

Revisão de Cenário

Recalibrando 2026, introduzindo 2027

Ana Paula Vescovi & equipe

economiabrasil@santander.com.br

- **Consolidação destrava calibração: Atividade mais fraca, desinflação mais ampla e sinais claros de transmissão monetária — reforçados por cenário externo benigno — tornaram a consolidação visível, permitindo ao BCB sinalizar uma flexibilização calibrada da Selic.**
- **Cenário externo favorável: Crescimento global mais firme sustenta ambiente benigno para emergentes. Nos EUA, dados de atividade seguem fortes e riscos inflacionários persistem, levando à retirada do último corte em 2026, embora os riscos ainda favoreçam novos cortes.**
- **2027 em foco: Impulso fiscal sustenta crescimento no curto prazo, mas aperto monetário defasado e ajuste fiscal provável em 2027 reduzem o PIB para 1,0%, permitindo novos cortes da Selic, com dívida pública e expectativas desancoradas limitando a normalização.**

O ambiente econômico brasileiro continua a ser definido pela consolidação do ciclo – conforme descrito em nossas últimas revisões –, mas agora está suficientemente claro, ao menos para o BCB, a ponto de já moldar suas decisões futuras. A atividade mais lenta, a desinflação mais ampla e os sinais “mais claros” de transmissão monetária, além de ventos favoráveis vindos lá de fora, criaram as condições para que o Copom sinalizasse explicitamente uma flexibilização calibrada da Selic.

O **cenário externo** segue benigno para emergentes, apoiado por crescimento global mais firme. O USD tende a se fortalecer frente aos países desenvolvidos, mas permanecer relativamente fraco contra demais economias, enquanto commodities exibem dinâmica mista. Nos EUA, retiramos o último corte de juros esperado para 2026; apesar do enfraquecimento do mercado de trabalho, os demais dados seguem surpreendendo positivamente e os riscos inflacionários persistem. Dito isso, os riscos permanecem assimétricos para novos cortes ao longo do ano.

Internamente, a **atividade econômica** reflete um equilíbrio de impulsos opostos. Após a estagnação no 2S25, o crescimento deve acelerar no início de 2026 com o impulso fiscal contratado. Entretanto, o aperto monetário defasado e a perspectiva de abrandamento gradual do mercado de trabalho devem preservar as forças de “consolidação do ciclo”. Mantivemos o crescimento do PIB em 1,5% em 2026 e introduzimos uma previsão de 1,0% para 2027.

A **política fiscal** permanece como a principal restrição no médio prazo. Embora o cumprimento do arcabouço em 2026 pareça factível, ele depende do desempenho das receitas. A partir de 2027, a necessidade de ajuste torna-se mais premente, à medida que a dinâmica da dívida segue se deteriorando, moldando o prêmio de risco e (des)ancorando o ritmo de normalização da economia.

A dinâmica da **inflação** voltou a melhorar. Revisamos o IPCA de 2026 para 3,7%, refletindo a redução dos preços das commodities em reais e alívio nos administrados. Mas a desinflação tem se tornado mais ampla, com a inflação de serviços diminuindo à medida que o aperto monetário defasado pesa sobre a atividade. IPCA deve permanecer próxima da meta durante a maior parte do ano. Em 2027, os riscos de inflação voltam a surgir, impulsionados por câmbio mais alto e possíveis choques relacionados ao clima, parcialmente compensados pelos componentes cíclicos e inerciais.

A recente comunicação do **Copom** sugere conforto com a precificação do mercado para um início mais firme do ciclo de flexibilização. Esperamos um corte inicial de 50 pb e revisamos a taxa Selic terminal para 12,0% em 2026. Em 2027, vemos espaço para a continuação da flexibilização em direção a 11,5%, condicionada a algum ajuste fiscal e a um hiato do produto negativo, ambos presentes em nosso cenário básico. Ainda assim, o aumento da dívida pública e as expectativas inflacionárias persistentemente desancoradas devem manter as taxas reais em níveis restritivos.

INTERNACIONAL: Economia global em marcha

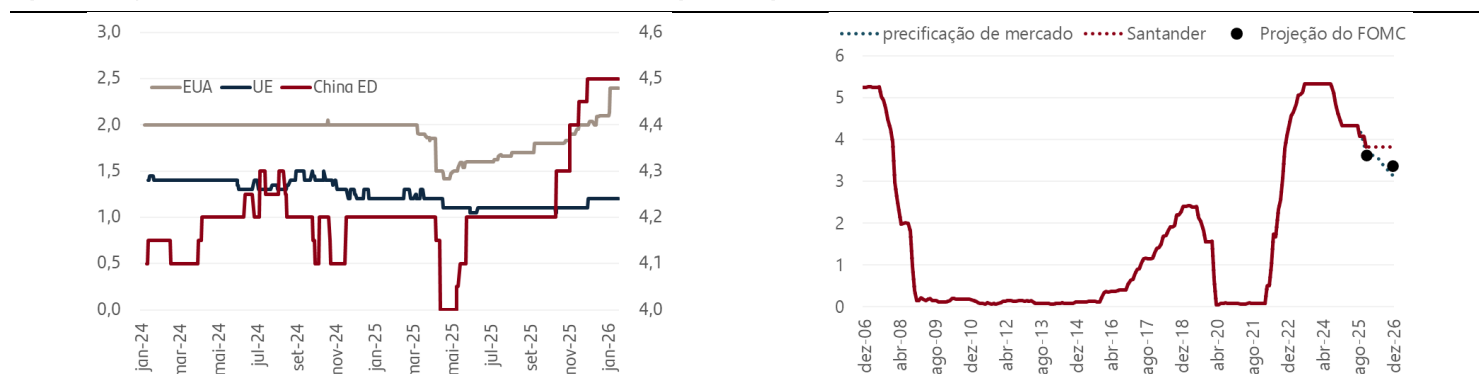
Após reduzir os juros nas três últimas reuniões de 2025, o Federal Reserve optou por pausar o ciclo de cortes em sua primeira decisão de 2026. A economia norte-americana mostrou-se mais resiliente do que o esperado, e os sinais recentes de estabilização no mercado de trabalho reforçaram a avaliação de que a autoridade monetária está bem-posicionada para equilibrar os riscos ao seu duplo mandato, especialmente dada a inflação ainda acima da meta. Nesse contexto, revisamos nossa projeção para a política monetária dos EUA e passamos a esperar manutenção da taxa básica ao longo de 2026, em 3,75% no limite superior. Além disso, diante de indicadores de atividade mais fortes no quarto trimestre de 2025, elevamos nossa estimativa de crescimento para 2,2% tanto em 2025 quanto em 2026. Na China, o desempenho mais robusto do que o antecipado no final de 2025 também nos levou a revisar para cima a projeção de crescimento em 2026.

Nos Estados Unidos, após um prolongado período de desaceleração, o mercado de trabalho começa a exibir sinais de estabilização, ainda que a criação de vagas permaneça em patamar moderado. Um fator relevante é que as novas políticas migratórias podem estar contribuindo para reduzir o nível de geração de empregos compatível com o equilíbrio do mercado. Evidência dessa possível mudança é a taxa de desemprego, que segue em níveis historicamente baixos e encerrou 2025 em 4,4%, abaixo da projeção do próprio Fed. Em paralelo, a inflação, embora tenha recuado de forma significativa nos últimos anos, mostra resistência e permanece estável acima da meta de 2%. Diante desse quadro (economia aquecida e inflação persistente) o Fed optou por pausar o ciclo de cortes, argumentando que a taxa de juros já se encontra em uma faixa neutra e permite avaliar os efeitos cumulativos do ajuste realizado. Nosso cenário base não contempla novos ajustes, mas reconhecemos que o principal risco está em eventuais cortes na segunda metade do ano, caso a inflação retome uma trajetória de desaceleração.

Na China, as exportações permaneceram resilientes apesar das tarifas impostas pelos EUA, sendo um importante fator para o crescimento do PIB. Ainda assim, os principais ventos contrários persistem: a demanda doméstica segue fraca, a campanha de "anti-involução" pode ter impacto negativo sobre a atividade econômica, e o setor imobiliário ainda não se recuperou, de forma que esperamos que o governo venha com mais estímulos a frente. Diante desse cenário, vemos uma desaceleração econômica gradual: revisamos a nossa estimativa de crescimento do PIB para 4,5% em 2026 (antes: 4,3%) e para 4,5% em 2027.

Em síntese, o cenário global segue marcado por resiliência do crescimento, refletindo revisões altistas sucessivas para as principais economias, em especial Estados Unidos e China. Esse ambiente tende a sustentar condições relativamente favoráveis para os mercados emergentes, sobretudo para países exportadores de commodities. Nesse contexto, o Brasil se beneficia de uma conjuntura externa ainda construtiva, com demanda sólida por seus produtos e fluxo de capitais potencialmente mais estável, apesar dos riscos associados à trajetória da inflação global e à condução da política monetária nas economias centrais.

Figura 1. Projeções de crescimento para 2026 (consenso Bloomberg, %) Figura 2. EUA – Expectativas para o Fed Fund (%)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Fontes: Bloomberg, Santander.

COMMODITIES: Um viés altista para 2026-27

Os preços das commodities têm apresentado dinâmicas mistas desde meados de dezembro, com o enfraquecimento do dólar americano (DXY). O cenário global continua sendo moldado por negociações comerciais e elevada incerteza geopolítica (por exemplo, EUA-Irã). Nas agrícolas, a oferta abundante na safra 2025–26 segue pressionando os preços, com grãos como soja e milho sob pressão diante da expansão das áreas plantadas e de condições climáticas favoráveis entre os principais exportadores. Em energia, esperamos que os preços do petróleo permaneçam dentro de um intervalo, sustentados pelo *breakeven* dos produtores e pela demanda de estocagem da China, mas limitados pela possível retomada dos aumentos de produção da OPEP+. Já nos metais, os metais básicos são estruturalmente sustentados por oferta apertada e forte demanda ligada à eletrificação, à infraestrutura de IA e aos gastos com defesa. No geral, vemos um viés altista para 2026 e 2027.

Nas **agrícolas**, esperamos que os grãos (soja e milho) permaneçam pressionados em 2026, refletindo a expansão das áreas plantadas e condições climáticas geralmente favoráveis, o que deve resultar em mais um ano de forte produção entre os principais exportadores. Projeções recentes do USDA para a safra 2025/26 apontam para uma alta de 14% na oferta de milho dos EUA e de 4% na produção brasileira de soja, reforçando um ambiente de confortável disponibilidade global. Olhando para 2027, previsões climáticas sugerem que o *El Niño* pode influenciar a safra de 2026/27. Outras *soft commodities* (como açúcar, cacau e café) devem continuar recuando após os níveis elevados observados em 2024–25, à medida que as condições de oferta se normalizam. No comércio global, a China cumpriu seu compromisso de comprar cerca de 12 milhões de toneladas métricas de soja dos EUA até o final de fevereiro. Além disso, a China concordou em comprar pelo menos 25 milhões de toneladas métricas por ano nos próximos três anos a partir de 2026, oferecendo algum suporte às exportações americanas de soja.

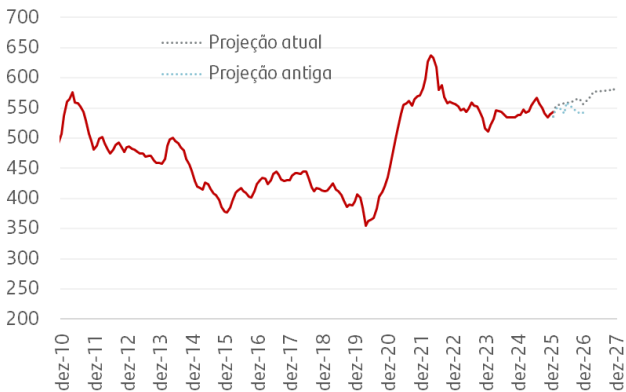
Em **energia**, esperamos que os preços do petróleo permaneçam dentro de um intervalo, refletindo um equilíbrio relativamente simétrico de riscos. Vemos um piso próximo a USD 60/barril, amplamente alinhado ao *breakeven* de produtores e sustentado pelas importações consistentes da China, à medida que o país continua a recompor seus estoques estratégicos. Ao mesmo tempo, vemos um teto para os preços, já que a OPEP+ mantém capacidade ociosa e pode retomar aumentos de produção caso os preços subam de forma relevante. Assim, mantemos nossas projeções para o Brent em USD 65/barril tanto para 2026 quanto para 2027, embora reconheçamos riscos altistas decorrentes de uma possível escalada das tensões no Oriente Médio. Também não vemos impacto relevante de curto prazo vindo da Venezuela, já que seus níveis de produção e capacidade de exportação permanecem limitados para alterar a oferta global.

Nos **metais**, mantemos uma visão estruturalmente altista para os metais básicos (como cobre, alumínio, zinco e níquel). Condições de oferta apertadas coincidem com uma demanda robusta impulsionada pela expansão de *data centers* ligados à IA, modernização de redes elétricas, gastos com defesa e a transição energética. Por outro lado, a perspectiva para o minério de ferro permanece inalterada: embora os riscos vindos do setor imobiliário chinês persistam, eles são mitigados pelo forte investimento em infraestrutura e pelo aumento da demanda de outros mercados, como a Índia.

Figura 3. Projeções para índice CRB e componentes

Fim de período	2023	2024	2025	2026e	2027e
CRB Alimentos	482	531	476	467	520
CRB Energia	31	28	27	27	27
CRB Metálicas	1013	1042	1209	1294	1359
CRB	516	539	540	556	584
a/a	2023	2024	2025	2026e	2027e
CRB Alimentos	-11%	10%	-10%	-2%	11%
CRB Energia	-27%	-9%	-5%	2%	0%
CRB Metálicas	0%	3%	16%	7%	5%
CRB	-7%	4%	0%	3%	5%

Figura 4. Projeções para índice CRB (média mensal)



Fontes: Bloomberg, Santander.

Fontes: Bloomberg, Santander.

SETOR EXTERNO: A força do BRL é uma história do USD

A recente apreciação do BRL tem sido impulsionada principalmente pela fraqueza generalizada do USD em meio à diversificação global e ao movimento de desdolarização, e não por uma melhora dos fundamentos domésticos. Embora o carregue permaneça favorável com a Selic em 15%, a desaceleração da atividade, os riscos fiscais e um cenário menos benigno para o USD limitam a sustentabilidade dos ganhos recentes. À medida que a dinâmica do USD se normalize e os diferenciais de juros se estreitem, esperamos uma depreciação gradual do BRL, com o USD/BRL em 5,90 no 4T26 (inalterado) e 6,00 no 4T27. No externo, importações fortes, preços de commodities mais fracos e remessas elevadas de lucros e dividendos mantêm a conta corrente pressionada: projetamos déficits de USD 62 bilhões (-2,7% do PIB) em 2026 e USD 43 bilhões (-2,0% do PIB) em 2027.

Desde meados de dezembro, o USD tem enfraquecido globalmente, com o DXY recuando para perto de 97. Esse movimento reflete a recente diversificação global e o processo de desdolarização nos mercados internacionais. Fluxos de portfólio têm sido redirecionados cada vez mais para mercados emergentes e ativos alternativos. Nesse contexto, o BRL ampliou sua força no curto prazo, negociado ao redor de BRL 5,20/USD no fim de janeiro, o nível mais forte desde meados de 2024. Assim, essa apreciação foi em grande parte impulsionada pela fraqueza ampla do USD, e não por uma melhora específica dos fundamentos do Brasil. O carregue segue favorável, já que a Selic permanece em 15%, mas ventos estruturais contrários persistem. Com a atividade doméstica desacelerando, riscos fiscais ressurgindo e a perspectiva de um USD global menos benigno ao longo do tempo, vemos espaço limitado para que o BRL sustente os ganhos recentes. Projetamos BRL 5,90/USD no 4T26 (inalterado) e BRL 6,00/USD no 4T27, à medida que a força de curto prazo gradualmente dê lugar a uma depreciação impulsionada pelo estreitamento dos diferenciais de juros e pela elevação das incertezas fiscais e políticas.

O déficit em conta corrente em 12 meses atingiu USD 69 bilhões (3,0% do PIB) em dezembro. O superávit comercial melhorou marginalmente, com os volumes exportados resilientes. As importações vêm desacelerando, em linha com o arrefecimento da atividade doméstica. Enquanto isso, o déficit em serviços permanece elevado, em grande parte devido ao aumento do consumo de serviços digitais, que vemos como uma saída estrutural de recursos. Remessas de lucros e dividendos também pressionam as contas externas. Esperamos que a desaceleração econômica ajude a conter importações e moderar os déficits de serviços e renda primária. Na conta financeira, o investimento direto estrangeiro líquido está em USD 48 bilhões, insuficiente para financiar totalmente o déficit em conta corrente desde meados de 2024. Projetamos déficit em conta corrente de USD 62 bilhões (-2,7% do PIB) no final de 2026 e USD 43 bilhões (-2,0% do PIB) no final de 2027.

Figura 5. USD/BRL - Trajetória mensal

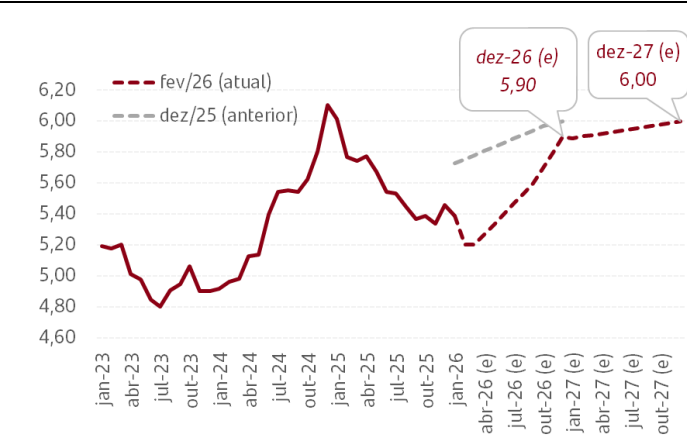


Figura 6. Contas externas (USD bi, 12 meses)

	2023	2024	2025	2026e	2027e
Transações correntes	-25	-66	-69	-62	-43
Balança comercial	92	66	60	65	75
Exportações	344	340	351	350	360
Importações	252	274	291	285	285
Serviços	-40	-55	-53	-55	-50
Transporte	-13	-15	-14	-15	-13
Viagens internacionais	-8	-12	-14	-14	-13
Aluguel de equipamentos	-9	-11	-12	-12	-10
Serv. de prop. intelectual	-5	-9	-11	-11	-11
Telecom., comp. e info.	-6	-7	-8	-9	-9
Outros	1	0	7	6	6
Renda primária	-79	-81	-81	-75	-71
Lucros & Dividendos	-50	-51	-54	-47	-45
Juros	-25	-27	-24	-25	-23
Outras rendas	-4	-4	-4	-3	-3
Renda secundária	3	5	6	3	3
IDP Líquido	37	48	48	50	50
NFE (-=necessidade / +=excesso)	13	-18	-21	-12	7

Fontes: BCB, Santander.

Fontes: BCB, Santander.

POLÍTICA FISCAL: A percepção de risco dependerá do desempenho das receitas

Observamos dois anos consecutivos de cumprimento do arcabouço fiscal, com déficit de cerca de 0,4% do PIB quando desconsideradas as exclusões previstas. Para 2026, apesar da meta mais elevada, consideramos factível o cumprimento da banda, porém com ajustes próximos a 0,3% do PIB diante da desaceleração das receitas cíclicas. A percepção de risco fiscal dependerá do desempenho das receitas e das discussões sobre os ajustes necessários para 2027. Incorporamos cerca de 0,5% do PIB em medidas fiscais a partir de 2027, condicionadas a uma redução da percepção de risco e à manutenção de um crescimento sustentável do PIB. O impulso fiscal, concentrado no 1S26, deve alcançar cerca de 1,5% do PIB no setor público, embora com multiplicador menor sobre o PIB. A dívida deve permanecer em trajetória ascendente, com pressão adicional neste ano.

No ano passado, a arrecadação federal apresentou desempenho robusto, com alta real de 3,8%, acima da projeção de crescimento de 2,2% do PIB. Essa resiliência, combinada à aprovação de novas medidas de receita, permitiu ao governo cumprir a banda do resultado primário (0% do PIB $\pm$ 0,25%), resultando em déficit de 0,1% após a exclusão de itens fora da regra (0,4% do PIB). As despesas continuam crescendo em torno de 3,5% em termos reais, ritmo que, em nossa avaliação, deve persistir em 2026 e 2027.

Para 2026, estimamos a necessidade de cerca de R\$ 30 bilhões em ajustes adicionais para garantir o cumprimento da banda do primário (meta de +0,25% do PIB $\pm$ 0,25%). Esse hiato já foi maior (R\$ 40–45 bilhões), mas diminuiu devido ao bom desempenho das *commodities* e à resiliência do mercado de trabalho. O Orçamento de 2026 também incorpora novas fontes de receita, incluindo o aumento do imposto de importação, projetado para gerar R\$ 14 bilhões e ainda pendente de implementação. Além disso, há diferenças relevantes nas premissas macroeconômicas: projetamos crescimento do PIB de 1,5%, abaixo dos 2,4% utilizados pelo governo, o que pode reduzir a receita líquida em aproximadamente R\$ 20 bilhões.

Em termos de execução orçamentária, esperamos que uma contenção inicial entre R\$ 15 e R\$ 20 bilhões seja importante nos primeiros meses do ano. O impulso fiscal deve alcançar cerca de 1,5% do PIB em 2026 e será fundamental para sustentar a atividade econômica, sem necessidade de novas medidas além das já anunciadas. A partir de 2027, o debate sobre o ajuste estrutural das contas públicas tende a ganhar relevância, diante da necessidade de continuidade da consolidação fiscal e da trajetória ascendente da dívida. Incorporamos cerca de 0,5% do PIB em ajustes a partir de 2027, combinando medidas de desvinculação (inflação e da receita), contenção de despesas, ajustes em gastos relacionados ao mercado de trabalho e limitação do aumento real do salário-mínimo. O déficit nominal deve permanecer elevado, ligeiramente abaixo de 9% do PIB. Quanto à dívida pública, projetamos maior pressão ao longo deste ano, refletindo o custo ainda elevado do endividamento e um PIB nominal com alta mais moderada. Para 2026, mantemos a estimativa de dívida bruta próxima de 84% do PIB.

Figura 7. Resultado fiscal do setor público (% do PIB)

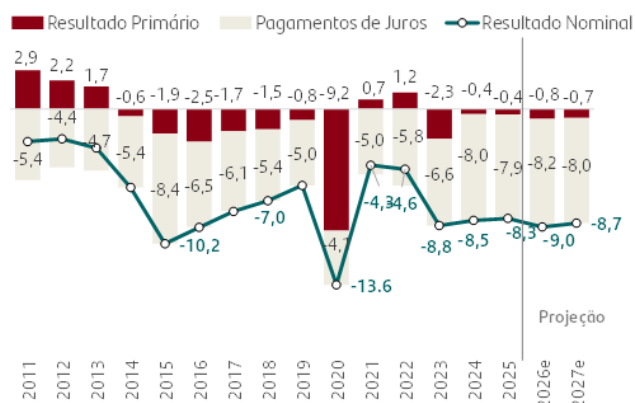
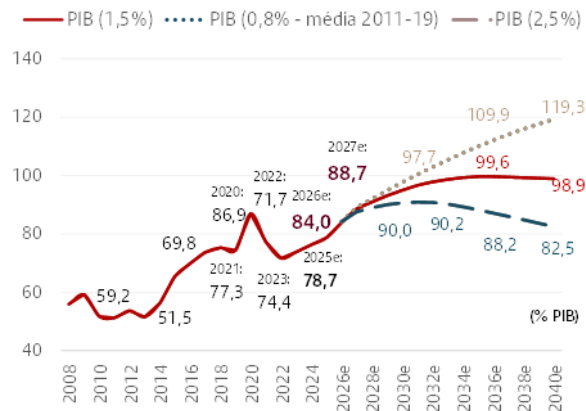


Figura 8. Trajetória da dívida bruta (% GDP)



Fontes: BCB, Santander.

Fontes: BCB, Santander.

ATIVIDADE – PIB: Monitorando impulsos

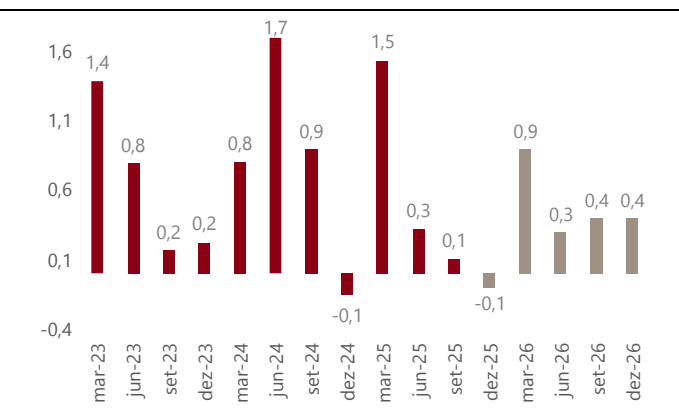
Estamos mantendo nossas projeções de crescimento do PIB para 2025 e 2026, ao mesmo tempo em que iniciamos uma cobertura mais detalhada do cenário de 2027, com uma estimativa de crescimento de 1,0%. Continuamos vendo um resultado próximo à estabilidade para a atividade econômica no 4T25, que deverá ser seguido por uma aceleração no 1T26, impulsionada por uma nova rodada de impulso fiscal. Avaliamos que a trajetória da atividade econômica dependerá de um equilíbrio delicado entre os impulsos fiscal e monetário. Para o restante de 2026, o afrouxamento da política monetária deverá ajudar a sustentar um ritmo positivo de crescimento do PIB. Ainda assim, vemos o provável ajuste fiscal no início de 2027 impactando negativamente a atividade no próximo ano.

Com apenas alguns indicadores mensais de atividade econômica ainda a serem divulgados para o 4T25, reforçamos nossa avaliação de um desempenho estável do crescimento do PIB no período. Reduzimos nossa projeção para -0,1% t/t (de 0,0%), o que ainda implica um resultado de 2,2% no acumulado do ano passado. Dado esse cenário, isso também significa um carregue estatístico baixo para 2026 (+0,1%). Ainda assim, seguimos projetando uma aceleração da atividade econômica no 1T26. Apesar da política monetária ainda restritiva, esperamos um forte impulso da política fiscal, decorrente principalmente da isenção do imposto de renda para pessoas físicas com que ganhem até R\$ 5.000 por mês, o que deverá resultar em um aumento direto nos rendimentos do trabalho. É importante destacar que, diferentemente do que observamos em 2025, não deveremos ter um impulso relevante vindo de segmentos não cíclicos, especialmente da agropecuária, o que significa que essa aceleração esperada do crescimento do PIB depende fortemente da absorção doméstica. No conjunto, mantivemos nossa projeção de crescimento inalterada em +1,5%, assim as estimativas da abertura.

Para 2027, iniciamos nossas projeções mais detalhadas nesta revisão de cenário com uma estimativa de crescimento do PIB de 1,0% no acumulado do ano. Apesar de uma política monetária menos restritiva, com novos cortes de juros ao longo do ano, o ajuste fiscal esperado para o 1S27 deverá impactar negativamente a atividade econômica e levar a um crescimento mais lento. Como resultado, embora componentes do PIB mais sensíveis ao ciclo econômico possam acelerar no próximo ano, como a indústria e os investimentos, projetamos desempenhos mais fracos para componentes que foram mais beneficiados pela expansão fiscal nos últimos anos, como o consumo das famílias e os serviços, que também deverão sentir os efeitos de um mercado de trabalho marginalmente mais fraco.

Os principais riscos para nossas projeções incluem: (i) um impacto maior do que o esperado do atual nível de restrição monetária, resultando em uma desaceleração mais intensa em 2026; (ii) maior resiliência do mercado de trabalho, mantendo a renda e o consumo das famílias em patamares mais elevados do que projetamos; (iii) problemas climáticos que reduzam a contribuição do setor agropecuário tanto em 2026 quanto em 2027.

Figura 9. Crescimento real do PIB (% t/t-a.s.)



Fontes: IBGE, Santander. Estimativas para o 4T25 em diante.

Figura 10. Projeções de crescimento anual

	Projeções PIB					
	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
	3,0	3,2	3,4	2,3	1,5	1,0
Agropecuária	-1,1	16,3	-3,7	10,7	0,0	2,5
Indústria	1,5	1,7	3,1	1,7	1,0	1,2
Serviços	4,3	2,8	3,8	1,8	2,0	1,0
Consumo	4,1	3,2	5,1	1,5	2,3	1,2
Governo	2,1	3,8	2,0	1,7	2,0	0,5
Investimentos	1,1	-3,0	6,9	3,7	0,8	1,2
Exportações	5,7	8,9	2,8	4,9	1,5	2,0
Importações	1,0	-1,2	15,6	4,6	2,0	1,5

Fontes: IBGE, Santander.

ATIVIDADE – EMPREGO: Sinais mistos, perspectiva mais fraca

O fim de 2025 ainda foi marcado por sinais mistos no mercado de trabalho: o desemprego ficou baixo e os salários aceleraram, mas a criação de empregos formais enfraqueceu mais do que o esperado. Embora essa configuração aumente a incerteza, seguimos projetando uma acomodação à frente. Esperamos que os outliers desapareçam no curto prazo. Nosso indicador antecedente mais preciso, a taxa de desligamentos voluntários, já começou a sinalizar o início de uma inflexão na taxa de desemprego no médio prazo. Além disso, os efeitos defasados de uma política monetária contracionista devem pesar sobre o hiato de desemprego e levá-lo a níveis mais neutros no horizonte mais longo. Os salários continuarão trazendo incerteza, já que a desaceleração deve ser lenta.

O fim de 2025 trouxe surpresas no mercado de trabalho. A taxa de desemprego ficou menor do que o esperado, encerrando 2025 em 5,5% na série com ajuste sazonal. Além disso, os salários reais reverteram parte da tendência de desaceleração, tendo crescido, em média, 6,7% a/a em 2025. Por outro lado, a criação de emprego formal surpreendeu negativamente as expectativas, com destruição líquida de cerca de 618 mil vagas em dezembro, levando o total de empregos formais criados em 2025 para aproximadamente 1,3 milhão, bem abaixo dos 1,7 milhão de 2024.

À frente, ainda projetamos uma acomodação do mercado de trabalho em 2026 e 2027. Nossas projeções apontam para taxa de desemprego média de 5,9% em 2026 e 6,6% em 2027. No curto prazo, acreditamos que o desemprego deve apresentar níveis um pouco mais altos (com ajuste sazonal) já em fevereiro, à medida que os outliers observados em novembro de 2025 sejam retirados da estatística oficial de média móvel de 3 meses. No médio prazo, a taxa de desligamentos voluntários no emprego formal segue sugerindo uma inflexão no desemprego, especialmente no início do 2S26. Depois disso, nosso cenário segue incorporando os efeitos defasados da política monetária contracionista pesando sobre a atividade, inclusive o mercado de trabalho. Em termos dessazonalizados de fim de ano, vemos o desemprego em 6,3% em 2026, subindo para 7,0% em 2027. Assim, nossas projeções sinalizam uma redução do hiato de desemprego—a diferença entre a taxa efetiva de desemprego e a taxa natural de desemprego—aproximando-o de níveis mais neutros e reduzindo as pressões inflacionárias. Em linha com isso, estimamos a NAIRU em média de 6,6% em 2026 e 6,8% em 2027.

A resiliência dos salários chama atenção. Como mencionado, a massa salarial real encerrou 2025 crescendo em ritmo forte: 6,7% a/a. Embora essa resiliência em si não seja novidade—os salários vêm crescendo em termos reais a um ritmo relevante desde a recuperação pós-pandemia—a reaceleração na margem não era esperada. Ainda não está claro se os fatores por trás desse impulso recente também são outliers ou se refletem uma nova tendência. Assim, reconhecemos um risco de alta no horizonte. Por ora, dado nosso cenário de acomodação do mercado de trabalho, projetamos a massa salarial real crescendo 4,0% a/a em média em 2026 e 2,5% em 2027, retornando à tendência de desaceleração gradual.

Figura 11. Taxas de desemprego e desligamento voluntário (a.s.)

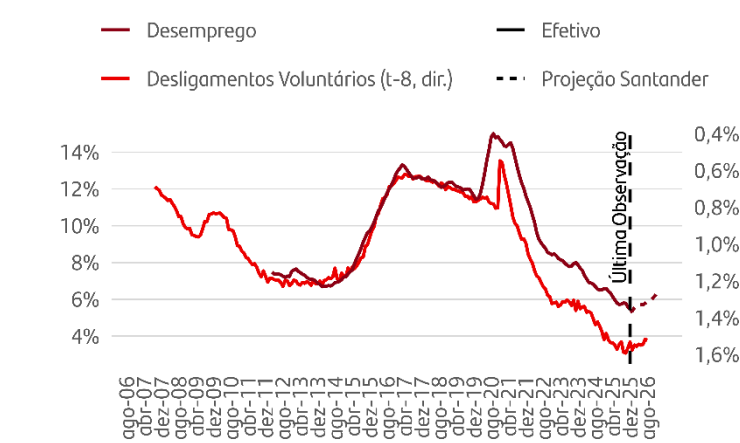


Figura 12. Sumário de Projeções de Mercado de Trabalho

		dez-25	fev-26
Taxa de Desemprego (média)	2025	6,0%	5,9%
	2026	5,9%	5,9%
	2027	6,6%	6,6%
Taxa de Desemprego (fim de ano, a.s.)	2025	5,3%	5,5%
	2026	6,5%	6,3%
	2027	7,0%	7,0%
NAIRU* (média)	2025	7,3%	7,3%
	2026	6,6%	6,6%
	2027	6,8%	6,8%
Massa Salarial Real (acum. 12 meses, % a/a)	2025	6,0%	6,7%
	2026	3,5%	4,0%
	2027	2,5%	2,5%

*taxa de desemprego que não acelera a inflação

Fontes: IBGE, MTE, Santander.

Fontes: IBGE, Santander.

ATIVIDADE – CRÉDITO: Crescimento deve seguir desacelerando

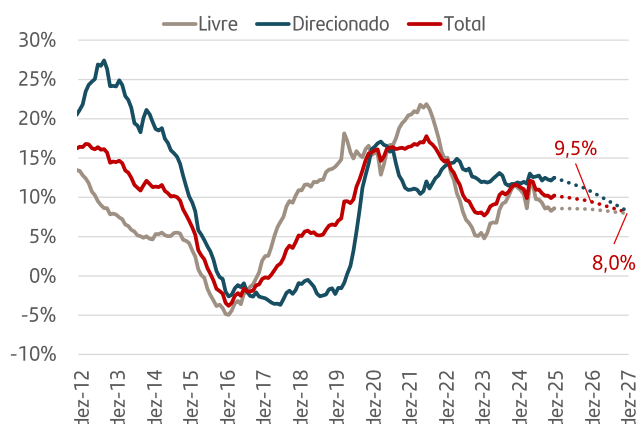
O crescimento do crédito desacelerou ao longo de 2025 em termos nominais e reais—reforçando que a política monetária restritiva foi a principal força contendo a expansão do crédito. Como esperado, o impulso de crédito encerrou o ano mais neutro, sem atuar como freio nem como motor do PIB na margem. À frente, projetamos desaceleração adicional do crescimento do estoque de crédito para 9,5% a/a em 2026 e 8,0% a/a em 2027. A isenção tributária introduzida em 2026 deve sustentar a atividade e ajudar a manter o crescimento real do crédito relativamente estável em 2026, preservando um impulso mais neutro. Projetamos que a taxa de inadimplência em empréstimos livres chegue a 5,8% ao fim de 2026 e 5,6% ao fim de 2027.

O crédito desacelerou em 2025, tanto em termos nominais quanto reais. Enquanto o estoque de empréstimos encerrou 2024 com crescimento de 11,5% a/a (ou 6,4% a/a em termos reais), esse número caiu para 10,2% a/a (5,7% a/a em termos reais) ao fim de 2025. Dado que houve alguns estímulos para novas concessões—mais especificamente, para novos empréstimos consignados para empregados do setor privado—podemos interpretar que os efeitos contracionistas da política monetária restritiva atuaram como o principal vetor para conter o crescimento e levar o crescimento de crédito a patamares um pouco menores. Como projetávamos no início de 2025, essa configuração fez com que o impulso de crédito terminasse o ano com impulso mais neutro, sem atuar como freio nem como motor do crescimento do PIB na margem.

À frente, esperamos que o crescimento do estoque de crédito desacelere para 9,5% a/a ao fim de 2026 (5,5% a/a em termos reais). A política monetária deve permanecer em patamar contracionista. Os consignados para o setor privado devem convergir para um novo estado estacionário, com o fim do choque de oferta mais forte observado nessa modalidade. À medida que salários desaceleram e o emprego enfraquece, a oferta de crédito para as famílias também tende a diminuir. Para as empresas, esperamos uma leve recuperação após o desempenho muito fraco de 2025, embora a maior taxa de inadimplência deva limitar a expansão de novas concessões no segmento. Ainda assim, destacamos que a isenção tributária que entrou em vigor em 2025 provavelmente impulsionará a atividade, permitindo crescimento real do crédito relativamente estável ao longo de 2026 (e mantendo um impulso em patamar ainda neutro). Para 2027, esperamos nova desaceleração do crédito para 8,0% a/a, apesar do afrouxamento da política monetária, dado que a atividade e os salários também devem perder tração.

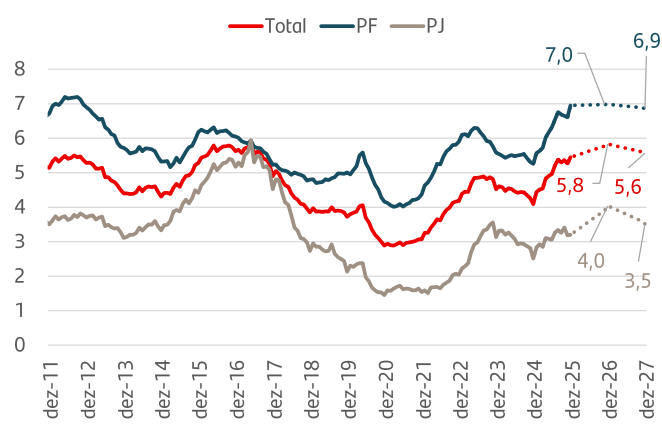
As mudanças regulatórias no início de 2025 permitiram que créditos que antes seriam baixados por prejuízo ainda fossem contabilizados como taxa de inadimplência. Assim, houve muita incerteza quanto à forte alta observada nas taxas de inadimplência ao longo de 2025. Na margem, é difícil distinguir quanto dessa alta pode ser atribuída aos efeitos contracionistas da política monetária e quanto reflete apenas níveis mais elevados decorrentes das mudanças regulatórias. Ainda assim, entendemos que, daqui em diante, as estatísticas devem apresentar dinâmica normalizada, pois não se esperam saltos como o de 2025 na ausência de novas mudanças regulatórias. Assim, projetamos uma taxa de inadimplência em empréstimos livres encerrando 2026 em 5,8% e 2027 em 5,6%.

Figura 13. Crescimento de saldo de crédito (% a/a)



Fontes: BCB, Santander.

Figura 14. Taxas de inadimplência de créditos livres (%)



Fontes: BCB, Santander.

INFLAÇÃO: Um pouco mais de fôlego

Reduzimos nossa projeção de IPCA 2026 para 3,7% (de 3,8%) e mantemos a estimativa para 2027 em 4,0%. A revisão para baixo em 2026 reflete um ambiente de curto prazo mais favorável, marcado pela apreciação cambial e pela dinâmica mais benigna das commodities. Sob essa perspectiva, os riscos baixistas mais do que compensam alguns riscos altistas presentes no horizonte. Para 2027, projetamos inflação mais elevada e maior incerteza, com pressões concentradas nos principalmente nos bens comercializáveis, associadas a câmbio mais depreciado e a eventos climáticos, apenas parcialmente compensadas por desaceleração adicional dos componentes cíclicos.

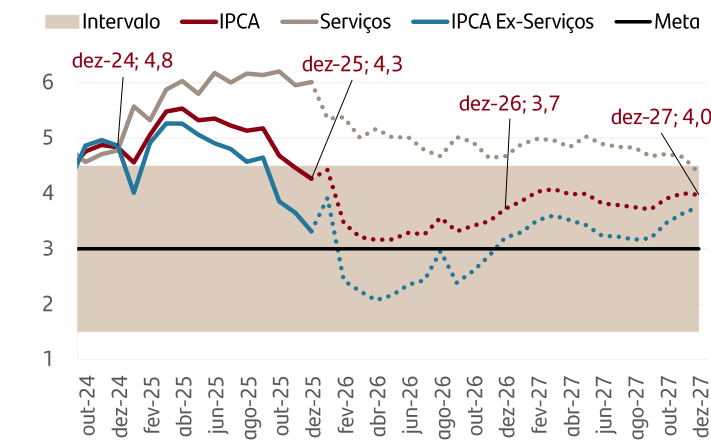
Em 2026, o viés baixista decorre principalmente da melhora recente dos vetores de curto prazo. O câmbio segue apreciado, com impacto relevante sobre os preços de bens comercializáveis, e revisamos marginalmente para baixo a taxa de câmbio média do ano. Esse movimento, combinado com a dinâmica mais favorável das commodities em reais, segue exercendo pressão desinflacionária, especialmente sobre alimentação no domicílio. Além disso, incorporamos o último corte nos preços da gasolina, que ainda não estava refletido em nossas projeções, que reforça o alívio para administrados ao longo do ano. Apesar do cenário mais benigno, permanecem riscos altistas relevantes. Em alimentos, já incorporamos uma trajetória de alta do boi ao longo de 2026, o que limita uma desaceleração mais intensa desse grupo. Em energia, consideramos o acionamento de bandeira tarifária a partir de maio, mas assumimos neutralidade no impacto em dezembro, de modo que o efeito sobre a inflação de final de período é contido.

Nossa projeção para 2026 implica continuidade do processo de desinflação em relação a 2025, quando o IPCA encerrou em 4,26%. Mesmo em um cenário construtivo para bens comercializáveis, esperamos inflação de alimentos mais elevada em 2026, enquanto a inflação de bens industriais deve permanecer próxima ao patamar observado no final de 2025. Assim, a desaceleração adicional da inflação decorre principalmente dos bens administrados e, sobretudo, dos serviços.

A moderação da inflação de serviços reflete, de um lado, os efeitos defasados da política monetária ainda restritiva sobre a atividade econômica e, de outro, a menor inércia inflacionária associada à dinâmica mais benigna da inflação corrente. Nesse contexto, projetamos que a inflação acumulada em 12 meses permaneça próxima da meta ao longo da maior parte de 2026. Caso o risco baixista se materialize, não descartamos a possibilidade de o IPCA convergir para o entorno da meta já em meados do ano.

Para 2027, o cenário é mais incerto. Consideramos a ocorrência de El Niño e um câmbio mais depreciado até o final de 2026, o que gera pressão adicional sobre os preços no ano seguinte. A elevação da inflação em 2027 reflete, em grande medida, um rebote dos bens comercializáveis após um período prolongado de alívio. Por outro lado, para os componentes mais cíclicos, especialmente serviços, esperamos nova desaceleração, em linha com nosso cenário de arrefecimento da atividade econômica e do mercado de trabalho.

Figura 15. Projeção de IPCA (%)



Fontes: IBGE, BCB, Santander.

Figura 16. Variação do IPCA (% anual)

	2026			2027		
	dez-25	fev-26	Δ (p.p.)	dez-25	fev-26	Δ (p.p.)
IPCA	3,8	3,7	-0,08	4,0	4,0	0,00
Preços Livres	3,9	3,7	-0,12	4,2	4,2	0,00
Alimentação no Dom.	4,5	3,8	-0,11	5,6	5,6	0,00
Bens Industriais	2,0	2,2	0,05	3,0	3,0	0,00
Serviços	4,8	4,7	-0,06	4,4	4,4	0,00
Serviços Subj.	5,2	5,1	-0,03	4,8	4,8	0,00
Preços Administrados	3,4	3,7	0,04	3,4	3,4	0,00

Fontes: Santander.

POLÍTICA MONETÁRIA: Recalibração do grau de restrição

O Copom iniciou a transição da estratégia de “manutenção prolongada” para uma fase de calibração da política monetária. A comunicação recente sugeriria algum conforto com a precificação de mercado com um início mais firme dos cortes. Em nosso entendimento, o pano de fundo combina inflação mais benigna, atividade fraca no final de 2025, um repique cíclico no início de 2026 e nova perda de ímpeto até 2027 e continuidade por mais tempo deste ambiente de USD fraco. Nesse contexto, projetamos o início da flexibilização em março, com um corte inicial de 50 pontos-base, e revisamos a Selic terminal de 2026 para 12,00% (de 12,50%). Para 2027, vemos espaço para continuidade do ciclo, levando a taxa a 11,5%, condicionada a algum ajuste nas contas públicas e continuidade do fechamento do hiato do produto. De qualquer forma, o aumento persistente da dívida pública/PIB manteria as expectativas de inflação com prêmio sobre a meta, dificultando juros abaixo do neutro.

O comunicado de janeiro manteve o tom cauteloso, destacando incertezas externas, resiliência do mercado de trabalho e expectativas de inflação ainda acima da meta. Ao mesmo tempo, introduziu uma mudança qualitativa relevante ao afirmar que, em ambiente de inflação menor e com sinais “mais claros” de transmissão da política monetária, a estratégia passa a envolver a calibração do nível de juros. A ata confirmou essa leitura ao não adicionar novos condicionantes nem oferecer qualquer sinalização no sentido de moderar a precificação de mercado quanto ao tamanho do primeiro corte. Essa ausência de ressalvas sugeriria que o Comitê está mais preocupado em preservar a coerência da narrativa do que em ajustar finamente o curto prazo da curva.

No plano da atividade, o diagnóstico do Copom é compatível com nosso cenário. Após um desempenho próximo à estabilidade no PIB no 2S25, projetamos aceleração no 1T26, impulsionada por uma rodada concentrada de estímulo fiscal. Ao longo do restante de 2026, a combinação entre impulso fiscal e início da flexibilização monetária deve sustentar crescimento positivo, ainda que moderado. Para 2027, entretanto, incorporamos um ajuste nas contas públicas no início do próximo ano que, somado à manutenção dos juros reais em níveis restritivos, traria impacto negativo sobre a atividade, levando o crescimento para 1,0% e abrindo um hiato do produto negativo.

A política fiscal permanece como o principal vetor de incerteza. Para 2026, avaliamos como factível o cumprimento da banda do arcabouço, ainda que com necessidade de ajustes marginais. Para 2027, incorporamos cerca de 0,5 p.p. do PIB em medidas de ajuste, o que tende a reforçar o cenário de crescimento baixo e contribuir para a redução das pressões inflacionárias. No mesmo sentido, o mercado de trabalho segue exibindo sinais mistos. Embora o desemprego ainda esteja baixo e os salários resilientes, a criação de empregos formais perdeu fôlego, e indicadores antecedentes como a taxa de desligamentos voluntários já apontam para uma acomodação à frente. A elevação gradual do desemprego deve levar o hiato de emprego em direção a níveis mais neutros. Esse processo tende a aliviar pressões inflacionárias, ainda que a desaceleração salarial deva ser lenta e sujeita a riscos.

Figura 17. Projeções para Taxa Selic (% a.a.)

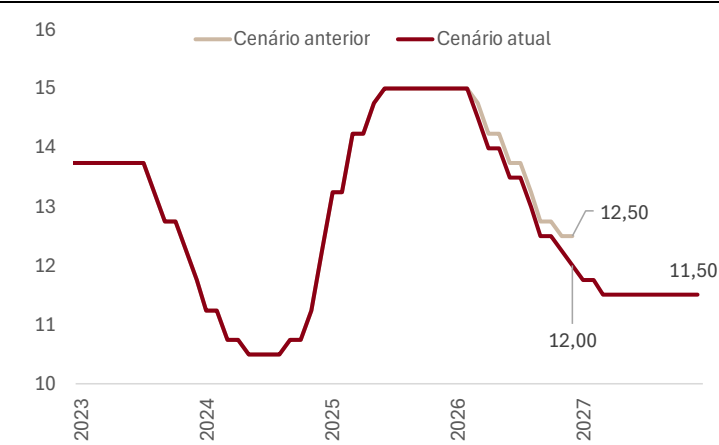


Figura 18. Simulações sobre a taxa Selic de 2027

		Hiato do Produto						
		-0,60	-0,40	-0,20	0,00	0,20	0,40	0,60
IPCA Focus + 18 meses	3,00	9,7	9,8	9,9	10,0	10,1	10,3	10,4
	3,20	10,0	10,1	10,2	10,3	10,4	10,5	10,7
	3,40	10,2	10,4	10,5	10,6	10,7	10,8	10,9
	3,60	10,5	10,6	10,8	10,9	11,0	11,1	11,2
	3,80	10,8	10,9	11,0	11,1	11,3	11,4	11,5
	4,00	11,1	11,2	11,3	11,4	11,5	11,7	11,8
	4,20	11,4	11,5	11,6	11,7	11,8	11,9	12,1
	4,40	11,6	11,8	11,9	12,0	12,1	12,2	12,3
	4,60	11,9	12,0	12,1	12,3	12,4	12,5	12,6
	4,80	12,2	12,3	12,4	12,5	12,7	12,8	12,9
	5,00	12,5	12,6	12,7	12,8	12,9	13,1	13,2

Fontes: Bloomberg, Santander.

Fontes: Santander.

PRINCIPAIS HIPÓTESES DO NOSSO CENÁRIO BASE

Figura 19. Resumo das hipóteses fundamentais do nosso cenário macroeconômico para o Brasil

TEMA	PRINCIPAIS HIPÓTESES
Internacional	○ Mesmo com inflação mais alta, Fed levará em conta mercado de trabalho mais fraco e manter juros estáveis. ○ Normalização gradual das exportações da China levará <i>policymakers</i> a estimular demanda interna, principalmente consumo e setor de serviços, para sustentar crescimento.
Commodities	○ Agrícolas: Um <i>El Niño</i> pode reduzir produtividade em alguns países (ex: Brasil e EUA) em 2026-27. Energia: Balanço de riscos no mercado de petróleo deixa os preços limitados a um intervalo. Metais: Eletrificação, transição energética e expansão de data-centers vai aumentar demanda por metais básicos.
Política Fiscal	○ Os preços das <i>commodities</i> seguem em níveis historicamente elevados, sustentando as receitas do governo. As medidas aprovadas desde 2023 devem gerar um ganho estrutural de receita de cerca de 0,5% do PIB. As metas primárias para 2026 e 2027 permanecem inalteradas. Contenção orçamentária de ~R\$ 15–20 bilhões no 1S26. Não há aumento no programa Bolsa Família. Medidas adicionais de receita provavelmente serão necessárias tanto em 2026 quanto em 2027. A fila de concessões do INSS permanece elevada, com apenas ajustes parciais esperados para 2027 em diante. A partir de 2027, incluímos ajustes fiscais líquidos de cerca de 0,5% do PIB. ○ Medidas para evitar aumento dos precatórios. A fórmula de reajuste do salário-mínimo (IPCA + PIB t-2) permanece vigente, mas sua aplicação deve ser limitada em 2027. As despesas do governo federal devem crescer cerca de 3,5% em termos reais tanto em 2026 quanto em 2027. Reajuste salarial de servidores de ~8% em 2026. O estímulo para-fiscal deve aumentar de forma gradual, podendo chegar a até 1,2% do PIB.
Setor Externo	○ Déficit em conta corrente deve reduzir conforme atividade econômica desacelera, reduzindo importações e saídas nas contas de serviços e de renda. ○ Quantum exportado segue crescendo, melhorando o superavit na balança comercial.
Atividade Econômica	○ A taxa de participação no mercado de trabalho poderá aumentar lentamente, alcançando 62,5% até meados de 2026. ○ A produção agrícola terá uma contribuição neutra para o crescimento do PIB em 2026 e um resultado levemente positivo em 2027. Não esperamos problemas climáticos relevantes que afetem as principais safras.
Inflação	○ Não convergência das expectativas de inflação para a meta; El Niño a partir do final de 2026; alta no preço do boi pelo ciclo pecuário; Brent médio de US\$ 65/barril em 2026 e 2027; bandeira amarela para energia em dezembro de 2026 e 2027.
Política Monetária	○ A taxa de juros real neutra é estimada em 6–6,5% em média, de acordo com diferentes metodologias. ○ O recuo da inflação à frente elevará a taxa real de juros, abrindo espaço para ajustes na taxa nominal. ○ As expectativas de inflação seguirão com prêmio sobre o centro da meta, dificultando juros abaixo do neutro. ○ Juros reais restritivos e algum ajuste fiscal em 2027 levariam o hiato do produto para o campo negativo.

PRINCIPAIS RISCOS

Figura 20. Resumo dos principais riscos em torno de nosso cenário macroeconômico para o Brasil

TEMA	PRINCIPAIS RISCOS
Internacional	○ Riscos positivos (para atividade): impulso fiscal nos EUA pode ser mais forte e ter impactos mais pronunciados sobre a atividade. ○ Riscos negativos (para atividade): Fraqueza maior do mercado de trabalho, levando Fed a reduzir as taxas para níveis mais baixos.
Commodities	○ Riscos altistas (preços): Choques adicionais provenientes de questões geopolíticas (ex: EUA-Irã, Rússia x Ucrânia). A competição global por minerais críticos se intensifica, impulsionando o preço desses metais. ○ Riscos baixistas (preços): Condições monetárias globais mais restritivas, impactando a demanda global por matérias-primas. Mais uma safra robusta em 2026-27. A OPEC+ continua a adicionar barris ao mercado.
Política Fiscal	○ Riscos altistas (resultado fiscal): <i>Commodities</i> mais elevadas com impacto positivo nas receitas. Elasticidade receita/PIB sem arrefecimento. Melhoria estrutural nos resultados fiscais primários. Impacto positivo no sentimento do mercado em relação ao desempenho fiscal. Aprovação de uma contenção orçamentária mais robusta em 2026 e aumento da carga tributária sem impactos negativos. ○ Riscos baixistas (resultado fiscal): Postura de gastos mais expansionista. Ganhos temporários de receita perderem efeito. Aumento acentuado dos estímulos para fiscais. Maior investimento público com menor retorno econômico e social. Legislação que aumenta as medidas para fiscais e o endividamento do setor público.
Setor Externo	○ Riscos positivos (para BRL): (i) aprovação de medidas estruturais para reforçar o quadro fiscal, (ii) recuperação dos preços das <i>commodities</i> nos próximos anos, abrindo espaço para um maior superávit na balança comercial e, conseqüentemente, saldos de conta corrente ainda melhores, (iii) diversificação para mercados emergentes continua. ○ Riscos negativos (para BRL): (i) frustração com medidas fiscais estruturais (levando a saídas de recursos); (ii) uma contração do PIB global reduzindo a demanda por <i>commodities</i>, impactando assim as receitas de exportação.
Atividade Econômica	○ Riscos altistas (para PIB): rendimento real das famílias mais forte do que o esperado e um maior impacto das transferências governamentais sobre o consumo. Novas medidas fiscais e para fiscais. Crescimento potencial acima das nossas estimativas. A resposta do crédito à maior disponibilidade de rendimentos trazida pela isenção do imposto de renda também pode ser maior do que o esperado. ○ Riscos baixistas (para PIB): Política monetária apertada por ainda mais tempo. Problemas climáticos na agropecuária. Queda repentina no mercado de trabalho.
Inflação	○ Riscos altistas (para IPCA): Impacto geopolítico sobre fretes/petróleo; choques climáticos; depreciação do câmbio; mercado de trabalho apertado e atividade aquecida; desancoragem das expectativas de inflação; impulso fiscal. ○ Riscos baixistas (para IPCA): Queda dos preços das <i>commodities</i>; desaceleração global; desaceleração do mercado de trabalho e atividade econômica.
Política Monetária	○ Riscos de alta (para Selic): deterioração adicional do prêmio de risco fiscal; resiliência mais forte do que o esperado da atividade e da inflação subjacente; uma moeda persistentemente mais depreciada. ○ Riscos de baixa (para Selic): anúncio de medidas fiscais que reancorem as expectativas de inflação; início de uma desaceleração mais pronunciada do PIB; uma moeda persistentemente mais apreciada.

PROJEÇÕES: Santander & Consenso

Tabela 1. Evolução das projeções para 2026 desde nossa última revisão de cenário

2026E						
	Consenso			Santander		
	12-dez-25		30-jan-26	19-dez-25		6-fev-26
Inflação - IPCA (%)	4,1	▼	4,0	3,8	▼	3,7
Crescimento do PIB (%)	1,8	▬	1,8	1,5	▬	1,5
Taxa Selic (% , fim do ano)	12,13	▲	12,25	12,50	▼	12,00
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,50	▬	5,50	5,90	▬	5,90
Conta corrente (US\$ bilhões)	-67	▼	-68	-67	▲	-62
Resultado primário (% PIB)	-0,6	▲	-0,5	-0,9	▲	-0,8
Dívida Bruta (% PIB)	83,8	▲	83,9	84,0	▬	84,0

Nota: Com base nos relatórios Focus do Banco Central do Brasil.

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

Tabela 2. Evolução das projeções para 2027 desde nossa última revisão de cenário

2027E						
	Consenso			Santander		
	12-dez-25		30-jan-26	19-dez-25		6-fev-26
Inflação - IPCA (%)	3,8	▬	3,8	4,0	▬	4,0
Crescimento do PIB (%)	1,8	▬	1,8	-		1,0
Taxa Selic (% , fim do ano)	10,50	▬	10,50	-		11,50
Taxa cambial (R\$/US\$, fim do ano)	5,50	▬	5,50	6,00	▬	6,00
Conta corrente (US\$ bilhões)	-65	▬	-65	-43	▬	-43
Resultado primário (% PIB)	-0,4	▬	-0,4	-0,6	▼	-0,7
Dívida Bruta (% PIB)	87,2	▲	87,3	87,8	▲	88,7

Nota: Com base nos relatórios Focus do Banco Central do Brasil.

Fontes: Banco Central do Brasil, Santander.

LatAm Economics

Antonio García Pascual	Global Chief Economist	antonio.garciapascual@gruposantander.com
Juan Pablo Cabrera	Head of LatAm Macro & Strategy & Chile Macro Strategist	jcabrera@santander.cl
Rodrigo Park	Chief Economist – Argentina	rpark@santander.com.ar
Ana Paula Vescovi	Chief Economist – Brazil	anavescovi@santander.com.br
Guillermo Aboumrad	Chief Economist – Mexico	gjaboumrad@santander.com.mx
Cristian Cancela	Economist – Argentina	ccancela@santander.com.ar
Mariela Díaz Romero	Economist – Argentina	mdiazromero@santander.com.ar
Agustín Fabbriatore	Economist – Argentina	afabbriatore@santander.com.ar
Adriano Valladao Ribeiro	Economist – Brazil – Inflation	adriano.ribeiro@santander.com.br
Ana Julia Costa	Economist – Brazil – Special Projects	ana.silveira.costa@santander.com.br
Felipe Kotinda	Economist – Brazil – Commodities / External Sector	felipe.kotinda@santander.com.br
Gabriel Couto	Economist – Brazil – Activity	gabriel.couto@santander.com.br
Gilmar Lima	Economist – Brazil – Credit / Regulatory Matters	gilmar.lima@santander.com.br
Henrique Danyi Correia	Economist – Brazil – Activity / Modeling	henrique.danyi@santander.com.br
Ítalo Franca	Economist – Brazil – Fiscal Policy	italo.franca@santander.com.br
Marco Antonio Caruso	Economist – Brazil – Monetary Policy	marco.caruso@santander.com.br
Matheus de Pina Chaves	Economist – Brazil – Special Projects	matheus.chaves@santander.com.br
Rodolfo Pavan	Economist – Brazil – Special Projects	rodolfo.almeida@santander.com.br
Tomás Nóbrega	Economist – Brazil – Global Economics	tomas.nobrega@santander.com.br
Tomas Urani	Economist – Brazil – Global Economics	tomas.urani@santander.com.br
Sebastián Rojas	FX & Rates Strategist – Chile	sebastian.rojas@santander.cl
Rafael García Tinajero	Economist – Mexico	rafagarcia@santander.com.mx
Cristian Fernández	Economist – Mexico	cjfernandez@santander.com.mx
Arturo Ramírez	Economist – Mexico	luisramirezre@santander.com.mx
Sergio Cruz Raad	Economist – Colombia	sergio.cruz@santander.com.co

SIEQ <GO>

Pages SISEMA through SISEMZ

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui relatório de análise para os fins da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Seu único propósito é fornecer informações macroeconômicas e não constitui, nem deve ser interpretado como, uma oferta ou solicitação de oferta para compra de valores mobiliários. Pode conter informações sobre eventos futuros, e essas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores além de nossa capacidade de controlar ou estimar com precisão, como condições de mercado, ambiente competitivo, variações cambiais e de inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais, e outros fatores que podem diferir materialmente dos projetados. As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Embora todas as medidas razoáveis tenham sido tomadas para garantir que as informações aqui contidas não sejam incertas ou enganosas no momento de sua publicação, a integridade, confiabilidade, completude ou precisão dessas informações não é garantida. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste material refletem única e exclusivamente nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem aviso prévio, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas no momento de sua emissão, conforme estabelecido neste documento.

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes decorrentes do uso deste relatório. Este material não considera os objetivos, a situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Investidores potenciais devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação de investir em títulos, outros investimentos ou estratégias de investimento discutidas neste documento, e devem compreender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Ao acessar este material, você declara e confirma que entende os riscos relacionados aos mercados abordados neste documento e às leis da sua jurisdição sobre a prestação e venda de produtos de serviços financeiros. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter essas informações para seu uso exclusivo. Reservamo-nos o direito de comprar ou vender os títulos mencionados a qualquer momento. Essas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como uma garantia de desempenho futuro. O Banco Santander (Brasil) S.A. não tem a obrigação de publicar qualquer revisão ou atualização dessas projeções e estimativas diante de eventos ou circunstâncias que possam ocorrer após a data deste documento. Qualquer destinatário deste relatório nos EUA (exceto um corretor-dealer registrado ou um banco atuando como corretor-dealer) que deseje realizar qualquer transação em qualquer título aqui discutido deve entrar em contato e realizar as ordens nos Estados Unidos com a Santander US Capital Markets LLC, que, sem de forma alguma limitar o exposto anteriormente, assume a responsabilidade (somente para os fins e dentro do significado da Regra 15a-6 da Lei de Valores Mobiliários dos EUA de 1934) por este relatório e sua disseminação nos Estados Unidos. Este relatório não se destina à distribuição a qualquer pessoa que não seja um investidor profissional, e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio e autorização expressa do Banco Santander (Brasil) S.A.

© 2025 por Banco Santander (Brasil) S.A. Todos os direitos reservados.