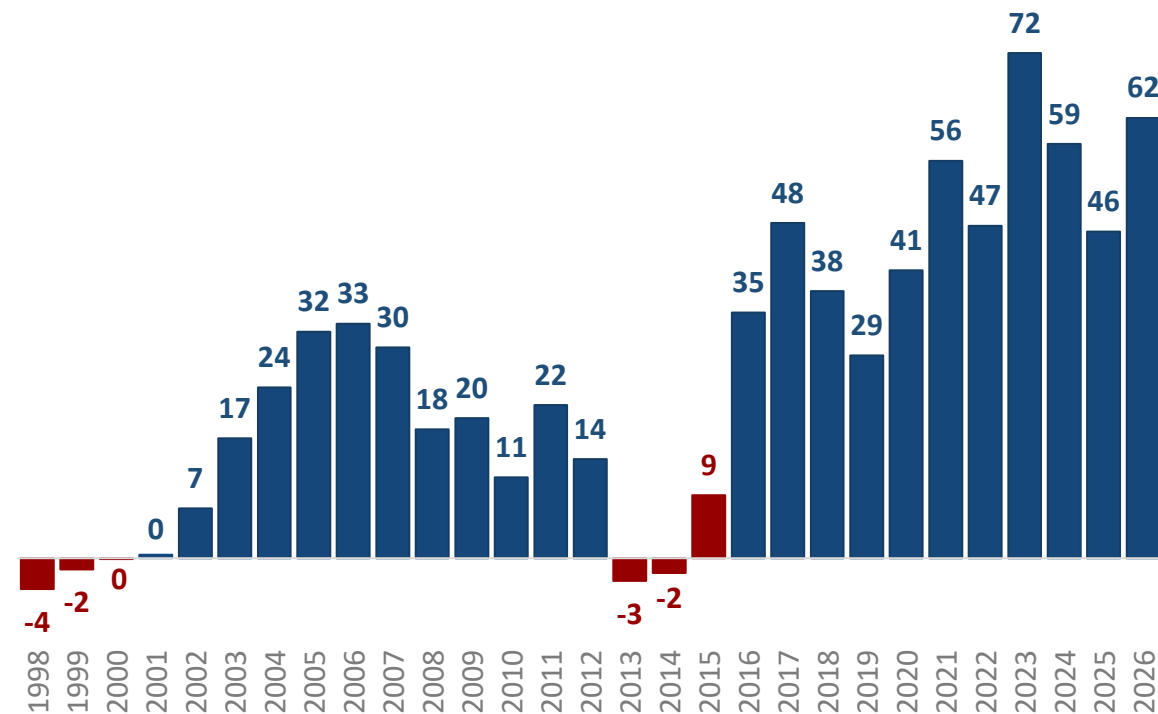
Superávit comercial deve alcançar US\$85 bilhões em 2026

- Mantemos nossa projeção de superávit comercial (MDIC) de US\$85 bilhões em 2026 e 2027, ante US\$68 bilhões em 2025. A melhora em 2026 é sustentada principalmente pelo forte desempenho das exportações. Os dados até setembro reforçam essa perspectiva: o saldo acumulado no ano alcançou US\$62,4 bilhões, cerca de US\$16 bilhões acima do observado no mesmo período de 2025, mantendo o superávit em patamar historicamente elevado.

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



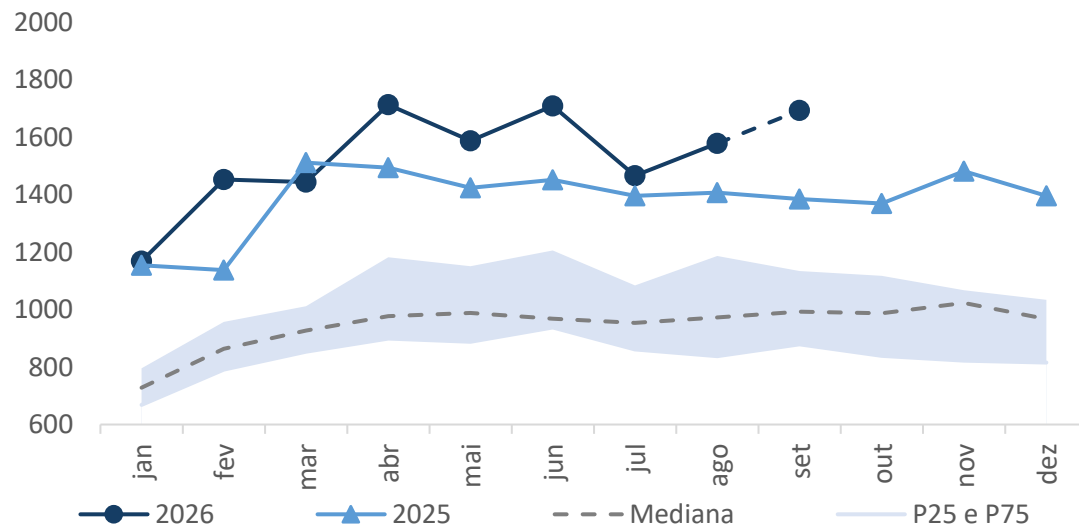
Balança comercial – Acumulada até setembro (MDIC)
(US\$bilhões)



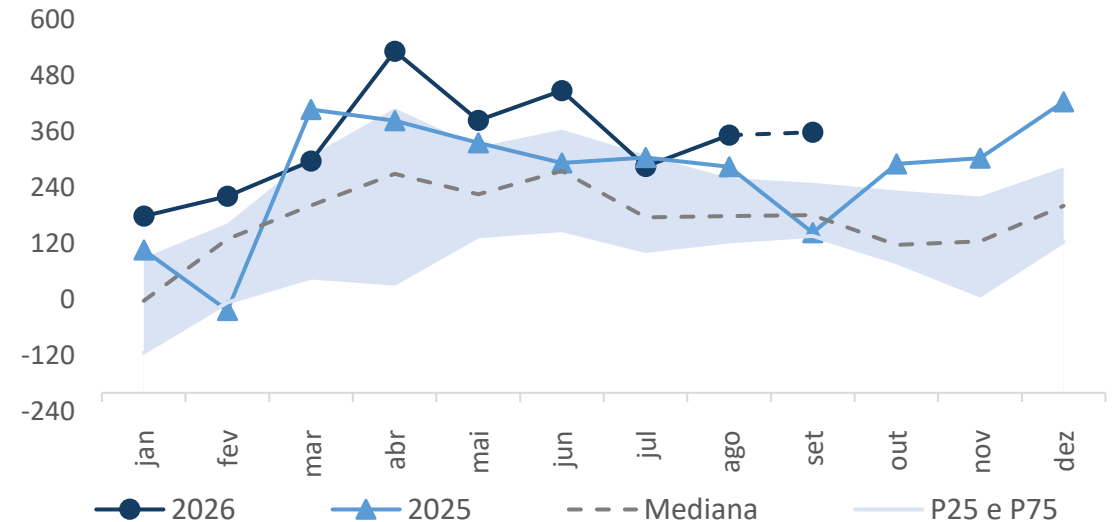
Exportações seguem em patamar historicamente elevado

- Os dados da balança comercial até setembro reforçam a perspectiva de um superávit comercial elevado em 2026. As exportações seguem em patamar recorde e significativamente acima de 2025 e da média histórica, sustentadas pelo forte desempenho das commodities, especialmente petróleo. As importações também permanecem elevadas e acima do padrão histórico, mas a força das exportações tem permitido a manutenção de saldos comerciais elevados ao longo do ano.

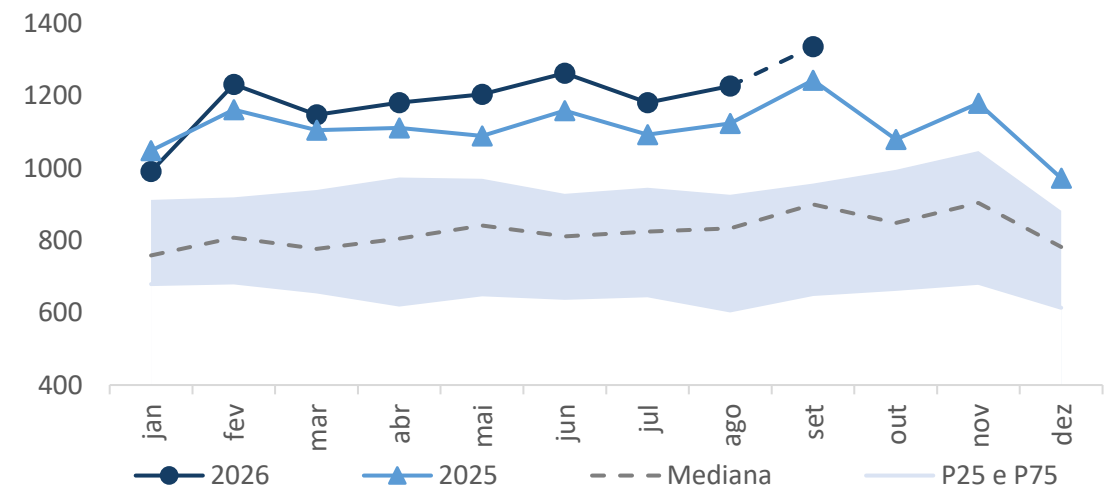
Exportações (US\$milhões/du)



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



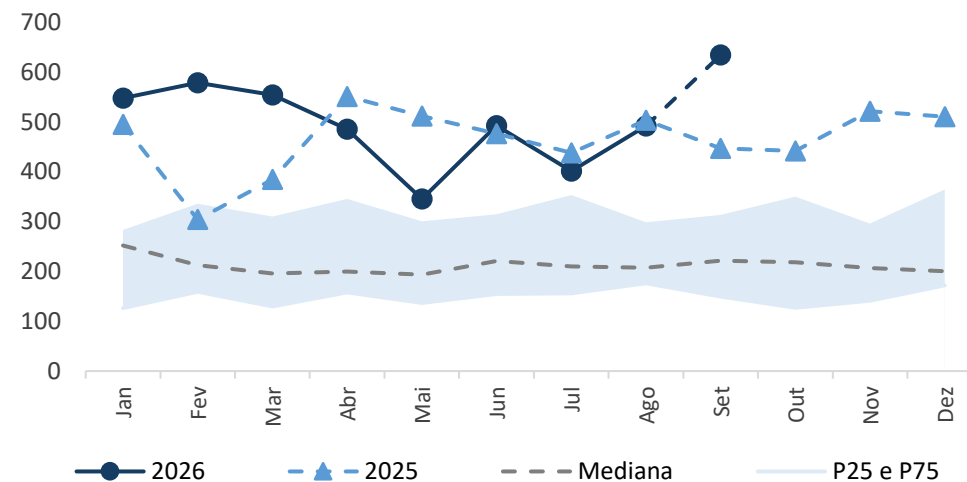
Importações (US\$milhões/du)



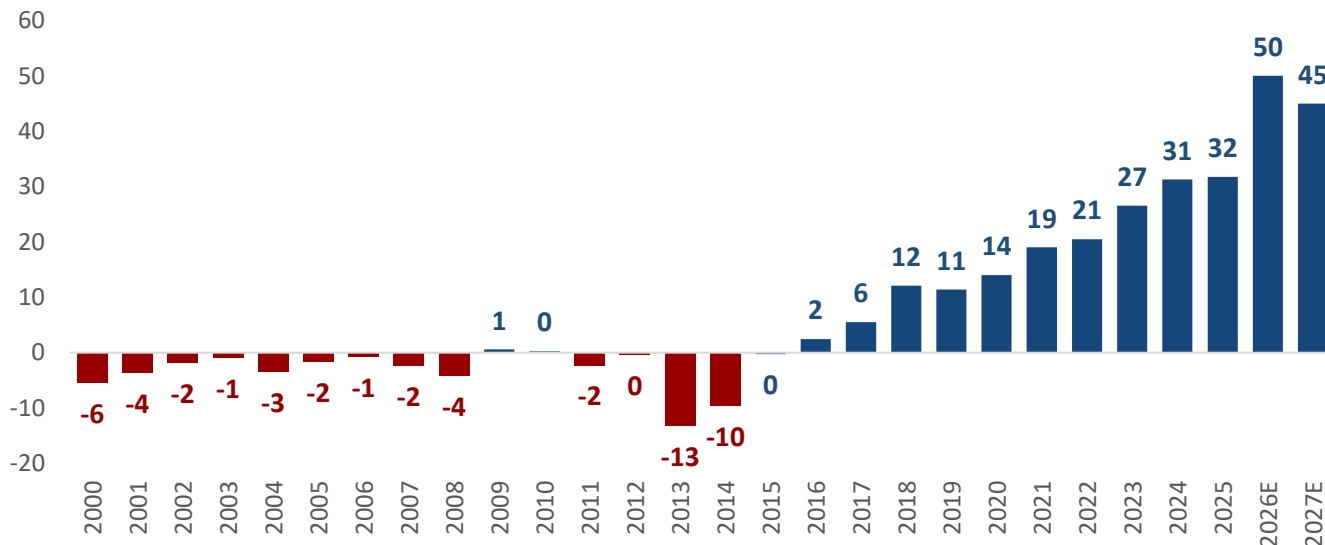
Petróleo e derivados devem gerar superávit recorde em 2026

- Continuamos projetando superávit recorde de US\$50 bilhões na balança de petróleo e derivados em 2026, ante US\$32 bilhões em 2025. O desempenho reflete principalmente volumes exportados historicamente elevados, sustentados pela expansão da produção doméstica de petróleo, além da recente alta dos preços internacionais. Em setembro, o quantum exportado voltou a acelerar e atingiu patamar significativamente acima de 2025 e da mediana histórica.
- Para 2027, projetamos alguma moderação do superávit, para US\$45 bilhões, ainda em nível historicamente elevado. Assim, petróleo e derivados seguem como um dos principais vetores da melhora do saldo comercial brasileiro em 2026, explicando parcela relevante do aumento projetado do superávit em relação a 2025.

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



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

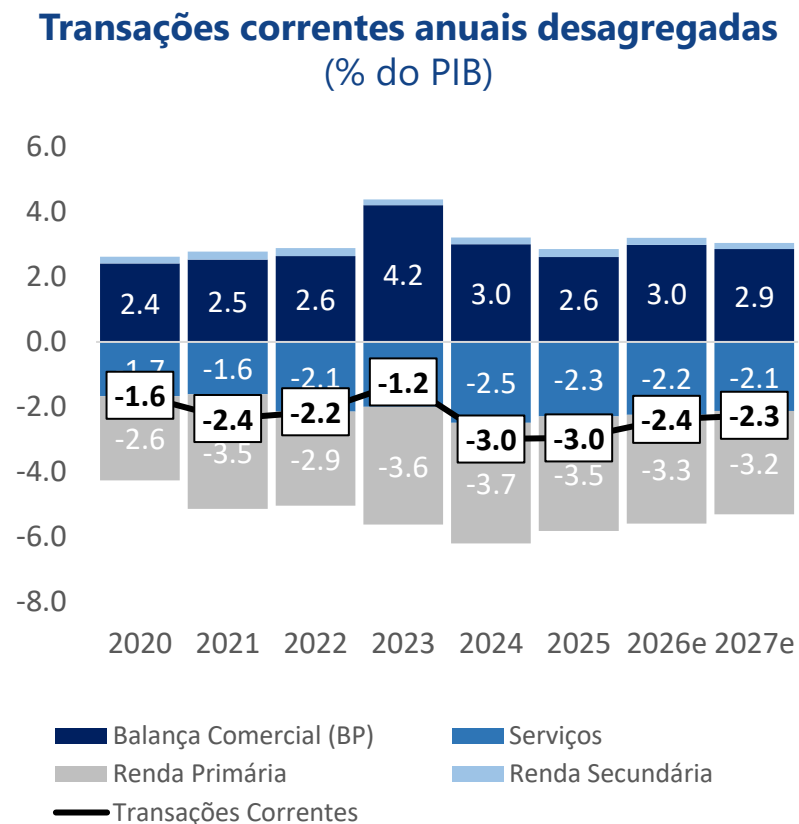
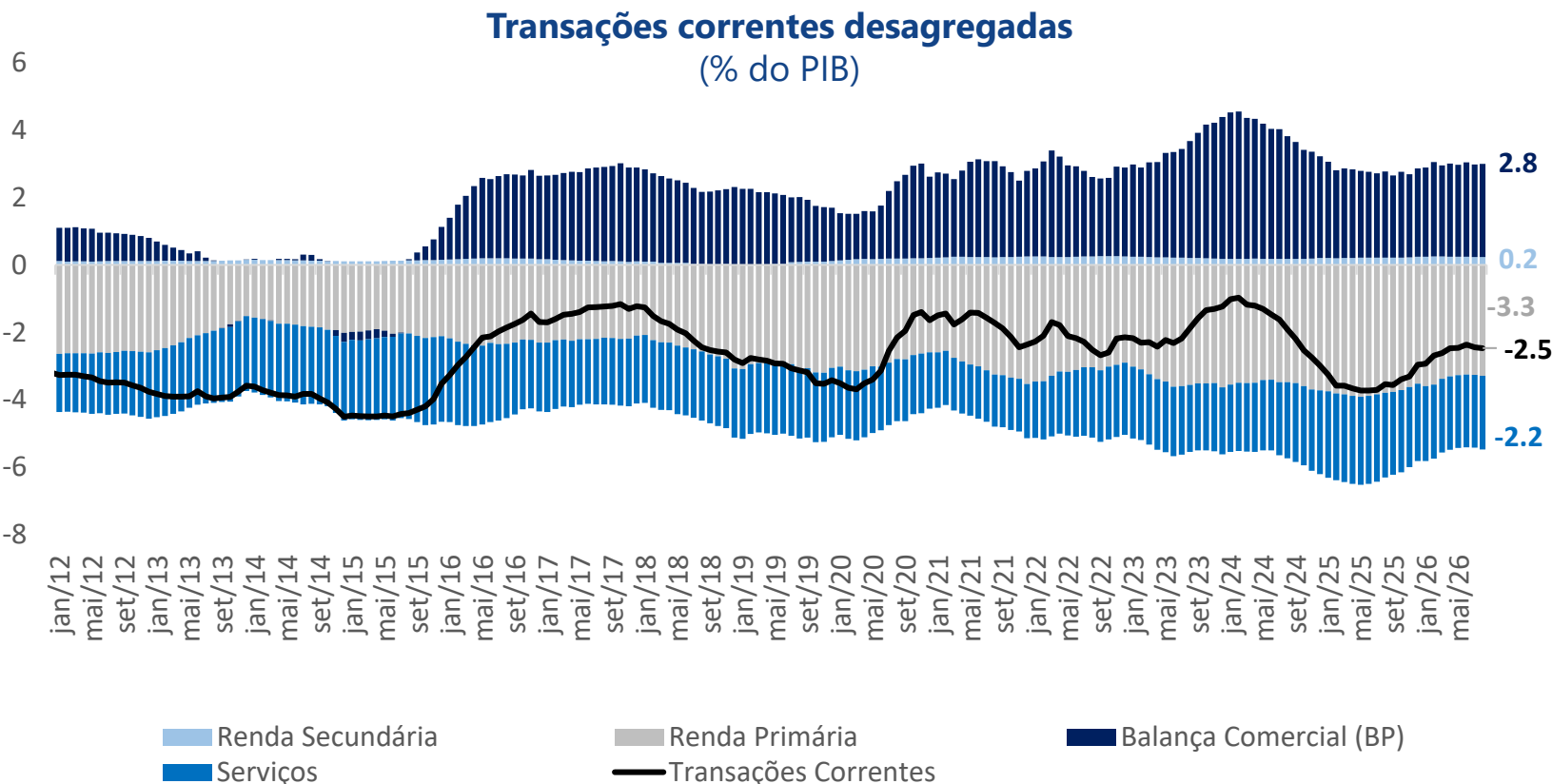


Preço do Brent no mercado internacional (US\$/bbl)



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

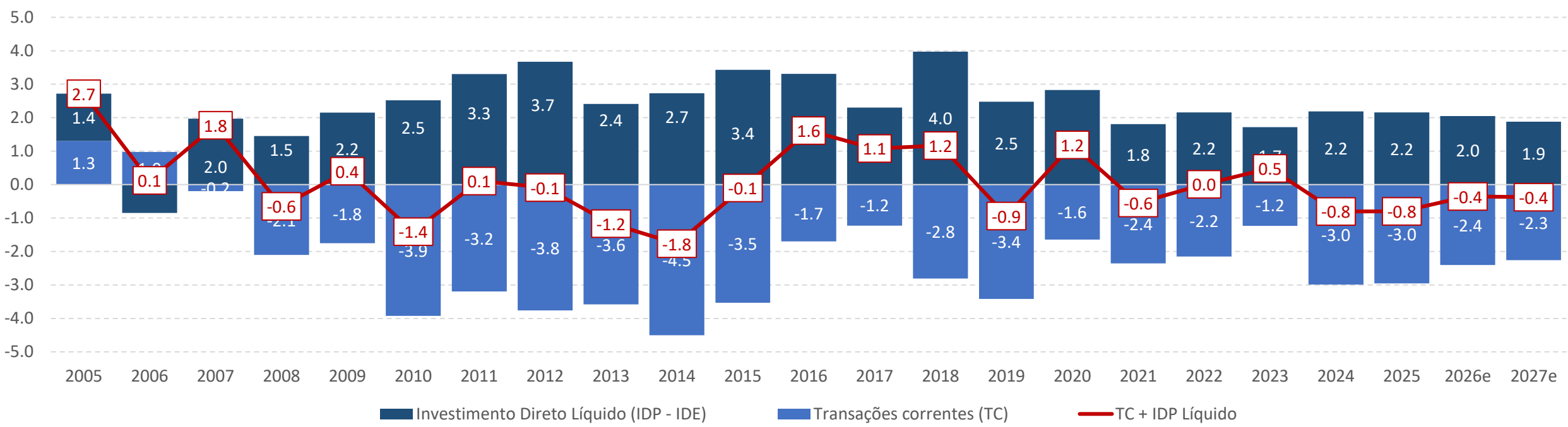
- Projetamos redução do déficit em transações correntes de 3,0% do PIB em 2025 para 2,4% em 2026 e 2,3% em 2027. A melhora em 2026 deve ser liderada pelo maior superávit comercial, que compensa parcialmente os déficits ainda elevados em serviços e renda primária. Após a forte redução observada desde o final de 2025, o déficit em transações correntes tem se estabilizado próximo de 2,5% do PIB nos últimos meses, atingindo 2,47% do PIB nos 12 meses encerrados em agosto. A balança comercial segue como principal vetor positivo, enquanto os déficits de serviços e renda primária permanecem elevados e têm limitado uma melhora mais rápida da conta corrente. Esperamos retomada gradual da redução do déficit nos próximos meses, convergindo para nossa projeção de 2,4% do PIB ao final de 2026.



IDP segue como principal fonte de financiamento externo

- O Investimento Direto no País (IDP) permaneceu em patamar elevado, acumulando US\$86,6 bilhões, ou 3,4% do PIB, nos 12 meses até agosto, permanecendo bem acima do déficit em transações correntes de 2,47% do PIB. Para 2026, projetamos IDP de US\$84 bilhões (3,3% do PIB), ainda suficiente para financiar integralmente o déficit externo. Considerando também o investimento direto brasileiro no exterior, projetamos IDP líquido de 2,0% do PIB em 2026, ligeiramente abaixo do déficit em transações correntes de 2,4% do PIB.

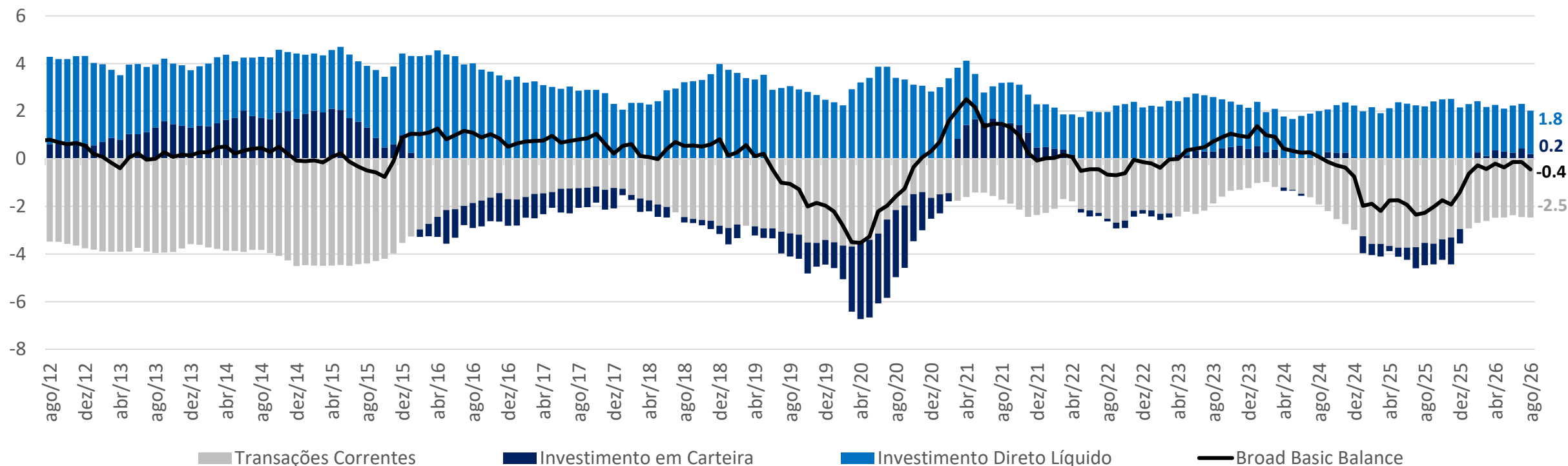
Transações correntes + IDP líquido
(% do PIB)



Broad Basic Balance se aproxima do equilíbrio em 2026

- O Broad Basic Balance (BBB), definido como a soma das transações correntes, investimento direto líquido e investimento em carteira, apresentou melhora significativa ao longo de 2026 e atingiu -0,4% do PIB nos 12 meses encerrados em agosto, após ter alcançado níveis próximos de -2% do PIB no início de 2025. A recuperação reflete principalmente a redução do déficit em transações correntes e a melhora dos fluxos de investimento em carteira. Com isso, o déficit do BBB se reduziu significativamente, indicando que o investimento direto líquido e os fluxos de carteira voltaram a compensar quase integralmente o déficit em transações correntes.

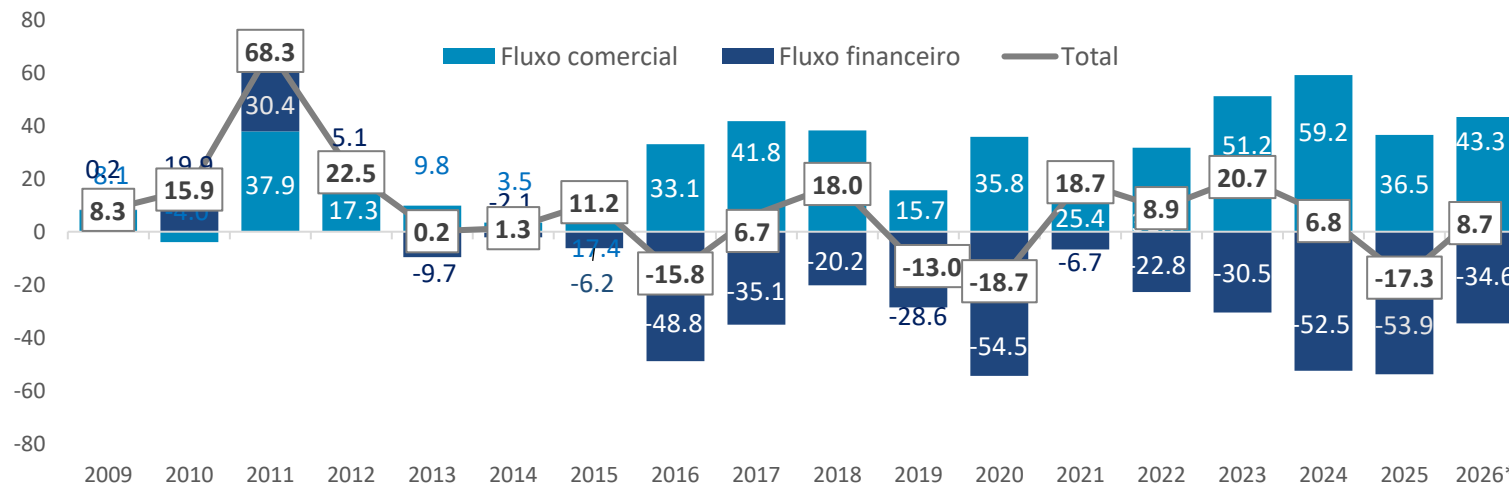
Broad Basic Balance = Transações Correntes + Investimento em carteira + Investimento Direto Líquido
(12m acum % do PIB)



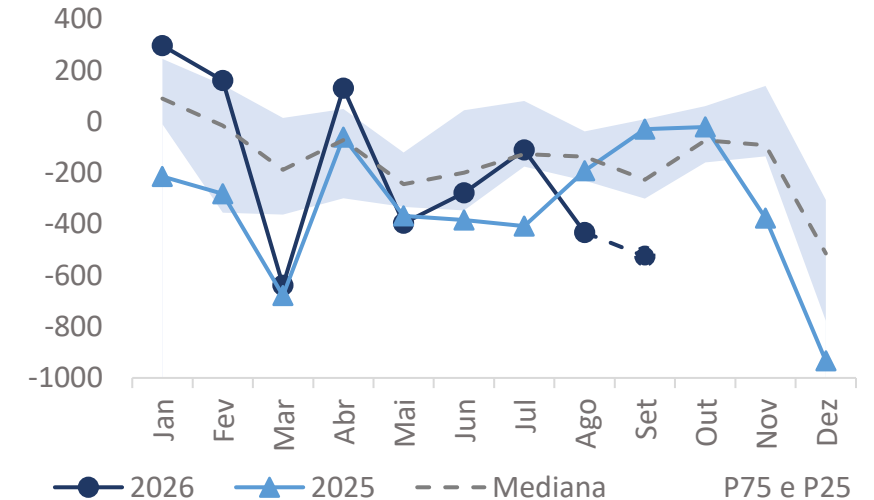
Fluxo cambial positivo no ano, mas perde força na margem

- O fluxo cambial líquido segue positivo no acumulado do ano, em US\$8,7 bilhões, com entradas de US\$43,3 bilhões pelo segmento comercial mais do que compensando as saídas de US\$34,6 bilhões pelo segmento financeiro. O resultado representa melhora significativa em relação a 2025, quando o fluxo acumulado no ano foi negativo em US\$17,3 bilhões. Na margem, contudo, a dinâmica se tornou menos favorável: as saídas financeiras voltaram a ganhar força desde agosto e se intensificaram em setembro, enquanto o fluxo comercial, após permanecer robusto durante boa parte do primeiro semestre, praticamente zerou no mês de setembro.
- Olhando à frente, esperamos que o superávit comercial ainda em patamar elevado siga dando suporte ao fluxo comercial, embora a relação entre o saldo embarcado e o fluxo contratado não seja contemporânea. Já o segmento financeiro deve permanecer mais volátil. Olhando à frente, um ambiente externo mais desafiador para economias emergentes, em meio ao ciclo de alta de juros pelo Fed e à sinalização mais *hawkish* para a política monetária, representa um risco adicional para os fluxos financeiros. Projetamos o câmbio em R\$5,40/US\$ ao final de 2026 (média anual de R\$5,20) e R\$5,50/US\$ ao final de 2027.

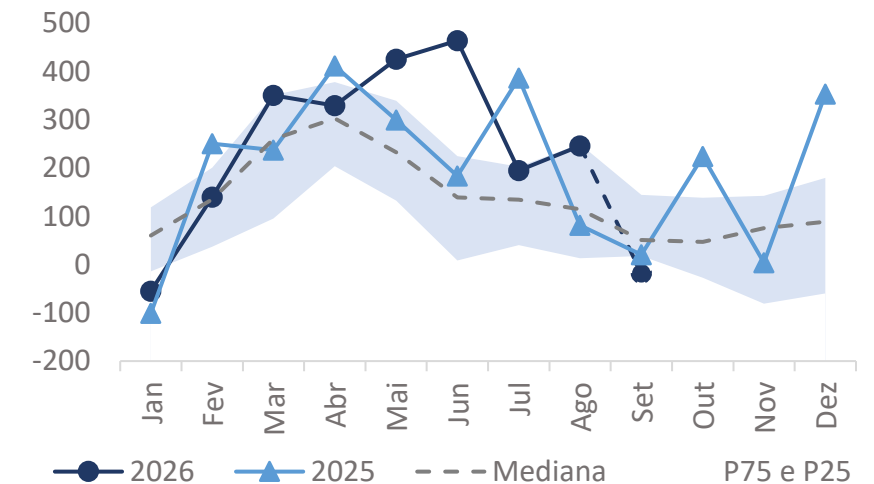
Fluxo cambial líquido (acumulado no ano até setembro, US\$ bilhões)



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



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



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	44	30	36	42	52	92	66	60	76	76
Exportações (US\$ bi) – BP	218	240	226	211	284	340	344	340	351	379	378
Importações (US\$ bi) – BP	161	195	196	175	242	289	252	274	291	303	302
Conta Corrente (US\$ bi)	-25	-54	-64	-24	-39	-42	-27	-66	-69	-61	-60
Conta Corrente (% PIB)	-1,2	-2,8	-3,4	-1,6	-2,4	-2,2	-1,2	-3,0	-3,0	-2,4	-2,3
Investimento Direto no País (US\$ bi)	69	78	69	38	46	76	63	74	78	84	85
Investimento Direto no País (% PIB)	3,3	4,1	3,7	2,6	2,8	3,9	2,9	3,4	3,4	3,3	3,2
Reservas Internacionais (US\$ bi)	374	375	357	356	362	325	355	356	356	370	370
Balança Comercial (US\$ bi)* – MDIC	56	47	35	50	61	62	99	75	68	85	85
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3,31	3,87	4,03	5,20	5,57	5,29	4,85	6,18	5,47	5,40	5,50
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	3,19	3,66	3,95	5,16	5,40	5,17	4,99	5,39	5,59	5,20	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



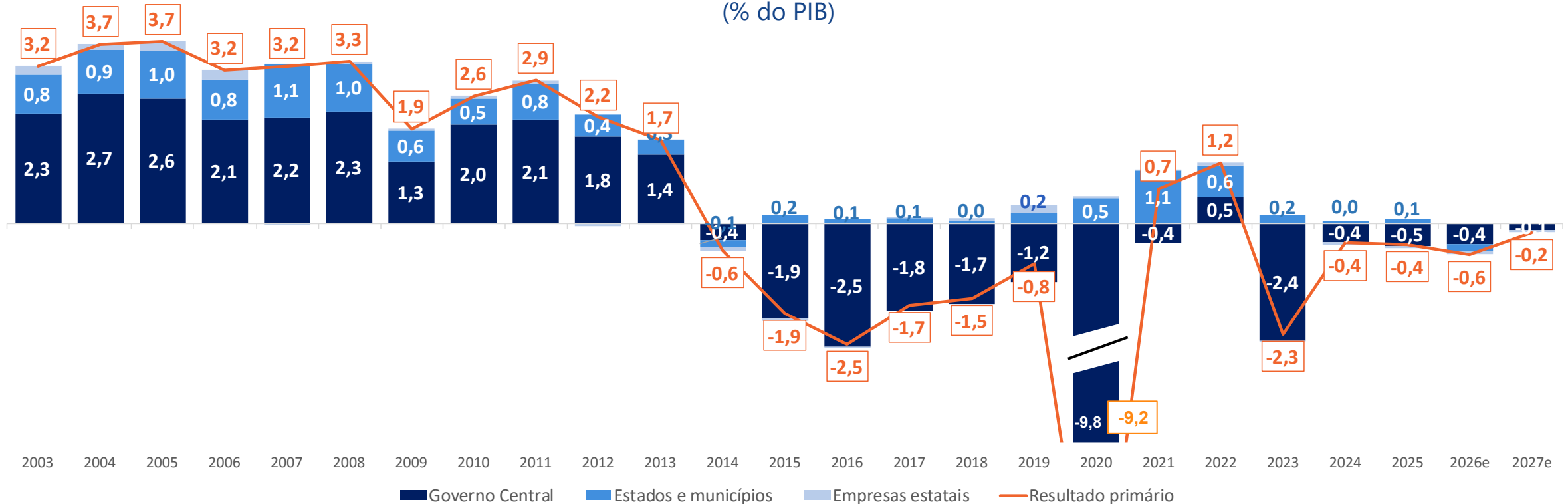
Novas medidas aumentam impulso fiscal, mas seguem acomodadas no limite de gastos

- Revisamos nossa projeção de déficit primário do setor público em 2026 de R\$77 bilhões para R\$88 bilhões (0,6% do PIB), refletindo principalmente as novas medidas para os combustíveis. Para 2027, reduzimos o déficit projetado de R\$32 bilhões para R\$27 bilhões (0,2% do PIB), com maiores receitas da reforma tributária parcialmente compensadas pela retirada das receitas das bets. Seguimos projetando o cumprimento das metas fiscais nos dois anos.
- O governo anunciou um conjunto relevante de novas medidas, incluindo reajuste do Bolsa Família, fim das bets, Desenrola 3.0 e novas medidas de suavização dos preços dos combustíveis. Estimamos impacto fiscal de R\$22 bilhões em 2026 e R\$56 bilhões em 2027.
- A dinâmica mais favorável das despesas obrigatórias nos últimos anos, em particular a menor pressão associada aos benefícios previdenciários, abriu espaço para acomodar as novas despesas dentro do limite de gastos. Ainda assim, as medidas aumentam a rigidez orçamentária e ampliam o impulso fiscal.
- As novas medidas caminham na direção contrária ao ajuste fiscal necessário para estabilizar a dívida pública. Projetamos a dívida bruta em 83,3% do PIB em 2026 e 87,6% em 2027, mantendo-se em trajetória de alta diante de déficits primários ainda elevados e do alto custo de juros.

Cumprimento das metas em 2026 e 2027 segue como cenário base

- Revisamos nossa projeção para o déficit primário do setor público em 2026 de R\$77 bilhões para R\$88 bilhões, ainda equivalente a 0,6% do PIB, incorporando as novas medidas de suavização dos preços dos combustíveis.
- Para 2027, revisamos nossa projeção para o déficit primário do setor público de R\$32 bilhões para R\$27 bilhões (0,2% do PIB). A melhora reflete a incorporação de receitas adicionais da reforma tributária, parcialmente compensada pela retirada das receitas provenientes das bets.
- Seguimos projetando o cumprimento das metas fiscais nos dois anos, embora com margem estreita em 2027. Um crescimento mais fraco do PIB poderia levar ao descumprimento da meta.

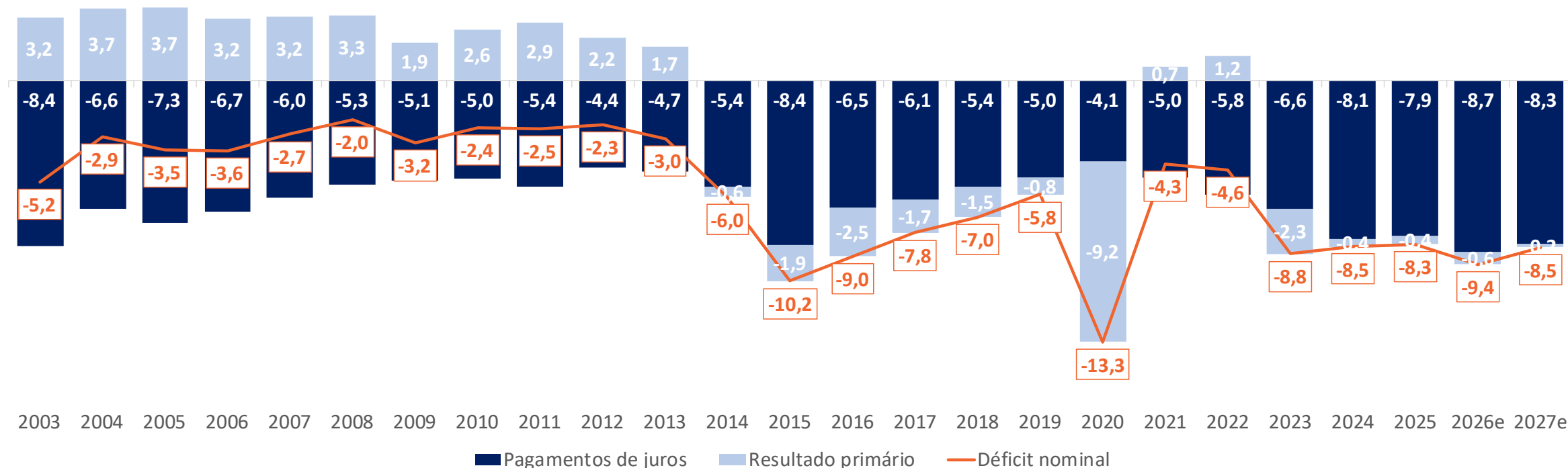
Resultado Primário do Setor Público
(% do PIB)



Déficit nominal segue acima de 9% do PIB em 2026

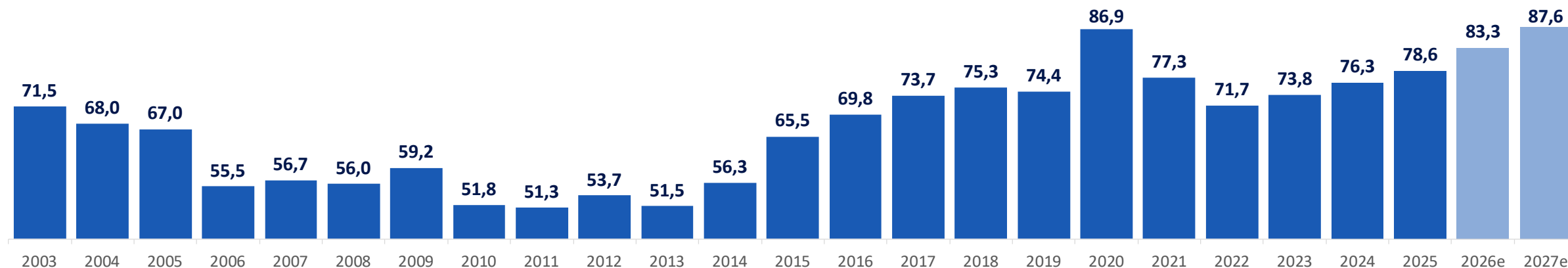
- Nossa projeção para o déficit nominal em 2026 foi revisada de 9,3% para 9,4% do PIB, refletindo a revisão do resultado primário, enquanto a estimativa para 2027 permaneceu inalterada em 8,5% do PIB.
- Em 12 meses até agosto, o déficit nominal atingiu 9,5% do PIB.

Resultado Nominal do Setor Público
(% do PIB)

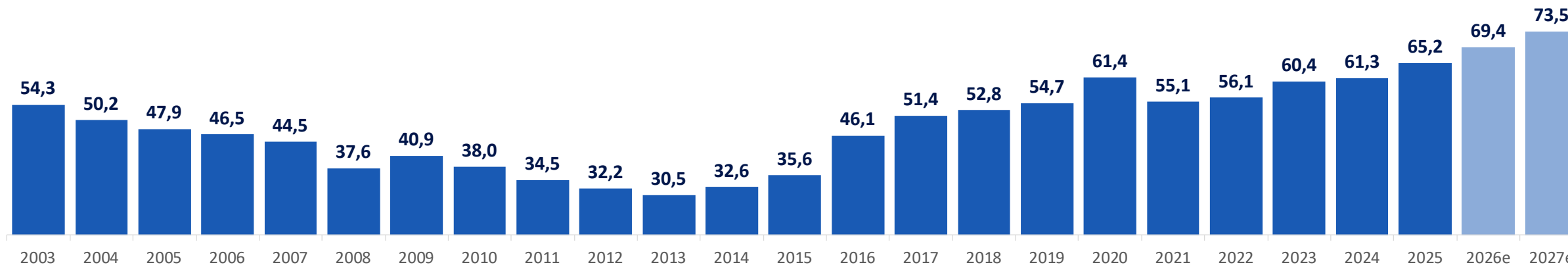


Dívida deve chegar a 87,6% do PIB em 2027

Dívida Bruta do Governo Geral
(% do PIB)



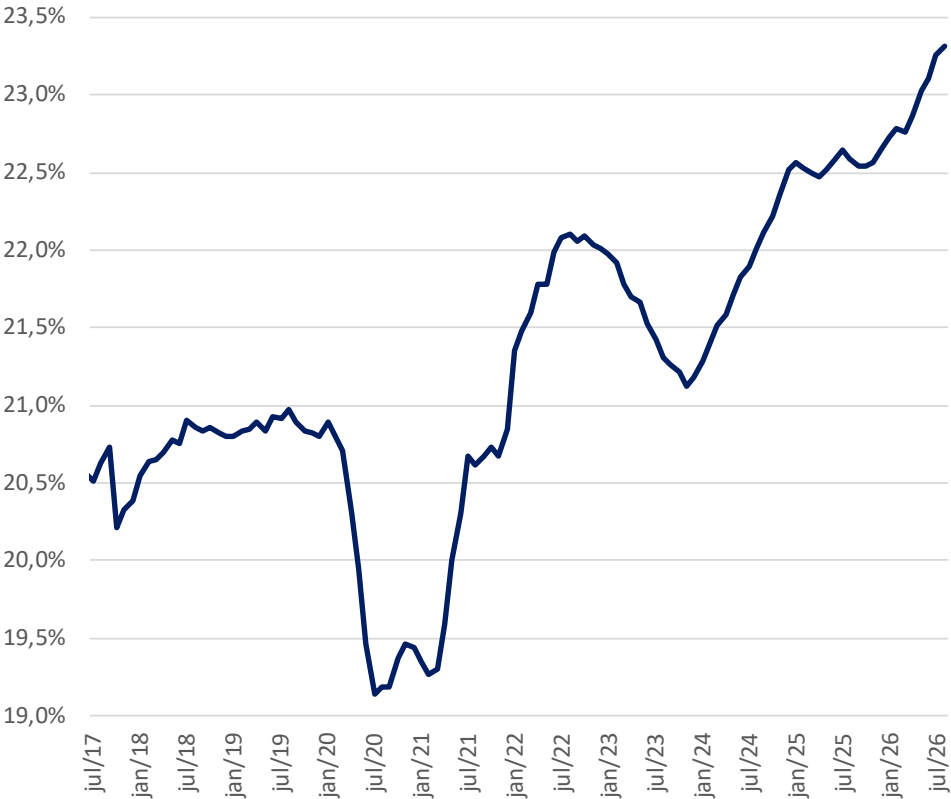
Dívida Líquida do Setor Público
(% do PIB)



Arrecadação segue forte em 2026

Receitas de petróleo, medidas tributárias aprovadas nos últimos anos e a resiliência de setores da economia, como o mercado de trabalho, continuam sustentando a arrecadação federal.

Arrecadação Federal
(% do PIB)



Principais Medidas de Receita para 2026

Medida	R\$ bilhões			
	3º Relatório	4º Relatório	BTGP	Dif.
Receitas Extraordinárias	82,5	78,5	56,3	-22,2
Dividendos	55,5	51,5	46,3	-5,2
Leilão de Petróleo	0,0	0,0	0,0	0,0
Transações tributárias	27,0	27,0	10,0	-17,0
Majoração de impostos	101,5	88,4	79,5	-8,9
IRRF de dividendos	17,2	4,1	5,0	0,9
Redução de benefícios tributários	19,8	19,8	10,0	-9,8
IOF	18,0	18,0	18,0	0,0
Majoração de Imposto de Importação	14,0	14,0	14,0	0,0
Limitação ao uso de compensações tributárias	10,0	10,0	10,0	0,0
Reoneração da folha de pagamentos	8,0	8,0	8,0	0,0
Fim do PERSE	7,5	7,5	7,5	0,0
CSLL mínima (15%) - grandes multinacionais	3,4	3,4	3,4	0,0
Majoração de IRRF sobre JCP	2,5	2,5	2,5	0,0
Majoração de CSLL de fintechs	0,8	0,8	0,8	0,0
Majoração de tributação sobre GGR de bets	0,3	0,3	0,3	0,0
Total	184,0	167,0	135,9	-31,1

Novas medidas adicionam pressão fiscal em 2026 e 2027

- Medidas anunciadas recentemente somam R\$22,3 bilhões em 2026 e R\$55,8 bilhões em 2027.
- A dinâmica mais favorável das despesas obrigatórias nos últimos anos abriu espaço para acomodar as novas medidas dentro do limite de gastos.
- Ainda assim, as medidas aumentam a rigidez do orçamento e ampliam o impulso fiscal.

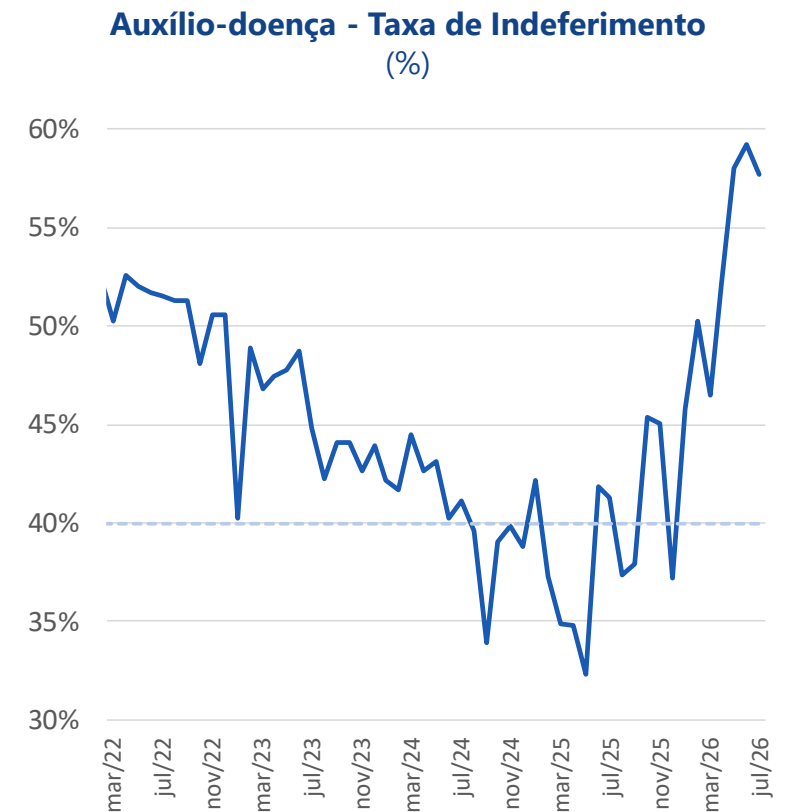
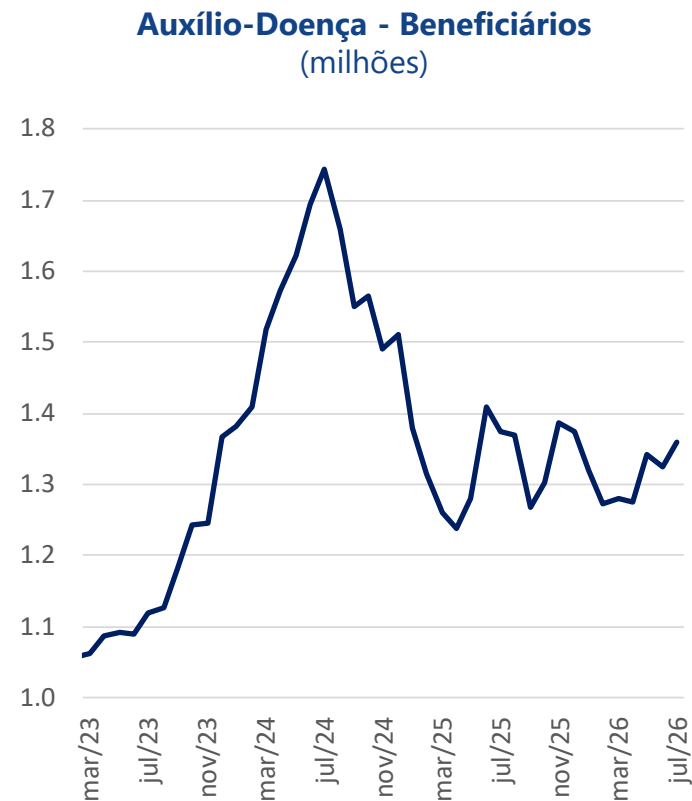
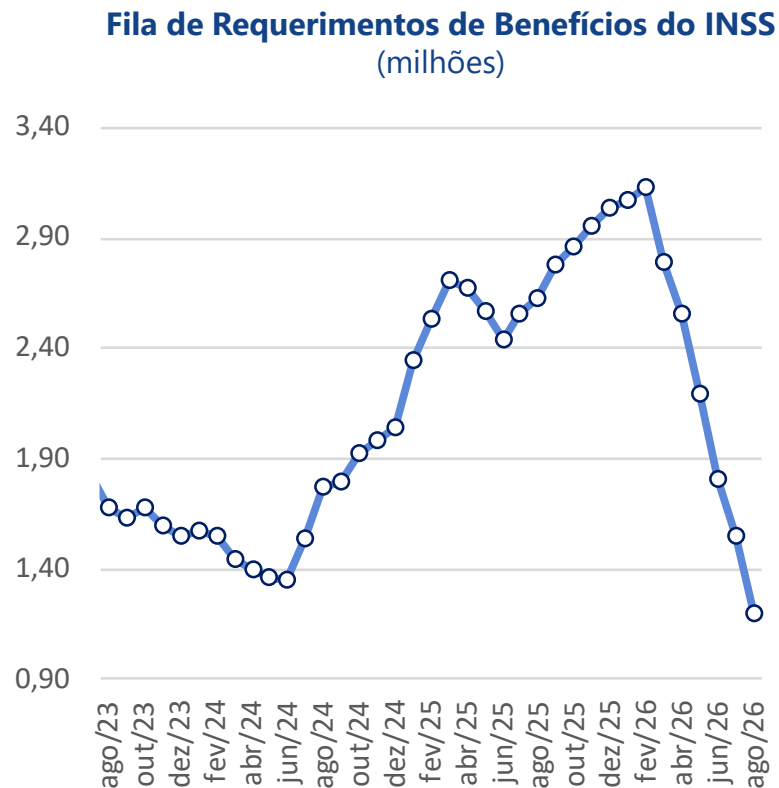
Medidas fiscais anunciadas recentemente: impacto primário (R\$ bilhões)

Medida	Desenho / status	Impacto 2026	Impacto 2027	Tratamento fiscal
Reajuste Bolsa Família	Reajuste de 15,04% a partir de outubro; piso R\$600 → R\$691; benefício médio estimado R\$675 → R\$777	5,7	22,9	Eleva a despesa primária obrigatória, comprimindo discricionárias
Fim das bets	MP proíbe apostas de quota fixa; novos aportes já vedados	2,4	14,7	Reduz a receita primária
Desenrola 3.0	União compra carteiras de até R\$150 bi, com deságio mínimo de 90%; limite de desembolso de R\$15 bi até 2028	5,0	10,0	Tratamento fiscal incerto; não está claro se entra no limite de gastos e na meta fiscal.
Universalização Pé-de-Meia	Passaria de 4,6 mi para ~7 mi de alunos em 2027	0,0	6,3	Entra no mínimo constitucional da educação, comprimindo o espaço para outras políticas educacionais
Canetas emagrecedoras no SUS	MS pediu incorporação de semaglutida/liraglutida à Conitec; público-alvo ainda será definido	0,0	2,0	Assumimos que será computada no mínimo constitucional da saúde, comprimindo o espaço para outras despesas da área
Suavização dos combustíveis	Subvenções ao diesel (R\$1,00/L) e etanol (R\$0,25/L), além de redução de PIS/Cofins sobre gasolina (R\$0,63/L) e etanol (a zero)	9,1	0,0	Fora do limite de gastos, mas com impacto na meta fiscal
Total*	-	22,3	55,8	-

* Os impactos não devem ser somados diretamente, pois as medidas têm efeitos distintos sobre a meta fiscal, o limite de gastos e os mínimos constitucionais de saúde e educação.

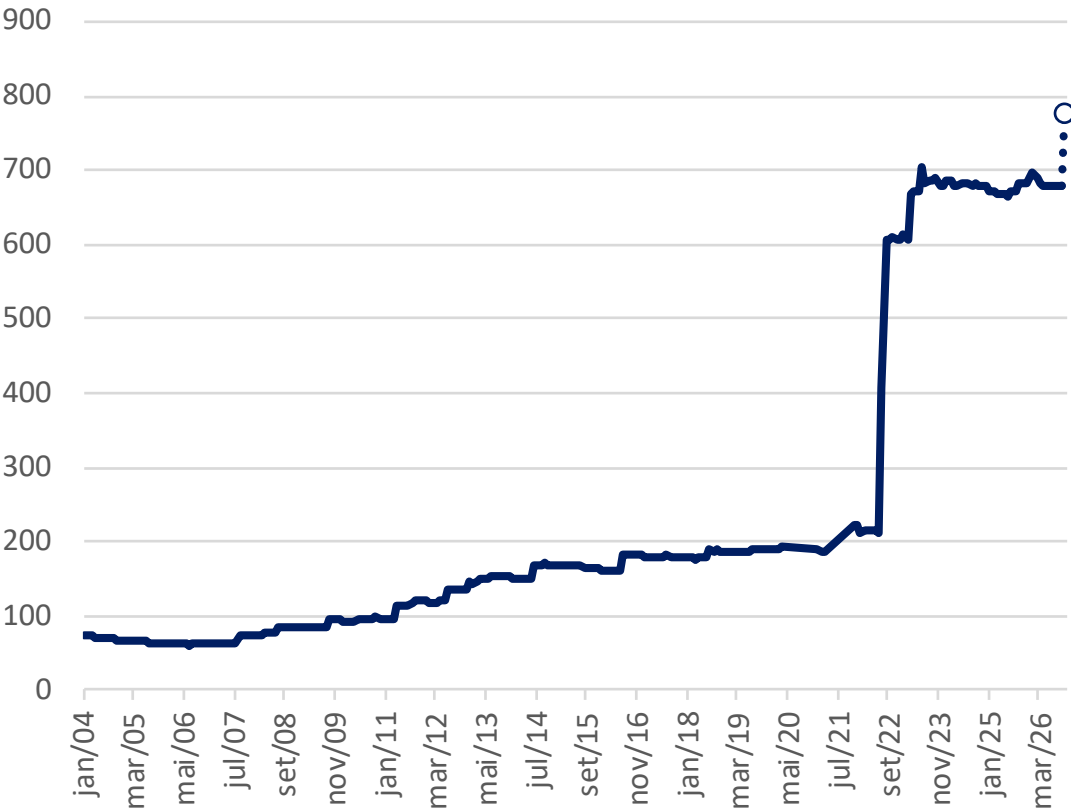
Fila de requerimentos de benefícios do INSS normalizada sem gerar pressão adicional sobre as despesas

- A fila do INSS segue em queda, sem gerar a pressão sobre as despesas inicialmente esperada. A elevada taxa de indeferimento do auxílio-doença explica parte dessa dinâmica.
- Com a normalização da fila, retiramos integralmente esse custo da projeção para 2026, liberando espaço no limite de gastos para acomodar novas despesas.



Reajuste do Bolsa Família amplia impulso fiscal em 2027

Programa Bolsa Família – Benefício médio mensal
(R\$, nominal)



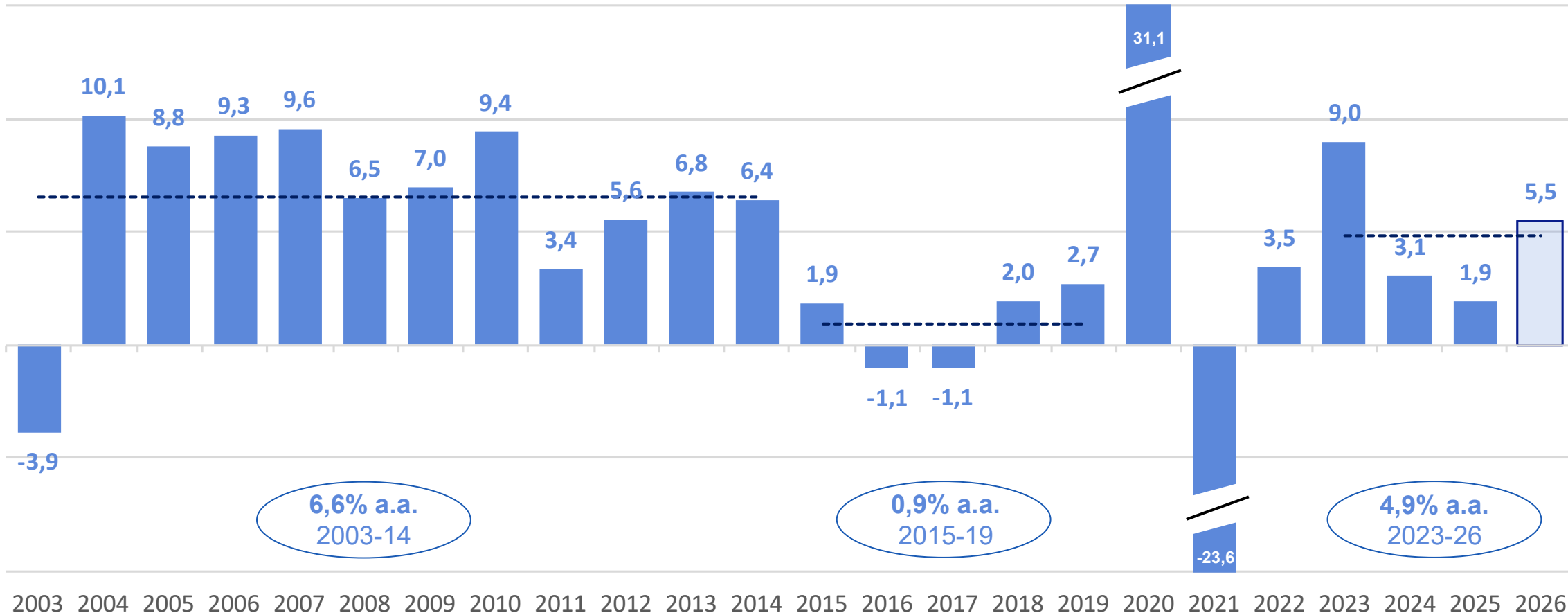
- O reajuste de 15,0% a partir de outubro eleva o benefício médio de cerca de R\$675 para R\$777, com impacto de R\$5,7 bilhões em 2026 e R\$22,9 bilhões em 2027.
- Há espaço para acomodar o reajuste dentro do limite de gastos nos dois anos, mas a medida não é neutra para a atividade e amplia o impulso fiscal.
- Mantivemos a contribuição estimada do impulso fiscal ao crescimento em 0,9 p.p. em 2026, mas elevamos a projeção para 2027 de 0,5 p.p. para 0,7 p.p.

Contribuição do impulso fiscal para o crescimento do PIB
(p.p.)

	2026			2027		
	Anterior	Atual	Revisão	Anterior	Atual	Revisão
Contribuição total	0,9	0,9	0,0	0,5	0,7	0,2
Transferências	0,5	0,5	0,0	0,4	0,7	0,3
Precatórios	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0
BNDES	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0
Demais	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0

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



Novas medidas para combustíveis elevam impacto fiscal

Impacto sobe de R\$42,4 bilhões para R\$51,5 bilhões, mas receitas adicionais de R\$64,6 bilhões mantêm efeito líquido positivo.

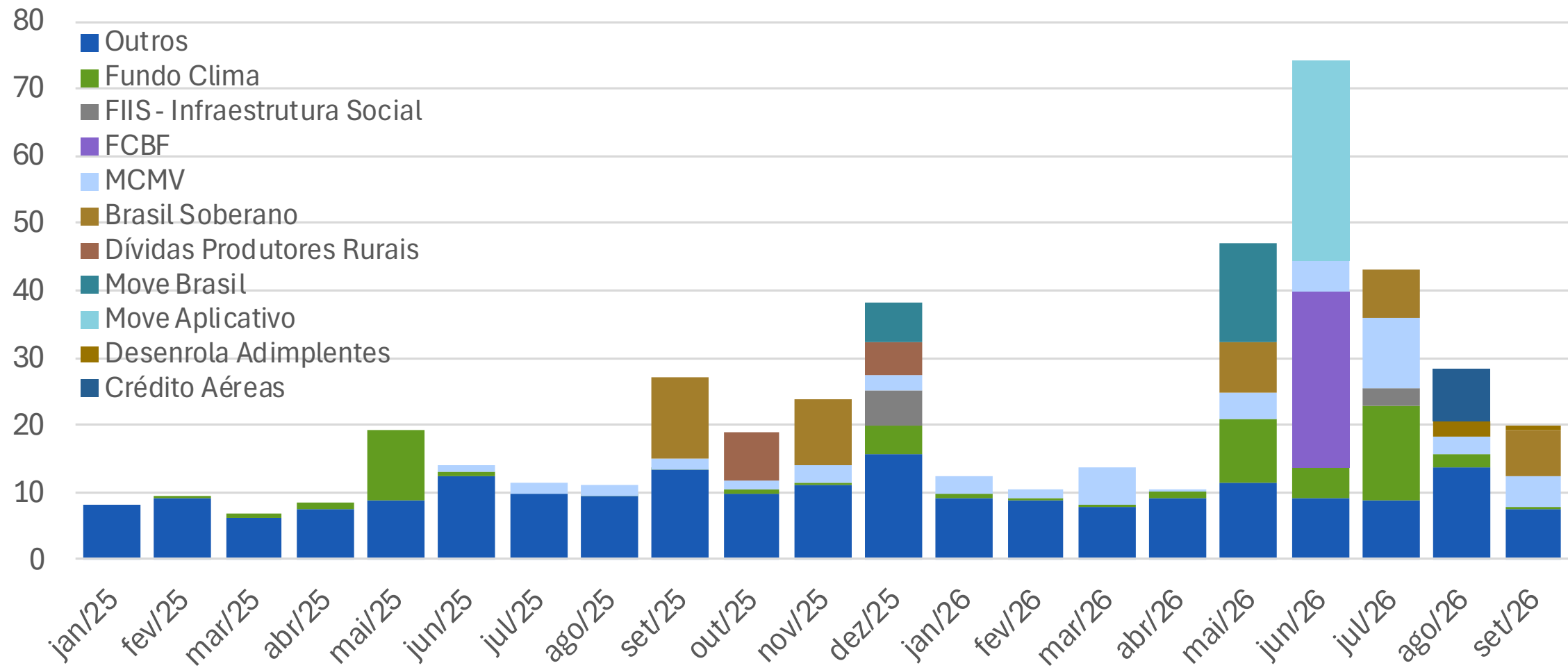
Medidas de combustíveis: impacto fiscal estimado em regime de caixa, de abril de 2026 a janeiro de 2027 (R\$ bilhões)

Medida	Combustível	abr/26	mai/26	jun/26	jul/26	ago/26	set/26	out/26	nov/26	dez/26	jan/27	Total
Total		1,1	1,9	4,2	5,0	8,9	3,6	9,1	10,3	9,5	5,7	59,5
Medidas com impacto primário		1,1	1,9	4,2	5,0	0,9	3,6	9,1	10,3	9,5	5,7	51,5
Vigentes		0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	2,4	8,1	9,3	9,0	5,7	34,7
Subvenção de R\$ 1,12/L	Diesel A	-	-	-	-	0,2	2,4	5,7	5,7	5,7	5,7	25,6
Subvenção de R\$ 1,00/L	Diesel A	-	-	-	-	-	-	-	3,3	3,3	-	6,5
Redução PIS/Cofins em R\$ 0,63/L	Gasolina A	-	-	-	-	-	-	1,8	-	-	-	1,8
Subvenção de R\$ 0,2519/L	Etanol	-	-	-	-	-	-	0,3	0,1	-	-	0,4
Redução a zero de PIS/Cofins	Etanol	-	-	-	-	-	-	0,3	0,1	-	-	0,4
Encerradas		1,1	1,9	4,2	5,0	0,7	1,2	1,1	1,1	0,5	0,0	16,8
Redução a zero de PIS/Cofins	Diesel A	1,1	1,8	1,8	-	-	-	-	-	-	-	4,6
Subvenção de R\$ 0,44/L	Gasolina A	-	-	-	-	-	1,2	1,1	1,1	0,5	-	3,8
Subvenção de R\$ 0,80/L	Diesel A	-	-	1,2	2,5	-	-	-	-	-	-	3,6
Subvenção de R\$ 0,32/L	Diesel A	-	-	1,0	2,1	-	-	-	-	-	-	3,0
Subvenção de R\$ 0,35/L	Diesel A	-	-	-	-	0,6	0,0	-	-	-	-	0,6
Redução a zero do PIS/Cofins	QAV	-	0,1	0,1	0,1	0,1	-	-	-	-	-	0,4
Subvenção de R\$ 1,20/L	Diesel A	-	-	0,0	0,3	-	-	-	-	-	-	0,3
Redução a zero do PIS/Cofins	Biodiesel	-	0,1	0,1	-	-	-	-	-	-	-	0,2
Subvenção de R\$ 850/ton	GLP	-	-	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-	-	0,1
Medidas com impacto financeiro		0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0
Crédito para reestruturação - FNAC	-	-	-	-	-	7,5	-	-	-	-	-	7,5
Crédito para capital de giro	-	-	-	-	-	0,5	-	-	-	-	-	0,5
Impacto estimado do choque do petróleo sobre a receita líquida		4,3	6,7	7,9	5,3	3,8	5,6	8,8	9,1	8,2	5,0	64,6
Imposto de exportação	-	0,0	1,0	3,8	3,2	1,9	2,9	3,2	4,1	3,9	1,2	25,1
Royalties	-	2,1	2,8	2,1	1,0	0,9	1,4	2,8	2,5	2,2	1,9	19,7
Outros impostos	-	2,2	2,8	2,1	1,0	0,9	1,4	2,8	2,5	2,2	1,9	19,8

Nota: Eventuais diferenças decorrem de arredondamentos.

Aportes do Tesouro para políticas parafiscais pressionam dívida bruta

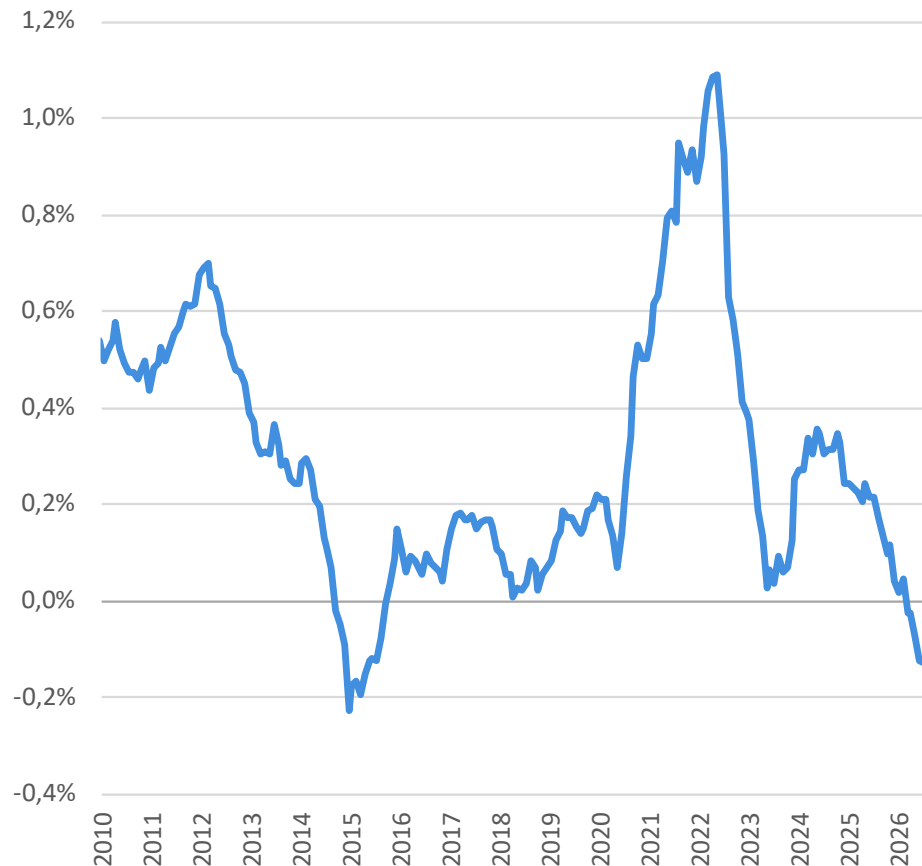
Aportes do Tesouro em Fundos e Bancos Públicos
(R\$ bilhões)



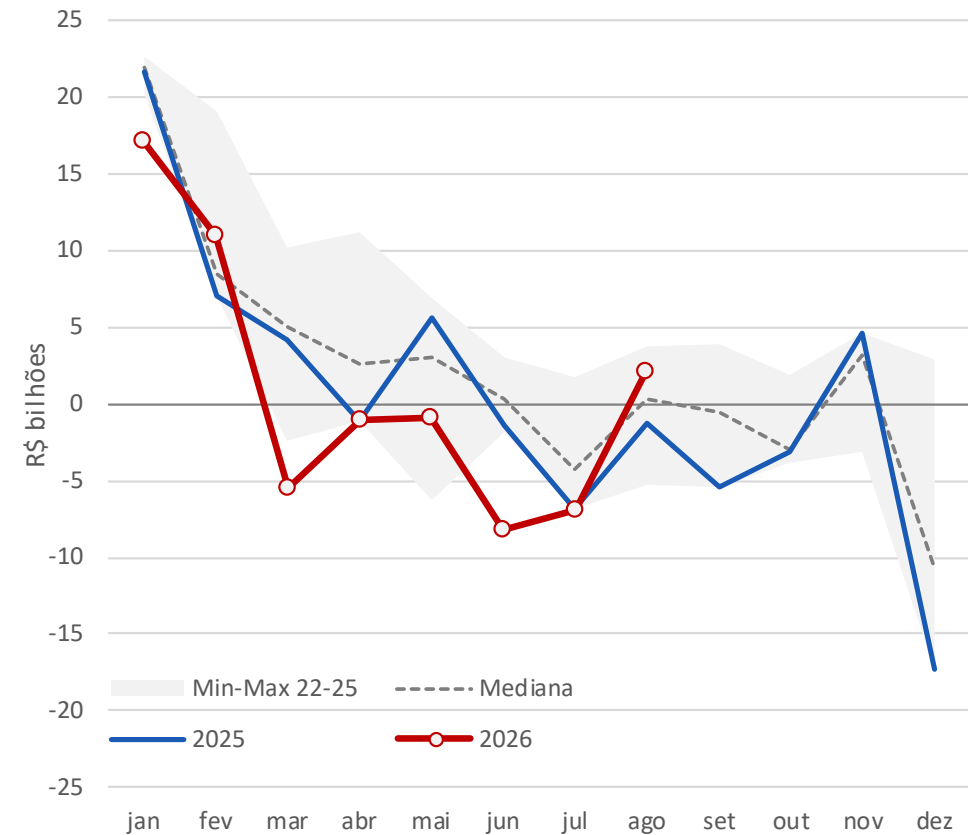
Primário subnacional melhora em agosto após 1S26 mais fraco

- O resultado mais fraco no 1S26 pode ter refletido maior concentração de gastos no período pré-eleitoral. O dado de agosto pode sinalizar menor pressão no 2S26, caso essa dinâmica se confirme. Nesse cenário, o déficit do setor público pode ficar ligeiramente abaixo da nossa projeção atual.

Estados – Resultado Primário
(% do PIB)



Estados – Resultado Primário
(R\$ bilhões)



Principais projeções – Política Fiscal

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Política Fiscal											
Resultado Primário (R\$ bi)	-111	-108	-62	-703	65	126	-249	-48	-55	-88	-27
Governo Central (R\$ bi)	-118	-116	-89	-745	-36	55	-265	-45	-59	-58	-22
<i>Governo Central - primário ajustado</i>	-118	-116	-89	-745	-36	55	-265	-14	-14	12	43
Governos Subnacionais (R\$ bi)	7	3	15	39	98	65	18	6	10	-20	0
Empresas Estatais (R\$ bi)	0	4	12	4	3	6	-2	-8	-6	-10	-5
Resultado Primário (% do PIB)	-1,7	-1,5	-0,8	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,2
Resultado Nominal (% do PIB)	-7,8	-7,0	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,8	-8,5	-8,3	-9,4	-8,5
Dívida Líquida (% do PIB)	51,4	52,8	54,7	61,4	55,1	56,1	60,4	61,3	65,2	69,4	73,5
Dívida Bruta (% do PIB)	73,7	75,3	74,4	86,9	77,3	71,7	73,8	76,3	78,6	83,3	87,6



Política Monetária



Tiago Berriel

tiago.berriel@btgpactual.com

Iana Ferrão

iana.ferrao@btgpactual.com

Ederson Schumanski

ederson.schumanski@btgpactual.com

Mateus Della

mateus.della@btgpactual.com

João Aveiro

joao.aveiro@btgpactual.com



Copom: pausa como cenário base

- **Esperamos manutenção da Selic a 13,75%.** Projetamos Selic de 13,75% no fim de 2026 e de 12,50% no fim de 2027.
- **Medidas pré-eleitorais:** O reajuste do Bolsa Família e a proibição das bets podem impulsionar a atividade a partir do fim deste ano, reduzindo o espaço esperado para cortes de juros.
- **Cenário externo:** A alta dos preços de energia e dos juros longos globais aperta as condições financeiras e eleva o risco de um cenário adverso para países emergentes com dinâmica fiscal adversa.
- **Choques de oferta:** El Niño, escala 6x1 e nova alta do petróleo podem gerar efeitos de segunda ordem e voltar a pressionar as expectativas de inflação de longo prazo, como observado neste ano.
- **Incerteza fiscal:** A indefinição sobre a política fiscal do próximo governo exige cautela do Banco Central, sobretudo diante do risco da efetivação de cenários de cauda.
- **Desalavancagem das famílias:** A redução do endividamento segue como risco baixista para a atividade em 2027 e pode aprofundar a desaceleração do consumo. Porém, esse risco não justificaria a política monetária reagir de forma antecipada, dada a presença de riscos inflacionários na direção oposta.
- A piora do balanço de riscos com a alta do preço de energia, abertura do juros global e medidas inflacionárias reforça nosso call de manutenção dos juros na próxima reunião.
- Um resultado eleitoral com apreciação do câmbio e manutenção das expectativas em patamares próximos dos atuais aumenta a possibilidade de prosseguimento do ciclo. Ainda assim, não seria recomendável reagir a movimentos de curto prazo sem clareza sobre a política fiscal a ser adotada, diante de expectativas desancoradas e riscos altistas para a inflação.

Comunicação, dados e função de reação

Copom preserva a opcionalidade

1. Comunicação do Copom

- Corte de 25 pb em setembro, para 13,75%; projeção de 3,1% para o 2T28 com nova contribuição baixista do El Niño
- Opcionalidade preservada, sem sinalizar continuidade nem pausa
- Moderação da atividade reconhecida, mas em linha com o esperado
- Reafirmação do ciclo de “calibração” que acaba em juros restritivos.

2. Evolução dos dados

- Dados de atividade continuam apontando para desaceleração dos setores mais cíclicos.
- IPCA-15 de setembro acima do esperado; surpresa espalhada entre voláteis e serviços subjacentes.
- Balanço de riscos para inflação: piora pela dinâmica do petróleo, ambiente externo mais desafiador e medidas eleitorais anunciadas pelo governo.
- Manutenção da visão de mercado de trabalho apertado.

3. Implicação para a política monetária

- Corte de 25 pb em setembro e Selic em 13,75% no fim de 2026
- Pausa após setembro segue como cenário mais provável
- Balanço de riscos adverso limita a extensão do ciclo
- Medidas eleitorais e indefinição da política fiscal do próximo governo demandam cautela

Esperamos juros constante pelo restante do ano; incerteza é alta dado leque de possibilidades de reação dos ativos ao processo eleitoral

A pausa ajuda estabilizar/reancorar as expectativas de inflação e permite incorporar as definições pós-eleitorais sobre política fiscal

Selic atual	Próximas 2 reuniões	Fim de 2026	Fim de 2027
13,75%	0 pb / 0 pb	13,75%	12,50%

Balanco de riscos adverso

Riscos altistas de inflação limitam a extensão do ciclo; a desalavancagem das famílias é principal risco baixista para a política monetária

Risco	Canal primário	Efeito sobre a política monetária	Implicação para o Copom
Petróleo e combustíveis	Combustíveis, fretes e cadeias globais	Efeitos de segundo ordem em núcleos e expectativas	Choque de oferta: efeitos primários devem ser ignorados, mas efeitos de segunda ordem exigem reação firme
El Niño intenso	Alimentos e preços agrícolas	Expectativas de inflação longas	A ata indica que o BC olhará através do efeito primário, mas reagirá com firmeza a efeitos de segunda ordem
Mercado de trabalho e renda	Desemprego historicamente baixo; renda e salários acima da produtividade	Inflação de serviços e núcleos	Sustenta a caracterização de inflação pressionada pela demanda
Desalavancagem das famílias	Menor crédito, consumo e atividade	Direto: baixista via menor hiato e desinflação. Adverso: alta do prêmio de risco e depreciação cambial diante da fragilidade fiscal	Pode abrir espaço para cortes, mas uma desaceleração abrupta pode levar a questionamentos fiscais e limitar o espaço de flexibilização monetária.
Eleição e fiscal	Definição da política econômica do próximo governo	Expectativas, prêmio de risco e câmbio	A pausa permite incorporar o cenário pós-eleitoral
Medidas eleitorais: Bolsa Família e bets	Aceleração do consumo com viés inflacionário	Hiato mais positivo, menos espaço no ciclo	Impulso à demanda pode limitar cortes, conforme escala e implementação

O balanço de riscos da inflação segue adverso e limita por ora a extensão do ciclo.

A desalavancagem das famílias é risco baixista para os juros, mas, com baixa credibilidade fiscal, uma desaceleração abrupta pode elevar o prêmio de risco e limitar novos cortes.

Projeções – Modelo BCB

Câmbio em 5,2 aponta para projeção de 3,3% no 2T28 considerando impacto altista do bolsa família, câmbio, expectativas de inflação e SELIC. Preço do petróleo e proibição das bets é risco altista para o nosso cenário/projeções do BCB.

Projeções do Modelo agregado do BCB BRL 5.20							
Diferentes cenários	Inflação 2026Q4	Inflação 2027Q3	Inflação 2027Q4	Inflação 2028Q1	Inflação 2028Q2	Inflação 2028Q3	Inflação 2028Q4
COPOM Setembro - Juros FOCUS	5.20	4.50	3.90	3.20	3.10	3.10	3.10
COPOM Novembro - Juros FOCUS	5.29	4.70	4.08	3.38	3.28	3.27	3.26
Cenário Base - 13.75% 2026YE e 12.5% 2027YE	5.28	4.63	3.99	3.25	3.11	3.07	3.03
Juros Constantes em 13.75%	5.28	4.61	3.93	3.15	2.94	2.83	2.71
Juros Constantes em 13.50%	5.29	4.63	3.97	3.19	3.00	2.90	2.80
Juros Constantes em 13.25%	5.29	4.66	4.01	3.24	3.07	2.97	2.88
Juros Constantes em 13.00%	5.29	4.68	4.04	3.29	3.12	3.05	2.97
Juros Constantes em 12.75%	5.29	4.70	4.07	3.34	3.18	3.11	3.05

Projeções – Modelo BCB

Barra é baixa para expectativas e câmbio levarem projeção para perto de 3.6%. Na ponta contrária, uma reancoragem das expectativas com apreciação cambial pode abrir espaço para um ciclo maior do que o considerado.

Sensibilidades — IPCA acum. 12m em 2028Q2 (%)								
Expectativas de inflação 2027/2028	BRL — nível R\$/US\$ de 2026Q3 em diante (+ PPC de 0,25%/tri)							
	5.40	5.30	5.20	5.15	5.10	5.00	4.90	4.70
COPOM Novembro - Juros FOCUS								
4.5/4	3.66	3.58	3.49	3.45	3.41	3.32	3.23	3.05
4.4/3.9	3.55	3.46	3.38	3.34	3.29	3.21	3.12	2.94
4.31/3.8	3.44	3.36	3.28	3.23	3.19	3.10	3.01	2.83
4/3.5	3.15	3.07	2.99	2.95	2.90	2.82	2.73	2.55
Cenário Base - 13.75% 2026YE e 12.5% 2027YE								
4.5/4	3.49	3.41	3.32	3.28	3.24	3.15	3.06	2.88
4.4/3.9	3.38	3.30	3.21	3.17	3.13	3.04	2.95	2.77
4.31/3.8	3.28	3.19	3.11	3.07	3.02	2.94	2.85	2.67
4/3.5	2.99	2.91	2.82	2.78	2.74	2.65	2.56	2.38
Juros Constantes em 13.75%								
4.5/4	3.32	3.24	3.16	3.11	3.07	2.99	2.90	2.71
4.4/3.9	3.21	3.13	3.05	3.00	2.96	2.87	2.79	2.60
4.31/3.8	3.11	3.03	2.94	2.90	2.86	2.77	2.68	2.50
4/3.5	2.82	2.74	2.66	2.61	2.57	2.48	2.40	2.21

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.

