

Revisamos nossa projeção para início do ciclo de cortes de dezembro/25 para janeiro/26, mantendo taxa terminal em 12,25% em 2026

Destaques

Copom em estratégia de manutenção hawkish por tempo bastante prolongado motivou revisão em nosso cenário de Selic

Diante tom do Copom mais hawkish do que o esperado, adiamos nossa projeção para início do ciclo de cortes de dezembro/25 para janeiro/26, mantendo taxa terminal em 12,25% em 2026, com risco de que os cortes só comecem em março caso a desinflação e a reancoragem das expectativas sejam mais limitadas. A ata retomou a possibilidade de alta de juros caso julgue apropriado. O Relatório de Política Monetária reforçou essa postura, apresentando projeções de inflação acima da meta até o 1T28 (3,1%) e hiato mais positivo, ainda que apontando desaceleração mais rápida do que a sugerida pelo mercado. O presidente Gabriel Galípolo e o Diretor Diogo Guillen reforçaram postura data dependent, avaliando se o nível atual da Selic é suficiente para convergir a inflação. Adicionalmente Galipolo demonstrou intenção de manter a composição hawkish do comitê para 2026 mantendo Diogo Guillen e Renato Gomes, cujos mandatos expirarão em dezembro de 2025. O RPM trouxe foco relevante sobre atividade econômica, além de reiterar a resiliência do mercado de trabalho como justificativa para a revisão de hiato.

Continuamos avaliando que o cenário deve evoluir de forma benigna para a inflação até o final do ano, em combinação com a moderação da atividade econômica.

Como foi reforçado pela divulgação do IPCA-15 de setembro e pela continua moderação das sondagens FGV da construção e da indústria. O IPCA-15 de setembro veio abaixo da mediana das expectativas (BBG: 0,52%), mas acima da nossa (0,42%) ao registrar alta de 0,48% m/m. O índice cheio veio acima das nossas expectativas explicadas energia elétrica com a recomposição dos preços por descontos da Tarifa Bônus de Itaipu em agosto, o que explica também a aceleração mensal de -0,14% m/m em agosto. A nossa surpresa baixista e a do mercado foi em serviços subjacentes corroborando com uma leitura marginalmente mais benigna em termos de composição.

Apesar de perceptivas menos benignas do Copom para setor externo, transações correntes de agosto vem melhor que o esperado. Por outro lado, moderação da atividade econômica reduz arrecadação federal.

Setor externo com déficit em transações correntes em agosto menor em que a mediana do mercado (US\$ 5,4 bilhões) ao registrar US\$ 4,7 bilhões, explicado por menor déficit na conta de serviços, em especial em viagens e outros serviços. No tema fiscal, arrecadação federal de agosto apresentou a primeira queda interanual desde 2023 explicado principalmente pelos impostos ligados à atividade econômica. Em agosto, a arrecadação federal somou R\$ 208,8 bilhões (queda de 1,5% y/y, em termos reais), com destaque para queda de IRPJ/CSLL (-8,3% a/a) e PIS/Cofins (-3,7% a/a).

Inflação dos EUA com composição mista e PIB 2T25 mais alto por serviços

O indicador de inflação favorito do FED, o Núcleo do PCE, reforça moderação da inflação com serviços pressionados e fraqueza de bens industriais. O PCE de agosto o resultado veio em linha com as expectativas do mercado, tanto no índice cheio (0,26% m/m) quanto no núcleo (0,23% m/m), refletindo tendências já observadas nos dados de CPI e PPI — com destaque para a manutenção de serviços em patamares mais elevados e repasse menor das tarifas. O resultado indica perda de força nos repasses sobre preços de bens importados, mas ainda mantém tanto o índice cheio quanto o núcleo em patamar acima da meta. Em termos de atividade, o consumo de serviços e investimentos não residenciais, reforçam a resiliência da demanda doméstica na terceira leitura do PIB do 2T25 revisado para 3,8% (ante 3,3% na segunda leitura). Assim, a revisão confirma que a economia segue sustentada pela demanda interna e pela recomposição dos investimentos corporativos. Por outro lado, o Índice de Confiança de Michigan de setembro apresentou recuo para 55,1 (ante 55,4), sugerindo consumidores menos pessimistas do que no auge das tensões tarifárias, mas ainda cautelosos diante da combinação de preços elevados e riscos no mercado de trabalho.

Espaço para cortes do FED: membros do FOMC expõem discussão sobre ritmo e taxa de juros terminal.

O presidente do Fed, Jerome Powell (votante, neutro/dovish), indicou ainda que a taxa de juros está em território moderadamente restritivo, abrindo espaço para mais cortes, mas manteve tom cauteloso, sem endossar nem descartar o corte de outubro já precificado pelo mercado. M. Bowman (votante, dovish) alertou que o Fed terá que acelerar os cortes se o mercado de trabalho continuar piorando. Já A. Goolsbee (votante, neutro) avaliou que a taxa neutra está entre 100 e 125 pontos-base abaixo do nível atual, mas, no momento, não considera cortes de 50 pontos-base. Enfatizou a necessidade de cautela diante da possibilidade de nova alta da inflação. Observou que o mercado de trabalho continua arrefecendo em ritmo leve e moderado. Nessa discussão o mais novo diretor do Federal Reserve, Stephen Miran (o membro votante mais dovish), defendeu cortes mais agressivos de juros, afirmando que a política monetária está excessivamente restritiva e ameaça elevar o desemprego. Miran justificou seu voto dissidente projetando que as políticas recentes podem reduzir a taxa real neutra para próximo de zero, o que justificaria uma taxa de juros convergindo para 2% a 2,5%.

Calendário Econômico

No Brasil, a agenda terá como destaque a divulgação dos **dados de mercado de trabalho de agosto**, em conjunto com os dados da **Nota de Crédito e de Política Fiscal** do BCB referente ao mês de agosto. Adicionalmente, será divulgado o **IGP-M de setembro**.

No cenário internacional, destaque para **Payroll nos Estados Unidos e PMIs na China**.

Data	País	Evento	Referência	Mediana	Anterior
29/09/2025 Segunda-feira					
6:00	Zona do Euro	Confiança do Consumidor	Set	-	-
8:00	Brasil	IGP-M (MoM)	Set	-	0.36%
8:25	Brasil	Pesquisa Focus	-	-	-
8:30	Brasil	Nota de Crédito	Ago	-	0.40%
14:30	Brasil	CAGED	Ago	190k	130k
15:00	Brasil	Balança Comercial Semanal	-	-	\$722m
22:30	China	PMI (NBS)	Set	-	-
		Indústria	49.6	-	49.4
		Serviços	-	-	50.3
		Composto	-	-	50.5
22:45	China	PMI Rating Dog Composto	Set	-	51.9
-	Brasil	Resultado Primário do Governo Central	Ago	-	-59.1b
-	Brasil	Relatório Mensal da Dívida Pública Federal	Ago	-	7939b
30/09/2025 Terça-feira					
3:00	Reino Unido	PIB (QoQ)	2T25	-	0.30%
8:30	Brasil	Nota de Política Fiscal (Resultado Primário)	Ago	-	-66.6b
9:00	Brasil	Pnad Continua	Ago	5.6%	5.6%
11:00	EUA	JOLTS	Ago	7100k	7181k
11:00	EUA	Confiança do Consumidor	Set	95.8	97.4
11:30	EUA	Índice de atividade do setor de serviços em Dallas	Set	-	6.8
01/10/2025 Quarta-feira					
5:00	Zona do Euro	PMI da Indústria	-	-	49.5
5:30	Reino Unido	PMI da Indústria	-	-	46.2
6:00	Zona do Euro	CPI (MoM)	Set P	-	0.1%
		Núcleo (YoY)	Set P	-	2.3%
9:15	EUA	ADP	Set	50k	54k
11:00	EUA	ISM da Indústria	Set	49.2	48.7
02/10/2025 Quinta-feira					
5:00	Brasil	IPC-FIPE (MoM)	Set	-	0.04%
6:00	Zona do Euro	Taxa de Desemprego	Ago	-	6.2%
9:30	EUA	Pedidos de auxílio desemprego	-	-	218k
11:00	EUA	ISM de Serviços	Set	-	52.0
03/10/2025 Sexta-feira					
5:00	Zona do Euro	PMI Composto	Set	-	51.2
5:30	Reino Unido	PMI Composto	Set	-	51.9
6:00	Zona do Euro	PPI (MoM)	Ago	-	0.40%
9:00	Brasil	PIM (MoM)	Ago	0.5%	-0.20%
9:30	EUA	Payroll	Set	50k	22k

Projeções

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIB - Brasil (%)	1,2	-3,3	4,8	3,0	2,9	3,4	2,1	1,8
Taxa de Desemprego (média, %)	12,0	13,8	13,2	9,3	8,0	6,6	6,3	6,7
IPCA (%)	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	4,6	4,1
Taxa Selic (final de período, %)	4,80	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	12,25
Taxa de Câmbio (final de período, R\$/US\$)	4,03	5,20	5,88	5,22	4,84	6,19	5,50	5,50
Transações Correntes (US\$ bi)	-68,0	-28,2	-46,4	-53,6	-28,6	-56,0	-76,3	-74,9
Transações Correntes (% PIB)	-3,6	-1,7	-2,9	-2,8	-1,4	-2,6	-3,5	-3,3
Balança Comercial - BCB (US\$ bi)	26,5	32,4	36,4	44,2	80,5	66,2	52,6	53,6
Investimento Direto Estrangeiro (US\$ bi)	69,2	37,8	46,4	87,2	62,0	71,1	66,8	75,0
Investimento Direto Estrangeiro (% PIB)	3,7	2,6	2,8	4,5	2,8	3,2	3,1	3,3
Resultado Primário do Governo Central (R\$ bi)	-95,1	-743,3	-35,1	54,1	-249,1	-43,0	-73,9	-67,8
Resultado Primário do Governo Central (% PIB)	-1,3	-9,8	-0,4	0,5	-2,3	-0,4	-0,6	-0,5
Resultado Primário do Setor Público (R\$ bi)	-61,9	-703,0	64,7	126,0	-249,1	-47,6	-42,5	-37,8
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	-0,8	-9,2	0,7	1,3	-2,3	-0,4	-0,3	-0,3
Dívida Pública Bruta (% PIB)	74,4	86,9	77,3	71,7	74,3	76,1	79,4	83,7
PIB - Estados Unidos (%)	2,5	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	1,7	2,0
PCE - Estados Unidos (%)	1,4	1,1	4,1	6,6	3,8	2,5	3,5	2,8
Fed Funds (final do período, %)	1,75	0,25	0,3	4,0	5,5	4,5	3,75	3,00

Our team

Andrea Bastos Damico
Chief Economist and CEO
andrea@buysidebrazil.com

Thaís Rodrigues
Economist and Partner
thais@buysidebrazil.com

Rafaela de Sousa
Economist
rafaela@buysidebrazil.com

Marcelo Alonso
Economist
marcelo@buysidebrazil.com

Mirella Hirakawa
Research Coordinator and
Partner
mirella@buysidebrazil.com

Rita Milani
Economist
rita@buysidebrazil.com

Henrique Miareli
Economist
henrique@buysidebrazil.com

