



14 de setembro de 2026

Spoiler Macro

Macro Strategy – BTG Pactual S.A.

Álvaro Frasson

Arthur Mota

Gabriel Fongaro

Lorena Laudares

Victor Amaral

Destques da Semana



Estados Unidos

4ªF: Reunião do FOMC. Esperamos que o Comitê eleve a taxa em 25 bps, para 3,75%-4,00%, diante da inflação ainda desconfortável e de um mercado de trabalho resiliente;

Vendas no Varejo. Os dados de agosto devem se recuperar após a queda de julho, reforçando um quadro de consumo ainda resiliente.

Ásia | Europa

2ªF: Atividade na China. Os dados de agosto devem reforçar uma recuperação ainda desigual;

5ªF: Decisão do BoE. O BoE deve manter a taxa em 3,75%, mas com viés mais hawkish diante da alta recente de energia e dos riscos altistas para a inflação;

6ªF: Decisão do BoJ. O BoJ deve elevar a taxa em 25 bps, para 1,25%, em um movimento amplamente precificado.

Brasil

3ªF: Varejo. A PMC de julho deve mostrar perda de fôlego no varejo, com queda de 0,3% m/m no conceito restrito, enquanto o ampliado deve avançar 0,3% m/m após quatro meses de retração;

4ºF: Copom. Esperamos corte de 25 p.b. da Selic, para 13,75% a.a., apoiado pela moderação da atividade e pela melhora recente da inflação;

IBC-Br: O dado de julho deve recuar 0,2% m/m, confirmando que a desaceleração observada no segundo trimestre começa a se estender para o terceiro.

Dados de fechamento do dia 11-setembro

Indicadores de Mercado

Pós-fixado	Ações	Ações EUA	Taxa de Câmbio
CDI	IBOV	S&P 500	Dólar
13.90	187,207	7,592	5.12

Na Semana

0.21%	1.11%	-1.64%	-0.16%
-------	-------	--------	--------

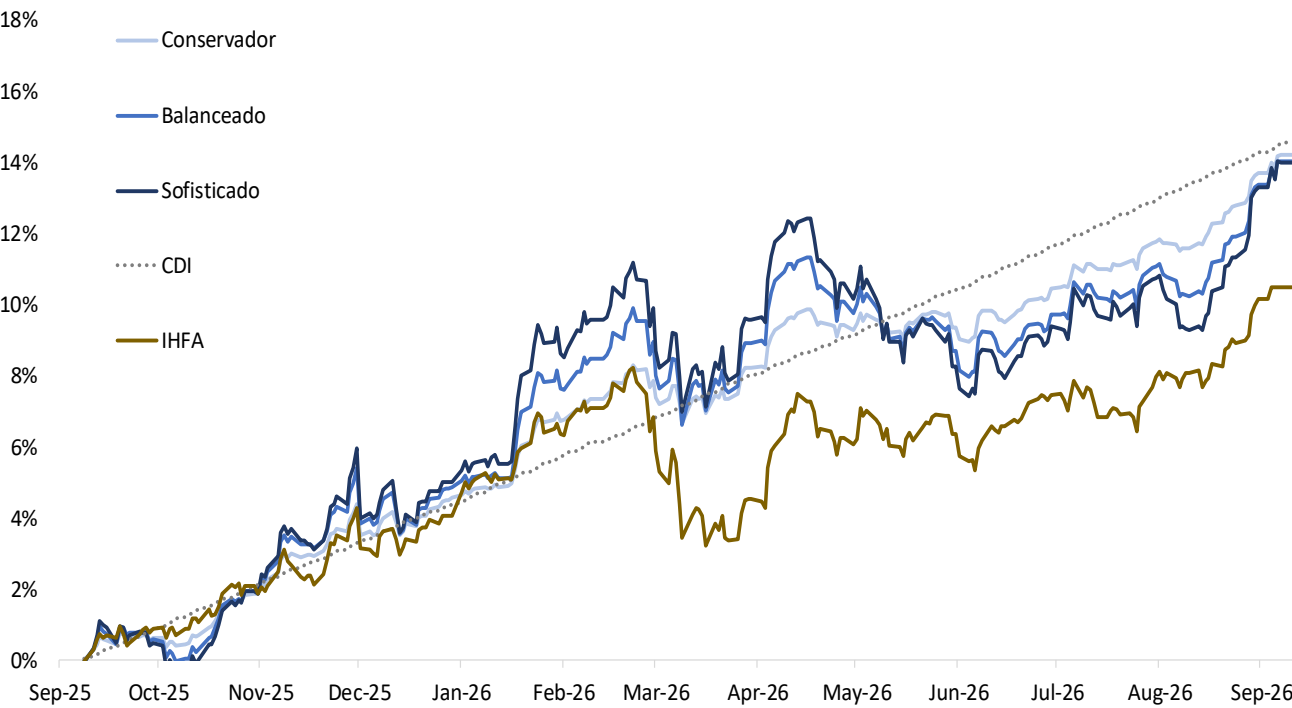
No Ano

9.84%	16.19%	10.90%	-6.47%
-------	--------	--------	--------

Em 12 meses

14.60%	31.51%	16.22%	-5.32%
--------	--------	--------	--------

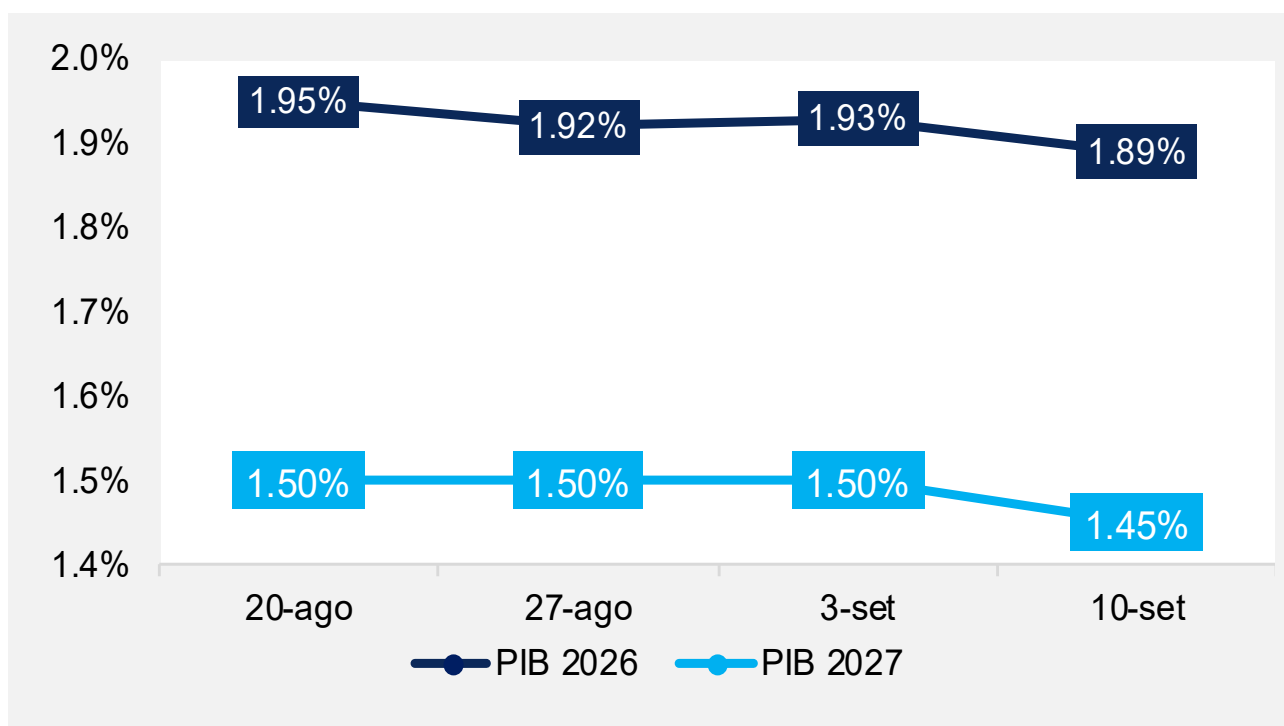
Asset Strategy: perfis vs benchmarks. Rentabilidade acumulado 12 meses



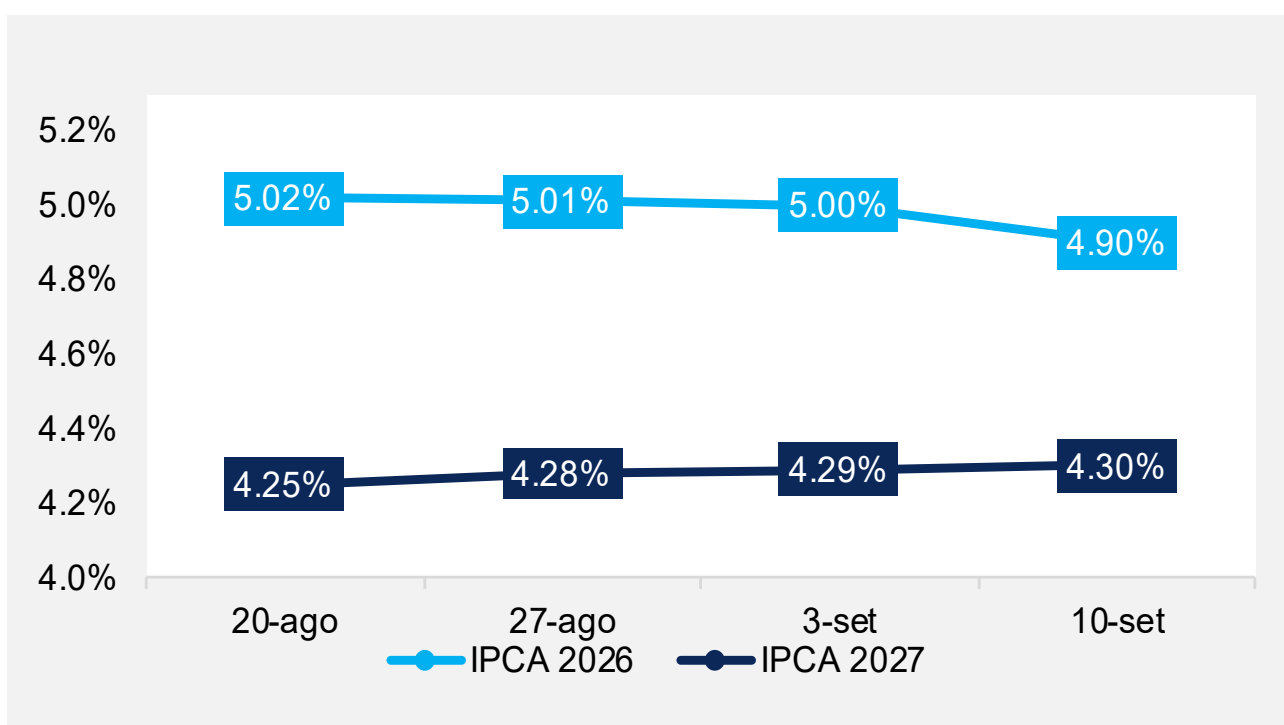
14-set-26

Relatório Focus

Expectativas PIB – Acumulado em 4 trimestres (%)



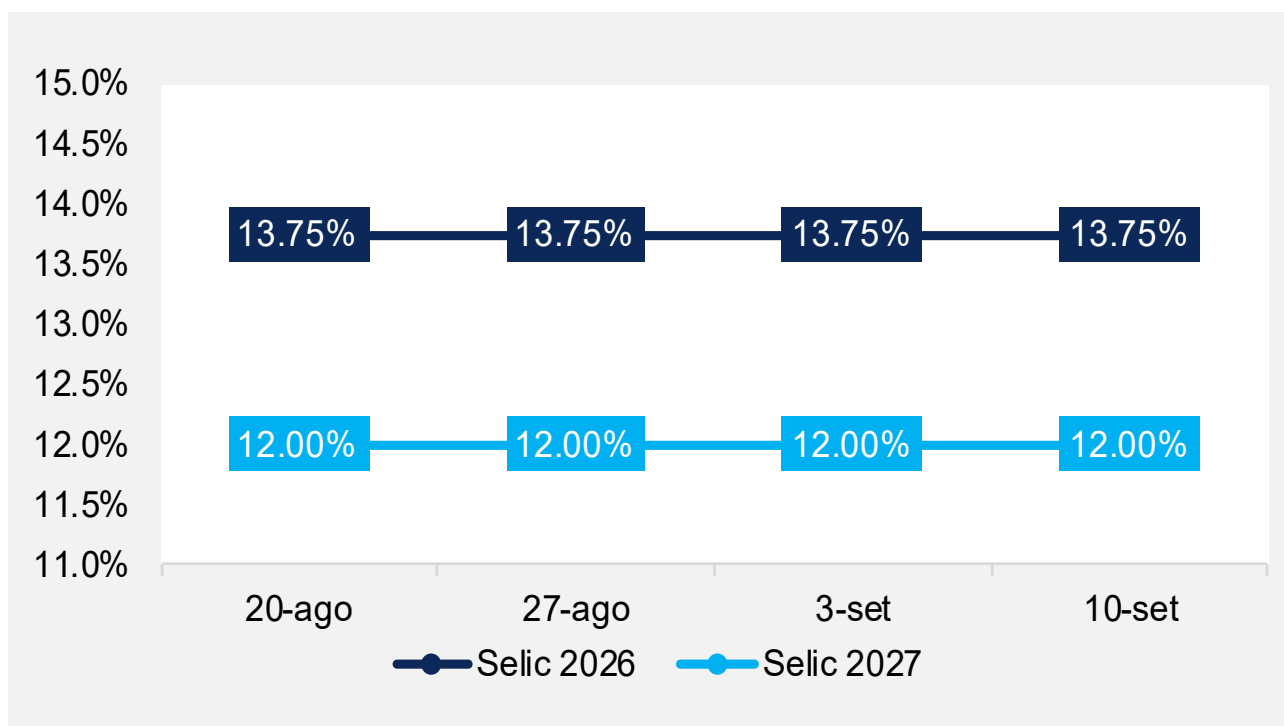
Expectativas IPCA – a/a %



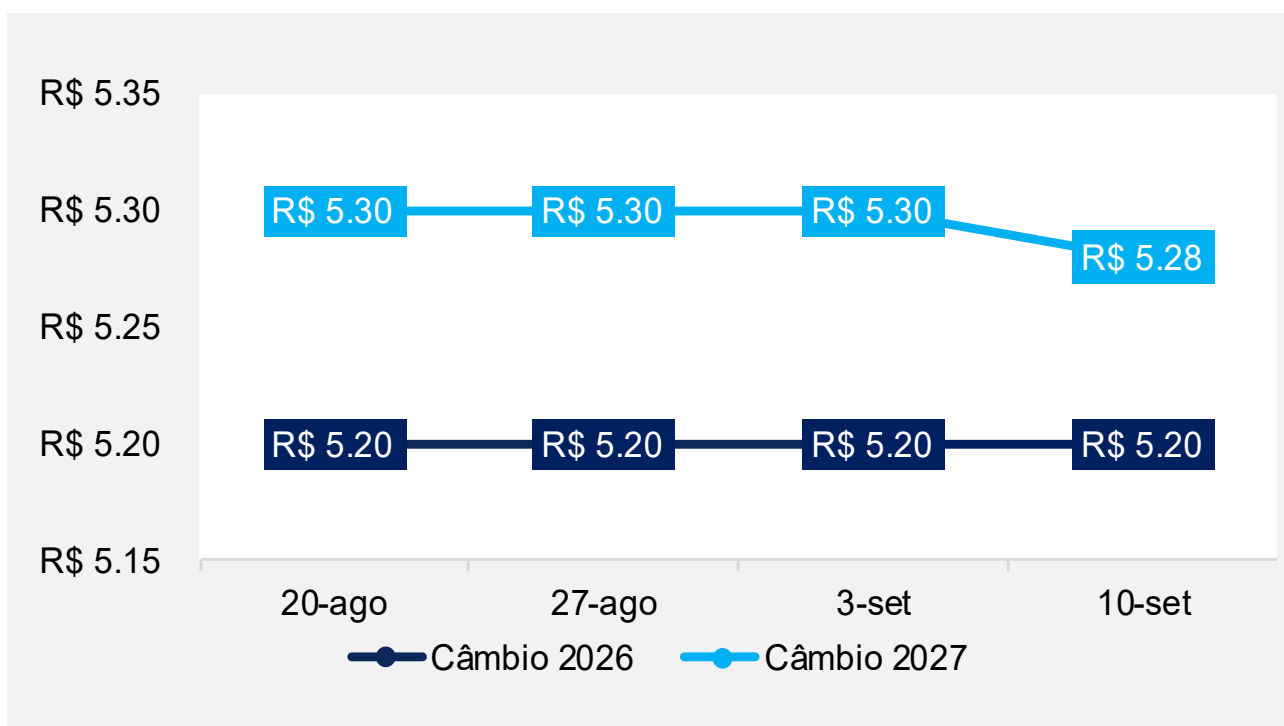
14-set-26

Relatório Focus

Expectativas Taxa Selic - a/a %



Expectativas Taxa de Câmbio - BRLUSD



14-set-26

Projeções BTG Pactual

Macro Research	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Atividade Econômica							
PIB Real (% , a/a)	4.76	2.90	3.20	3.40	2.30	1.80	1.10
Taxa de Desemprego (% , fim de período)	11.10	7.90	7.40	6.20	5.10	5.40	6.10
Agricultura (% , a/a)	0.28	(1.74)	16.30	(3.20)	11.70	0.10	1.20
Industria (% , a/a)	4.78	1.62	1.68	3.10	1.45	1.90	0.20
Serviços (% , a/a)	5.22	4.16	2.78	3.80	1.82	2.20	1.30
Consumo Privado (% , a/a)	3.69	4.28	3.24	5.10	1.31	2,2	0.90
Consumo Governo (% , a/a)	3.46	1.53	3.77	2.00	2.10	2.60	2.20
Investmentos (% , a/a)	16.49	0.89	(2.98)	6.80	2.93	(1.20)	(1.00)
Exportações (% , a/a)	5.87	5.54	8.92	2.80	6.16	2.80	2.30
Importações (% , a/a)	12.03	0.81	(1.18)	15.57	4.47	0.40	1.10
Inflação & Taxa de Juros							
IPCA (% , a/a, fim de período)	10.06	5.79	4.62	4.83	4.26	5.20	4.40
IGP-M (% a/a, fim de período)	17.78	5.45	(3.18)	6.54	(1.05)	4,9	4.00
Taxa Selic (% , fim de período)	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	13.75	12.50
Balança de Pagamentos & Taxa de Câmbio							
Balança Comercial (US\$ bi) – BP	42.30	51.52	92.28	65.84	59.73	76.00	76.00
Conta Corrente (US\$ bi)	(39.40)	(42.00)	(27.10)	(65.30)	(66.70)	(61.00)	(60.00)
Investimento Direto no País (US\$ bi))	46.44	75.50	62.75	74.09	77.70	85.00	85.00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$, fim de período)	5.57	5.29	4.85	6.18	5.47	5.40	5.50
Contas Fiscais							
Resultado Primário (% do PIB)	0.7	1.2	(2.3)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.2)
Governo Central (R\$ bi)	(35.9)	55.0	(265.0)	(45.0)	(58.7)	(47.0)	(27.0)
Resultado Nominal (% PIB)	(4.3)	(4.6)	(8.8)	(8.5)	(8.3)	(9.3)	(8.5)
Dívida Líquida (% PIB)	55.1	56.1	60.4	61.3	65.3	69.3	73.5
Dívida Bruta (% PIB)	77.3	71.7	73.8	76.3	78.7	83.2	87.6

de 14 a 18 de setembro

Agenda Macro Semanal

Horário	País	Evento	Período	Expectativa	Anterior
Segunda-feira	14-set				
23:00	China	Vendas do Varejo (YoY %)	01-Aug	0.8	0.6
23:00	China	Produção Industrial (YoY %)	01-Aug	4.8	4.5
23:00	China	Investimento em ativos fixos urbanos (YoY %)	01-Aug	-7.1	-6.7
23:00	China	Taxa de Desemprego (%)	01-Aug	5.2	5.2
23:00	China	Investimentos Imobiliários (YoY %)	01-Aug	-20.1	-19.2
23:00	China	Vendas de residências no ano (YoY)	01-Aug		-13.2
Terça-feira	15-set				
9:00	Brasil	PMC: Vendas no Varejo (MoM % a.s.)	01-Jul	-0.1	0.5
9:00	Brasil	PMC: Vendas no Varejo Ampliado (MoM % a.s.)	01-Jul	0.5	-1
Quarta-feira	16-set				
8:00	Brasil	IGP-10 (MoM %)	01-Sep	1.11	-0.51
8:00	Brasil	IGP-10 (YoY %)	01-Sep	2.9	2
9:00	Brasil	IBC-Br (MoM %)	01-Jul	-0.1	-0.64
9:00	Brasil	IBC-Br (YoY %)	01-Jul	1	2.35
14:30	Brasil	Fluxo Cambial Semanal	11-Sep		
18:30	Brasil	Anúncio da Taxa de Juros (%)	15-Sep	13.75	14
6:00	Z. do Euro	Produção Industrial (MoM % a.s.)	01-Jul	-0.2	0
6:00	Z. do Euro	Custo do Trabalho (YoY%)	01-Jun		3.1
9:30	EUA	Vendas do Varejo (MoM % a.s.)	01-Aug	0.8	-0.6
9:30	EUA	Vendas do Varejo - grupo controle (MoM % a.s.)	01-Aug	0.4	-0.4
15:00	EUA	FOMC - Decisão da taxa de juros (%)	16-Sep	3.75	3.75
15:00	EUA	Sumário de Projeções Econômicas	11-Sep		
15:30	EUA	Entrevista coletiva de Kevin Warsh (presidente do Fed)			
Quinta-feira	17-set				
5:00	Brasil	IPC (MoM %) - 2ª Quadrissemana	17-Sep		
6:00	Z. do Euro	CPI (YoY %)	01-Aug	3.3	3.3
6:00	Z. do Euro	CPI: Núcleo (YoY %)	01-Aug	2.4	2.4
8:00	R. Unido	Reunião BoE - taxa básica de juros (% aa)	17-Sep	3.75	3.75
9:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego (mil)	12-Sep		206
	Japão	Definição da taxa de juros	18-Sep	1.25	1
Sexta-feira	18-set				
8:00	Brasil	IGP-M (MoM %) - 2ª Prévia	18-Sep		
10:15	EUA	Produção Industrial (MoM % a.s.)	01-Aug	0.3	0.2

Cenário macroeconômico

Estados Unidos

Abrindo o novo ciclo

Nesta semana, a agenda macroeconômica nos EUA será marcada tanto pela decisão do FOMC (16 de setembro) quanto pelas vendas no varejo de agosto (16 de setembro). A sequência importa porque o Comitê decide no mesmo dia em que o mercado atualiza o pulso nominal do consumo, mas os dois testes não se misturam: a taxa responde ao mandato de inflação e à trajetória desde julho; o varejo descreve a demanda das famílias no fim do verão.

A reunião é o evento central. O consenso espera 3,50% a 3,75% (vs. 3,50% a 3,75% anterior). Nossa leitura, depois do CPI da semana passada e dos dados de atividade divulgados desde o hold de julho, é de alta de 25 pontos-base, levando a meta a 3,75% a 4,00%. Na reunião de julho, o Comitê ficou parado em decisão dividida, com Hammack, Logan e Kashkari dissentindo a favor de aperto. Warsh passou a coletiva dizendo que a ausência de movimento naquela sessão não dizia nada sobre setembro e que cinco anos de inflação acima da meta não se curam com um único print benigno. O CPI de agosto confirma essa barra. O índice cheio avançou 0,40% m/m, após 0,07% em julho, enquanto o núcleo subiu 0,29%, após 0,22% no mês anterior. Em doze meses, o cheio ficou em 3,35% e o núcleo, em 2,45%. Energia deixou de compensar e avançou 2,10%, depois das quedas de junho e julho. A composição do núcleo não se concentra em um único item não recorrente: hospedagem, passagens aéreas, veículos novos e o bloco amplo de serviços ex-energia puxaram a alta. Com CPI e PPI de agosto em mãos, nossa estimativa para o núcleo do PCE sobe a 0,26% m/m na metodologia que o BEA passará a usar, sem desaceleração frente aos 3,34% de julho em doze meses. Esse patamar, estável perto de 3,3% e um ponto acima da meta, não é compatível com mais uma espera.

O quadro real desde julho também não entrega o mandato de emprego como desculpa para ficar parado. O Payroll de agosto criou 162 mil vagas, bem acima do consenso de então, com julho revisado para terreno positivo e desemprego em 4,1%. Os salários nominais avançaram cerca de 0,3% no mês, mas os salários reais recuaram 0,1%, e a confiança do consumidor cedeu na margem. É um mercado de trabalho saudável, em ritmo mais moderado, não uma deterioração que justifique adiar o aperto. A reunião de julho já havia terceirizado parte da restrição para as condições financeiras; se o Comitê novamente recusar a alta com o núcleo reacelerando e o PCE implícito ainda desconfortável, a leitura será de adiamento tático, não de mudança de destino. Outubro segue pouco praticável pela proximidade das eleições, de modo que um hold nesta semana transferiria o ônus para dezembro e exigiria uma sequência de núcleos mais fraca do que a que o verão entregou.

As vendas no varejo de agosto devem recuperar com força no headline (consenso +0,8% m/m vs. -0,6% anterior), depois da queda de julho. Boa parte dessa alta nominal deve ser atrelada à gasolina: o CPI do combustível subiu 3,9% m/m, com ajuste sazonal, em agosto, depois de cair 2,9% em julho, e 2,5% sem ajuste, o que eleva as receitas dos postos mesmo que o volume abastecido tenha ficado estável ou recuado. Automóveis também devem impulsionar o cheio, com o volume bruto vendido 1,3% acima de julho. No núcleo, o Redbook acelerou para crescimento anual médio próximo de 8,7% em agosto, ante cerca de 8,3% em julho, e as semanas finais do mês rodaram em 9,1% e 9,6%. Também esperamos alguma normalização do comércio eletrônico: as vendas nonstore haviam caído 2,2% em julho, em grande medida porque a Amazon antecipou o Prime Day para junho, distorção que ajudou a derrubar o control group em 0,4% e abre espaço para rebote. O recorte ex-automóveis deve recuperar (consenso +0,5% m/m vs. -0,3% anterior), assim como o ex-automóveis e gasolina (consenso +0,4% m/m vs. -0,2% anterior) e o control group (consenso +0,4% m/m vs. -0,4% anterior). Os indicadores mais gerais apoiam crescimento nominal positivo, não uma explosão do volume real: o emprego de agosto foi sólido, mas os salários reais cederam e as intenções de compra de duráveis se moderaram. O quadro é de consumo resiliente e saudável, compatível com a demanda doméstica que o Comitê já via no segundo trimestre, sem transformar o varejo no argumento decisivo para a taxa.

Ao longo dos próximos dias, os membros do FOMC voltam a se comunicar, com destaque para os discursos de Bowman (18 de setembro, dovish) e Schmid (18 de setembro, hawkish). O foco será menos um recálculo da função de reação do que a leitura individual do que a decisão de quarta-feira tiver entregado.

Cenário macroeconômico

Europa

Reunião do BoE em foco

Na Zona do Euro, o foco da semana recai sobre a comunicação dos membros do ECB depois da decisão da semana passada. O Governing Council elevou a taxa de depósito em 25 pontos-base, para 2,50%, em movimento unânime que Lagarde descreveu como evidente. A presidente adotou tom hawkish e evitou forward guidance, mas o recado estrutural veio das projeções: o núcleo foi revisado para cima em 2027 e 2028, para 2,6% e 2,3%, sinal de que o problema deixou de ser apenas o choque temporário de energia e passou a ser a persistência. O staff também elevou o PIB para 0,9% em 2026 e 1,4% em 2027, com atividade mais resiliente do que o esperado, desemprego em 6,4% em julho e riscos de crescimento ainda inclinados para baixo por energia no inverno e comércio. Até aqui, o Conselho não vê resposta explosiva dos salários — a remuneração por empregado desacelerou de 3,5% no primeiro trimestre para 3,3% no segundo —, mas o wage tracker aponta um leve repique para 2,7% nos salários negociados no primeiro semestre de 2027. O temor explícito é de efeitos de segunda ordem. Nesse ambiente, atualizamos o call para mais três altas de 25 pontos-base após a reunião, com a taxa encerrando o ciclo em 3,25%. Os riscos dessa trajetória são assimétricos para cima enquanto petróleo e derivados permanecerem elevados; o lado baixista exigiria desaceleração doméstica mais abrupta ou uma solução mais rápida da guerra que retire o prêmio energético.

Ao longo dos próximos dias, os membros do ECB voltam a se comunicar, com destaque para as falas de Schnabel (14 de setembro, hawkish), Cipollone (14 e 15 de setembro, neutro), Lagarde (14 e 18 de setembro, hawkish), Escrivá (15 de setembro, neutro), Vujčić (16 de setembro, hawkish), Lane (17 de setembro, neutro) e Rehn (17 de setembro, dovish). Depois do período de silêncio, o mercado vai testar se o Conselho descreve 2,50% como destino ou apenas como o segundo passo de um ciclo mais longo.

No Reino Unido, a agenda concentra o CPI de agosto (16 de setembro) e a decisão do BoE (17 de setembro). Os dois eventos se leem em sequência, mas não no mesmo parágrafo: primeiro o print de preços, depois o voto e o tom do comunicado.

A inflação britânica deve acelerar no headline. É esperada uma alta de 3,1% a/a (vs. 2,9% anterior), puxada por combustíveis. Por sua vez, o núcleo deve permanecer estável em 2,6% (vs. 2,6% anterior), enquanto serviços devem acelerar à margem (consenso 3,5% a/a vs. 3,4% anterior). O BoE havia desenhado 2,8% no Relatório de Política Monetária de julho, de modo que um print em 3,1% já nasce acima daquela âncora. Um cenário marcado a mercado veria o índice um pouco acima de 4% no início de 2027 e recuando para 3% no fim do ano que vem, trajetória mais próxima do cenário adverso que o próprio BoE apresentou em julho do que do caso central de então.

A decisão de juros, no dia seguinte, deve permanecer estável. O consenso espera 3,75% (vs. 3,75% anterior). A notícia mais relevante desde a reunião anterior foi o deslocamento dos preços de energia, em especial do gás, agora mais próximos do cenário adverso de julho. Isso dificilmente multiplica os votos por alta — em julho foram três —, mas deve concentrar os que preferem o hold no risco altista, dando à decisão um viés hawkish. O banco também anuncia o ritmo de vendas de bonds para o ano à frente. O ponto para o mercado não é uma reabertura imediata do ciclo, e sim se o Comitê trata o desvio do CPI e o choque energético como ruído absorvível em 3,75% ou como assimetria que adia qualquer discussão de alívio.

Cenário macroeconômico

Ásia e Oceania

A caminho da normalização

Na China, os dados de atividade de agosto (15 de setembro) concentram a atenção. O conjunto deve mostrar poucos sinais de que um suporte fiscal mais forte já esteja passando para o hard data. O investimento, principal alavanca cíclica do governo, tende a permanecer o elo fraco: o PMI oficial de construção recuou para 46,9 em agosto, de 47,0 em julho, enquanto o investimento em ativos fixos deverá aprofundar a contração acumulada no ano (consenso -7,1% a/a vs. -6,7% anterior). O investimento imobiliário deve piorar novamente no acumulado (consenso -20,1% a/a vs. -19,2% anterior). Por sua vez, o capex das listadas segue perto da taxa de reposição, sem expansão de capacidade, o que é coerente com a demanda doméstica fraca e com a leitura de que Pequim ainda não reabriu o canal de obras como estímulo amplo.

O consumo deve ter permanecido morno, apenas modestamente sustentado por viagens de fim de verão antes do retorno às aulas. As vendas no varejo devem acelerar à margem (consenso +0,8% a/a vs. +0,6% anterior), ritmo ainda baixo e compatível com a bifurcação que já descrevíamos: serviços e turismo ajudam; duráveis e confiança privada, não. A produção, por outro lado, provavelmente segue mais resiliente. O consenso de produção industrial ganha tração (consenso +4,8% a/a vs. +4,5% anterior), apoiado pela demanda ligada à inteligência artificial e por uma desaceleração mais lenta dos setores tradicionais. O PMI manufatureiro oficial de agosto subiu para 49,8, de 49,2, ainda em contração, enquanto serviços ficaram estáveis em 49,3. A taxa de desemprego pesquisada deve permanecer estável em 5,2% (vs. 5,2% anterior). O quadro é o de uma economia que cumpre a meta pelo motor externo e pela indústria de tecnologia, sem que agosto entregue a virada de investimento e consumo que um impulso fiscal mais visível produziria.

No Japão, o CPI nacional de agosto (17 de setembro) e a decisão do BoJ (17 e 18 de setembro) dividem a agenda. O print de preços sai horas antes do anúncio e entra no bloco de política como teste de overshoot, não como substituto da reunião.

A inflação de agosto deve permanecer próxima da meta de 2%. O headline deve acelerar à margem (consenso 2,0% a/a vs. 1,9% anterior). O núcleo que exclui alimentos frescos deve permanecer estável em 1,8% (vs. 1,8% anterior), enquanto a medida que também exclui energia deve ganhar um décimo (consenso 2,0% a/a vs. 1,9% anterior). Pressões de petróleo, iene ainda mais fraco do que o desejável e custo de mão de obra foram, na nossa leitura, compensadas por subsídios energéticos, queda do arroz e tarifas de telefonia. O dado deve reforçar a visão de que a inflação se entranhou perto de 2%, sem sinalizar risco de overshoot que justifique um tom agressivo. É exatamente o print que sustenta continuar retirando estímulo e que não autoriza uma reaceleração hawkish do ritmo.

O BoJ deve elevar a taxa-alvo em 25 pontos-base, para 1,25% (vs. 1,00% anterior), em linha com o consenso e com o esforço de Tóquio e de Washington para conter a fraqueza do iene. Com o movimento amplamente precificado, o foco se desloca para o que o Conselho disser sobre o passo seguinte. Não vemos no CPI um argumento convincente para nova alta já em outubro; o ritmo que privilegiamos é trimestral, com o próximo passo em dezembro. A apreciação recente do iene foi provavelmente mais rápida do que o banco antecipava, o que o deixa alerta ao risco de um novo unwind de carry que sacuda os mercados globais. A reunião, portanto, deve entregar o aperto que o mercado já carrega e recusar a narrativa de um ciclo mensal.

Cenário macroeconômico

Brasil

Copom em foco

No Brasil, a agenda macroeconômica será concentrada nos indicadores de atividade de julho e, sobretudo, na decisão do Copom. Na terça-feira, a PMC deve mostrar sinais mistos no varejo, enquanto o IBC-Br, divulgado na quarta-feira, deve reforçar a perda de ritmo da economia no início do terceiro trimestre. A combinação de atividade mais fraca e inflação corrente mais benigna deve permitir um novo corte de 25 pontos-base da Selic, para 13,75% a.a. Ainda assim, esperamos que o Banco Central interrompa o ciclo após esta reunião, diante de um mercado de trabalho ainda apertado, expectativas de inflação desancoradas e um balanço de riscos prospectivo adverso.

Na PMC de julho, projetamos queda de 0,3% m/m com ajuste sazonal no varejo restrito, equivalente a uma alta de 2,3% a/a. O resultado interromperia dois meses consecutivos de crescimento na margem e reforçaria os sinais de perda de fôlego do consumo. No conceito ampliado, esperamos alta de 0,3% m/m e de 1,6% a/a, após quatro meses consecutivos de retração na série dessazonalizada. A recuperação do varejo ampliado, portanto, representaria uma recomposição pontual, insuficiente para alterar a leitura mais geral de acomodação da demanda doméstica.

Essa desaceleração do consumo tornou-se um elemento mais importante do nosso cenário após a divulgação do PIB do segundo trimestre. Embora a economia tenha crescido 0,5% t/t com ajuste sazonal, a composição foi mais fraca do que o resultado agregado sugere: o consumo das famílias recuou 0,4% na margem e o crescimento foi sustentado, em maior medida, pela agropecuária e pela indústria extrativa. Além disso, o elevado endividamento, o comprometimento de renda e a inadimplência das famílias aumentam o risco de uma desaceleração mais intensa do crédito e do consumo.

O IBC-Br de julho deve reforçar essa mensagem. Projetamos recuo de 0,2% m/m com ajuste sazonal, com alta de 1,0% em relação ao mesmo período do ano anterior. Caso confirmado, o resultado representaria o terceiro mês consecutivo de fraqueza e refletiria o desempenho modesto dos principais setores: a produção industrial avançou apenas 0,2% m/m, os serviços ficaram estáveis e projetamos alta de 0,3% para o varejo ampliado. Em conjunto, esses resultados indicariam que a desaceleração observada no segundo trimestre está se estendendo para o terceiro, com perda de força mais disseminada entre os componentes cíclicos da atividade.

O principal evento da semana, contudo, será a decisão do Copom. Esperamos novo corte de 25 p.b., levando a Selic de 14,00% para 13,75% a.a. A decisão encontra suporte na moderação da atividade e na melhora recente da inflação. O IPCA de agosto recuou 0,32%, levando a inflação acumulada em doze meses para 4,22%. Além do resultado cheio favorável, a composição foi melhor do que a esperada, com a média móvel de três meses anualizada e dessazonalizada dos cinco núcleos recuando para 3,9% e os serviços subjacentes acelerando menos do que projetávamos.

A comunicação do Banco Central, porém, deverá permanecer cautelosa. Estimamos que a projeção de inflação no horizonte relevante, atualmente no primeiro trimestre de 2028, suba de 3,2% para 3,3%, refletindo a elevação das expectativas de inflação e das commodities. Além disso, embora a inflação corrente tenha melhorado, esperamos leituras menos favoráveis a partir de setembro, com o fim da deflação de alimentos e do etanol. O mercado de trabalho permanece historicamente apertado, com renda e salários ainda pressionando a inflação de serviços, enquanto combustíveis, El Niño e possíveis efeitos de segunda ordem mantêm riscos altistas para a inflação.

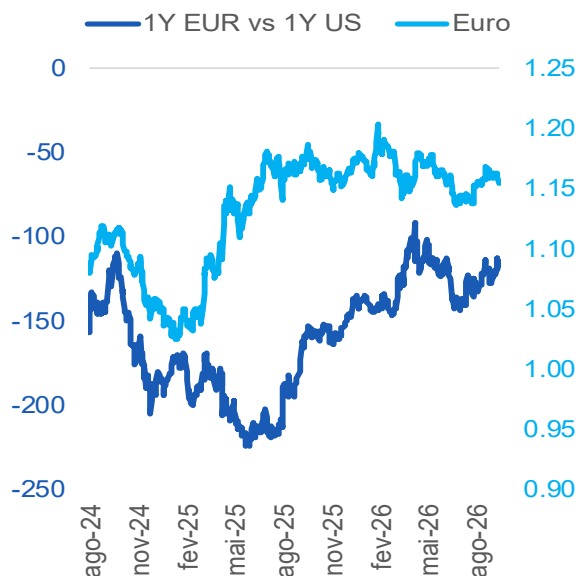
Em conjunto, PMC e IBC-Br devem confirmar a desaceleração gradual da atividade no terceiro trimestre, enquanto a melhora da inflação corrente fornece suporte para o corte de 25 p.b. nesta reunião. Ainda que os dados recentes tenham aumentado a probabilidade de flexibilização adicional nas reuniões seguintes, esse não é o nosso cenário-base. Esperamos que o Copom encerre esta etapa do ciclo com a Selic em 13,75% e faça uma pausa, preservando a opcionalidade, contribuindo para estabilizar as expectativas de inflação e aguardando maior clareza sobre a política econômica após as eleições. A desaceleração da atividade abre espaço para juros menores, mas a desancoragem das expectativas, os riscos fiscais e a inflação ainda pressionada recomendam cautela quanto à extensão do ciclo.

Visão estratégica

Taxas de Juros

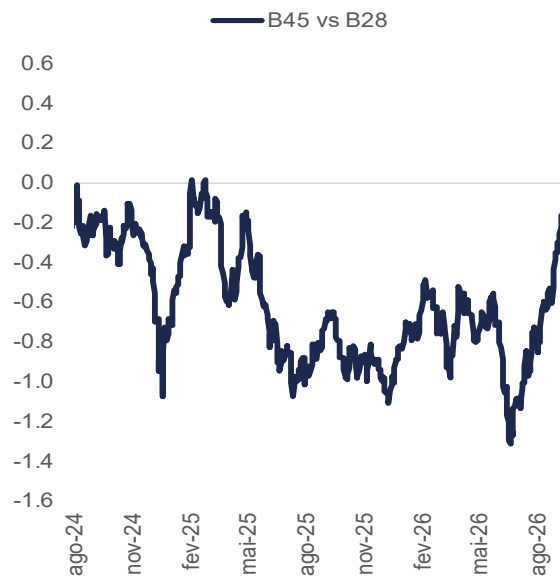
Internacional

Euro vs Spread de juros 1Y (bps) UE vs EUA

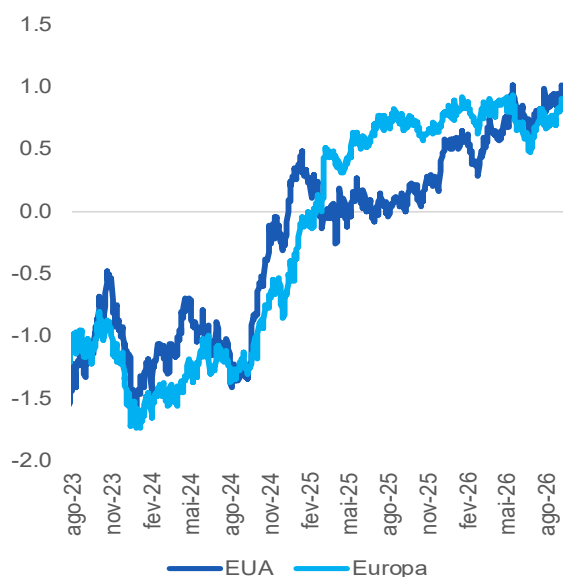


Doméstico

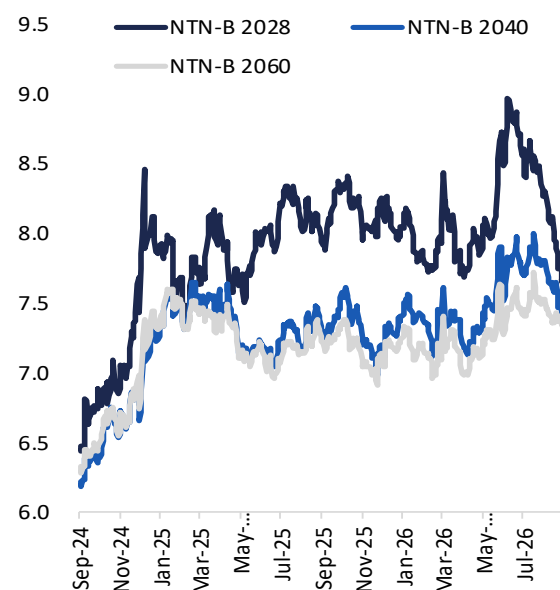
Inclinação da Curva de Juros



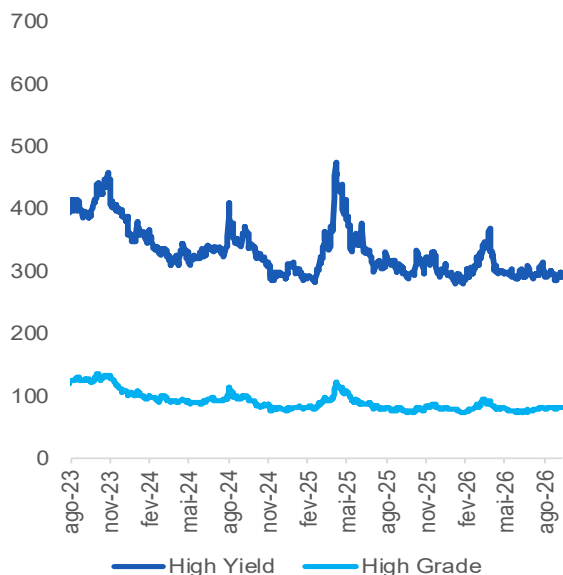
Inclinação (10Y vs 3M): EUA vs Euro



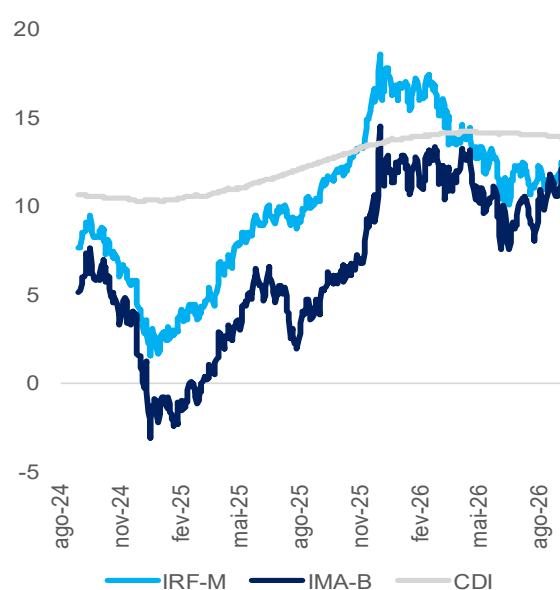
Evolução das taxas indexadas ao IPCA (%)



Spread de crédito



Retorno (% a/a): Pré (IRF-M) vs IPCA+ (IMA-B)

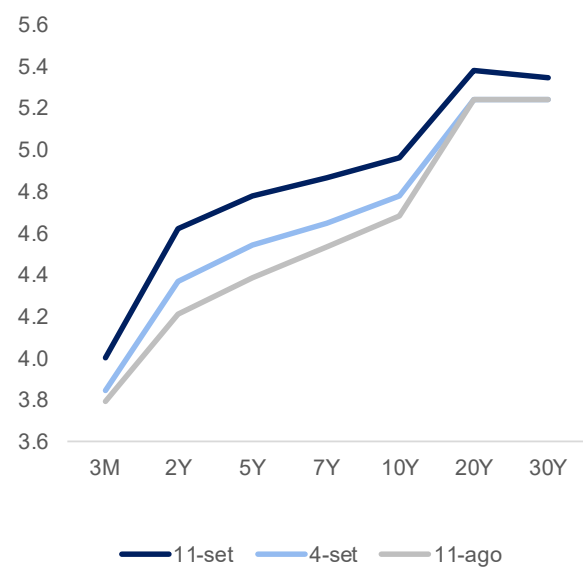


Visão estratégica

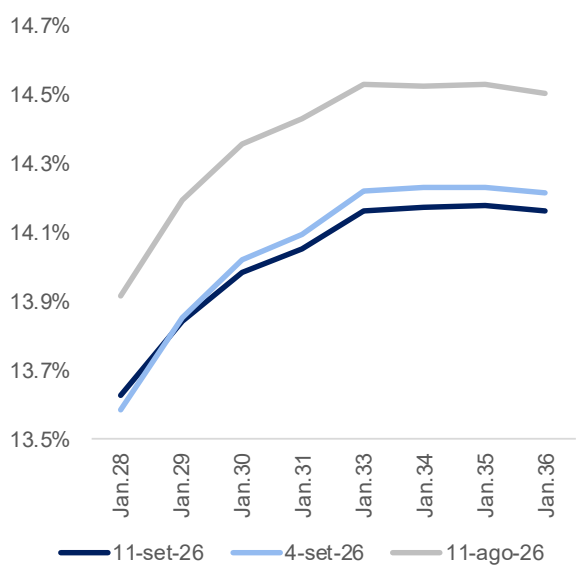
Taxas de Juros

Na última semana, a curva de juros dos EUA apresentou forte abertura, mais concentrada nos vencimentos curtos. A alta refletiu os resultados acima do esperado do PPI e do CPI de agosto, somados à manutenção do petróleo acima de US\$ 100, reforçando as apostas de elevação dos juros pelo Fed. No Brasil, a curva DI apresentou desinclinação. O movimento foi favorecido pela deflação de 0,32% do IPCA, pela estabilidade do setor de serviços em julho e por pesquisas eleitorais mais favoráveis à oposição.

Curva de Juros (US)



Curva de Juros (DI Futuro)



Taxas de Juros do Governo	Curva de Juros (% a.a.)		Inflação Implícita (% a.a.)		Juro Real (% a.a.)	
	2 anos	10 anos	2 anos	10 anos	2 anos	10 anos
EUA	4.63%	4.97%	2.52%	2.37%	2.10%	2.59%
Alemanha	3.20%	3.50%	3.65%	2.24%	-0.46%	1.27%
Reino Unido	4.81%	5.34%	4.40%	3.44%	0.41%	1.91%
Brasil	13.80%	14.27%	6.37%	6.84%	7.42%	7.43%

Diferencial de Juros e Implícitas - (p.p.)						
Brasil vs EUA	9.17	9.31	3.85	4.46	5.32	4.84
EUA vs Alemanha	1.43	1.46	-1.13	0.14	2.56	1.33
UK vs Alemanha	-1.62	-1.84	-0.75	-1.20	-0.87	-0.64
EUA vs UK	-0.19	-0.38	-1.88	-1.06	1.69	0.69

Juros DI	11-set-26	4-set-26	11-ago-26	30 dias (bps)	2026 (bps)	12M (bps)
Jan.27	13.59%	13.58%	13.76%	-18	1	-43
Jan.28	13.63%	13.58%	13.91%	-29	4	35
Jan.29	13.84%	13.86%	14.20%	-35	-1	68
Jan.30	13.99%	14.02%	14.36%	-37	-4	70
Jan.31	14.05%	14.10%	14.43%	-38	-5	64
Jan.33	14.17%	14.22%	14.53%	-36	-5	61
Jan.34	14.18%	14.23%	14.53%	-35	-6	61
Jan.35	14.18%	14.23%	14.53%	-36	-5	60
Jan.36	14.17%	14.22%	14.51%	-34	-5	61

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Visão estratégica

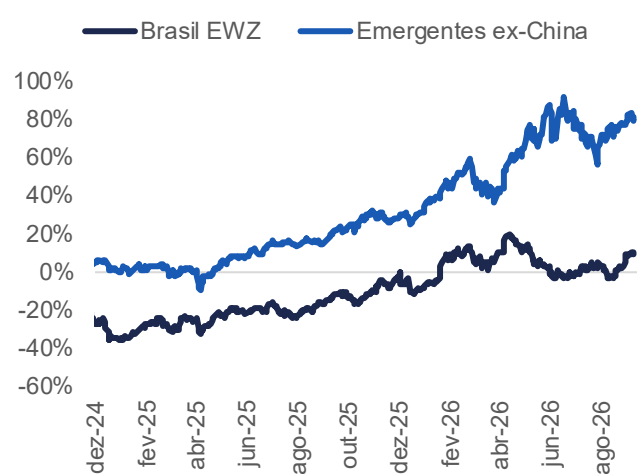
Renda Variável

Ao longo da última semana, a renda variável global apresentou desempenho predominantemente negativo, com o Brasil novamente na contramão. Nos Estados Unidos, o S&P 500 recuou, pressionado pela forte abertura dos Treasuries e pela alta do petróleo, que reforçaram as expectativas de aperto monetário pelo Fed. No Brasil, o Ibovespa avançou 1,1%, sustentado pela valorização das commodities, sobretudo petróleo e minério de ferro, pela continuidade do fluxo estrangeiro e pela redução dos prêmios de risco diante de pesquisas eleitorais mais competitivas.

S&P 500: preço/lucro



Brasil (EWZ) vs Emerging Markets ex-China (% 12 meses)



País	Índice/ETF	11-set-26	Semana	Setembro	2026	12 meses
EUA	Dow Jones	52,573	-1.6%	-1.2%	9.4%	14.7%
Emergentes	XCEM Equity	\$ 52.14	-0.3%	2.0%	35.9%	45.6%
EUA	S&P	7,657	-0.8%	-0.4%	11.9%	16.3%
China	MCHI Equity	\$ 52.96	-3.6%	-3.2%	-11.8%	-17.2%
Europa	EZU Equity	\$ 69.61	-1.2%	-1.2%	8.6%	14.9%
Brasil	EWZ Equity	\$ 38.19	0.9%	6.0%	20.2%	27.2%
EUA	Nasdaq	26,333	-0.7%	-0.1%	13.3%	18.9%

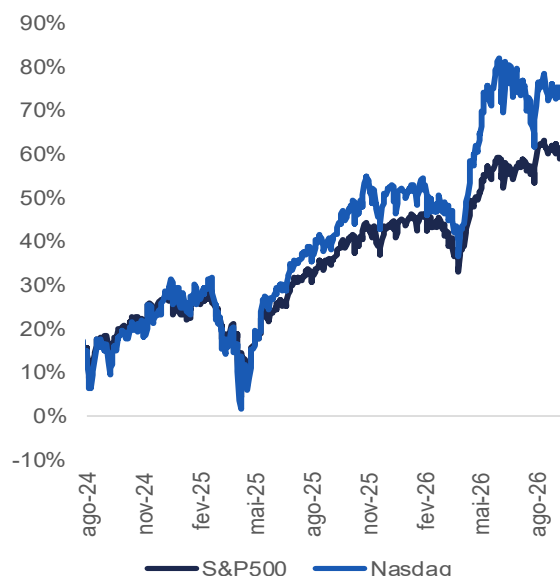
Índices	Código	11-set-26	Semana	Setembro	2026	12 meses
Fundos Imob.	IFIX	3,749	-0.6%	-0.4%	-0.7%	6.7%
Indústria	INDX	31,462	0.3%	3.7%	5.3%	18.6%
Mat. Básicos	IMAT	6,828	1.4%	6.3%	10.7%	28.9%
Ibovespa	IBOV	187,207	1.1%	5.5%	16.2%	30.8%
Small Caps	SMLL	2,241	-0.4%	4.0%	-2.8%	-0.6%
Utilities	UTIL	18,730	0.4%	5.3%	10.4%	30.6%
Consumo	ICON	2,928	-0.7%	3.7%	-5.9%	-1.9%
Finanças	IFNC	19,659	1.0%	7.5%	13.7%	24.8%

Visão estratégica

Renda Variável

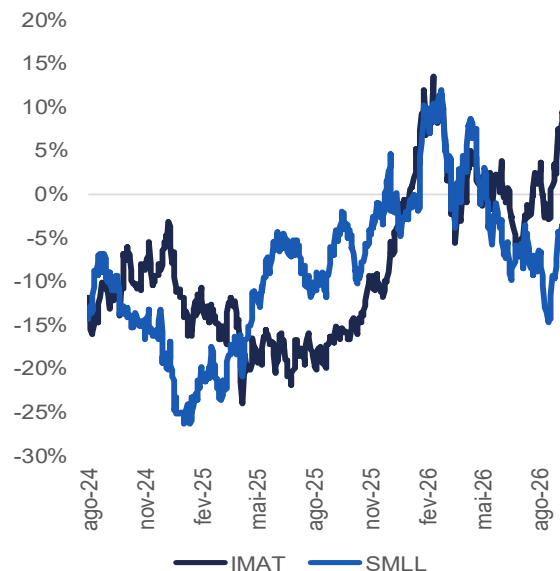
Internacional

S&P e Nasdaq



Doméstico

Materiais Básicos x Small Caps



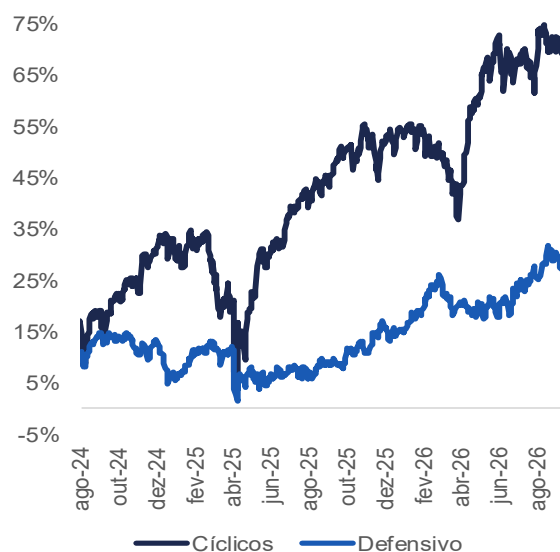
Shangai vs Euro stoxx



Indústria x Serviços



Cíclicos vs defensivos



Utilidade Pública x Dividendos



Visão estratégica

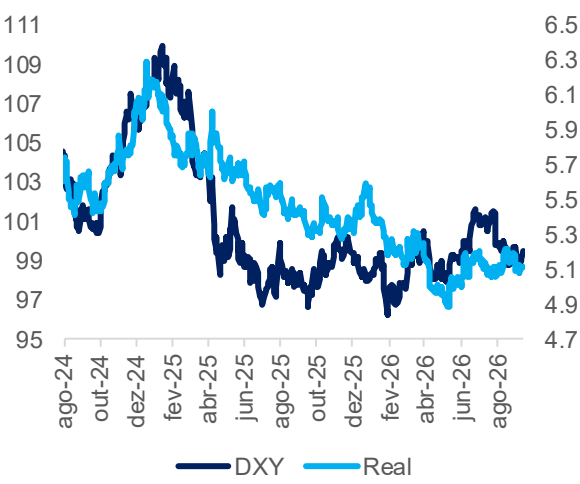
Commodities e moedas

Ao longo da última semana, o DXY permaneceu praticamente estável, com recuo de 0,1%, uma vez que a valorização do iene, apoiada pelas expectativas de alta de juros pelo BoJ, compensou o suporte ao dólar proveniente das apostas de aperto monetário pelo Fed. No Brasil, o dólar caiu 0,2%, com o real favorecido pela continuidade do fluxo estrangeiro e pela redução dos prêmios eleitorais. Entre as commodities, o Brent avançou 11,7%, para US\$ 107,59, diante da escalada dos conflitos no Oriente Médio e dos riscos de restrições ao transporte de petróleo pelo Estreito de Ormuz.

Minério de Ferro Cingapura vs
Petróleo Brent (US\$)



DXY Index vs Real



Commodity	Bolsa	11-set-26	Semana	Setembro	2026	12 meses
CRB Index		565.32		2.4%	4.7%	2.0%
Café	Nova Iorque	\$ 286.90	-2.9%	-7.9%	-8.8%	-11.3%
Gado	Chicago	\$ 222.23	3.5%	3.6%	-0.3%	0.3%
Minério de Ferro	Cingapura	\$ 95.75	-3.8%	-3.6%	-5.7%	-1.3%
Soja (bu)	Chicago	\$ 1,295.00	-1.1%	0.6%	21.7%	20.4%
Petróleo Brent	Londres	\$ 107.59	11.7%	18.9%	78.8%	64.8%
Ouro		\$ 4,296.29	-3.02%	-3.18%	-0.53%	18.22%
Milho (bu)	Chicago	\$ 528.50	-1.5%	-1.7%	14.8%	14.8%

Moedas	País	11-set-26	Semana	Setembro	2026	12 meses
DXY	EUA	99.12	-0.1%	0.1%	0.9%	1.6%
Real	Brasil	R\$ 5.12	-0.2%	1.3%	-6.5%	-5.0%
Peso Mexicano	México	R\$ 0.30	-0.7%	1.1%	-1.0%	3.9%
Libra Esterlina	Inglaterra	R\$ 6.93	-0.1%	1.7%	-6.1%	-4.6%
Yuan	China	R\$ 0.76	-0.1%	1.0%	-2.7%	1.7%
Euro	Europa	R\$ 5.94	-0.3%	1.4%	-7.7%	-5.4%
Rand Sul-African	África do Sul	R\$ 0.32	-1.3%	2.0%	-3.8%	3.1%

Disclaimer

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual e os seus clientes. O BTG Pactual ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse

www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx