

Advisory

# Relatório Macroeconômico

Novembro 2026

Advisory

# 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** Primero 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

**Maio**
**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** Primero 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 Primero 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

## Sumário Executivo: Atividade resiliente e inflação ainda pressionada nas economias avançadas levam BCs a continuar o aperto. No Brasil, atividade desacelera, inflação sobe e juros ficam estáveis.

O cenário global segue marcado por atividade resiliente nas economias avançadas, inflação pressionada pelo choque de energia e pouco avanço na desinflação subjacente. Fed e BCE pausaram em outubro, mantendo viés de aperto, porém com postura mais gradual diante das condições financeiras restritivas. Nos EUA, a vitória democrata nas duas casas do Congresso reduziu riscos fiscais e institucionais. No Brasil, o pós-eleição trouxe piora dos ativos, depreciação cambial e aumento do prêmio de risco que, somados à deterioração inflacionária, levaram o Copom a interromper o ciclo de cortes.

Nos EUA, a atividade permanece forte e a inflação resistente. O PIB do 3T26 cresceu 3,4% t/t anualizado, com destaque para investimentos relacionados à IA. O mercado de trabalho segue resiliente, enquanto o núcleo do PCE permanece em 3,1% a/a. O FOMC manteve os juros em 3,75%-4,00%, preservando espaço para novos ajustes. O mercado espera um ciclo total de 50 a 100pb, considerando a alta de setembro. As midterms reduziram o risco fiscal, embora a resistência a novos data centers represente um risco aos investimentos em IA a partir de 2027.

Na Área do Euro, o PIB avançou 0,4% t/t no 3T26, enquanto o PMI composto recuou para 51,7 em outubro. A inflação atingiu 4,0% a/a, com núcleo em 2,5%. O risco fiscal francês ganhou relevância, com aumento do spread OAT-Bund e reflexos nas condições de crédito. O BCE manteve a taxa de depósito em 2,50%, e o mercado projeta uma nova alta de 25pb em dezembro, para 2,75%.

Na China, o PIB do 3T26 cresceu 4,5% a/a, sustentado pelas exportações ligadas a semicondutores e IA, enquanto investimentos e setor imobiliário permanecem fracos. Com a meta de crescimento próxima de ser alcançada, Pequim mantém estímulos seletivos. O PBoC avançou na reforma operacional da política monetária, sem sinalizar novo ciclo de estímulos. Apesar da redução do risco de escalada tarifária com os EUA, questões comerciais estruturais permanecem.

No Brasil, a desaceleração da atividade se intensificou. A produção industrial recuou 0,8% m/m em setembro, enquanto crédito e geração de empregos perderam força, apesar do desemprego ainda baixo. Na inflação, apesar da surpresa favorável do IPCA de outubro, núcleos e serviços seguem pressionados.

Na política monetária, o Copom manteve a Selic em 13,75% e retirou a sinalização sobre a magnitude total do ciclo de calibragem. O tom permaneceu duro, com elevação da projeção de inflação no horizonte relevante de 3,2% para 3,5%. Ainda assim, a avaliação de que a Selic já se encontra substancialmente contracionista sugere baixa disposição para novas altas.

## Estados Unidos: atividade forte, inflação persistente e novo equilíbrio político após as midterms

A economia americana voltou a surpreender pela força no terceiro trimestre. O PIB cresceu 3,4% t/t anualizado, acima do consenso de 3,2%, acelerando em relação aos 2,2% do 2T26. Mais importante do que o headline, a demanda doméstica privada final avançou 4,9%, maior ritmo desde 2021, com consumo das famílias crescendo 3,8% e investimento não residencial 12,7%. O destaque permaneceu nos investimentos em equipamentos, com alta de 20,9%, enquanto propriedade intelectual avançou 8,4% e estruturas 5,4%. O ciclo de investimentos ligado à IA permaneceu particularmente forte, com computadores, periféricos, software e data centers respondendo por parcela

importante da expansão da atividade. Em contrapartida, o investimento residencial voltou a contrair, enquanto o setor externo retirou mais de 3pp do crescimento, em parte refletindo a forte demanda por importações dos equipamentos para os data centers. O resultado confirma uma economia crescendo acima do esperado no início do ano, embora parte da força do trimestre provavelmente não seja sustentável. P

Os primeiros dados do 4T26 permanecem compatíveis com continuidade da expansão, mas em ritmo menos intenso do que no 3T26. O ISM de manufatura subiu para 55,5 em outubro, com produção em 59,0, maior nível desde 2021, e novos pedidos em 55,5. A atividade segue particularmente forte em semicondutores, eletrônicos, defesa e infraestrutura de data centers. Nos serviços, o ISM permaneceu elevado em 54,5, embora o componente de atividade tenha desacelerado para 53,8 e parte da sustentação do índice tenha vindo do aumento dos prazos de entrega. Novas encomendas permaneceram firmes, em 55,9, e os backlogs subiram para 58,0. Assim, a economia entrou no 4T26 ainda com demanda sólida, mas sem necessariamente repetir o ritmo excepcional observado no trimestre anterior.

No mercado de trabalho, o relatório do emprego de outubro reforçou a leitura de melhora das contratações, após a fraqueza na primeira leitura para setembro. Em outubro, foram criadas 165 mil vagas de emprego, bem acima do consenso de 65 mil, enquanto agosto e setembro foram revisados conjuntamente em 84 mil, elevando a média móvel de três meses para 137 mil/mês. A melhora foi disseminada, com ganhos em serviços profissionais e empresariais, saúde, transportes e manufatura. A taxa de desemprego recuou 3pb para 4,14%, mesmo com aumento da participação, e os indicadores de demissões permanecem historicamente baixos.

A inflação, por sua vez, continua sem mostrar progresso em direção à meta de 2%. Em setembro, o PCE cheio avançou 0,49% m/m e 3,65% a/a, enquanto o núcleo subiu 0,32% m/m e 3,12% a/a. Em bases anualizadas de três e seis meses, o núcleo permanece próximo de 2,9%, indicando pouca melhora recente na inflação subjacente. A composição também continua desconfortável: bens voltaram a acelerar, serviços excluindo habitação e utilidades públicas avançaram cerca de 0,4% m/m e já aparecem sinais de transmissão do choque de energia para alguns preços subjacentes, especialmente serviços de transportes. A difusão também segue elevada, com mais de 60% dos componentes ainda apresentando inflação acima de 3% a/a. Ao mesmo tempo, as pesquisas empresariais de outubro continuam mostrando fortes pressões de custos, com preços pagos em 75,2 na manufatura e 73,0 nos serviços. Portanto, embora a revisão metodológica do PCE tenha reduzido a inflação estimada anteriormente, os dados mais recentes não confirmam tendência de desinflação.

Há, contudo, um contraponto importante vindo dos custos do trabalho e da produtividade. A produtividade do setor não agrícola cresceu 3,6% t/t anualizado no 3T26, maior avanço em um ano, enquanto o custo unitário do trabalho recuou 0,7% t/t, primeira queda desde o 2T25. O *Employment Cost Index* (ECI) também desacelerou, com alta de 0,8% t/t no 3T26 e salários avançando apenas 0,7% t/t, levando o crescimento anual dos salários para 3,1%, menor ritmo desde 2021. Os dados reduzem, por enquanto, o risco de uma reaceleração inflacionária originada no mercado de trabalho e ajudam a explicar como a atividade consegue permanecer forte sem gerar aumento equivalente dos custos trabalhistas. A tendência de produtividade desde o fim de 2019 também melhorou.

Nesse ambiente, o FOMC manteve a taxa de juros em 3,75%-4,00% na reunião de outubro, com duas dirigentes dissidindo a favor de uma alta de 25pb. O comunicado foi mais duro, elevando a caracterização da atividade de "sólida" para "forte" e mantendo a inflação como a principal preocupação. A coletiva do presidente do Fed, entretanto, foi mais cautelosa: sendo destacado que as condições financeiras já apertaram desde setembro, afirmou que a economia não parece sobreaquecida e evitou sinalizar uma decisão específica para a reunião de dezembro. O Comitê ainda vê espaço para aperto adicional, mas prefere avançar de forma gradual e dependente dos dados. Assim

o mercado espera um cenário de 50-100pb para o ciclo total, incluindo os 25pb já entregues em setembro. A combinação de atividade forte, inflação disseminada e choques de oferta mais persistentes continua justificando algum aperto adicional, enquanto produtividade mais forte e custos trabalhistas benignos reduzem a necessidade de uma trajetória mais agressiva.

As eleições de meio de mandato também alteraram de forma relevante o cenário para a segunda metade do governo atual. A vitória democrata na Câmara e no Senado praticamente elimina a possibilidade de uma nova rodada republicana de expansão fiscal antes de 2028, enquanto o veto presidencial limita grandes iniciativas fiscais democratas. O resultado reduz, portanto, o risco de deterioração fiscal adicional. Em contrapartida, o governo dividido aumenta o risco de impasses recorrentes nas negociações orçamentárias, inclusive episódios de *shutdown*, e maior volatilidade em torno das negociações para elevar o teto da dívida pública em 2027. Ao mesmo tempo, o controle democrata do Senado fortalece a proteção institucional do Fed, ao dificultar a confirmação de nomes percebidos como excessivamente alinhados à Casa Branca ou favoráveis a maior interferência política sobre a condução da política monetária. Para os Treasuries, os dois canais atuam na mesma direção, reduzindo parte da pressão sobre o prêmio de prazo.

Outro resultado importante das eleições foi a forte reação contra a expansão dos data centers. Houve 41 medidas locais colocadas nas cédulas eleitorais das *midterms* relacionadas ao setor e, em 40 delas, eleitores aprovaram restrições, moratórias ou rejeitaram propostas que facilitariam novos projetos. A resistência também favoreceu candidatos democratas que fizeram campanha por maior regulação do setor, inclusive em estados centrais para o ciclo de investimentos em IA, como Geórgia, Nova York, Ohio e Texas. O efeito mais provável não é uma interrupção dos projetos já contratados, mas maior dificuldade para novos empreendimentos, com prazos mais longos, custos mais altos e possível deslocamento geográfico dos investimentos. Isso adiciona um novo risco a partir de 2027 para um dos principais motores do crescimento americano recente: além dos gargalos de energia, equipamentos e financiamento, o ciclo de IA passa a enfrentar também uma restrição política e regulatória mais relevante.

Por fim, o resultado eleitoral aumenta o custo político de medidas que agravem inflação e custo de vida, especialmente novas tarifas. Isso pode moderar a disposição do governo para uma escalada semelhante à observada em 2025. Em contrapartida, com sua agenda doméstica limitada pelo Congresso democrata, o presidente passa a ter maior incentivo para concentrar capital político em áreas nas quais preserva maior poder executivo, como comércio internacional, política externa e defesa. Assim, as *midterms* reduzem alguns dos principais riscos domésticos (fiscal e institucional), mas não eliminam a incerteza associada à política comercial e geopolítica.

**Para monitorar:** trajetória dos preços de energia e inflação do 4T26, condições financeiras, comunicação do FOMC e perspectivas para o ciclo de investimentos em IA e possíveis restrições a novos data centers.

**Gráfico 1: Mapa do resultado das *midterms***

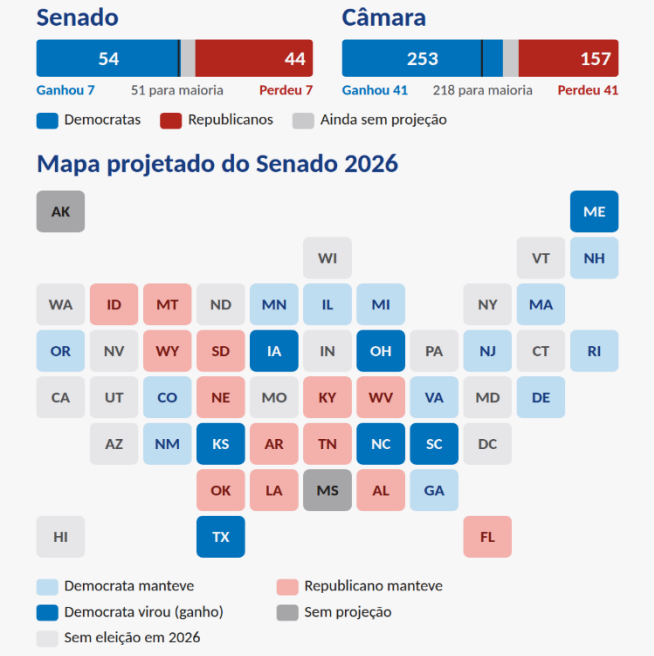
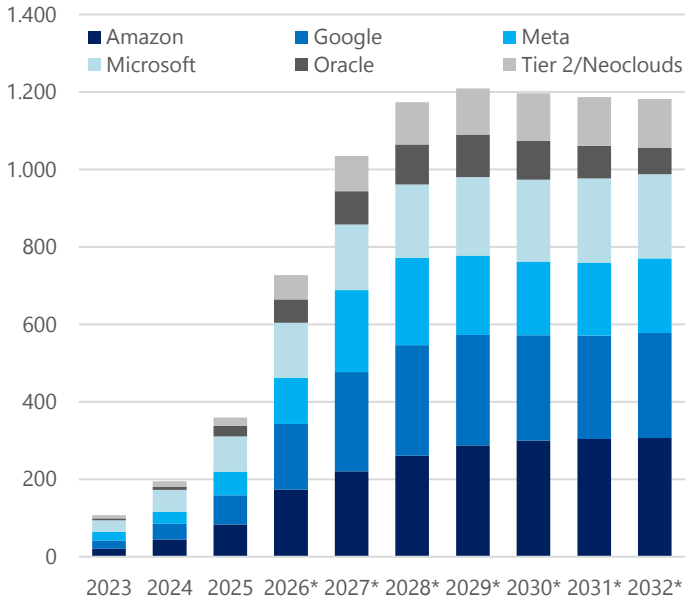



**Gráfico 2: Capex realizado e projetado das Hyperscalers (US$ bilhão)**




Nota: *Projeção

Fontes: The Wall Street Journal e Bloomberg.

## Zona do Euro: atividade segue resiliente, mas aperto das condições financeiras e risco fiscal ganham protagonismo

A economia da Área do Euro voltou a surpreender positivamente no 3T26, com crescimento de 0,4% t/t, acima do consenso de 0,2%, e 1,3% a/a. O resultado foi parcialmente inflado pela volatilidade da Irlanda: excluindo o país, o crescimento ficou mais próximo de 0,2% t/t. Ao mesmo tempo, os primeiros indicadores do 4T26 apontam perda de momentum. O PMI composto recuou de 53,1 em setembro para 51,7 em outubro, com desaceleração tanto na manufatura quanto nos serviços e novos pedidos próximos da estagnação. Alemanha, Itália, Espanha e Irlanda permaneceram em expansão, enquanto a França voltou a contrair. Ainda assim, os indicadores permanecem compatíveis com crescimento positivo no início do trimestre, próximo a 0,3% t/t.

A principal mudança no ambiente financeiro veio da França. A apresentação do orçamento de 2027 e a proximidade das eleições presidenciais aprofundaram a preocupação com a trajetória fiscal do país, levando o spread do OAT francês com relação ao Bund alemão de 10 anos para níveis não observados desde a crise soberana europeia de 2011-2012. O governo pretende reduzir o déficit de 5,4% do PIB em 2026 para 5,0% em 2027 por meio de um pacote de ajuste de €43 bilhões, mas a combinação de hipóteses de crescimento relativamente otimistas, juros mais altos e necessidade de concessões no Parlamento aumenta o risco para a sua execução. Ao mesmo tempo, a candidata do partido Reagrupamento Nacional passou a defender uma regra constitucional para déficits e apresentou um programa de consolidação fiscal mais amplo, mas ainda há dúvidas relevantes sobre o financiamento e a compatibilidade das medidas com outras propostas. Mesmo com alguma mudança no discurso político, dificilmente haverá resolução rápida do risco fiscal antes das eleições de 2027.

Esse aumento do risco soberano já está produzindo efeitos sobre a economia. A pesquisa de crédito do Banco Central Europeu (BCE) mostrou demanda mais fraca por empréstimos de empresas e famílias, padrões de concessão mais restritivos e desaceleração dos planos de investimentos, com deterioração particularmente forte na França. Indicadores agregados de condições financeiras já apontam grau de aperto semelhante ao observado em meados de 2024. Isso cria um canal adicional de restrição sobre atividade e inflação justamente quando o BCE ainda enfrenta as consequências de um choque de energia mais persistente. Também reduz a margem para interpretar a abertura dos juros longos apenas como reprecificação fiscal, com parte do movimento começando a ser transmitida para crédito e demanda doméstica.

Na inflação, outubro confirmou a deterioração da inflação cheia, que acelerou de 3,8% para 4,0% a/a, maior nível em três anos, enquanto o núcleo permaneceu em 2,5%. O contraste continua sendo central para a política monetária. Energia segue respondendo pela maior parte da reaceleração e, até agora, há evidência limitada de efeitos de segunda ordem sobre salários e preços finais. Ao mesmo tempo, os riscos aumentaram: pesquisas empresariais mostram nova alta das intenções de reajuste de preços em manufatura, varejo e serviços, refletindo custos mais elevados de energia e insumos. Por outro lado, os PMIs continuam indicando compressão de margens, com preços de venda avançando menos do que os custos, sinal de que a moderação da demanda ainda limita o poder de repasse das empresas. O principal risco, portanto, deixou de ser a alta inicial de energia e passou a ser sua persistência ao longo do inverno e a eventual recomposição de margens em 2027.

Nesse contexto, o BCE manteve a taxa de depósito em 2,50% em outubro, após 50pb de aperto implementados em junho e setembro. A decisão foi unânime, embora uma nova alta tenha sido discutida. A comunicação mostrou um banco central ainda inclinado a apertar, mas mais confortável em avançar de forma gradual: inflação subjacente permanece estável, salários ainda não responderam de forma relevante ao choque de energia e o aperto das condições financeiras já começa a atuar sobre o crédito e a demanda agregada. A presidente do BCE deixou claro, entretanto, que a direção da política continua sendo de maior restrição caso o cenário não mude significativamente. O mercado espera mais uma alta de 25pb em dezembro, levando a taxa para 2,75% e completando um ciclo total de 75pb. Uma extensão para 100pb exigiria persistência maior do choque energético e sinais mais claros de repasse para núcleo, salários e expectativas. A transição no BCE também entra no radar após o anúncio de que a presidente deixará o cargo da instituição em fevereiro de 2027.

Assim, outubro trouxe uma mudança importante de composição para o cenário europeu. A atividade permanece resiliente, mas a combinação de inflação cheia mais alta, condições financeiras mais restritivas e maior risco fiscal na França tornou o cenário mais desafiador para o BCE. Enquanto a inflação exige manutenção do viés de aperto, o crédito e a demanda agregada já começam a sentir os efeitos do aperto financeiro. Isso favorece concluir o ciclo de forma gradual. O principal risco é que o choque de energia persista por tempo suficiente para transformar pressão sobre custos em inflação doméstica mais disseminada.

**Para monitorar:** aprovação do orçamento francês e evolução do spread OAT-Bund, preços de energia e estoques de gás durante o inverno, condições de crédito, sinais de repasse para serviços e salários e processo de sucessão da presidente do BCE.

**Gráfico 3: Inflação acumulada em 12 meses (%)**

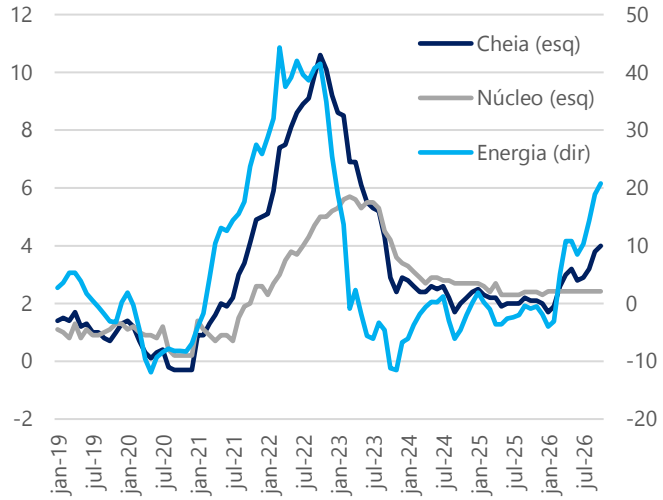



**Gráfico 4: França: spread OAT-Bund, 10 anos (pb)**




Fontes: Bloomberg

## China: crescimento surpreende no 3T26, enquanto a política econômica entra em nova fase

A economia chinesa surpreendeu positivamente no terceiro trimestre, com crescimento de 4,5% a/a e 1,2% t/t, acima do consenso e acelerando em relação ao 2T26. Os dados de setembro confirmaram melhora na margem: a produção industrial avançou 5,5% a/a e as vendas no varejo aceleraram para 1,1%, enquanto os investimentos em ativos fixos permaneceram fracos, com contração de 7,2% no acumulado do ano. O setor externo continuou sendo um importante suporte, com exportações crescendo 36,3% a/a, importações 31% e superávit comercial de US$ 134 bilhões. A força das exportações segue concentrada em semicondutores, equipamentos ligados à IA, eletrônicos e tecnologias verdes, que vêm compensando parte importante da fraqueza do setor imobiliário e dos investimentos tradicionais. Com o resultado do 3T26, o crescimento de 2026 está dentro da meta oficial de 4,5%-5,0% para o ano, reduzindo a necessidade de estímulos mais agressivos no curto prazo.

Os primeiros dados do 4T26 sugerem perda moderada de ritmo de crescimento, mas não uma deterioração relevante da atividade. Os PMIs oficiais recuaram em outubro, com manufatura em 49,3 e não manufatura em 49,7, enquanto as pesquisas privadas continuaram em expansão: o PMI RatingDog de manufatura ficou em 52,0 e o de serviços em 50,8. Nos serviços, novos pedidos e emprego continuaram crescendo, inclusive com contratação pelo sexto mês consecutivo, mas a confiança recuou e os preços de venda caíram pelo segundo mês, apesar da maior pressão de custos. A combinação sugere atividade ainda positiva, porém com demanda doméstica insuficiente para permitir repasses amplos de custos e recomposição de margens.

A principal novidade doméstica do mês veio da política econômica. Com a meta de crescimento praticamente assegurada, Pequim tem reforçado uma estratégia de suporte seletivo, em vez de recorrer a um novo grande pacote de estímulos. Além disso, o PBoC iniciou uma reforma importante de seu framework operacional: as operações de mercado aberto estão migrando gradualmente do prazo de sete dias para o overnight, que tende a se tornar a principal referência da política monetária, enquanto a formação das taxas de empréstimos deve se tornar mais

vinculada às condições efetivas do mercado monetário. O objetivo é melhorar a transmissão da política e a estabilidade do mercado de *funding*, e não implementar estímulo monetário adicional. Ao mesmo tempo, a preferência continua sendo por instrumentos direcionados de crédito, diante da baixa demanda privada por empréstimos e da preocupação com as margens dos bancos.

Outubro também marcou o início de uma transição mais ampla no modelo de política econômica para 2027. A renovação das lideranças provinciais começa no fim deste ano e seguirá ao longo do 1S27, enquanto o 15º Plano Quinquenal reforça prioridades ligadas à autonomia tecnológica, manufatura avançada e estabilidade macroeconômica. Diferentemente de ciclos políticos anteriores, porém, governos locais chegam a essa transição com menor capacidade fiscal, diante da queda das receitas com venda de terrenos e das restrições ao endividamento. Isso reduz a probabilidade de uma nova "corrida por infraestrutura" financiada pela emissão de dívida local e aumenta a tendência de maior centralização dos recursos e de competição entre províncias por clusters de IA, semicondutores, robótica, biomedicina e energia limpa. O risco é que o antigo excesso de investimento em infraestrutura seja parcialmente substituído por investimento duplicado e excesso de capacidade nos setores estratégicos.

O ambiente externo pode mudar depois das midterms americanas. A forte derrota republicana aumenta o custo político de novas medidas que agravem a inflação e o custo de vida nos EUA, o que pode moderar a disposição do governo dos EUA para uma nova escalada tarifária semelhante à de 2025. Ao mesmo tempo, com sua agenda doméstica limitada pelo Congresso democrata, o presidente passa a ter maior incentivo para concentrar capital político em áreas nas quais preserva maior poder executivo, como política externa e comércio internacional. Para a China, isso mantém um quadro ambíguo: a trégua comercial reduz o risco imediato de nova escalada, mas Taiwan, tecnologia, restrições a investimentos e acesso a mercados continuam sendo pontos de atrito.

**Para monitorar**: *Central Economic Work Conference* e prioridades para 2027, transição operacional do PBoC, início das mudanças nas lideranças provinciais e possíveis encontros Trump-Xi na APEC/G20 antes do vencimento da trégua comercial em janeiro.

## Brasil: Revisando crescimento para baixo, inflação para cima. Copom interrompe o ciclo de cortes.

O mercado de trabalho segue aquecido, apesar de sinais de desaceleração. Em setembro, a taxa de desemprego caiu para 5,2%, permanecendo próxima das mínimas históricas. O nível de emprego ficou estável no mês, mas apresentou crescimento de 1,2% em relação ao ano anterior, com avanços tanto no emprego formal quanto no informal. Os rendimentos também continuaram crescendo, com alta anual de aproximadamente 8% em termos nominais e 3,6% em termos reais, indicando a manutenção da força do mercado de trabalho.

Por outro lado, o Caged registrou a criação de 121,3 mil vagas em setembro, abaixo das 183,5 mil esperadas pelo mercado. O resultado indica desaceleração na geração de empregos, com queda nas admissões e aumento dos desligamentos. Apesar disso, a taxa de pedidos voluntários de demissão permanece próxima das máximas históricas, sugerindo que o desemprego deve continuar em níveis baixos nos próximos meses. Os salários reais também apresentaram crescimento, com alta anual de 1,9% nas admissões e 1,0% nos desligamentos.

O mercado de crédito apresentou sinais de desaceleração em setembro, com queda de 2,1% nas concessões totais, principalmente para empresas (-4,2%). Na comparação anual, o crescimento real das concessões desacelerou de 9,8% para 4,3%. Além disso, as taxas de juros permanecem elevadas, especialmente para pessoas físicas, enquanto o endividamento e o comprometimento da renda das famílias continuam em níveis historicamente altos.

A produção industrial recuou 0,8% em setembro e 2,5% em relação ao mesmo período do ano anterior, apresentando resultado pior que o esperado pelo mercado. A queda foi observada em diversos segmentos, com destaque para bens de capital (-1,9%) e indústria de transformação (-1,3%). No terceiro trimestre de 2026, a produção industrial acumulou retração de 2,2%, reforçando os sinais de desaceleração da atividade econômica. Além disso, os indicadores apontam para um início de quarto trimestre ainda desfavorável.

Dessa forma, mesmo com o mercado de trabalho ainda aquecido, dando suporte à atividade, a perda de ritmo da economia tem se mostrado mais acentuada. Esse movimento, em conjunto com condições financeiras significativamente mais apertadas, deve se intensificar nos próximos trimestres.

Para 2027, os riscos para a atividade vêm de ambas as direções. No viés de alta, sinalizações de ajuste fiscal que interrompam a deterioração das expectativas permitiriam flexibilização monetária mais cedo que a esperada, preservando o mercado de trabalho e sustentando o consumo de famílias que desalavancam mais lentamente. No viés de baixa, a ausência de sinal fiscal satisfatório elevaria o prêmio de risco, depreciaria o câmbio e pressionaria as expectativas, mantendo os juros elevados por mais tempo. Isso aprofundaria a desalavancagem de famílias e empresas e levaria a um arrefecimento mais intenso do mercado de trabalho, agravado por um impacto do fim da escala 6x1 maior que o esperado.

No curto prazo, a surpresa baixista no IPCA de outubro, que registrou inflação de 0,14% m/m e alta de 4,63% no acumulado em 12 meses, foi concentrada em itens voláteis, enquanto a inflação subjacente segue mostrando tendência de piora.

No cenário externo, destaca-se a continuidade dos preços de petróleo em patamares elevados, apesar do recuo do Brent na margem. Os preços mais altos são transmitidos principalmente pelos preços de combustíveis, mas também via fretes marítimos e preços de bens industriais. No cenário doméstico, passamos a conviver com um câmbio mais depreciado, que traz outro vetor de pressão altista para o IPCA. Em contrapartida, um aumento gradual na taxa de desemprego pode trazer algum alívio em componentes da inflação de serviços.

Além disso, há pressões resultantes de alguns choques de oferta no horizonte. Como os efeitos do El Niño, que ainda deve pressionar os alimentos no curto prazo, embora seu efeito tenda a se dissipar ao longo de 2027, e do fim da escala 6x1, que deve gerar um choque de aumento de custos. Também há a tendencia de impactos altistas vindos da reforma tributária, que entra em vigor no próximo ano, e da provável mudança na estrutura de pesos do IPCA.

Do lado fiscal, o Setor Público Consolidado registrou déficit primário de R$ 5,5 bilhões em setembro, pior que o consenso de superávit de R$ 1,0 bilhão. No mesmo período do ano passado, o déficit tinha sido de R$ 17,5 bilhões. Na abertura, enquanto o Governo Central registrou superávit de R$ 3,5 bilhões, os governos regionais e as empresas estatais registraram déficit de R$ 5,6 bilhões e R$ 3,4 bilhões, respectivamente.

A dívida líquida do setor público aumentou de 69,3% para 70,0% do PIB em setembro, atingindo R$ 9,4 trilhões, acima das expectativas do mercado. O avanço foi impulsionado principalmente pelos juros da dívida, parcialmente compensados pelo crescimento do PIB nominal. Já a dívida bruta permaneceu estável em 82,9% do PIB, equivalente a R$ 11,1 trilhões, uma vez que o impacto dos juros foi compensado pelo crescimento do PIB nominal e pela redução do estoque da dívida.

No câmbio, o movimento do Real segue influenciado quase totalmente pelos desdobramentos domésticos. Na semana seguinte ao 2º turno, o Real teve uma depreciação de 9,3%, acima do patamar observado antes do 1º turno da eleição presidencial. Após a resposta inicial, o câmbio segue respondendo principalmente à evolução do prêmio de risco local. Um aumento do prêmio de risco, associado principalmente às preocupações sobre a conduta da

política fiscal, poderia contribuir para um câmbio persistentemente mais depreciado. Em contrapartida, a Selic em patamares elevados ajuda a conter o movimento, favorecendo o carrego. No ambiente externo, os preços elevados de commodities têm beneficiado o Real, de forma que uma eventual desescalada dos conflitos no Oriente Médio, acompanhada de quedas dos preços de petróleo e derivados, seria desfavorável para o desempenho da moeda local.

Na política monetária, o Copom manteve a Selic em 13,75% a.a. na reunião de novembro, interrompendo o ciclo de calibragem iniciado em março. A forte deterioração das expectativas de inflação, relacionada às indefinições sobre a política fiscal, somada à piora da inflação corrente e no horizonte relevante, chancelou esse cenário.

O comunicado do Copom apresentou uma avaliação mais preocupante do cenário econômico. A inflação voltou a acelerar, permanecendo acima do limite de tolerância da meta, enquanto a projeção para o segundo trimestre de 2028 subiu para 3,5%, refletindo principalmente os choques de oferta. No cenário internacional, o Comitê destacou o aumento dos preços do petróleo e a manutenção de juros elevados nas economias avançadas. Por outro lado, reconheceu uma desaceleração mais intensa da atividade econômica e os primeiros sinais de enfraquecimento do mercado de trabalho. Apesar disso, os riscos inflacionários continuam elevados, reforçando a necessidade de cautela na condução da política monetária.

Dito isso, o comitê passou a enquadrar a decisão a partir de uma Selic "substancialmente contracionista" diante de um cenário desafiador, sem pré-compromisso com ritmo, magnitude ou direção dos próximos passos. Assim, o tom geral do comunicado foi mais duro, mas a associação, no mesmo parágrafo, entre o grau de restrição da política monetária e a acentuada desaceleração da atividade sugere que o comitê buscou evitar que o mercado passasse a contemplar cenários de alta. Destaca-se também a ausência de referência ao prêmio de risco fiscal como fonte da desancoragem das expectativas. Ao ancorar o diagnóstico nos choques de oferta e no aperto externo, o comitê deixa sem endereçamento o vetor que tem sido decisivo para a dinâmica recente das expectativas.

**Para monitorar:** ata do Copom de novembro, composição da equipe econômica e sinalização sobre a política fiscal de 2027, expectativas de inflação, reajustes de combustíveis, câmbio e prêmios de risco, mercado de trabalho e crédito.

**Gráfico 5: Expectativas do Relatório Focus para IPCA Anual (Mediana)**

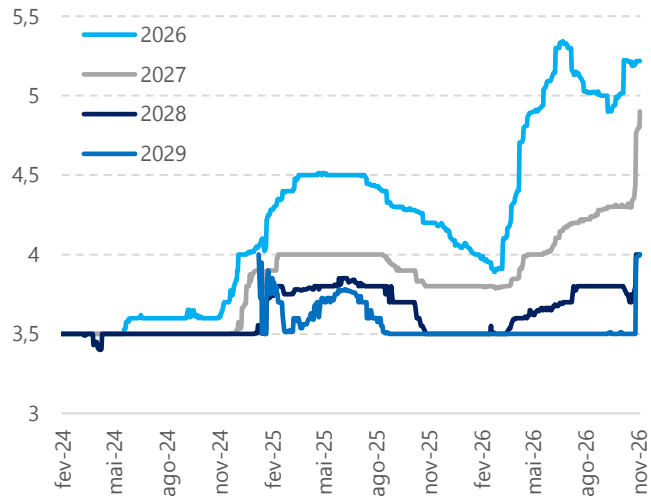
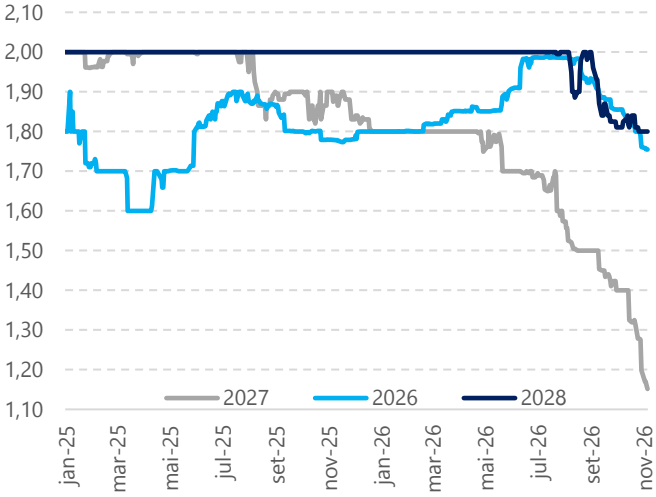



**Gráfico 6: Expectativas do Relatório Focus para o PIB Anual (Mediana)**




Fontes: Banco Central do Brasil.

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

| ÍNDICES | MÊS | ANO | 12 M | 24 M | 36 M | 48 M | 60 M |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| CDI | 1,07% | 11,70% | 14,25% | 29,89% | 44,15% | 63,49% | 82,28% |
| IMA-S | 1,03% | 11,77% | 14,34% | 30,20% | 44,88% | 64,53% | 84,17% |
| IDA-DI (CRÉDITO PRIVADO) | 0,67% | 11,66% | 14,25% | 30,58% | 49,01% | 68,23% | 91,00% |
| IMA-B | -1,03% | 8,98% | 11,54% | 20,12% | 26,87% | 38,26% | 54,02% |
| IRF-M | -1,52% | 7,63% | 9,76% | 24,48% | 34,77% | 52,22% | 70,42% |
| DÓLAR | 4,64% | -1,48% | 0,69% | -6,17% | 7,19% | 3,12% | -3,93% |
| IBOVESPA (AÇÕES BRASIL) | -9,88% | 4,22% | 12,29% | 29,46% | 48,41% | 44,71% | 62,24% |
| MSCI WORLD em R$ | 3,78% | 8,13% | 11,51% | 25,09% | 88,25% | 96,81% | 47,14% |
| NASDAQ em R$ | -0,91% | 7,83% | 7,95% | 31,90% | 112,17% | 138,73% | 57,68% |
| S&P 500 em R$ | 3,66% | 9,10% | 11,58% | 24,65% | 93,74% | 101,88% | 58,12% |
| MSCI WORLD (Moeda original) | -0,82% | 9,75% | 10,75% | 33,32% | 75,62% | 90,85% | 53,16% |
| NASDAQ (Moeda original) | -5,30% | 9,44% | 7,22% | 40,57% | 97,93% | 131,49% | 64,13% |
| S&P 500 (Moeda original) | -0,93% | 10,73% | 10,82% | 32,86% | 80,74% | 95,77% | 64,59% |

Elaboração: Backoffice i9.

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

| | nov-25 | dez-25 | jan-26 | fev-26 | mar-26 | abr-26 | mai-26 | jun-26 | jul-26 | ago-26 | set-26 | out-26 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| CDI | 1,05% | 1,22% | 1,16% | 1,00% | 1,21% | 1,09% | 1,07% | 1,12% | 1,22% | 1,09% | 1,08% | 1,07% |
| IMA-S | 1,06% | 1,23% | 1,18% | 1,01% | 1,27% | 1,09% | 1,09% | 1,12% | 1,23% | 1,11% | 1,06% | 1,03% |
| IDA-DI (CRÉDITO PRIVADO) | 1,10% | 1,21% | 1,36% | 0,79% | 0,46% | 1,23% | 1,82% | 1,23% | 1,43% | 1,09% | 1,01% | 0,67% |
| IMA-B | 2,04% | 0,31% | 1,00% | 1,79% | 0,17% | 1,81% | 0,31% | -1,04% | 0,97% | 1,58% | 3,15% | -1,03% |
| IRF-M | 1,67% | 0,30% | 1,96% | 0,99% | -0,59% | 1,24% | 0,68% | 0,69% | 0,85% | 1,04% | 2,09% | -1,52% |
| DÓLAR | -0,94% | 3,16% | -4,95% | -1,54% | 1,36% | -4,42% | 1,37% | 2,37% | -1,92% | 2,05% | -0,01% | 4,64% |
| IBOVESPA (AÇÕES BRASIL) | 6,37% | 1,29% | 12,56% | 4,09% | -0,70% | -0,08% | -7,22% | -1,01% | 3,47% | -0,33% | 5,03% | -9,88% |
| MSCI WORLD em R$ | -0,76% | 3,91% | -2,86% | -0,91% | -5,28% | 4,61% | 5,80% | 1,54% | -1,46% | 4,58% | -1,33% | 3,78% |
| NASDAQ em R$ | -2,44% | 2,61% | -4,05% | -4,87% | -3,46% | 10,19% | 9,84% | -0,51% | -5,06% | 6,06% | 1,85% | -0,91% |
| S&P 500 em R$ | -0,81% | 3,11% | -3,65% | -2,39% | -3,80% | 5,54% | 6,59% | 1,28% | -2,04% | 4,73% | -0,46% | 3,66% |
| MSCI WORLD (Moeda original) | 0,18% | 0,73% | 2,19% | 0,64% | -6,55% | 9,45% | 4,37% | -0,80% | 0,46% | 2,48% | -1,31% | -0,82% |
| NASDAQ (Moeda original) | -1,51% | -0,53% | 0,95% | -3,38% | -4,75% | 15,29% | 8,36% | -2,81% | -3,20% | 3,93% | 1,86% | -5,30% |
| S&P 500 (Moeda original) | 0,13% | -0,05% | 1,37% | -0,87% | -5,09% | 10,42% | 5,15% | -1,06% | -0,13% | 2,62% | -0,45% | -0,93% |

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