



Relatório Macroeconômico

S e t e m b r o 2 0 2 6

Eventos Relevantes de 2026

Janeiro

21/01 Audiência da diretora do FED Lisa Cook.
28/01 Reunião do FOMC para decisão de juros
Resultado = manutenção em 3,5%-3,75% a.a..
28/01 Reunião do Copom para decisão de juros.
Resultado = manutenção em 15% a.a..
31/01 Fim do financiamento temporário de gastos nos EUA

Fevereiro

05/02 Reunião do BCE para decisão de juros
Resultado = manutenção das taxas

Março

08/03 Eleições Legislativas na Colômbia.
18/03 Reunião do FOMC para decisão de juros
18/03 Reunião do Copom para decisão de juros.
19/03 Reunião do BCE para decisão de juros
23/03 Relatório Bimestral de Receitas e Despesas.

Abril

02/04 Primeiro Turno das Eleições Presidenciais e Eleições Legislativas no Peru.
04/04 Prazo final para filiação partidária, mudança de domicílio eleitoral e para presidente, governadores e prefeitos saírem dos cargos para concorrer a outras funções.
29/04 Reunião do FOMC para decisão de juros
29/04 Reunião do Copom para decisão de juros.
30/04 Reunião do BCE para decisão de juros

Mai

01/05 Troca dos presidentes de FEDs regionais que votam nas decisões de juros.
15/05 Posse do novo presidente do FED
22/05 Relatório Bimestral de Receitas e Despesas.
31/05 Primeiro Turno das Eleições Presidenciais na Colômbia.

Junho

07/06 Segundo Turno das Eleições Presidenciais no Peru.
11/04 Reunião do BCE para decisão de juros
17/06 Reunião do FOMC para decisão de juros
17/06 Reunião do Copom para decisão de juros.
21/06 Segundo Turno das Eleições Presidenciais na Colômbia.
Expectativa do fim do julgamento das tarifas de importação dos EUA.

Julho

20/07 Início do período destinado às convenções partidárias e à definição de candidaturas para a eleição.
20/07 Início do prazo para protocolar os pedidos de registro de candidatura na Justiça Eleitoral.
22/07 Relatório Bimestral de Receitas e Despesas.
23/07 Reunião do BCE para decisão de juros
29/07 Reunião do FOMC para decisão de juros

Agosto

05/08 Fim do período destinado às convenções partidárias e à definição de candidaturas para a eleição.
05/08 Reunião do Copom para decisão de juros.
15/08 Fim do prazo para protocolar os pedidos de registro de candidatura na Justiça Eleitoral.
16/08 Início da propaganda eleitoral.

Setembro

10/09 Reunião do BCE para decisão de juros
16/09 Reunião do FOMC para decisão de juros
16/09 Reunião do Copom para decisão de juros.
22/09 Relatório Bimestral de Receitas e Despesas.
30/09 Fim do financiamento temporário de gastos nos EUA

Outubro

04/10 Primeiro Turno das Eleições Presidenciais no Brasil.
25/10 Segundo Turno das Eleições Presidenciais no Brasil.
28/10 Reunião do FOMC para decisão de juros
29/10 Reunião do BCE para decisão de juros

Novembro

03/11 Eleições legislativas nos EUA
04/11 Reunião do Copom para decisão de juros.
23/11 Relatório Bimestral de Receitas e Despesas.

Dezembro

09/12 Reunião do FOMC para decisão de juros
09/12 Reunião do Copom para decisão de juros.
17/12 Reunião do BCE para decisão de juros

Juros em alta nas economias centrais tornam quadro doméstico mais desafiador e o quadro eleitoral entra no radar

A principal novidade do mês foi a consolidação da transição dos bancos centrais das economias centrais para um regime de manutenção ou elevação das taxas de juros, em particular com o Fed movendo-se em direção a um debate sobre a necessidade de aperto adicional, e o BCE provavelmente retomando o ciclo em setembro, bem como uma alta provável do BOJ. O pano de fundo comum é a combinação de atividade mais resiliente do que o esperado, inflação elevada e nova rodada de pressão nos preços de energia. A China oferece o contraponto, com perda de dinamismo econômico e transformação estrutural avançando muito mais rapidamente pelo lado da oferta do que da demanda. O Brasil segue na direção oposta, apesar do contexto de risco eleitoral e expectativas ainda em deterioração.

Nos EUA, a reaceleração do início do 3T26 se confirmou. A manufatura atravessa sua expansão mais forte em vários anos, com ISM próximo de 55,0 pelo segundo mês, e o mercado de trabalho retornou a um regime de menor ritmo de demissões e fortalecimento das contratações: 162 mil vagas em agosto contra consenso de 56 mil, desemprego em 4,1% e participação em alta. A inflação melhorou na margem (núcleo do PCE em 3 meses anualizados recuando de 4,76% em fevereiro para 3,05% em julho), mas permanece disseminada, com mais da metade dos componentes acima de 3% a/a. A mudança relevante é de balanço de riscos: com o presidente do Fed sinalizando que inflação persistentemente acima da meta não será tolerada, um ciclo moderado de alta (50 a 75 pontos-base) tornou-se mais provável do que a manutenção prolongada em 3,50%-3,75%. O CPI de agosto, em 11 de setembro, deverá ser determinante para o resultado da reunião seguinte.

Na Área do Euro, os riscos para a atividade diminuíram em relação ao primeiro semestre. Após crescimento de 0,4% t/t no 2T26, o PMI composto permaneceu em 52,0 em agosto, com encomendas externas voltando a crescer pela primeira vez em quatro anos e meio e emprego em alta pela primeira vez em 2026. A inflação cheia acelerou de 2,9% para 3,3% a/a, integralmente por energia (10,0% para 14,3%), enquanto núcleo e serviços recuaram – composição favorável, sem evidência de efeitos de segunda ordem até aqui. A expectativa é de alta de 25 pontos-base em setembro, para 2,50%, mantendo a expectativa de um ciclo total limitado a 50-75 pontos-base, com risco altista caso o choque energético se torne mais persistente ou os gargalos logísticos do Reno se prolonguem.

Na China, a divergência entre a "nova economia" e os setores dependentes da demanda doméstica se ampliou. O PIB desacelerou de 5,0% para 4,3% a/a no 2T26, a produção industrial perdeu força e os investimentos fixos recuaram 6,7% no ano, com o imobiliário aprofundando a contração para 19,2%. Em contraste, bens manufaturados de alta tecnologia cresceram 16,9% a/a e as exportações do segmento avançaram 52,7%, sustentando superávit em conta corrente de 3,7% do PIB no 2T26. A magnitude dos superávits evidencia a dependência da demanda externa para absorver a capacidade industrial adicionada, enquanto a reversão parcial do choque de commodities reabriu as pressões desinflacionárias (CPI em 0,5% a/a). O suporte contracíclico anunciado deve produzir recuperação apenas moderada no restante do ano.

No Brasil, a atividade dá sinais mais claros de moderação, mas por efeito de composição. O PIB do 2T26 veio acima do consenso, com crescimento concentrado na agropecuária e surpresa negativa no consumo das famílias, justamente o componente mais sensível às condições financeiras. O mercado de trabalho, contudo, segue apertado, com desemprego na mínima histórica, elevada taxa de desligamentos voluntários e renda real reacelerando para 3,3% a/a. A inflação corrente melhorou, IPCA de agosto com deflação de 0,32% m/m, mas a melhora se apoiou em

fatores pontuais de reversão já contratada (bônus de Itaipu, deflação de combustíveis, passagens aéreas, alimentos in natura).

Na política monetária, a expectativa é de um corte de 25 pontos-base para 13,75% em setembro. O ponto não é a desaceleração da atividade, que deve ser lida como o mecanismo de convergência operando, e sim que ela ainda não é suficiente para abrir hiato negativo com o mercado de trabalho apertado e a renda real acelerando. Chama atenção que o período tenha combinado inflação corrente melhor e, ainda assim, deterioração adicional das expectativas de médio prazo: o padrão sugere que os agentes leem a função de reação como acomodática, e é exatamente esse padrão que nos parece dificultar a reancoragem. Soma-se um conjunto de riscos altistas exógenos concentrados no horizonte relevante (como o El Niño sobre alimentos e tarifa elétrica, mudança na escala 6x1, defasagem de derivados de petróleo), além, possivelmente, do câmbio, a depender do desenrolar do cenário pós-eleitoral.

Pausar após setembro proporcionaria uma relação risco-retorno favorável. A política fiscal do próximo governo é um dos principais determinantes do cenário de 2027 em diante. Com a Selic em território contracionista, aguardar algumas reuniões teria custo limitado; reverter um ciclo em um contexto de deterioração das expectativas teria um custo significativamente maior. Reconhecemos ser plausível que o mercado passe a precificar cortes adicionais e que eles efetivamente ocorram diante do diagnóstico atual do Comitê, mas a assimetria de riscos nos parece evidente. Para 2027, o afrouxamento gradual segue condicionado à efetiva reancoragem das expectativas de longo prazo, a sinais inequívocos de abertura do hiato do produto e à ausência de novos choques de oferta.

Estados Unidos: reaceleração da atividade e inflação persistente aumentam a pressão sobre o Fed

Os dados de julho e agosto vêm confirmando a expectativa de reaceleração da economia americana no terceiro trimestre. Após a divulgação do PIB do 2T26, é projetado um crescimento entre 1,75% e 2,75% t/t anualizado no 3T26, intervalo que permanece consistente com os indicadores mais recentes e com a atual mediana do consenso de mercado de 2,5%. A principal novidade está na manufatura, que atravessa sua expansão mais forte em vários anos após um longo período de estagnação. O movimento vem se tornando mais disseminado, combinando o forte ciclo de investimentos em IA e "data centers" com expansão em semicondutores, eletrônicos, aeroespacial e defesa. Desde o início do ano, a manufatura já adicionou mais de 55,0 mil empregos, enquanto a demanda por infraestrutura de "data centers" vem se propagando para equipamentos de refrigeração, componentes elétricos e materiais de construção. Em agosto, o ISM de manufatura permaneceu próximo de 55 pelo segundo mês consecutivo, com produção, novos pedidos e emprego simultaneamente em território expansionista, indicando que o ciclo começa a produzir efeitos além do investimento: produção e contratação aceleram ao mesmo tempo em que as pressões sobre custos permanecem elevadas. Nos serviços, o ISM também avançou de 54,1 em julho para 55,4 em agosto, o maior nível desde fevereiro, com atividade e novos pedidos em máximas de vários anos. Para 2026, esperamos crescimento do PIB próximo de 2%, reforçando um cenário de expansão moderada, mas mais heterogênea do que no passado.

O resultado nos leva de volta a um cenário de menor ritmo de demissões e fortalecimento das contratações: a fraqueza observada no início do verão americano parece ter refletido principalmente a dissipação de fatores temporários que impulsionaram as contratações no primeiro semestre, e não uma deterioração do mercado de trabalho. Com a imigração significativamente menor reduzindo o ritmo de crescimento do emprego necessário para estabilizar a taxa de desemprego e os pedidos de seguro-desemprego ainda em níveis bastante baixos, o mercado de trabalho permanece próximo do pleno emprego, sem sinais de sobreaquecimento. Para o Fed, o resultado reduz

ainda mais os riscos associados ao mandato de emprego e diminui a necessidade de cautela por razões ligadas à atividade econômica. A combinação de contratações mais robustas, desemprego em 4,1% e moderação salarial não exige, por si só, aperto monetário adicional, mas tampouco constitui obstáculo para uma alta de juros caso a inflação permaneça elevada.

Na inflação, as leituras recentes foram mais benignas, mas ainda insuficientes para assegurar uma convergência sustentada à meta de 2% no horizonte relevante para a política monetária. Em julho, o CPI avançou 0,1% m/m, com o núcleo em 0,2%, levando as taxas em 12 meses para 3,4% e 2,5%, respectivamente. No PCE, contudo, a inflação permaneceu mais elevada, em 3,7% a/a no índice cheio e 3,3% no núcleo. A melhora na margem é relevante: a taxa anualizada de três meses do núcleo do PCE recuou de 4,76% em fevereiro para 3,05% em julho, enquanto aluguéis e salários vêm desacelerando e grande parte dos efeitos das tarifas já parece ter sido absorvida. O problema é que as pressões continuam disseminadas, com mais da metade dos componentes do núcleo do PCE apresentando inflação acima de 3% a/a. Além disso, a nova alta dos preços de energia e os gargalos associados ao "boom" de investimentos em IA e defesa adicionam novos riscos altistas para a inflação. Para 2026, o consenso projeta CPI de 3,3%, PCE de 3,5% e núcleo do PCE de 3,2%, apontando para uma inflação que melhora na margem no curto prazo, mas permanece persistentemente acima da meta.

Essa combinação entre reaceleração da atividade, mercado de trabalho próximo do pleno emprego e inflação ainda elevada tornou o debate no Fed mais inclinado ao endurecimento da política monetária. Em Jackson Hole, o presidente do Fed enfatizou que uma inflação persistentemente acima da meta de 2%, medida pelo PCE cheio, não será tolerada e que, sem uma convergência suficientemente clara e rápida para a meta, algum aperto será necessário. A mudança de tom é importante porque desloca o foco dos últimos dados mensais para o nível, a persistência e a dispersão da inflação. A disposição para elevar os juros de forma imediata, contudo, permanece menos uniforme dentro do Comitê. O governador do Fed, Christopher Waller, afirmou que a política monetária está apenas ligeiramente restritiva e que um dado de inflação mais forte em agosto poderia levá-lo a apoiar uma pequena elevação dos juros. Ainda assim, sua sinalização foi mais cautelosa do que a do presidente da instituição, indicando disposição para manter as taxas estáveis caso o progresso observado nos dois últimos meses seja mantido. Considerando os efeitos defasados da política monetária, parte do Comitê ainda parece inclinada a aguardar evidências adicionais de perda de força do processo de desinflação antes de defender uma nova alta de juros.

Nesse contexto, o CPI de agosto tornou-se o principal dado para a definição do resultado da próxima reunião do FOMC. Assim, o balanço de riscos mudou desde Jackson Hole: caso a inflação não apresente progresso suficientemente rápido em direção à meta, a probabilidade de um ciclo moderado de alta de juros passou a superar, ainda que marginalmente, a hipótese de manutenção das taxas no intervalo de 3,50% a 3,75% por um período prolongado. Diferentes especificações de regras de política monetária, considerando uma inflação ainda acima da meta e uma economia operando próxima do pleno emprego, sugerem um ajuste adicional entre 50 e 75 pontos-base. O momento de implementação desse movimento, contudo, permanece incerto. Caso o CPI de agosto confirme a continuidade do processo de desinflação, o Comitê poderá dispor de mais tempo para avaliar os efeitos já contratados da política monetária. Por outro lado, se o avanço da desinflação estagnar ou houver sinal de reversão, a combinação de atividade econômica mais forte, taxa de desemprego em 4,1% e inflação ainda elevada e disseminada aumenta significativamente a probabilidade de que a primeira elevação de 25 pontos-base ocorra já na reunião de setembro.

Para monitorar: CPI de agosto, a evolução da dispersão das pressões inflacionárias, a conferência de imprensa do presidente do Fed após a reunião de setembro e a intensidade, bem como a disseminação, da recuperação do setor manufatureiro.

Gráfico 1: Recuperação da manufatura e custos - ISM
Manufacturing: z-score dos últimos 50 anos de dados

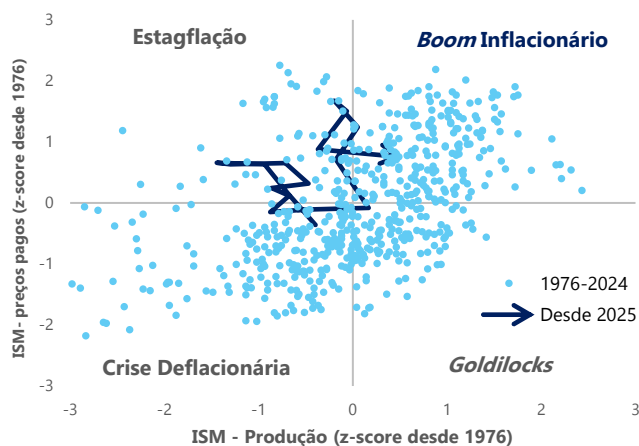
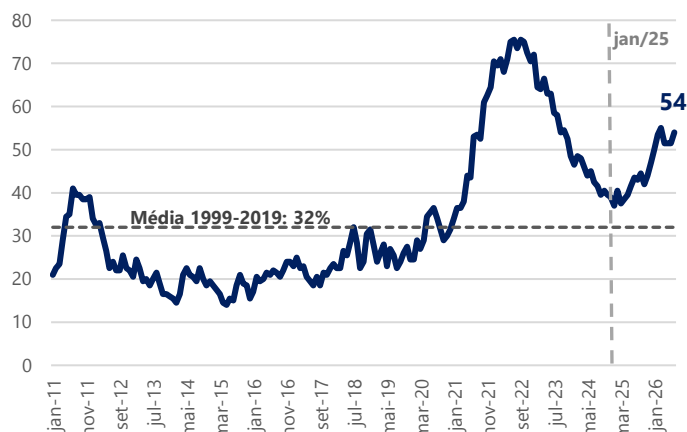


Gráfico 2: Parcela itens PCE com inflação > 3% a/a (em %)



Fontes: Bloomberg e Bureau of Economic Analysis.

Zona do Euro: atividade resiliente e nova alta nos preços de energia mantêm o BCE vigilante

A economia da Área do Euro continuou demonstrando resiliência no início do terceiro trimestre, reduzindo o risco de uma desaceleração mais pronunciada após o choque de energia. Após o PIB crescer 0,4% t/t no 2T26, o PMI composto permaneceu em território expansionista em agosto, em 52,0, com o setor de serviços em 51,6. A composição mostrou sinais de melhora, com os novos pedidos permanecendo sólidos, as encomendas externas voltando a crescer pela primeira vez em quatro anos e meio e o emprego aumentando pela primeira vez em 2026. O mercado de trabalho permanece resiliente, com a taxa de desemprego em 6,4%, próxima das mínimas históricas, reforçando a avaliação de que os riscos para a atividade diminuíram em relação ao primeiro semestre.

As perspectivas para a indústria melhoraram com a combinação de maiores investimentos em defesa e infraestrutura e do impulso fiscal alemão, que deve ganhar importância nos próximos trimestres. No curto prazo, contudo, essa recuperação enfrenta um risco de oferta adicional. Os níveis excepcionalmente baixos do rio Reno, principal corredor fluvial da indústria alemã, vêm restringindo a capacidade de transporte de matérias-primas, combustíveis e produtos químicos e elevando os custos de frete. Episódios semelhantes, particularmente em 2018 e 2022, provocaram gargalos relevantes e perdas de produção na Alemanha. O choque atual ocorre justamente quando a indústria começa a se recuperar e, caso persista, pode simultaneamente limitar a atividade e elevar os custos de produção, contrabalançando parcialmente o impulso proveniente da expansão fiscal e dos investimentos.

Na inflação, a intensificação do conflito no Oriente Médio e os ataques ucranianos contra refinarias russas levaram a uma nova alta nos preços de energia, mas ainda sem sinais claros de disseminação para os componentes subjacentes. A inflação cheia acelerou para 3,3% a/a em agosto, com a inflação de energia avançando de 10,0% para 14,3% a/a. Em contraste, o núcleo recuou de 2,5% para 2,4% a/a, enquanto a inflação de serviços desacelerou de 3,3% para 3,0% a/a. A composição é, portanto, relativamente favorável: o efeito direto do choque energético aparece no índice cheio, mas, até o momento, há poucas evidências de efeitos indiretos e de segunda ordem sobre serviços, preços subjacentes e expectativas de inflação. Ainda assim, a combinação entre energia mais cara, mercado de

trabalho resiliente e potenciais gargalos logísticos associados ao Reno mantém os riscos de inflação enviesados para cima.

Nesse ambiente, é esperado que o Banco Central Europeu (BCE) eleve a taxa de juros em 25 pontos-base em setembro para 2,50%. A combinação de atividade e mercado de trabalho resilientes e inflação cheia novamente acima de 3% a/a reduz o dilema entre crescimento e inflação e permite ao BCE manter uma postura vigilante. Após setembro, contudo, a continuidade do ciclo dependerá menos do aumento já realizado dos preços de energia e mais de sua persistência e da propagação para salários, serviços e expectativas de inflação.

Para monitorar: evolução dos preços de energia e dos níveis do rio Reno, sinais de repasse para preços de serviços e salários, comunicação do BCE e repercussão dos resultados das eleições subnacionais na Alemanha.

Gráfico 3: Nível de água do rio Reno em Kaub (cm)

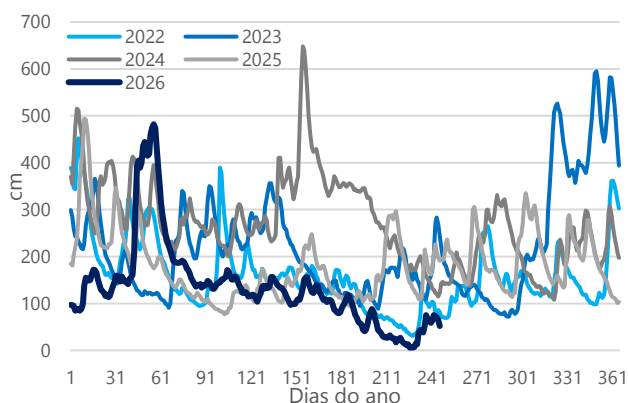
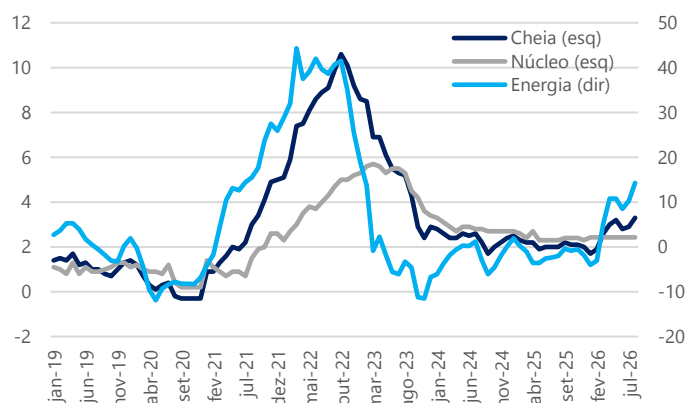


Gráfico 4: Inflação acumulada em 12 meses (%)



Fonte: Pegelonline e Bloomberg.

China: transformação da oferta, demanda doméstica ainda fraca

A economia chinesa perdeu dinamismo no início do terceiro trimestre, ampliando a divergência entre a expansão da chamada "nova economia" e a fraqueza dos setores mais dependentes da demanda doméstica. Após o PIB desacelerar para 4,3% no 2T26, a produção industrial perdeu força, de 5,3% em junho para 4,5% a/a em julho, enquanto as vendas no varejo desaceleraram de 1,0% para apenas 0,6% a/a, recuando 0,1% m/m em julho, a terceira queda mensal em quatro meses. A fraqueza foi ainda mais pronunciada nos investimentos fixos, que recuaram 6,7% no acumulado do ano até julho. No setor imobiliário, a contração dos investimentos aprofundou-se para 19,2% a/a no acumulado do ano, enquanto os preços dos imóveis continuaram caindo.

Ao mesmo tempo, a composição da atividade permanece bastante desigual. A produção de bens manufaturados de alta tecnologia acelerou em julho, crescendo em ritmo significativamente superior ao observado pela indústria como um todo. Nesse segmento, a produção de robôs industriais e de semicondutores avançou 30,2% e 21,0%, respectivamente. Da mesma forma, os investimentos em setores de alta tecnologia registraram expansão de 5,0% a/a nos primeiros sete meses do ano, em contraste com a retração de 6,7% do investimento agregado. O crédito direcionado às indústrias verdes e aos setores de alta tecnologia também manteve forte crescimento, avançando 14,7% e 14,6% a/a, respectivamente.

Fica claro, portanto, que a transformação estrutural chinesa está avançando muito mais rapidamente pelo lado da oferta do que da demanda. O antigo modelo baseado nos investimentos imobiliários e de infraestrutura vem sendo progressivamente substituído por tecnologia de ponta e capacidade industrial, mas sem uma expansão equivalente do consumo das famílias.

Essa assimetria também aparece no setor externo. As exportações cresceram 23,9% a/a em julho, com as exportações de produtos de alta tecnologia avançando 52,7%, mais que o dobro do crescimento agregado. Como resultado, a China continua acumulando superávits externos excepcionalmente elevados: no 2T26, o superávit da balança comercial de bens atingiu US\$279 bilhões e o superávit em conta corrente, US\$195 bilhões, ou 3,7% do PIB. A magnitude desses superávits evidencia como a crescente capacidade industrial continua dependendo da demanda externa para ser absorvida.

Na inflação, a reversão parcial do choque de commodities trouxe novamente à tona as pressões desinflacionárias associadas à fraqueza da demanda doméstica. O CPI cheio desacelerou de 1,0% para 0,5% a/a em julho. Alimentos e aluguéis permaneceram em deflação e a inflação de serviços perdeu força, enquanto os aumentos de preços ficaram mais concentrados em segmentos ligados à IA e à manufatura avançada. Esse quadro é consistente com excesso de capacidade nos setores tradicionais coexistindo com forte demanda por capital e insumos em uma parcela relativamente estreita da "nova economia".

Os dados mais recentes ainda não indicam uma inflexão na economia. Em agosto, o PMI oficial de manufatura melhorou de 49,2 para 49,8, mas permaneceu abaixo de 50 pelo segundo mês consecutivo, com a melhora concentrada nos setores de alta tecnologia. Nos serviços, a atividade permaneceu ainda mais fraca, com o PMI em 49,3, o menor nível desde dezembro de 2023, reforçando a divergência entre a relativa resiliência da manufatura avançada e a fraqueza da demanda doméstica. Diante da desaceleração da atividade, o Politburo passou a enfatizar maior suporte contracíclico, com aceleração da emissão de títulos dos governos locais e início da implementação do novo instrumento de financiamento, direcionado à infraestrutura estratégica, digitalização, IA e projetos de apoio à demanda doméstica. Ainda assim, é esperado uma recuperação apenas moderada no restante do ano e, caso a fraqueza persista, aumentará a necessidade de suporte adicional para que o crescimento permaneça dentro da meta oficial de 4,5%-5,0% para o ano.

Para monitorar: demanda doméstica e setor imobiliário, novo estímulo fiscal, trajetória do yuan, tensões geopolíticas e cúpula entre Trump e Xi em 24/09 em Washington.

Brasil: atividade em moderação, mas deflação de agosto é pontual e IPCA volta a furar o teto da meta

No mercado de trabalho, os dados continuam apontando para um cenário de resiliência, apesar de alguma moderação recente. Pela PNAD, a taxa de desemprego permaneceu em 5,3% em julho (5,4% na série dessazonalizada), em linha com o esperado e próxima da mínima histórica. O emprego seguiu crescendo, tanto no segmento formal quanto no informal, enquanto os rendimentos reais habituais avançaram 0,5% na margem e aceleraram para 3,3% a/a. Na mesma direção, o Caged registrou criação líquida de 58,6 mil vagas em julho. Embora abaixo das expectativas, a taxa de desligamentos voluntários voltou a subir e permanece próxima das máximas históricas, sinalizando um mercado de trabalho ainda aquecido. Além disso, os salários reais de admissão e desligamento aceleraram na margem e na comparação anual.

Em atividade, o PIB cresceu 0,5% t/t e 2,0% a/a no 2T26, superando as expectativas. No entanto, a composição do resultado foi relativamente mais fraca, refletindo principalmente a contração do consumo das famílias (-0,4% t/t). Por outro lado, a formação bruta de capital fixo manteve crescimento positivo (1,2% t/t) e o consumo do governo avançou 0,4% t/t. Na comparação anual, os destaques foram as exportações e o consumo do governo, enquanto o consumo das famílias mostrou desaceleração expressiva.

Pelo lado da oferta, a agropecuária avançou 2,8% t/t e respondeu pela maior contribuição ao crescimento. A indústria apresentou alta modesta de 0,1% t/t, sustentada pela extração mineral, enquanto a manufatura e a construção recuaram. Já os serviços cresceram 0,2% t/t, com destaque para transporte e tecnologia da informação. A abertura setorial, portanto, reforça a leitura sugerida pela demanda: embora o PIB tenha superado o consenso, os componentes mais ligados ao ciclo doméstico exibiram menor dinamismo.

Por fim, os primeiros dados do 3T26 reforçaram a percepção de perda de ritmo da atividade. A Produção Industrial de julho avançou 0,2% m/m e recuou 0,5% a/a, abaixo das expectativas de mercado. Na margem, o desempenho positivo de bens de capital e bens de consumo duráveis foi parcialmente compensado pela contração das indústrias extrativas e dos bens intermediários. Na comparação anual, os avanços em bens de consumo duráveis e na indústria extrativa foram mais do que compensados pela retração dos bens de consumo semiduráveis e não duráveis e dos bens de capital. Além disso, a decomposição entre setores cíclicos e não cíclicos indicou desaceleração dos segmentos menos sensíveis ao ciclo econômico e alguma recuperação dos setores cíclicos. Ainda assim, o carregamento estatístico para o 3T26 segue apontando para retração da atividade industrial, reforçando o cenário de moderação do crescimento no trimestre.

O quadro benigno da inflação no curto prazo foi reforçado pela divulgação do IPCA de agosto, que registrou deflação de 0,32% m/m, levando a inflação acumulada em 12 meses para 4,22% a/a e mantendo-a abaixo do teto da meta. O resultado refletiu, em grande medida, fatores temporários. Entre eles, destaca-se a deflação dos alimentos no domicílio, beneficiada por efeitos sazonais que tendem a perder força nos próximos meses, além dos impactos esperados do El Niño sobre a produção agrícola. Os preços administrados também contribuíram de forma relevante, com queda de 1,1% m/m, impulsionada pelo bônus de Itaipu, que reduziu temporariamente as tarifas de energia elétrica, e pela continuidade da deflação dos combustíveis.

Nos núcleos, contudo, o quadro segue menos confortável. Os bens industriais registraram alta de apenas 0,08% m/m, ajudados pelo reajuste de cigarros abaixo do esperado e pela deflação do etanol. Já os serviços avançaram apenas 0,1% m/m, influenciados pela forte queda das passagens aéreas. Em contrapartida, os serviços subjacentes apresentaram leitura mais elevada do que o esperado, com alta de 0,5% m/m e 5,0% a/a. Apesar da desaceleração da média móvel trimestral anualizada e dessazonalizada, o destaque segue sendo a inflação de serviços intensivos em mão de obra, que avançou 0,6% m/m e 7,3% a/a, permanecendo em patamar incompatível com uma convergência confortável da inflação para a meta.

Em linhas gerais, a deflação de agosto não altera a perspectiva de inflação mais elevada nos próximos trimestres. A reversão do bônus de Itaipu, a normalização dos preços de energia e combustíveis e o esgotamento dos efeitos sazonais favoráveis sobre os alimentos devem elevar novamente o índice cheio. Ao mesmo tempo, a persistência da inflação de serviços, sobretudo nos segmentos intensivos em mão de obra, limita a melhora das medidas subjacentes. Espera-se, portanto, deterioração gradual ao longo do restante de 2026 e do início de 2027, em um ambiente de mercado de trabalho ainda aquecido e riscos climáticos relevantes.

Do lado fiscal, os dados de julho reforçaram a percepção de fragilidade das contas públicas. O setor público consolidado registrou superávit primário de R\$ 1,4 bilhão, abaixo da expectativa de mercado de R\$ 6,4 bilhões. Na

comparação com julho de 2025, quando houve déficit de R\$ 66,6 bilhões em razão do pagamento de precatórios, o resultado foi favorecido por uma base de comparação mais benigna. Na abertura, o superávit do Governo Central, de R\$ 11 bilhões, foi parcialmente compensado pelos déficits dos governos regionais e das empresas estatais, de R\$ 8,5 bilhões e R\$ 1,1 bilhão, respectivamente.

A trajetória da dívida também permaneceu desfavorável. A dívida líquida do setor público avançou de 68,5% para 69,1% do PIB em julho, refletindo principalmente o impacto dos juros nominais e da valorização cambial. Da mesma forma, a dívida bruta passou de 81,9% para 82,5% do PIB, pressionada pelos juros apropriados e pelas emissões líquidas de títulos. Em ambos os casos, o crescimento do PIB nominal contribuiu apenas parcialmente para conter a elevação dos indicadores.

Nas contas externas, o déficit em conta corrente aumentou para US\$ 8,1 bilhões em julho, levando o acumulado em 12 meses para US\$ 62,9 bilhões. O Investimento Direto no País somou US\$ 7,5 bilhões no mês, abaixo das expectativas e interrompendo uma sequência de resultados mais favoráveis. Ainda assim, o quadro externo permanece relativamente confortável, sustentado pelo superávit comercial e por um nível de investimento direto que segue elevado em termos históricos, apesar da piora observada na margem.

No câmbio, o real teve o pior desempenho entre os pares emergentes em agosto, depreciando 2,2%. Desde o início do mês, foi observado um descolamento do desempenho do real em relação aos fundamentos, que indicavam uma performance substancialmente melhor, diante do cenário externo de dólar mais fraco e preços de commodities elevados. Entretanto, com a crescente atenção que as eleições vêm ganhando à medida que o primeiro turno se aproxima, o aumento da percepção de risco levou a um desempenho pior da moeda brasileira. Com os resultados das pesquisas eleitorais sendo refletidos na performance dos ativos locais, assim, há a expectativa que o real siga apresentando comportamento volátil e incerto.

Na política monetária, espera-se novo corte de 25 pb da Selic, para 13,75% a.a., na reunião de setembro, em linha com a comunicação posterior à reunião de agosto. A moderação da atividade e a melhora da inflação corrente sustentam essa decisão dentro do diagnóstico atual do Comitê. Esses sinais, contudo, não justificam a continuidade automática do ciclo: a desinflação é temporária, as expectativas seguem deterioradas e o balanço de riscos tornou-se mais adverso desde a última reunião. Esse quadro aumenta a probabilidade de pausa após setembro.

Em primeiro lugar, a melhora recente da inflação cheia decorreu, em grande medida, de fatores pontuais e sazonais. Já os serviços subjacentes, especialmente os intensivos em mão de obra, seguem em patamar incompatível com a convergência para a meta, apesar da desaceleração recente. Além disso, espera-se uma reaceleração do IPCA a partir de setembro, com a inflação acumulada voltando a superar o teto da meta a partir de outubro e se aproximando de 5% ao final do ano e no início de 2027.

Soma-se a isso um conjunto de riscos altistas no horizonte relevante, como os efeitos do El Niño sobre alimentos e energia elétrica, a mudança na escala 6x1 e a defasagem ainda existente entre os preços domésticos e internacionais dos derivados de petróleo. Mais do que seus efeitos diretos, preocupa a possibilidade de esses choques contaminarem as expectativas de inflação, como já ocorreu recentemente no caso dos combustíveis.

Nesse contexto, chama atenção o fato de que, mesmo com uma inflação corrente mais favorável, as expectativas de médio e longo prazo continuaram se deteriorando. Isso sugere que os agentes ainda percebem a função de reação do Banco Central como relativamente acomodatória, dificultando o processo de reancoragem das expectativas.

Ao mesmo tempo, a desaceleração da atividade deve ser vista como parte do mecanismo de convergência da inflação, e não como um fenômeno a ser integralmente compensado pela política monetária. Com inflação acima da

meta, expectativas desancoradas e choques de oferta em curso, alguma moderação da demanda é necessária. Até o momento, porém, o mercado de trabalho segue apertado e a renda real continua acelerando.

O cenário externo também recomenda cautela. Com o Fed inclinado a retomar o aperto monetário e os principais bancos centrais adotando uma postura de manutenção ou eventual elevação dos juros, as condições financeiras globais tendem a permanecer restritivas, especialmente para economias emergentes com fragilidades fiscais.

Diante desse quadro, a continuidade do ciclo de flexibilização para além da reunião de setembro parece menos provável. Uma pausa após esse encontro surge como a alternativa mais prudente, sobretudo diante da deterioração das expectativas e das incertezas em torno do cenário fiscal de 2027.

Para monitorar: expectativas de inflação (particularmente 2027 e 2028), evolução dos núcleos e da inflação de serviços, sinais de desaceleração da atividade, impulso fiscal e parafiscal e dinâmica do câmbio.

Tabela 1: Indicadores Financeiros (janelas acumuladas até agosto de 2026)

ÍNDICES	MÊS	ANO	12 M	24 M	36 M	48 M	60 M
CDI	1,09%	9,33%	14,63%	29,38%	43,89%	63,39%	80,05%
IMA-S	1,11%	9,47%	14,83%	29,89%	44,70%	64,69%	82,31%
IDA-DI (CRÉDITO PRIVADO)	1,09%	9,81%	14,92%	30,90%	50,36%	69,61%	90,50%
IMA-B	1,58%	6,75%	11,00%	16,12%	22,29%	39,13%	46,84%
IRF-M	1,04%	7,06%	12,06%	24,50%	34,78%	54,95%	64,51%
DÓLAR	2,05%	-5,83%	-4,51%	-8,39%	5,28%	0,05%	0,74%
IBOVESPA (AÇÕES BRASIL)	-0,33%	10,11%	25,45%	30,45%	53,29%	61,99%	49,37%
MSCI WORLD em R\$	4,58%	5,60%	13,55%	24,30%	75,15%	89,18%	59,32%
NASDAQ em R\$	6,06%	6,85%	17,36%	36,38%	97,81%	123,29%	74,11%
S&P 500 em R\$	4,73%	5,73%	13,61%	24,66%	79,51%	94,44%	71,21%
MSCI WORLD (Moeda original)	2,48%	12,13%	18,91%	35,69%	66,37%	89,09%	58,15%
NASDAQ (Moeda original)	3,93%	13,46%	22,91%	48,87%	87,89%	123,18%	72,82%
S&P 500 (Moeda original)	2,62%	12,28%	18,98%	36,08%	70,51%	94,34%	69,95%

Elaboração: Backoffice i9.

Tabela 2: Indicadores Financeiros (janelas mensais - últimos 12 meses)

	set-25	out-25	nov-25	dez-25	jan-26	fev-26	mar-26	abr-26	mai-26	jun-26	jul-26	ago-26
CDI	1,22%	1,28%	1,05%	1,22%	1,16%	1,00%	1,21%	1,09%	1,07%	1,12%	1,22%	1,09%
IMA-S	1,24%	1,29%	1,06%	1,23%	1,18%	1,01%	1,27%	1,09%	1,09%	1,12%	1,23%	1,11%
IDA-DI (CRÉDITO PRIVADO)	1,19%	1,08%	1,10%	1,21%	1,36%	0,79%	0,46%	1,23%	1,82%	1,23%	1,43%	1,09%
IMA-B	0,54%	1,05%	2,04%	0,31%	1,00%	1,79%	0,17%	1,81%	0,31%	-1,04%	0,97%	1,58%
IRF-M	1,26%	1,37%	1,67%	0,30%	1,96%	0,99%	-0,59%	1,24%	0,68%	0,69%	0,85%	1,04%
DÓLAR	-1,99%	1,24%	-0,94%	3,16%	-4,95%	-1,54%	1,36%	-4,42%	1,37%	2,37%	-1,92%	2,05%
IBOVESPA (AÇÕES BRASIL)	3,40%	2,26%	6,37%	1,29%	12,56%	4,09%	-0,70%	-0,08%	-7,22%	-1,01%	3,47%	-0,33%
MSCI WORLD em R\$	1,04%	3,20%	-0,76%	3,91%	-2,86%	-0,91%	-5,28%	4,61%	5,80%	1,54%	-1,46%	4,58%
NASDAQ em R\$	3,52%	5,99%	-2,44%	2,61%	-4,05%	-4,87%	-3,46%	10,19%	9,84%	-0,51%	-5,06%	6,06%
S&P 500 em R\$	1,48%	3,53%	-0,81%	3,11%	-3,65%	-2,39%	-3,80%	5,54%	6,59%	1,28%	-2,04%	4,73%
MSCI WORLD (Moeda original)	3,09%	1,94%	0,18%	0,73%	2,19%	0,64%	-6,55%	9,45%	4,37%	-0,80%	0,46%	2,48%
NASDAQ (Moeda original)	5,61%	4,70%	-1,51%	-0,53%	0,95%	-3,38%	-4,75%	15,29%	8,36%	-2,81%	-3,20%	3,93%
S&P 500 (Moeda original)	3,53%	2,27%	0,13%	-0,05%	1,37%	-0,87%	-5,09%	10,42%	5,15%	-1,06%	-0,13%	2,62%

Elaboração: Backoffice i9.

DISCLAIMER

A presente Nota Macroeconômica ("Nota") foi elaborada pelo economista-chefe da i9 Advisory e não se configura como um relatório de análise para fins de Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Neste sentido, a Nota reflete única e exclusivamente as opiniões do economista-chefe em relação ao conteúdo apresentado.

O objetivo meramente informativo da Nota não deverá ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários ou a venda de qualquer instrumento financeiro. Este material não leva em consideração os objetivos, planejamento estratégico, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular.

Destacamos que as informações contidas na Nota foram obtidas por meio de fontes públicas consideradas seguras e confiáveis na data em que o material foi divulgado. Entretanto, apesar da diligência na obtenção das informações apresentadas, as projeções e estimativas contidas na Nota não devem ser interpretadas como garantia de performance futura pois estão sujeitas a riscos e incertezas que podem ou não se concretizar. Neste sentido, não apresentamos nenhuma garantia acerca da confiabilidade, exatidão, integridade ou completude (expressas ou não) dessas mesmas informações abordadas.

A i9 Advisory não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar referidas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Ademais, ao acessar o presente material, o interessado compreende dos riscos relativos ao cenário macroeconômico abordado nesta Nota.

Por último, a i9 Advisory e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza por qualquer decisão do investidor que forem tomados com base nas informações aqui divulgadas, nem por ato praticado por profissionais por ele consultados e tampouco pela publicação acidental de informações incorretas. A i9Advisory informa que potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários ou outros investimentos e estratégias discutidas