

CENÁRIO GLOBAL Elevação de juros pelo Fed em meio a pressões inflacionárias globais

ELEVAÇÃO DE JUROS PELO FED

O ambiente global segue afetado por pressões inflacionárias de diferentes fontes, em especial nas commodities de energia e agrícolas. A nova rodada do conflito EUA-Irã tem se concentrado em ataques aos navios que transitam a região e oleodutos, afetando diretamente a capacidade de exportação de petróleo e derivados da região. Além disso, a oferta global também vem sendo afetada pelos danos à infraestrutura de produção, refino e transporte da Rússia. Como destacamos anteriormente nesse espaço, além do elevado patamar dos preços do petróleo (que voltaram a superar o patamar de USD 100 o barril), particular atenção deve ser dada ao diferencial de preços para os derivados. Aos preços atuais, o petróleo apresenta alta de 75% no ano, enquanto a gasolina sofre elevação de 95% e o diesel de 135%.

RISCO DO EL NIÑO

Nas commodities agrícolas, o risco do fenômeno El Niño se transformou em realidade. O monitoramento climático confirma um aquecimento atipicamente forte da região do Pacífico que serve de referência. Também já é possível observar anomalias climáticas decorrentes do fenômeno em algumas regiões do mundo. O açúcar é um exemplo de produto afetado. Houve alta dos preços próxima de 25% no ano, com receios do efeito do El Niño sobre a produção da Ásia. Além do fenômeno climático, certa frustração com a safra de grãos dos EUA e incertezas sobre as exportações ucranianas resultaram em elevação dos preços de soja (25%), milho (15%) e trigo (40% de incremento no ano). Naturalmente, o aumento de custos de transporte por conta dos combustíveis também afeta o mercado agrícola internacional. Nas commodities metálicas, não existem pressões significativas recentes, mas os preços seguem em patamares elevados depois do salto observado em 2025.

PREOCUPAÇÃO COM A INFLAÇÃO

O resultado é que as preocupações dos bancos centrais com a inflação permanecem presentes. O Banco Central Europeu efetivou o ajuste de sua política monetária que havia sido indicado, trazendo a taxa básica de 2,00% antes do choque do petróleo para 2,50%. Apesar de não haver *guidance* sobre as próximas decisões, novos aumentos são uma possibilidade concreta.

Em relação ao Fed, a peça que faltava para esclarecer a postura do banco central americano foi revelada. Argumentamos, no mês passado, que a ausência de comunicação de qual era o diagnóstico sobre o contexto de inflação e atividade representava uma situação atípica. Em seu pronunciamento em Jackson Hole, o presidente do Fed, preencheu esse vazio: a atividade está firme, o mercado de trabalho está aquecido e a inflação está difusa e elevada. Pontos que tradicionalmente indicam que o banco central americano está pronto para se mover.

Setembro de 2026

PRESSÃO DO PETRÓLEO

A pressão adicional do petróleo e derivados reforça a postura. Os dados mais recentes também penderam para o lado de um ciclo de elevação de juros: criação de vagas firme, uma taxa de desemprego nas mínimas históricas, e ausência de uma desinflação clara para a meta de 2%, requisito necessário para impedir uma alta de juros pelo Fed. Com isso, passamos a contemplar duas altas de juros, o que levaria a taxa básica do nível atual de 3,6% para 4,1%. A assimetria segue no sentido de alta.

CENÁRIO BRASIL Atividade em desaceleração, com riscos para cima na inflação corrente

DESACELERAÇÃO DA ATIVIDADE E INFLAÇÃO ELEVADA

Em que pese a incerteza significativa sobre elementos importantes do cenário macroeconômico prospectivo, avaliamos que conviveremos por alguns trimestres com um contexto simultâneo de desaceleração da atividade com inflação ainda elevada. Para o Banco Central, será um desafio comunicar com clareza sua estratégia ao longo desse percurso, mas acreditamos que a desaceleração da atividade será o ingrediente fundamental que manterá o ciclo de corte de juros em curso mesmo após a próxima reunião (16 de setembro).

Em relação à atividade, temos argumentado há bastante tempo que devemos considerar três grandes vetores de influência: (1) a posição bastante apertada da política monetária; (2) a posição expansionista da política fiscal e parafiscal; (3) o ciclo de crédito, até pouco tempo também expansionista. Devemos, portanto, levar em conta que temos forças opostas afetando a atividade econômica, o que evita conclusões pouco razoáveis como “a política monetária não está tendo efeito” ou “os estímulos fiscais não estão tendo efeito”. A desaceleração da atividade parece estar sendo sentida de forma mais efetiva no período recente. A principal hipótese para explicar isso é que os estímulos fiscais tiveram efeito maior no início do ano, dada a concentração de despesas e a redução do Imposto de Renda. Adicionalmente, o ciclo de crédito tem sofrido inflexão desde meados do ano, ainda que não seja um movimento homogêneo (o crédito imobiliário permaneceu particularmente forte, com um salto para patamar recorde nos últimos dois meses).

POLÍTICA MONETÁRIA AINDA RESTRITIVA

A política monetária também permaneceu em posição bastante restritiva, mesmo com o ciclo de corte de juros iniciado em março. O balanço de forças, assim, tem se movido para que a política monetária prevaleça à medida que perdem intensidade os estímulos fiscais e há uma reversão do ciclo de crédito. Nos indicadores de atividade recentes, podemos notar essa tendência de desaceleração. A produção industrial mostrou ligeiro recuo nos últimos dois meses (devemos descontar do movimento total a queda da produção de gasolina, atípica nesse período). A pesquisa do IBGE para o setor de serviços também exhibe moderação nos últimos meses.

Em especial, chama atenção o ligeiro recuo (-0,5%) dos serviços prestados às famílias em junho-julho em relação à média de janeiro-maio. O mercado de trabalho permanece aquecido, com taxa de desemprego próxima às mínimas históricas e expansão de rendimentos nominais ao redor de 8%. De outro lado, ainda que em nível alto, a geração de emprego formal exhibe trajetória de desaceleração. As vendas do comércio também exibem ligeiro recuo na margem. A inflexão das condições de crédito, em particular por conta do patamar elevado de endividamento das famílias, deverá manter a demanda de consumo mais estável mesmo frente à continuidade de ganhos de rendimentos reais.

RISCOS INFLACIONÁRIOS À FRENTE

De outro lado, temos riscos de alta para a inflação nos próximos meses. Nos alimentos, o risco do El Niño foi materializado, como dissemos acima. Para o Brasil, os impactos mais imediatos devem ser sentidos nos alimentos de ciclo curto (*in natura*). Nos grãos, o principal risco reside no potencial atraso do plantio de milho da segunda safra em 2027, que poderia resultar em queda significativa da produtividade. A nova alta dos preços do petróleo e derivados também representará um problema importante. Os subsídios e reduções de tributos sobre combustíveis são insustentáveis como política de médio prazo e, assim, provavelmente serão revertidos nos próximos meses. Também existe defasagem nos preços cobrados pelos produtores em relação às cotações internacionais. Caso não haja alívio das cotações internacionais de diesel e gasolina, haverá pressão sobre a inflação de combustíveis domésticos mais adiante. Por fim, a entrada em vigor da CBS (que substituirá o PIS/Cofins por conta da Reforma Tributária) também representará moderado aumento da carga tributária. Os detalhes ainda não são conhecidos, mas a regra de cálculo prevista pela Reforma aponta para alguma pressão para cima sobre a inflação no início do ano.

IMPORTÂNCIA DA EVOLUÇÃO DO HIATO

Para a política monetária, a combinação de atividade em desaceleração e inflação corrente alta representa sempre um desafio. A comunicação recente do Copom, contudo, aponta que a ênfase é sobre a projeção de inflação no médio prazo. Para essa projeção, é mais importante a evolução do hiato ao longo do tempo do que a inflação corrente. Assim, avaliamos que o ciclo de corte de juros terá continuidade com passos de 25 pb. Revisamos nossa projeção para o final do ano de 13,75% para 13,25%, com cortes sequenciais ao longo das reuniões seguintes. O comportamento da política fiscal e parafiscal em 2027 será, naturalmente, bastante relevante para definir a taxa terminal do ciclo atual. Por ora, trabalhamos com cenário base de 11,75%.

PERSPECTIVA MACRO

Setembro de 2026

**PROJEÇÕES MACRO
ECONÔMICAS
BRADESCO ASSET**

	2023	2024	2025	2026E	2027E
PIB (% ao ano)	3,2%	3,4%	2,3%	1,9%	1,3%
IPCA (% a.a.)	4,6%	4,8%	4,3%	5,1%	4,5%
IGP-M (% a.a.)	-3,2%	6,6%	-1,0%	5,0%	4,7%
Taxa Selic (final do ano)	11,75%	12,25%	15,00%	13,25%	11,75%
R\$/US\$ média do ano	4,99	5,39	5,59	5,13	5,08
R\$/US\$ final do ano	4,85	6,19	5,50	5,05	5,10
Saldo de Conta Corrente (US\$ bi)	-27,0	-65,3	-66,7	-59,8	-68,0
Saldo de Conta Corrente (% PIB)	-1,2%	-3,0%	-2,9%	-2,5%	-2,7%
Resultado Primário Consolidado (% PIB)	-2,3%	-0,4%	-0,6%	-0,4%	-0,5%
Dívida Líquida (% PIB)	60,4%	61,3%	65,3%	69,4%	74,1%
Dívida Bruta (% PIB)	73,8%	76,3%	78,7%	82,9%	86,8%
Fed Funds (limite inferior, final do ano)	5,25%	4,25%	3,50%	4,00%	4,00%
PIB Global	3,3%	3,2%	3,3%	2,8%	2,9%
Fontes: IBGE, BCB, MDIC, FMI e Bradesco Asset					

**COMENTÁRIOS
SOBRE AS
PROJEÇÕES**

Nos EUA, inflação pressionada e sinalização recente do presidente do Fed indicam alta de juros pelo Fed neste segundo semestre. Em seu discurso no Simpósio Anual de Jackson Hole, Kevin Warsh mencionou que em sua avaliação a inflação não deu sinais de arrefecimento e que as condições financeiras não estão apertadas. Com base nesse discurso, alteramos nosso cenário de manutenção para duas altas (setembro e dezembro). Vale ressaltar a dependência dos dados e de sua interpretação por um comitê bastante dividido. Para 2027, prevemos que a taxa de juros será mantida no intervalo entre 4,00% e 4,25%.

O Banco Central Europeu subiu a taxa de juros em setembro. Diante da persistência dos preços de energia em níveis elevados, as atenções continuam concentradas nos riscos de repasse para os demais preços. Até agora não se notam os efeitos secundários do choque de energia. Ainda assim, o cenário do BCE considera uma inflação alta por um período prolongado, o que nos leva a esperar mais uma elevação dos juros, que deve chegar a 2,75% no final deste ano. Somado a isso, os dados de atividade têm apontado recuperação disseminada, retornando ao ritmo observado antes do conflito, o que nos levou a ajustar a expectativa de crescimento do PIB para próximo a 1%.

A projeção de crescimento do PIB da China para 2026 foi mantida em 4,7%, ainda que o desequilíbrio entre oferta e demanda siga elevado. Os dados até julho confirmaram desaceleração importante do consumo interno, ao passo que as exportações seguiram resilientes e concentradas principalmente em itens ligados à tecnologia, favorecidas também pelos preços elevados.

Diante dos riscos de não atingimento da meta de crescimento deste ano – entre 4,5% e 5,0%, esperamos alívio da política fiscal, aumentando o empenho de recursos já aprovados.

No Brasil, revisamos nossa projeção para crescimento do PIB para 1,9% neste ano e 1,3% em 2027. O PIB do segundo trimestre reforçou o cenário de desaceleração da atividade, com crescimento concentrado em setores menos responsivos à política monetária e com queda do consumo das famílias. Nesse sentido, e já em posse de primeiros dados do 2º semestre, passamos a considerar menor efeito dos estímulos de crédito neste ano, notadamente nos setores de veículos e imobiliário, o que nos fez reduzir a projeção de crescimento do ano. A desaceleração é atenuada pelo mercado de trabalho ainda aquecido, com sinais apenas incipientes de moderação da geração de emprego formal. Para o próximo ano, o esgotamento dos estímulos e a desaceleração do crédito em um contexto de alto endividamento das famílias mais do que compensarão o menor nível de contração da política monetária e deverão levar a uma desaceleração do PIB para 1,3%.

O quadro inflacionário segue atravessando uma janela mais benigna no curto prazo, mas sem alterações para nossa avaliação prospectiva. Por essa razão, mantivemos as projeções de alta do IPCA de 5,1% para 2026 e 4,5% para 2027. As leituras recentes continuam mostrando inflação corrente mais comportada, com destaque para a dinâmica favorável dos alimentos e dos núcleos, que passaram a rodar dentro do intervalo da meta. Ainda assim, entendemos que esse cenário tende a ser temporário. Seguimos observando riscos altistas concentrados no final de 2026 e início de 2027, principalmente em função da esperada reaceleração dos preços de alimentos, em um contexto de El Niño e de commodities agrícolas já apresentando sinais de maior pressão. Além disso, fatores sazonais devem contribuir para uma inflação mais elevada de serviços nesse período. Com isso, esperamos que tanto a inflação cheia quanto os núcleos voltem a ganhar tração, atingindo seu pico no primeiro trimestre de 2027.

No setor externo, alteramos as projeções de câmbio, incorporando uma maior probabilidade de um ajuste fiscal amplo em 2027. Diante do aumento da probabilidade de um ajuste fiscal amplo em 2027, e consequente redução na percepção de risco doméstico, acreditamos que a moeda brasileira tem espaço para seguir se apreciando. Esse cenário mais positivo domesticamente deve mais do que compensar o movimento global de fortalecimento da moeda norte-americana com o novo ciclo de alta de juros do Fed. Em suma, revisamos nossas estimativas de câmbio de R\$/US\$ 5,10 no fim do ano para R\$/US\$ 5,05 e de R\$/US\$ 5,20 em 2027 para R\$/US\$ 5,10.

Com crescimento mais forte, o governo deverá entregar o resultado primário dentro do intervalo da meta em 2026. Diante da expectativa de uma desaceleração contida da atividade e de uma maior arrecadação líquida com petróleo, reduzimos a nossa estimativa de déficit primário do governo central, de R\$ 55 bilhões para R\$ 49 bilhões. Para fins de meta, o governo deve encerrar este ano com saldo positivo de R\$ 15 bilhões, acima do limite inferior da meta, que é de neutralidade. Em termos de dívida, projetamos que a relação dívida/PIB seguirá em trajetória de alta, atingindo 82,9% do PIB. Para 2027, no entanto, o desafio de alcance da meta se mantém, com uma estimativa de resultado primário para fins de meta superavitário em R\$ 11 bilhões, cerca de R\$ 25 bilhões abaixo do piso inferior.

PERSPECTIVA **MACRO**

Setembro de 2026

**MARCELO CIRNE
DE TOLEDO** Economista-chefe
marcelo.toledo@bradescoasset.com.br

**DANIEL
CASULA** *daniel.casula@bradescoasset.com.br*

**FABIANA
D'ATRI** *fabiana.datri@bradescoasset.com.br*

**GIANCARLO
RUGGIERO** *giancarlo.ruggiero@bradescoasset.com.br*

**HUGO RIBAS
DA COSTA** *hugo.costa@bradescoasset.com.br*

**NICOLE
TONGU** *nicole.tongu@bradescoasset.com.br*

**SARAH
BRETONES** *sarah.paula@bradescoasset.com.br*

**THOMAS
PIRES** *thomas.pires@bradescoasset.com.br*



Tel: 11 3847-9171
economia@assetbradesco.com.br

Material produzido em 11/09/2026 às 15h00

As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste relatório constituem o nosso julgamento e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio, assim como as perspectivas para os mercados financeiros, que são baseadas nas condições atuais de mercado. Acreditamos que as informações apresentadas aqui são confiáveis, mas não garantimos a sua exatidão e informamos que podem estar apresentadas de maneira resumida. Este material não tem intenção de ser uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro. Material produzido pela **Bradesco Asset Management**, empresa responsável pela gestão de recursos de terceiros do Banco Bradesco S.A.

