

# Pesquisa Macroeconômica

## Brasil – Visão Macro

### Fevereiro de 2026

Mansueto Almeida  
Economista-chefe  
mansueto.almeida@btgpactual.com  
+55 11 3383-9856

Tiago Berriel  
Head de Pesquisa Macro  
tiago.berriel@btgpactual.com  
+55 11 3383-1382

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

Samuel Pessoa  
samuel.pessoa@btgpactual.com  
+55 11 3089-8209

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

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

Francisco Lopes  
francisco.lopes@btgpactual.com  
+55 11 3383-6989

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

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

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



## Relatório Macro Mensal

## Fevereiro de 2026

**Resumo - Externo favorável e cortes graduais com política monetária ainda restritiva**

**Impulsionado por expansão de crédito e crescimento dos salários, consumo se mostra mais forte no final do ano e nos leva a revisar o crescimento do PIB de 2,2% para 2,3% (de +0,0% para +0,1% no 4T25).** Instabilidade nos indicadores de inadimplência turvam o cenário de crédito e, conseqüentemente, a dinâmica do consumo para o início de 2026. Nesse aspecto, o viés para o nosso cenário de curto prazo é de alta para o consumo, motivado por reaceleração no crédito.

**Nossas projeções para o IPCA de 2026 e 2027 seguem mantidas em 4,1% e 3,8%, respectivamente.** O resultado do IPCA-15 de fevereiro apresentou desvio significativo em relação ao nosso cenário, porém, vai na direção da nossa projeção que está acima do mercado e retira o viés baixista do nosso número. Adiante, os fundamentos apontam para resiliência da inflação de serviços e continuidade do comportamento benigno de bens industriais.

**Início de 2026 marcado por forte entrada de dólares para o País.** A realocação global de portfólios em favor de emergentes resultou no melhor fluxo financeiro no Brasil para o mês de janeiro desde 2012. O Brasil foi o segundo principal destino EM de investimentos para carteira. O superávit comercial segue em aceleração moderada e projetamos alta para US\$75 bilhões em 2026, sustentado por maior produção de commodities, moderação das importações e diversificação de mercados. O déficit em transações correntes encerrou 2025 em 3,0% do PIB e deve recuar para 2,7% em 2026, com financiamento mais do que suficiente via IDP. O real apreciou no início do ano, beneficiado por dólar globalmente mais fraco e retomada de fluxos para emergentes, mas mantemos projeção de R\$5,20/US\$ no fim de 2026, diante da incerteza fiscal e política no horizonte eleitoral.

**O setor público registrou déficit primário de R\$55 bilhões em 2025, equivalente a 0,4% do PIB.** O governo central respondeu por déficit de R\$58,7 bilhões, enquanto os governos regionais apresentaram superávit de R\$9,5 bilhões e as estatais, déficit de R\$5,9 bilhões. Apesar do resultado negativo, o governo central cumpriu a meta após as exclusões permitidas, beneficiado por arrecadação mais forte, com destaque para tributos ligados ao mercado de trabalho e aos rendimentos financeiros, além da majoração do IOF e de receitas extraordinárias. O déficit nominal ficou em 8,3% do PIB, e a dívida bruta subiu de 76,3% para 78,7% do PIB. Para 2026, projetamos novo cumprimento da meta, mesmo com premissas de receita mais conservadoras do que as do Orçamento. Ainda assim, a dívida deve seguir pressionada, alcançando 81,7% do PIB.

**Calibração em curso; início do ciclo em março com corte de 50 pb.** Na reunião de janeiro, o Copom sinalizou o início do ciclo de flexibilização em março, e a comunicação subsequente consolidou a leitura de corte inicial de 50 pb. O ambiente externo relativamente mais benigno para emergentes, a desaceleração gradual da atividade doméstica e a trajetória de desinflação – ainda que com serviços resilientes – são compatíveis com o início dos cortes, preservando a política monetária em território restritivo. Projetamos, portanto, corte de 50 pb em março, com manutenção do ritmo gradual nas reuniões subsequentes e Selic convergindo para 12% ao fim de 2026.

**DISCLAIMERS PERTINENTES A ESTE RELATÓRIO INICIAM NA PÁGINA 19**

Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com a(s) companhia(s) coberta(s) neste relatório. Por esta razão, investidores devem estar cientes de eventuais conflitos de interesse que potencialmente possam afetar os objetivos deste relatório. Investidores devem considerar este relatório apenas como mais um fator no processo de tomada de decisão de seus investimentos. Qualquer Cidadão Norte-Americano Especificado como US Person(USP) que receber este relatório e desejar realizar uma operação com valores mobiliários analisados neste relatório, deverão fazê-lo com o BTG Pactual US Capital, LLC - 212-293-4600, 601 Lexington Avenue, 57º andar, Nova York NY 10022.

**Tabela 1: Histórico das mudanças nas projeções em relação aos últimos valores**

	2026					2027				
	PIB Real	IPCA	Taxa Selic	Câmbio	Res. Primário - Gov. Central	PIB Real	IPCA	Taxa Selic	Câmbio	Res. Primário - Gov. Central
	(% a/a)	(% a/a)	(% p.a.)	(R\$/US\$)	(R\$bi)	(% a/a)	(% a/a)	(% p.a.)	(R\$/US\$)	(R\$bi)
<b>Anterior</b>	1.70	4.10	12.00	5.20	-57.5	1.50	3.80	10.50	5.10	-70.3
<b>Atual</b>	<b>1.70</b>	<b>4.10</b>	<b>12.00</b>	<b>5.20</b>	<b>-50.0</b>	<b>1.50</b>	<b>3.80</b>	<b>10.50</b>	<b>5.10</b>	<b>-37.0</b>

Fonte: BTG Pactual

## Sumário Executivo

A suprema corte americana declarou ilegais as alíquotas discriminatórias de importação estabelecidas de forma discricionária sob a justificativa de insegurança nacional. Trata-se do primeiro sinal claro de que as instituições impõem limites ao poder discricionário do presidente – um indicativo positivo de saúde institucional. A reação do Executivo, no entanto, foi elevar de forma generalizada as alíquotas de importação, mantendo o tema tarifário como fonte relevante de incerteza.

A economia americana permanece operando próxima ao pleno emprego. – a atividade mais fraca do quarto trimestre refletiu, sobretudo, a menor contribuição do setor público à demanda agregada em função do shutdown, um fator que tende a se reverter no início de 2026. Ao mesmo tempo, tornam-se mais visíveis os sinais de repasse tarifário para a inflação.

Em um ambiente no qual a IA aparece ainda como categoria de demanda – pressiona o investimento e o consumo das famílias pelo efeito riqueza da elevação do valor em bolsa das empresas – o espaço para reduções adicionais da taxa de juros parece limitado. Assim, se houver cortes adicionais, esperamos que fiquem concentrados no último trimestre do ano.

A dinâmica cíclica da economia americana não tem alterado o processo estrutural de realocação de portfólio em direção aos países emergentes – processo que tem causado um enfraquecimento do dólar e movimento de ativos para países emergentes.

No Brasil, janeiro registrou a maior entrada de dólares no segmento financeiro dos últimos 13 anos para o mês. Além disso, há uma melhora da balança comercial fruto da desaceleração das importações e da elevação das exportações, principalmente de petróleo. As importações têm respondido à desaceleração da atividade. Ao longo do ano a melhora da balança comercial deverá reduzir o déficit de transações correntes de 3% do PIB, fechamento de 2025, para 2,7%.

Na atividade doméstica, o 4T25 apresentou alguma aceleração, em relação ao trimestre anterior, em função do crédito. O crescimento de 2025 deve ter fechado em 2,3%, ligeiramente acima da nossa projeção anterior (2,2%). O elevado comprometimento da renda das famílias, com o pagamento de juros e amortização de suas dívidas, combinado ao aumento da inadimplência, reforçam nosso cenário de desaceleração da demanda ao longo do ano.

Em relação ao cenário inflacionário, mantemos a projeção de IPCA em 4,1% em 2026. O resultado do IPCA-15 de fevereiro foi claramente negativo, tanto no headline quanto na composição: os serviços subjacentes vieram bem acima do esperado, média dos cinco núcleos acelerou de forma disseminada, os bens industriais seguiram com dinâmica ruim. O resultado sugere serviços persistentemente elevados ao longo do ano, em patamar acima do compatível com a meta. Ademais, o dado tende a interromper revisões baixistas para 2026 e reforça a manutenção da projeção de 3,8% para 2027, horizonte mais relevante para o Banco Central.

---

*A política monetária tem sido calibrada para compensar o impulso fiscal. Em 2025, houve contração fiscal, o que contribuiu de forma importante para a desaceleração da economia. A meta de primário foi atingida com alguma folga, com surpresas positivas na receita compensando o crescimento do gasto. Para 2026, esperamos novo cumprimento da meta, mas com política fiscal levemente expansionista, já que o crescimento do gasto primário deve superar o observado no ano anterior.*

*A política monetária, em terreno muito contracionista, compensará a leve elevação da taxa de crescimento do gasto primário, bem como medidas adicionais – como o crédito consignado lastreado na folha salarial e a mudança da tabela do IRPF – que elevarão a demanda ao longo do ano. O delicado equilíbrio entre a oferta e a demanda permitirá um ciclo de queda da taxa Selic, que deve se iniciar em março. A queda da taxa básica de juros não alterará a postura da política monetária, que deve permanecer em terreno contracionista por todo o ano.*

*Mansueto Almeida*

## Internacional - Tarifas, presidência do Fed, mercado de trabalho e inflação dão o tom do início de 2026

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

Nos Estados Unidos, após meses marcados por sinais de deterioração do mercado de trabalho e poucos indícios de repasse tarifário, os primeiros dados de 2026 passaram a contar uma história distinta. A indicação de Kevin Warsh para a presidência do Fed e a decisão da Suprema Corte reduziram parte das incertezas de curto prazo, ainda que abram espaço para novos questionamentos adiante.

**No ambiente macroeconômico, o relatório de emprego de janeiro surpreendeu positivamente e trouxe sinais incipientes de estabilização do mercado de trabalho.** O setor privado criou 172 mil postos no mês, forte aceleração frente aos 64 mil registrados em dezembro e, sobretudo, em relação à média de 30 mil vagas mensais observada ao longo de 2025. No mesmo período, a taxa de desemprego recuou para 4,28%,

**No campo inflacionário, o repasse tarifário torna-se cada vez mais evidente.** O Core CPI de janeiro reforçou a percepção de pressão nos bens. Segundo nossas estimativas, o núcleo de bens associado ao repasse tarifário avançou 0,38% no mês, contraste relevante frente à alta de apenas 0,04% no núcleo de bens agregado, que foi impactado pela forte deflação nos preços de carros usados.

Além disso, enquanto o núcleo do CPI mostra desaceleração mais clara, atingindo 2,5% a/a em janeiro, o núcleo do PCE permanece mais pressionado, em 3,0% a/a, refletindo sobretudo as pressões em serviços financeiros, que sobem 6,39% a/a e respondem por 9,1% do núcleo, além de serviços de recreação, com alta de 4,64% a/a. Para o PCE de janeiro, projetamos elevação de 0,42% m/m, leitura mais pressionada do que os 0,29% m/m observados no CPI no mesmo mês.

**Na esfera do crescimento,** projetamos expansão do PIB em torno de 2,5% em 2026. Do ponto de vista da composição, o consumo deve seguir como principal motor da atividade. No primeiro semestre, a demanda das famílias deve receber impulso adicional relevante decorrente do pagamento de restituições elevadas de imposto de renda. Ao mesmo tempo, o investimento continua sustentado pela expansão da infraestrutura associada à inteligência artificial. Além do impacto direto sobre o investimento em software, equipamentos e P&D, os efeitos indiretos do ciclo de AI seguem se materializando por meio da valorização dos ativos financeiros, com impacto positivo sobre a riqueza das famílias, e do conseqüente afrouxamento das condições financeiras.

Nesse contexto, a etapa final do ciclo de política monetária tende a ser conduzida com maior cautela. O Fed inicia 2026 operando próximo à taxa neutra, com riscos inflacionários e atividade resiliente. Adicionalmente, a última minuta do FOMC trouxe mudança relevante de tom dentro do comitê. Parte dos membros defendeu ajustes na comunicação para manter aberta a possibilidade de alta na taxa básica de juro caso a inflação se mostre mais persistente do que o antecipado.

Assim, diante dos dados recentes, esperamos dois cortes adicionais apenas no último trimestre do ano, com risco de que o Fed opte por manter a taxa inalterada ao longo de todo o ano.

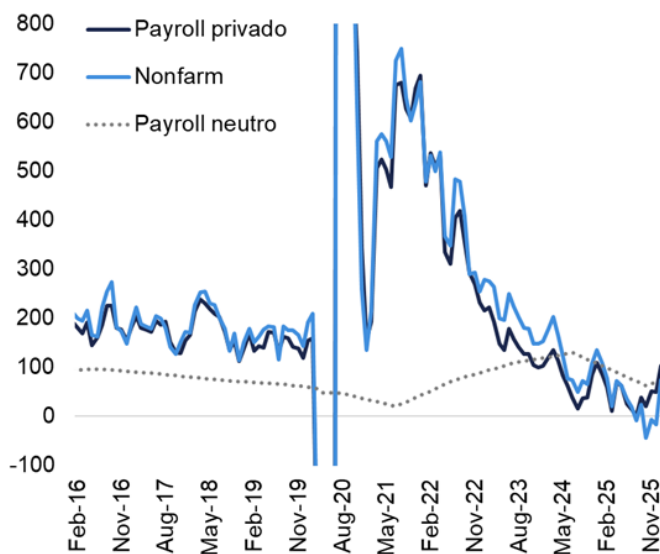
**Na esfera tarifária, a Suprema Corte decidiu contra a Casa Branca ao determinar que as tarifas implementadas com base na IEEPA não podem ser mantidas.** Como resposta, a administração anunciou o uso da Seção 122 para aplicar tarifas universais de 10% por 150 dias, em substituição às que foram revogadas, enquanto conduz investigações sob as seções 301 e 232. A decisão e a reação da Casa Branca já estavam no nosso cenário base e alteram pouco a tarifa efetiva média americana. Ainda assim, duas conclusões são relevantes. Primeiro, Trump perde parte do poder de barganha associado à ameaça de elevação tarifária imediata.

Segundo, países que vinham enfrentando tarifas discricionárias mais elevadas, como Brasil, Índia, China e Indonésia, tendem a recuperar competitividade relativa no mercado americano.

Na Ásia, com a tradicional paralisação dos principais indicadores chineses no primeiro bimestre devido ao Ano Novo Lunar, o Japão assume o protagonismo. A coalizão governista liderada pela primeira-ministra Sanae Takaichi obteve vitória histórica no Parlamento. O Partido Liberal Democrático conquistou 316 assentos e, junto ao Partido da Inovação, que obteve 36 cadeiras, alcançou 352 assentos na Lower House, configurando a maior maioria da história recente.

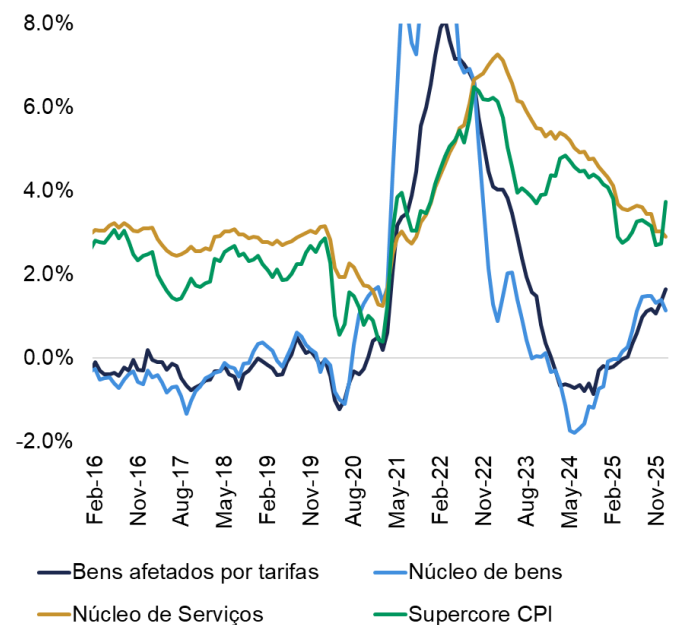
Com essa supermaioria, mesmo sem deter controle da Upper House, a coalizão passa a ter maior capacidade de aprovar projetos por meio da Lower House, o que tende a facilitar a implementação da agenda econômica do governo. Entre as principais propostas estão a redução do imposto sobre alimentos de 10% para zero por dois anos e a ampliação dos gastos com defesa. A agenda também contempla mudanças nos controles de exportação de bens militares, potencialmente ampliando os incentivos para que a indústria de defesa japonesa busque novos mercados externos. As medidas de viés mais expansionista do ponto de vista fiscal devem contribuir para a continuidade do ciclo de alta de juros pelo Banco do Japão, cuja taxa básica está atualmente em 0,75% e deve avançar gradualmente para a faixa próxima ao nível neutro, estimado entre 1,25% e 1,5%.

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



Fonte: BLS e BTG Pactual

**Gráfico 2: Componentes CPI EUA**



Fonte: BLS e BTG Pactual

## Atividade Econômica - Instabilidade nos indicadores de inadimplência turvam o cenário de consumo para o início de 2026

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

**Revisão altista para 2025 (de +2,2% para 2,3%) e manutenção para 2026 (+1,7%).** Desde nosso último relatório, os dados de atividade econômica nos surpreenderam para cima: no setor industrial, a produção extrativa (+7,0% a/a vs +4,0% a/a esperado) e a fabricação de produtos farmacêuticos (+28,6% a/a vs +4,6% a/a esperado) contribuíram para uma queda menor (-1,2% m/m a.s.) do que o esperado em dezembro (-2,5% m/m a.s.). A queda de 1,2% m/m (a.s.) nas vendas no varejo também foi menor do que o esperado (-1,3% m/m a.s.), impulsionada pelo crescimento de 31,1% a/a nas vendas de materiais de escritório & informática (vs +9,4% a/a esperado). Além disso, apesar do volume de serviços abaixo do esperado (-0,4% m/m vs +0,5% m/m esperado), os serviços tipicamente demandados pelas famílias surpreenderam para cima em dezembro e sofreram revisão altista relevante em novembro (de -1,0% a/a para -0,1% a/a), fechando o 4T25 com crescimento robusto de 1,1%, após queda acumulada de 1,0% nos três primeiros trimestres de 2025. Por fim, o indicador mensal de atividade econômica do Banco Central (IBC-Br) também mostrou números acima do esperado no setor agropecuário e industrial, sugerindo números melhores na construção civil e no setor de energia & saneamento. Assim, nossa projeção de estabilidade do PIB no 4T25 foi revisada para cima (+0,1% t/t a.s. e +1,7% a/a), com o PIB crescendo 2,3% em 2025 (revisado de 2,2%).

Entendemos que três fatores estão por trás da surpreendente resiliência do consumo no final de 2025: expansão de crédito, crescimento dos salários e expectativa de ganhos adicionais de renda a partir dos impulsos já anunciados pelo governo para 2026.

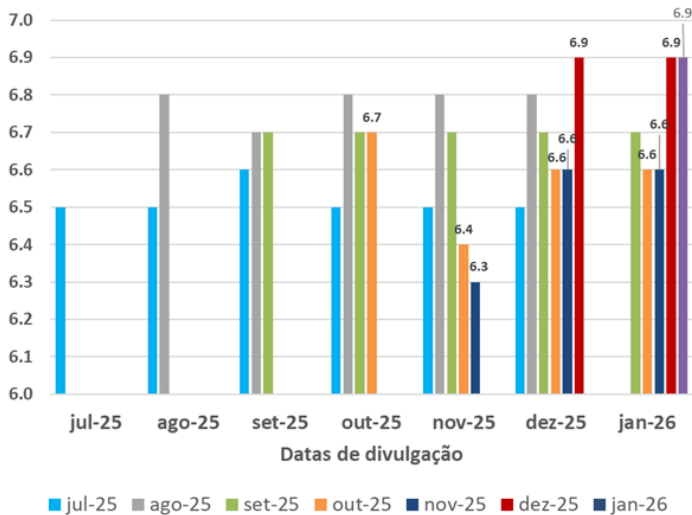
A grande dúvida para o cenário prospectivo recai sobre o comportamento da oferta de crédito, que segue resiliente mesmo com a forte elevação do comprometimento de renda das famílias com pagamento de juros, um importante previsor para a inadimplência. Fatores estruturais no setor financeiro, como um ambiente competitivo mais acirrado, redução de custos com a economia digital e incentivos tributários para o mercado de capitais, parecem ter reduzido a potência da política monetária pelo canal do crédito.

Vale destacar um ponto que tem nos chamado atenção e tornado o cenário para o crédito mais incerto do que o usual: revisões relevantes nos dados de inadimplência a partir de outubro (ver Gráfico 3). Além da incerteza em relação aos efeitos do aperto monetário sobre os riscos para o setor bancário, a instabilidade do indicador de inadimplência gera alterações relevantes na nossa medida de impulso de crédito, que mede o fluxo de pagamentos entre as famílias e o setor bancário, um fator importante para nossas projeções de consumo. Quando há uma revisão para maior da inadimplência significa que diversas famílias deixaram de pagar o serviço e a amortização de suas dívidas, e, conseqüentemente, sobram mais recursos para gastos com consumo. Após as revisões altistas para a inadimplência reportadas nos dados de crédito de dezembro, nosso indicador de impulso de crédito passou para zona expansionista, que não acontecia desde o final de 2024 (ver Gráfico 4). Esse dado é consistente com o crescimento dos indicadores de consumo na margem.

Quanto ao mercado de trabalho, os dados do Caged de dezembro devolveram os números surpreendentemente fortes reportados a partir de setembro, realinhando os dados aos números mais fracos de geração de ocupações da Pnad-C e à trajetória de desaceleração da atividade econômica observada desde o início do 2T25. Contudo, a forte reaceleração dos salários a partir de outubro sinalizam que a fraqueza na criação de empregos tem mais relação com a elevada restrição de oferta no mercado de trabalho, sendo um fator de preocupação para a condução da política monetária.

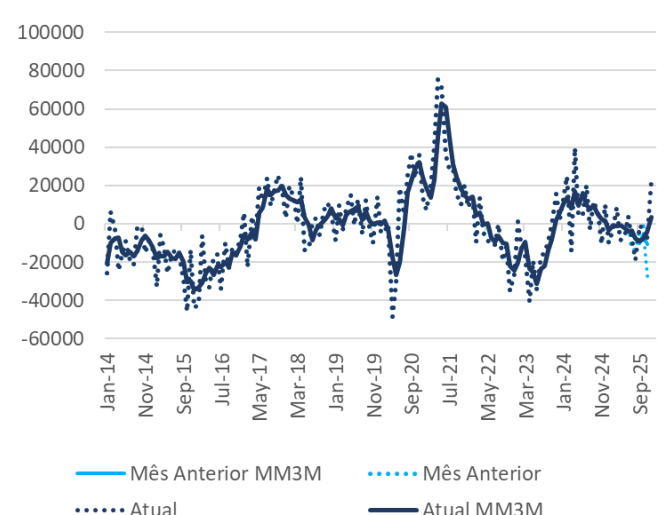
Com os diversos programas de estímulo já anunciados pelo governo, a renda (líquida de impostos) tende a se manter resiliente no curto prazo, podendo gerar desequilíbrios setoriais ainda maiores, caso o custo de capital continue pressionado por mais tempo. Ou seja, enquanto setores mais intensivos em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

**Gráfico 3: Revisões recentes na inadimplência dificultam a leitura sobre crédito**



Fonte: BCB e BTG Pactual

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



Fonte: BCB e BTG Pactual

## Inflação - Projeções permanecem inalteradas, com surpresa altista em fevereiro

Samuel Pessoa • samuel.pessoa@btgpactual.com • +55 11 3089 8209  
 Pedro Oliveira • pedro-h.oliveira@btgpactual.com • +55 11 3383 9167

A dinâmica inflacionária no último mês evoluiu pior do que o esperado, mas mantemos não alteramos nossa projeção do ano que segue acima do mercado. O IPCA-15 de fevereiro — dado mais recente disponível — avançou 0,84% m/m (4,10% a/a), ante nossa projeção e da mediana do mercado (ambas em 0,56% m/m). A surpresa altista frente à nossa estimativa foi espalhada, com destaque para serviços. Qualitativo também foi pior do que o esperado, com deterioração dos núcleos.

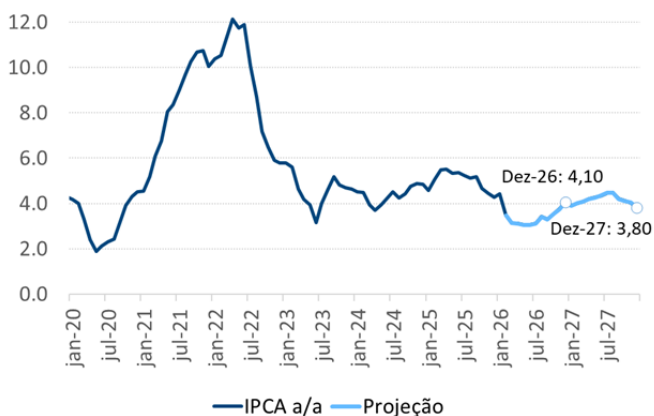
Sob a ótica qualitativa, resultado foi pior do que o esperado, apesar de ter sido concentrado em itens mais voláteis. Os segmentos comercializáveis — bens industriais e alimentação no domicílio — seguem apresentando comportamento benigno, beneficiados pela apreciação cambial. A inflação de alimentos permanece contida, especialmente considerando a sazonalidade típica dos meses de verão. Já os bens industriais, embora ainda comportados, mostraram aceleração não desprezível. No caso de serviços, a inflação continua elevada, sobretudo nos componentes mais sensíveis ao mercado de trabalho, mas as principais medidas de núcleo apresentaram aceleração na margem, em termos dessazonalizados.

**A inflação de serviços permanece em patamar elevado, com alguma deterioração dos núcleos.** A medida dessazonalizada acumulada em três meses e anualizada (3M SAA) do núcleo mais amplo de serviços subjacentes recuou de 5,2% em janeiro para 5,1% em fevereiro, segundo nosso ajuste sazonal. Importante destacar que o esperado era uma desaceleração na direção de 4,4%, surpreendendo negativamente nós e ao mercado. O núcleo mais restrito de serviços intensivos em trabalho também desacelerou, de 8,2% para 7,4%, permanecendo, contudo, em nível bastante elevado.. Em contrapartida, a média das cinco medidas de núcleo acompanhadas pelo Banco Central avançou de 4,0% para 4,3%, refletindo aceleração generalizada.

**Desde o último relatório, as principais fontes de incerteza segue sendo o ambiente externo.** O risco de recrudescimento do conflito no Oriente Médio elevou o preço do Brent para acima de USD 70 por barril. Uma eventual escalada poderia levar o petróleo a níveis substancialmente superiores, adicionando riscos altistas relevantes ao cenário inflacionário, por meio de custos energéticos mais elevados e possíveis efeitos de segunda ordem ao longo da cadeia produtiva. Por outro lado, a fraqueza do dólar tem contribuído para a apreciação do BRL. Nesse contexto, o balanço de riscos externos tornou-se mais incerto.

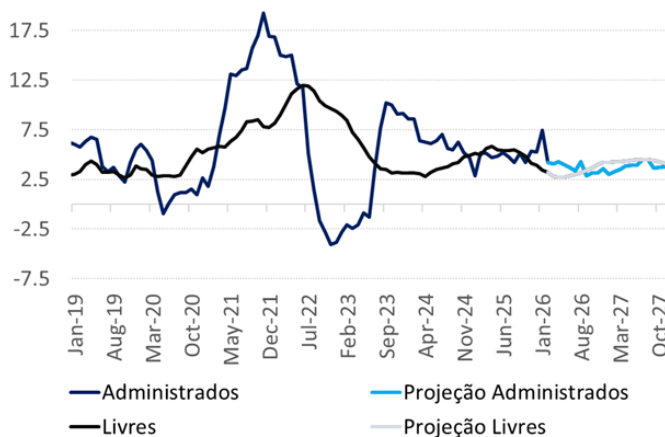
**Mantemos nossas projeções para o IPCA em 4,1% em 2026 e 3,8% em 2027.** Embora o cenário de médio prazo permaneça inalterado, promovemos ajustes pontuais no curto prazo, à luz de indicadores coincidentes recentes. A principal alteração foi uma revisão altista no IPCA de fevereiro, refletindo os itens que vieram mais alto no IPCA-15 e repetem para o fechado. Apesar da elevação recente do petróleo, avaliamos que os preços da gasolina praticados pela Petrobras seguem compatíveis com a paridade internacional e, neste momento, não incorporamos reajustes adicionais. À frente, seguirá sendo crucial acompanhar a evolução da atividade e, sobretudo, do mercado de trabalho, para avaliar a consolidação do processo de desinflação esperado.

**Gráfico 5: IPCA acumulado em 12 meses (% , efetivo vs. projeção)**



Fonte: IBGE e BTG Pactual

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



Fonte: IBGE e BTG Pactual

## Setor Externo - Fluxo favorável para o Brasil no início de 2026

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

**Entrada de dólares pelo segmento financeiro atinge maior nível para janeiro em 13 anos.** Em janeiro, o fluxo cambial foi positivo em US\$5,1bilhões, com a entrada de US\$6,2bilhões do segmento financeiro mais do que compensando a saída de US\$1,1bilhão do segmento comercial. O resultado do segmento financeiro foi o melhor para um mês de janeiro desde 2012. Esse movimento reflete a realocação global de portfólios no início de 2026, com redução da exposição a ativos americanos e maior alocação em ativos de mercados emergentes (EM), o que tem beneficiado moedas como o real.

O fluxo de investimento em carteira para emergentes totalizou US\$ 99 bilhões em janeiro de 2026<sup>1</sup> – recorde da série (iniciada em 2005). O fluxo foi predominantemente para renda fixa (72% do total), mas houve entrada relevante também para ações (US\$ 27 bilhões). Por região, houve maior concentração na Ásia emergente (US\$ 37 bilhões) e na América Latina (US\$ 30 bilhões); **em equities, a América Latina liderou (US\$ 12 bilhões – 43% do total) e, em renda fixa, foi o 2º principal destino (US\$ 18 bilhões – 25% do total)**. No recorte por país, **o Brasil foi o 2º principal destino em equities<sup>2</sup>** do mundo (US\$5bi), respondendo por ~18% do fluxo de ações para EM e ~42% do fluxo para a América Latina.

**Superávit comercial aumentará para US\$75 bilhões em 2026.** O saldo da balança comercial acelerou a partir do 4T25, encerrando 2025 em US\$68bilhões e totalizando US\$70bilhões no acumulado em 12 meses até janeiro de 2026. A aceleração do saldo comercial na margem decorre da combinação de maior dinamismo das exportações e moderação das importações – movimento que esperamos que se prolongue ao longo deste ano. Para 2026, projetamos aumento do superávit para US\$ 75 bilhões, em função de: (i) desaceleração das importações; (ii) maior produção de commodities, com destaque para o petróleo; (iii) novos mercados de destino. A elevação de tarifas às importações brasileiras pelos EUA acelerou o processo de diversificação das exportações. Com a posterior redução das tarifas, a demanda americana voltou a se recuperar, mas os mercados adicionais já abertos passaram a absorver parcela relevante da produção.

**Déficit em transações correntes: sinais iniciais de acomodação na margem.** O déficit em transações correntes de dezembro veio bem abaixo das expectativas de mercado, em parte porque não se materializou a saída expressiva de lucros e dividendos que se antecipava. Com isso, o déficit encerrou 2025 em 3,0% do PIB (US\$ 69 bilhões), praticamente estável em relação a 2024. Na margem, seguimos observando acomodação das importações e das despesas líquidas com serviços.

Com o aumento do superávit comercial e a moderação das despesas com serviços, projetamos redução do déficit em transações correntes para 2,7% do PIB em 2026, frente aos 3,0% de 2025. A convergência para um patamar abaixo de 2,5% do PIB nos anos seguintes dependerá da consolidação fiscal, que tenderia a reduzir a absorção doméstica e aliviar simultaneamente a pressão sobre o setor externo.

**IDP (investimento direto no país) totalizou US\$ 78 bilhões (3,4% do PIB) em 2025, superior aos US\$ 74 bilhões em 2024 e ao déficit em transações correntes.** O aumento foi modesto e concentrado em empréstimos intercompanhias. Os investimentos estrangeiros em renda fixa foram destaque positivo – somaram US\$ 20 bilhões em 2025, o maior patamar desde 2014, bem acima dos US\$ 13 bilhões de 2024, refletindo o ambiente de juros domésticos elevados. Já os fluxos para ações permaneceram voláteis ao longo do ano e encerraram 2025 negativos em US\$ 5,0 bilhões. Pelo lado dos investimentos brasileiros no exterior (investimento direto e em carteira), houve forte aceleração das saídas, que passaram de US\$ 34 bilhões em 2024 para US\$ 55 bilhões em 2025.

Em síntese, 2025 foi marcado pela manutenção do déficit em transações correntes em patamar elevado (3% do PIB), por um aumento apenas modesto dos investimentos estrangeiros no País e por forte aceleração das aplicações de brasileiros no exterior, resultando em maior fluxo líquido de saída de dólares em relação a 2024.

No início de 2026, os fluxos financeiros para o Brasil voltaram a ser favorecidos por um reposicionamento global de portfólios – como destacado acima. Contudo, esse suporte parece concentrado em investimentos em carteira, que tem natureza mais volátil e maior risco de reversão diante de mudanças no ambiente externo. Uma retomada mais consistente de investimento estrangeiro de longo prazo – e, simultaneamente, uma redução estrutural das saídas de capitais domésticos – seguirá dependendo, em grande medida, das expectativas para a condução da política econômica no Brasil no pós-2026.

**Mantemos a projeção de taxa de câmbio em R\$ 5,20/US\$ no fim de 2026.** Em 2025, o real se apreciou de forma expressiva – de quase R\$ 6,20/US\$ no fim de 2024 para R\$ 5,47/US\$ no encerramento do ano – em movimento concentrado no 1S25. Foi explicado, sobretudo, pelo enfraquecimento global do dólar, associado à reprecificação do prêmio de risco de ativos americanos em meio a maior incerteza institucional e de política econômica nos EUA.

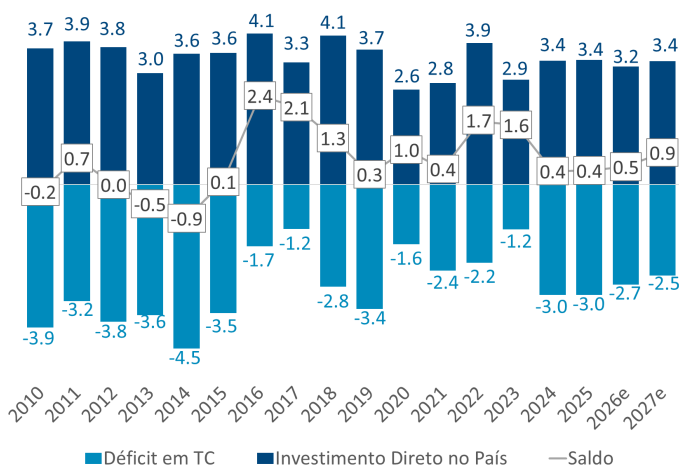
No início de 2026, o real registrou apreciação adicional, alcançando patamar abaixo de R\$ 5,20/US\$ na última semana de fevereiro. O movimento foi novamente predominantemente global, refletindo continuidade da depreciação do dólar em meio à queda adicional das taxas longas nos EUA; e retomada de fluxos para ativos de emergentes.

Para 2026, avaliamos que o dólar deve permanecer estruturalmente mais fraco. A leitura combina: (i) incerteza quanto à condução da política externa e comercial americana, com implicações geopolíticas relevantes; (ii) condições financeiras afrouxadas nos EUA; e (iii) maior propensão a hedge e diversificação de exposição a USD por investidores globais. Nesse contexto, o pano de fundo externo segue relativamente construtivo para moedas emergentes e ajuda a explicar a apreciação do real no início do ano. Por outro lado, a recalibração dos riscos domésticos no horizonte 2026/27, em meio à aproximação do ciclo eleitoral e à elevada incerteza quanto ao cenário político/econômico, fundamenta a manutenção da nossa projeção em R\$ 5,20/US\$ no fim de 2026.

<sup>1</sup> IIF - Portfolio Flows Tracker

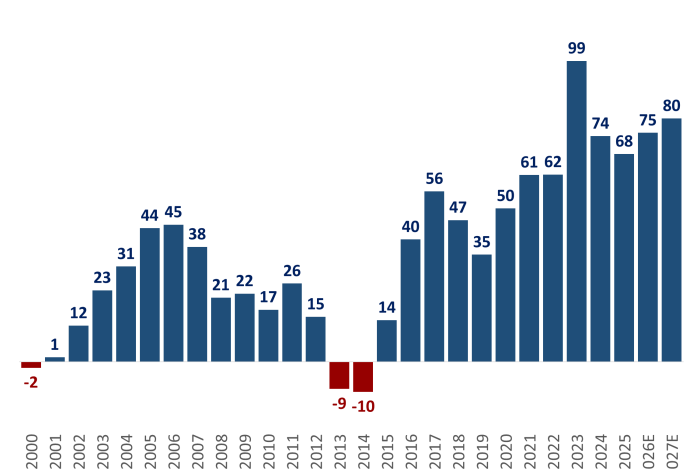
<sup>2</sup> Ainda não foi divulgado o dado de janeiro para o Brasil.

**Gráfico 7: Déficit em TC e IDP (% do PIB)**



Fonte: BCB e BTG Pactual

**Gráfico 8: Balança comercial (US\$ bilhões)**



Fonte: MDIC e BTG Pactual

## Política Fiscal - Cumprimento da meta não impede avanço da dívida

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

**O governo central registrou déficit primário de R\$58,7 bilhões em 2025, equivalente a 0,5% do PIB.** Excluindo R\$48,7 bilhões em despesas não contabilizadas para fins de cumprimento da meta, o déficit ajustado foi de R\$10 bilhões, acima do limite inferior estabelecido para o ano, de -R\$31 bilhões.

O ano foi marcado por arrecadação mais forte do que a projetada inicialmente, o que garantiu o cumprimento da meta. Em especial, tributos relacionados ao mercado de trabalho e aos rendimentos financeiros foram os principais destaques positivos. Adicionalmente, a majoração das alíquotas de IOF também contribuiu para o resultado, assim como receitas extraordinárias, incluindo o leilão de petróleo, a descotização de fundos garantidores e dividendos do BNDES.

O déficit do setor público consolidado foi de R\$55 bilhões, ligeiramente acima dos R\$47,6 bilhões registrados em 2024, ambos equivalentes a 0,4% do PIB. Os governos subnacionais registraram superávit de R\$9,5 bilhões, enquanto as estatais apresentaram déficit de R\$5,9 bilhões, correspondentes a 0,1% e -0,1% do PIB, respectivamente.

A despesa com juros recuou de 8,1% do PIB em 2024 para 7,9% em 2025. O resultado só não foi mais pressionado porque as operações de swap cambial acumularam lucro de R\$106 bilhões. Assim, o déficit nominal do setor público ficou em 8,3% do PIB, ligeiramente abaixo dos 8,5% observados em 2024. Ainda assim, o elevado déficit nominal manteve a dívida bruta em trajetória ascendente, passando de 76,3% do PIB ao fim de 2024 para 78,7% em dezembro de 2025.

**Para 2026, também projetamos o cumprimento da meta.** Estimamos déficit primário do governo central de R\$49,8 bilhões, equivalente a superávit ajustado de R\$8,1 bilhões após as exclusões permitidas. Ao longo do último mês, incorporamos R\$14 bilhões adicionais em receitas oriundas da majoração do imposto de importação, o que resultou em redução do déficit projetado. Além disso, os dados preliminares para o resultado do setor público em janeiro apontam para arrecadação robusta, em linha com nosso cenário base.

Apesar de projetarmos receita líquida significativamente inferior à prevista no Orçamento, por avaliarmos como superestimadas as estimativas para o leilão de petróleo, as transações tributárias e a redução de benefícios tributários, entendemos que a meta ainda pode ser cumprida. Projetamos R\$10 bilhões com o leilão de petróleo frente a R\$31 bilhões no Orçamento, R\$10 bilhões com transações tributárias frente a R\$27 bilhões e R\$10 bilhões com redução de benefícios frente a R\$19,8 bilhões. Ainda assim, ao mirar o limite inferior da meta, de R\$0, o governo pode acomodar até R\$34,3 bilhões. Combinado ao empoçamento de R\$24 bilhões em despesas, isso deve assegurar o cumprimento da meta.

Pelo lado da despesa, vemos posição relativamente confortável para os gastos discricionários. A concessão mais restritiva de benefícios sociais em 2025 deve contribuir para cenário mais favorável sob a ótica do limite de gastos. Nosso cenário base pressupõe redução parcial da fila de requerimentos e R\$12 bilhões adicionais de despesas associadas às novas regras do auxílio-maternidade. Consideramos essas hipóteses conservadoras. Caso não se materializem, o espaço para acomodação das despesas discricionárias será ainda maior.

Com superávit de R\$0,5 bilhão para os governos regionais e déficit de R\$7,8 bilhões para as estatais, equivalentes a 0% e -0,1% do PIB, respectivamente, projetamos déficit de R\$57,1 bilhões para o setor público consolidado, ou 0,4% do PIB.

Apesar do início do ciclo de afrouxamento da Selic, que tende a contribuir para redução gradual do custo da dívida, o lucro com operações de swap cambial deve ser menor neste ano. Dessa forma, a despesa com juros deve permanecer em 7,9% do PIB, resultando em déficit nominal ainda elevado. Assim, a dívida bruta deverá continuar pressionada e crescer cerca de 3 p.p. do PIB, alcançando 81,7% do PIB em 2026, o que representa aumento acumulado de aproximadamente 10 p.p. ao longo do atual ciclo presidencial.

**O principal risco para este ano nos parece estar associado às medidas parafiscais já implementadas,** como o novo modelo de crédito imobiliário e o programa de crédito para reformas, entre outras iniciativas. Embora não tenham impacto primário direto, tais medidas contribuem para sustentar a demanda em ambiente no qual o Banco Central inicia ciclo de afrouxamento monetário.

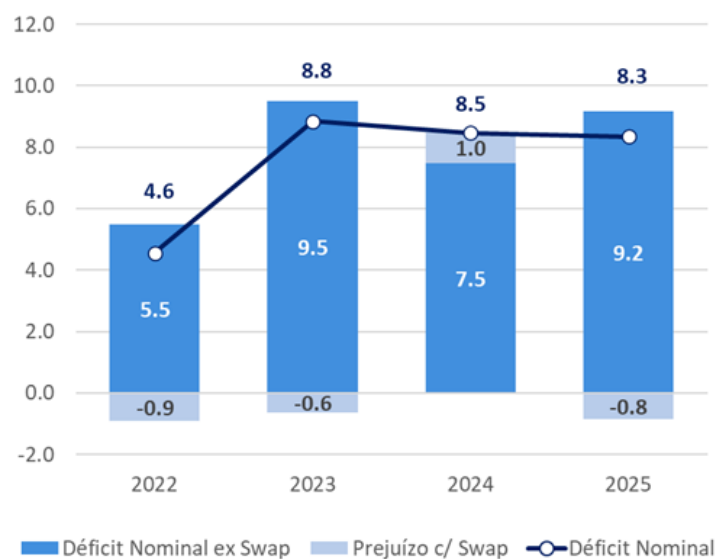
Por fim, uma série de medidas com potencial impacto fiscal negativo tem sido debatida recentemente e merece monitoramento ao longo do ano, como uma nova desoneração da folha para mitigar os custos das empresas diante de um possível fim da jornada 6x1 e a criação de um programa de compra assistida de moradias populares, entre outras iniciativas. Muitas dessas propostas ainda se encontram em estágio inicial de discussão e possuem probabilidade reduzida de aprovação. Ainda assim, podem ganhar tração, especialmente à medida que se intensifica a pressão decorrente do calendário eleitoral.

**Tabela 2: Novos Programas Governamentais**

Programa	Status	Δ 25-26 (R\$ bi)	Δ 25-26 % PIB
<b>Medidas já implementadas</b>		<b>88.1</b>	<b>0.6%</b>
Consignado	Início: mai/25	24.0	0.2%
Isenção IRPF	Início: jan/26	31.0	0.2%
Gás do Povo	Início: nov/25	1.6	0.0%
Luz do Povo	Início: jul/25	4.3	0.0%
Reforma Casa Brasil	Início: nov/25	13.9	0.1%
MCMV – Faixa 4 (nova modalidade)	Início obras: 1S26	7.7	0.1%
Novo Modelo de Crédito Imobiliário	Ao longo de 2026	22.3	0.2%
Saque Aniversário	Restrições: nov/25 Saque: dez/25 e fev/26	-16.7	-0.1%
<b>Medidas em discussão</b>		-	-
Redução de IPVA	PEC protocolada na Câmara	70.0	0.5%
Gratuidade de ônibus	Em estudo pela Fazenda	65.0	0.5%
Redata – Serviços de datacenter	Apresentado na Câmara, regime de urgência	2.5	0.0%
REIQ – Indústria petroquímica	PL no Senado, já aprovada pela Câmara	2.1	0.0%
Piso salarial - professores rede privada	PL apresentado na Câmara	n.d.	n.d.
Isenção de IR para policiais	Em avaliação pela oposição	n.d.	n.d.
Desoneração da folha para compensar 6x1	Em avaliação por bancada temática	n.d.	n.d.
Novo modelo para o consignado INSS	Esperado para 1S26	n.d.	n.d.
Programa Compra Assistida	Em estudo	n.d.	n.d.

Fonte: BTG Pactual

**Gráfico 9: Déficit Nominal do Setor Público (% PIB)**



Fonte: BCB e BTG Pactual

## Política Monetária - Calibração em curso; início do ciclo em março com corte de 50 pb

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

A reunião de janeiro marcou a transição formal do Copom para uma fase de calibração do nível de juros, com sinalização explícita, no comunicado, do início do ciclo de flexibilização em março. A Ata subsequente foi essencialmente neutra em relação ao comunicado. De um lado, reforçou a confiança no mecanismo de transmissão da política monetária, ao enfatizar a melhora do cenário inflacionário corrente, expectativas menos distantes da meta e evidências mais claras de que o aperto acumulado vem produzindo efeitos – sustentando o início do ciclo na reunião seguinte. De outro, reiterou a necessidade de cautela: “manutenção do patamar de juros em níveis restritivos, até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas à meta”, diante da resiliência do mercado de trabalho e da persistência de pressões inflacionárias. O texto explicitou que o compromisso com a meta impõe serenidade quanto ao ritmo e à magnitude do ciclo. À luz dessa comunicação e do nosso cenário prospectivo, projetamos corte de 50 pontos base (pb) em março.

Desde então, as falas do presidente do Banco Central (BC), Gabriel Galípolo, consolidaram essa leitura. A precificação de mercado e as medianas do Focus convergiram majoritariamente para um corte de 50 pb em março, e, no último evento do qual participou – *CEO Conference* do BTG Pactual –, Galípolo afirmou estar satisfeito com a forma como o mercado vem capturando a sinalização de curto prazo. Embora tenha acrescentado o termo “parcimônia” em um evento anterior, neste último reiterou que o Comitê não pretende revisar a comunicação vigente e que a interpretação dominante do mercado é compatível com a mensagem transmitida.

O início da flexibilização é compatível com o cenário que temos observado e encontra respaldo na própria avaliação do Copom. No ambiente externo, parte dos riscos se materializou de forma relativamente mais benigna para emergentes, com comportamento atípico do dólar em episódios de aversão a risco, contribuindo para apreciação relevante do real. A incerteza global persiste, mas o balanço recente foi favorável às economias emergentes.

No âmbito doméstico, a política monetária permanece claramente em território contracionista. A atividade econômica vem desacelerando, ainda que lentamente, há alguns trimestres, com perda de fôlego mais intensa nos segmentos cíclicos e sensíveis ao crédito. Do lado de preços, o IPCA segue em trajetória de desinflação, embora a inflação de serviços permaneça resiliente, refletindo um mercado de trabalho ainda apertado. Essa resiliência, contudo, é consistente com a sequência de defasagens do mecanismo de transmissão: primeiro desaceleram atividade, depois o emprego, em seguida os salários e, por fim, os preços de serviços.

Adicionalmente, não projetamos aceleração acentuada do gasto público em 2026 nem impulso fiscal de magnitude suficiente para reacelerar de forma significativa a demanda doméstica. Ainda que algum estímulo adicional esteja presente, sua intensidade tende a ser mais contida do que em anos anteriores. Nesse contexto, o grau de restrição monetária deve mais do que compensar esse impulso, preservando trajetória de moderação da atividade.

Do ponto de vista do próprio arcabouço de projeções do BC, nossas estimativas indicam que, no cenário de Selic constante, o modelo projeta inflação abaixo da meta com alguma folga no horizonte relevante, o que é compatível com espaço para redução da Selic até 12% ao fim de 2026. **Mantemos, portanto, nossa projeção de Selic terminal em 12% em 2026, com corte inicial de 50 pb em março.** Eventual aceleração do ritmo nas reuniões seguintes ocorrerá apenas se o conjunto de evidências reforçar, de forma mais ampla, um cenário de convergência mais confortável da inflação – por exemplo, com desaceleração mais nítida do mercado de trabalho, desinflação mais disseminada (incluindo serviços), e/ou melhora das expectativas. Até lá, os cortes tendem a ocorrer de forma gradual, ao ritmo de 50 pb, em linha com a ênfase do Copom na calibração e na manutenção de condições monetárias restritivas até que se consolide a convergência da inflação à meta.

Os principais riscos ao cenário são: (1) uma depreciação cambial relevante que recontamine as expectativas; (2) persistência maior do que a esperada no mercado de trabalho e nos serviços; e (3) surpresas fiscais que alterem o balanço prospectivo da demanda e da inflação. A materialização de um ou mais desses riscos pode levar o BC a reduzir o ritmo e/ou interromper o ciclo antes do previsto.

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

	Brasil									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027F
<b>Indicadores Econômicos</b>										
<b>Atividade Econômica</b>										
PIB Real (% a/a)	1.78	1.22	-3.28	4.76	3.02	3.24	3.40	2.30	1.70	1.50
PIB Nominal (US\$ bi)	1,914	1,871	1,475	1,669	1,951	2,193	2,185	2,278	2,565	2,801
PIB Nominal (R\$ bi)	7,004	7,389	7,610	9,012	10,080	10,943	11,779	12,736	13,595	14,565
Agricultura (% a/a)	1.31	0.42	4.17	0.28	-1.74	16.30	-3.20	10.70	-1.00	1.10
Indústria (% a/a)	0.72	-0.67	-2.97	4.78	1.62	1.68	3.10	1.50	0.40	1.30
Serviços (% a/a)	2.09	1.51	-3.74	5.22	4.16	2.78	3.80	1.70	2.20	1.60
Consumo Privado (% a/a)	2.37	2.60	-4.56	3.69	4.28	3.24	5.10	1.40	1.80	1.20
Consumo Governo (% a/a)	0.79	-0.49	-3.69	3.46	1.53	3.77	2.00	1.60	2.50	2.00
Investimentos (% a/a)	5.23	4.03	-1.75	16.49	0.89	-2.98	6.80	3.50	-1.10	0.00
Exportações (% a/a)	4.05	-2.56	-2.29	5.87	5.54	8.92	2.80	5.50	2.50	2.00
Importações (% a/a)	7.74	1.33	-9.48	12.03	0.81	-1.18	15.50	5.10	1.70	1.60
<b>Mercado de Trabalho</b>										
Taxa de desemprego (% fim de período)	11.70	11.10	14.20	11.10	7.90	7.40	6.20	5.10	6.00	6.50
Taxa de desemprego (% média)	12.38	11.98	13.78	13.49	9.51	8.00	6.90	6.00	5.80	6.20
<b>Inflação &amp; Taxa de Juros</b>										
IPCA (% a/a, fim de período)	3.75	4.31	4.52	10.06	5.79	4.62	4.83	4.26	4.10	3.80
IPCA Administrado (% a/a, fim de período)	6.22	5.53	2.63	16.90	-3.83	9.12	4.66	5.29	3.40	3.70
IPCA Livres (% a/a, fim de período)	2.91	3.88	5.18	7.69	9.39	3.14	4.89	3.91	4.40	3.90
IGP-M (% a/a, fim de período)	7.50	7.30	23.14	17.78	5.45	-3.18	6.54	-1.05	2.80	4.00
Taxa Selic (% fim de período)	6.50	4.50	2.00	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	12.00	10.50
Taxa Selic (% média)	6.58	6.03	2.88	4.59	12.63	13.25	10.92	14.56	13.48	11.54
<b>Balanco de Pagamentos &amp; Taxa de Câmbio</b>										
Balança Comercial* (US\$ bi) - BP	44.35	29.57	35.66	42.31	51.52	92.28	65.84	59.73	66.50	73.00
Exportações (US\$ bi) - BP	239.5	225.8	210.7	284.0	340.2	343.8	339.9	350.5	357.0	364.0
Importações (US\$ bi) - BP	195.2	196.2	175.0	241.7	288.7	251.5	274.0	290.8	290.5	291.0
Conta Corrente (US\$ bi)	-53.82	-63.96	-24.22	-39.40	-41.96	-27.07	-66.17	-69.00	-68.00	-63.00
Conta Corrente (% PIB)	-2.81	-3.42	-1.64	-2.39	-2.19	-1.25	-3.01	-3.03	-2.74	-2.50
Investimento Direto no País (US\$ bi)	78.18	69.17	38.27	46.44	75.50	62.75	74.09	77.68	80.00	85.00
Investimento Direto no País (% PIB)	4.08	3.69	2.59	2.82	3.93	2.89	3.37	3.41	3.23	3.37
Reservas Internacionais (US\$ bi)	374.7	356.9	355.6	362.2	324.7	355.0	356.0	356.0	350.0	350.0
Balança Comercial* (US\$ bi) - MDIC	46.57	35.20	50.40	61.40	61.50	98.90	74.60	74.60	75.00	80.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	3.87	4.03	5.20	5.57	5.29	4.85	6.18	5.47	5.20	5.10
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, média)	3.66	3.95	5.16	5.40	5.17	4.99	5.39	5.59	5.30	5.20
<b>Contas Fiscais</b>										
Resultado Primário (R\$ bi)	-108.26	-61.87	-702.95	64.73	126.00	-249.00	-48.00	-55.00	-57.00	-23.00
Governo Central (R\$ bi)	-116.17	-88.90	-745.27	-35.87	55.00	-265.00	-45.00	-59.00	-50.00	-37.00
Governo Central (R\$ bi) - meta	-116.17	-88.90	-745.27	-35.87	55.00	-265.00	-14.00	-14.00	8.00	24.00
Governos Subnacionais (R\$ bi)	3.49	15.20	38.75	97.69	65.00	18.00	6.00	10.00	1.00	14.00
Empresas Estatais (R\$ bi)	4.42	11.83	3.57	2.91	6.00	-2.00	-8.00	-6.00	-8.00	0.00
Resultado Primário (% PIB)	-1.55	-0.84	-9.24	0.72	1.20	-2.30	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20
Resultado Nominal (% PIB)	-6.96	-5.81	-13.34	-4.26	-4.60	-8.80	-8.50	-8.30	-8.20	-7.80
Dívida Líquida (% PIB)	52.77	54.70	61.37	55.11	56.10	60.40	61.30	65.30	68.70	71.80
Dívida Bruta (% PIB)	75.27	74.44	86.94	77.31	71.70	73.80	76.30	78.70	81.70	84.20
<b>Cenário Internacional</b>										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>Estados Unidos</b>										
PIB (% 4T/4T)	2.12	3.35	-0.92	5.76	1.32	3.39	2.40	2.23	2.4	2.2
PIB (% acum. no ano)	2.97	2.58	-2.08	6.15	2.52	2.93	2.79	2.17	2.6	2.3
Taxa de Desemprego (%)	3.91	3.55	6.70	3.94	3.49	3.77	4.09	4.38	4.4	4.4
PCE Headline (% a/a)	2.05	1.43	1.09	4.13	6.54	3.81	2.62	2.90	2.4	2.1
PCE Núcleo (% a/a)	1.90	1.65	1.32	3.57	5.34	4.18	2.94	3.00	2.6	2.3
CPI Headline (% a/a)	1.91	2.29	1.36	7.04	6.45	3.35	2.89	2.68	2.2	2.1
CPI Núcleo (% a/a)	2.18	2.26	1.62	5.45	5.71	3.93	3.24	2.64	2.5	2.2
Fed Funds Rate (% midpoint)	2.38	1.63	0.13	0.13	4.38	5.38	4.38	3.63	3.1	3.1
<b>Zona do Euro</b>										
PIB (% y/y)	1.80	1.60	-6.00	6.30	3.50	0.40	0.90	1.40	1.2	1.4
CPI Headline (% y/y)	1.76	1.19	0.25	2.60	8.36	5.47	2.37	2.12	1.8	2.0
CPI Núcleo (% y/y)	1.01	1.05	0.69	1.45	3.94	4.96	2.86	2.42	2.1	2.0
ECB Deposit Rate (%)	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	2.00	4.00	3.00	2.00	2.0	2.0

<b>China</b>										
PIB (% y/y)**	6.70	6.00	2.20	8.40	3.00	5.20	5.00	5.00	4.6	4.4
CPI Headline** (% y/y)	2.13	2.90	2.51	0.92	1.96	0.24	0.24	0.05	0.7	1.0
<b>Taxas de juros e moedas**</b>										
Treasury 10 anos (EUA) - %, final de período	2.69	1.92	0.92	1.51	3.88	3.88	4.57	4.17	4.1	4.1
USD/EUR - final de período	1.15	1.12	1.22	1.14	1.07	1.10	1.04	1.17	1.2	1.2
CNY/USD - final de período	6.88	6.96	6.53	6.36	6.90	7.10	7.30	6.99	6.9	6.9
Índice DXY	96.17	96.39	89.94	95.67	103.52	101.33	108.49	98.32	95.8	95.2

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

## Macroeconomic Research Analysts

**Mansueto Almeida****Chief Economist**

+55 11 3383 9856

mansueto.almeida@btgpactual.com

**Tiago Berriel****Head of Macroeconomic Research**

+55 11 3383 1382

tiago.berriel@btgpactual.com

**Iana Ferrão**

+55 11 3383 3453

iana.ferrao@btgpactual.com

**João Aveiro**

+55 11 3383-9167

joao.aveiro@btgpactual.com

**Andres Borenstein**

+54 11 3754 0908

andres.borenstein@btgpactual.com

**Samuel Pessôa**

+55 11 30898209

samuel.pessoa@btgpactual.com

**Mateus Della**

+55 11 3383-9167

Mateus.Della@btgpactual.com

**Sofia Ordonez**

+54 11 3754 0913

sofia.ordonez@btgpactual.com

**Bruno Martins**

+55 21 3262 4414

bruno-s.martins@btgpactual.com

**Romeu Dellazeri**

+55 11 3383-9167

Romeu.Dellazeri@btgpactual.com

**Pablo Cruz**

+562 2587 5903

pablo.cruz@btgpactual.com

**Luiza Paparounis**

+55 11 33833245

luiza.paparounis@btgpactual.com

**Ederson Schumanski**

+55 11 3383-9167

Ederson.Schumanski@btgpactual.com

**Martin Gutierrez**

+562 2587 5442

martin.gutierrez@btgpactual.com

**Fabio Serrano**

+55 11 3383 6400

fabio.serrano@btgpactual.com

**Daniel Mesquita**

+55 11 3383-9167

Daniel.Mesquita@btgpactual.com

**Munir Jalil**

+57 (601) 9276529

munir.jalil@btgpactual.com

**Pedro Oliveira**

+55 11 3383 9167

Pedro-H.Oliveira@btgpactual.com

**Laura Florez**

+57 (601) 3078090

laura.florez@btgpactual.com

**Francisco Lopes**

+55 11 3383 6989

francisco.lopes@btgpactual.com

**Mariana Villabona**

+57 (1) 3078090

mariana.villabona@btgpactual.com

**Junia Gama**

+55 11 3383-6400

junia.gama@btgpactual.com

## Disclosures

### Required Disclosure

This report has been prepared by Banco BTG Pactual S.A.  
The figures contained in performance charts refer to the past; past performance is not a reliable indicator of future results.

### Analyst Certificate

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

(i) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers, and such recommendations were elaborated independently, including in relation to Banco BTG Pactual S.A. and/or its affiliates, as the case may be;

(ii) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to any specific recommendations or views contained herein or linked to the price of any of the securities discussed herein.

Research analysts contributing to this report who are employed by a non-US Broker dealer are not registered/qualified as research analysts with FINRA and therefore are not subject to the restrictions contained in the FINRA rules on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account.

Part of the analyst compensation comes from the profits of Banco BTG Pactual S.A. as a whole and/or its affiliates and, consequently, revenues arisen from transactions held by Banco BTG Pactual S.A. and/or its affiliates.

Where applicable, the analyst responsible for this report and certified pursuant to Brazilian regulations will be identified in bold on the first page of this report and will be the first name on the signature list.

### Global Disclaimer

18. This report has been prepared by Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A."), a Brazilian regulated bank. BTG Pactual S.A. is the responsible for the distribution of this report in Brazil. BTG Pactual US Capital LLC ("BTG Pactual US"), a broker-dealer registered with the U.S. Securities and Exchange Commission and a member of the Financial Industry Regulatory Authority and the Securities Investor Protection Corporation is distributing this report in the United States. BTG Pactual US is an affiliate of BTG Pactual S.A. BTG Pactual US assumes responsibility for this research for purposes of U.S. law. Any U.S. person receiving this report and wishing to effect any transaction in a security discussed in this report should do so with BTG Pactual US at 212-293-4600, 601 Lexington Ave. 57th Floor, New York, NY 10022.

This report is being distributed in the United Kingdom by BTG Pactual (UK) Limited ("BTG Pactual UK"), which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority of the United Kingdom. BTG Pactual UK has not: (i) produced this report, (ii) substantially altered its contents, (iii) changed the direction of the recommendation, or (iv) disseminated this report prior to its issue by BTG Pactual S.A./BTG Pactual US. BTG Pactual UK does not distribute summaries of research produced by BTG Pactual S.A..

This report is being distributed in the EEA by BTG Pactual Portugal – Empresa de Investimentos S.A. ("BTG Pactual PT"), which is authorized and regulated by the Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) of Portugal. BTG Pactual PT has not: (i) produced this report, (ii) substantially altered its contents, (iii) changed the direction of the recommendation, or (iv) disseminated this report prior to its issue by BTG Pactual S.A./BTG Pactual US. BTG Pactual PT does not distribute summaries of research produced by BTG Pactual S.A..

BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa ("BTG Pactual Chile"), formerly known as Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa, is a Chilean broker dealer registered with Comisión para el Mercado Financiero (CMF) in Chile and responsible for the distribution of this report in Chile and BTG Pactual Perú S.A. Sociedad Agente de Bolsa ("BTG Pactual Peru"), formerly known as Celfin Capital S.A. Sociedad Agente e Bolsa, registered with Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) de Peru is responsible for the distribution of this report in Peru. BTG Pactual Chile and BTG Pactual Peru acquisition by BTG Pactual S.A. was approved by the Brazilian Central Bank on November 14th, 2012.

BTG Pactual S.A. Comisionista de Bolsa ("BTG Pactual Colombia") formerly known as Bolsa y Renta S.A. Comisionista de Bolsa, is a Colombian broker dealer register with the Superintendencia Financiera de Colombia and is responsible for the distribution of this report in Colombia. BTG Pactual Colombia acquisition by BTG Pactual S.A. was approved by Brazilian Central Bank on December 21st, 2012.

BTG Pactual Argentina is a broker dealer (Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Integral) organized and regulated by Argentinean law, registered with the Exchange Commission of Argentina (Comisión Nacional de Valores) under license Nro. 720 and responsible for the distribution of this report in Argentina. Additionally, the Brazilian Central Bank approved the indirect controlling participation of Banco BTG Pactual S.A. in BTG Pactual Argentina on September 1st, 2017.

References herein to BTG Pactual include BTG Pactual S.A., BTG Pactual US Capital LLC, BTG Pactual UK, BTG Pactual Chile and BTG Pactual Peru and BTG Pactual Colombia and BTG Pactual Argentina as applicable. This report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This report is not directed at you if BTG Pactual is prohibited or restricted by any legislation or regulation in any jurisdiction from making it available to you. You should satisfy yourself before reading it that BTG Pactual is permitted to provide research material concerning investments to you under relevant legislation and regulations. Nothing in this report constitutes a representation that any investment strategy or recommendation contained herein is suitable or appropriate to a recipient's individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation. It is published solely for information purposes, it does not constitute an advertisement and is not to be construed as a solicitation, offer, invitation or inducement to buy or sell any securities or related financial instruments in any jurisdiction. Prices in this report are believed to be reliable as of the date on which this report was issued and are derived from one or more of the following: (i) sources as expressly specified alongside the relevant data; (ii) the quoted price on the main regulated market for the security in question; (iii) other public sources believed to be reliable; or (iv) BTG Pactual's proprietary data or data available to BTG Pactual. All other information herein is believed to be reliable as of the date on which this report was issued and has been obtained from public sources believed to be reliable. No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, except with respect to information concerning Banco BTG Pactual S.A., its subsidiaries and affiliates, nor is it intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. In all cases, investors should conduct their own investigation and analysis of such information before taking or omitting to take any action in relation to securities or markets that are analyzed in this report. BTG Pactual does not undertake that investors will obtain profits, nor will it share with investors any investment profits nor accept any liability for any investment losses. Investments involve risks and investors should exercise prudence in making their investment decisions. BTG Pactual accepts no fiduciary duties to recipients of this report and in communicating this report is not acting in a fiduciary capacity. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Opinions, estimates, and projections expressed herein constitute the current judgment of the analyst responsible for the substance of this report as of the date on which the report was issued and are therefore subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or groups of BTG Pactual as a result of using different assumptions and criteria. Because the personal views of analysts may differ from one another, Banco BTG Pactual S.A., its subsidiaries and affiliates may have issued or may issue reports that are inconsistent with, and/or reach different conclusions from, the information presented herein. Any such opinions, estimates, and projections must not be construed as a representation that the matters referred to therein will occur. Prices and availability of financial instruments are indicative only and subject to change without notice. Research will initiate, update and cease coverage solely at the discretion of BTG Pactual Investment Bank Research Management. The analysis contained herein is based on numerous assumptions. Different assumptions could result in materially different results. The analyst(s) responsible for the preparation of this report may interact with trading desk personnel, sales personnel and other constituencies for the purpose of gathering, synthesizing and interpreting market information. BTG Pactual is under no obligation to update or keep current the information contained herein, except when terminating coverage of the companies discussed in the report. BTG Pactual relies on information barriers to control the flow of information contained in one or more areas within BTG Pactual, into other areas, units, groups or affiliates of BTG Pactual. The compensation of the analyst who prepared this report is determined by research management and senior management (not including investment banking). Analyst compensation is not based on investment banking revenues, however, compensation may relate to the revenues of BTG Pactual Investment Bank as a whole, of which investment banking, sales and trading are a part. The securities described herein may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Options, derivative products and futures are not suitable for all investors, and trading in these instruments is considered risky. Mortgage and asset-backed securities may involve a high degree of risk and may be highly volatile in response to fluctuations in interest rates and other market conditions. Past performance is not necessarily indicative of future results. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in rates of exchange may adversely affect the value or price of or the income derived from any security or related instrument mentioned in this report, and the reader of this report assumes any currency risk. This report does not take into account the investment objectives, financial situation or particular needs of any particular investor. Investors should obtain independent financial advice based on their own particular circumstances before making an investment decision on the basis of the information contained herein. For investment advice, trade execution or other enquiries, clients should contact their local sales representative. Neither BTG Pactual nor any of its affiliates, nor any of their respective directors, employees or agents, accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or any part of this report. Notwithstanding any other statement in this report, BTG Pactual UK does not seek to exclude or restrict any duty or liability that it may have to a client under the "regulatory system" in the UK (as such term is defined in the rules of the Financial Conduct Authority). Any prices stated in this report are for information purposes only and do not represent valuations for individual securities or other instruments. There is no representation that any transaction can or could have been effected at those prices and any prices do not necessarily reflect BTG Pactual internal books and records or theoretical model-based valuations and may be

based on certain assumptions. Different assumptions, by BTG Pactual S.A., BTG Pactual US, BTG Pactual UK, BTG Pactual Chile and BTG Pactual Peru and BTG Pactual Colombia and BTG Pactual Argentina or any other source, may yield substantially different results. This report may not be reproduced or redistributed to any other person, in whole or in part, for any purpose, without the prior written consent of BTG Pactual and BTG Pactual accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. Additional information relating to the financial instruments discussed in this report is available upon request. BTG Pactual and its affiliates have in place arrangements to manage conflicts of interest that may arise between them and their respective clients and among their different clients. BTG Pactual and its affiliates are involved in a full range of financial and related services including banking, investment banking and the provision of investment services. As such, any of BTG Pactual or its affiliates may have a material interest or a conflict of interest in any services provided to clients by BTG Pactual or such affiliate. Business areas within BTG Pactual and among its affiliates operate independently of each other and restrict access by the particular individual(s) responsible for handling client affairs to certain areas of information where this is necessary in order to manage conflicts of interest or material interests. Any of BTG Pactual and its affiliates may: (a) have disclosed this report to companies that are analyzed herein and subsequently amended this report prior to publication; (b) give investment advice or provide other services to another person about or concerning any securities that are discussed in this report, which advice may not necessarily be consistent with or similar to the information in this report; (c) trade (or have traded) for its own account (or for or on behalf of clients), have either a long or short position in the securities that are discussed in this report (and may buy or sell such securities), with the securities that are discussed in this report; and/or (d) buy and sell units in a collective investment scheme where it is the trustee or operator (or an adviser) to the scheme, which units may reference securities that are discussed in this report.

United Kingdom: Where this report is disseminated in the United Kingdom by BTG Pactual UK, this report is directed by BTG Pactual UK at those who are the intended recipients of this report. This report has been classified as investment research and should not be considered a form of advertisement or financial promotion under the provisions of FSMA 2000 (Sect. 21(8)). This communication may constitute an investment recommendation under the Market Abuse Regulation 2016 ("MAR") and, as required by MAR, the investment recommendations of BTG Pactual personnel over the past 12 months can be found by clicking on <https://www.btgpactual.com/research/>. Please also consult our website for all relevant disclosures of conflicts of interests relating to instruments covered by this report. While all reasonable effort has been made to ensure that the information contained is not untrue or misleading at the time of publication, no representation is made as to its accuracy or completeness, and it should not be relied upon as such. Past performances offer no guarantee as to future performances. All opinions expressed in the present document reflect the current context and which is subject to change without notice.

EEA: Where this report is disseminated in the selected countries in the EEA by BTG Pactual PT, this report is issued by BTG Pactual PT only to, and is directed by BTG Pactual PT at, those who are the intended recipients of this report. This report has been classified as investment research and should not be considered a form of advertisement or marketing material under the provisions of Mifid II. This communication may constitute an investment recommendation under the Market Abuse Regulation 2016 ("MAR") and, as required by MAR, the investment recommendations of BTG Pactual personnel over the past 12 months can be found by clicking on <https://www.btgpactual.com/research/>. Please also consult our website for all relevant disclosures of conflicts of interests relating to instruments covered by this report. While all reasonable effort has been made to ensure that the information contained is not untrue or misleading at the time of publication, no representation is made as to its accuracy or completeness, and it should not be relied upon as such. Past performances offer no guarantee as to future performances. All opinions expressed in the present document reflect the current context and which is subject to change without notice.

Dubai: This research report does not constitute or form part of any offer to issue or sell, or any solicitation of any offer to subscribe for or purchase, any securities or investment products in the UAE (including the Dubai International Financial Centre) and accordingly should not be construed as such. Furthermore, this information is being made available on the basis that the recipient acknowledges and understands that the entities and securities to which it may relate have not been approved, licensed by or registered with the UAE Central Bank, Emirates Securities and Commodities Authority or the Dubai Financial Services Authority or any other relevant licensing authority or governmental agency in the UAE. The content of this report has not been approved by or filed with the UAE Central Bank or Dubai Financial Services Authority.

United Arab Emirates Residents: This research report, and the information contained herein, does not constitute, and is not intended to constitute, a public offer of securities in the United Arab Emirates and accordingly should not be construed as such. The securities are only being offered to a limited number of sophisticated investors in the UAE who (a) are willing and able to conduct an independent investigation of the risks involved in an investment in such securities, and (b) upon their specific request. The securities have not been approved by or licensed or registered with the UAE Central Bank or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the UAE. This research report is for the use of the named addressee only and should not be given or shown to any other person (other than employees, agents or consultants in connection with the addressee's consideration thereof). No transaction will be concluded in the UAE and any enquiries regarding the securities should be made with BTG Pactual CTVM S.A. at +55 11 3383-2638, Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3477, 14th floor, São Paulo, SP, Brazil, 04538-133.