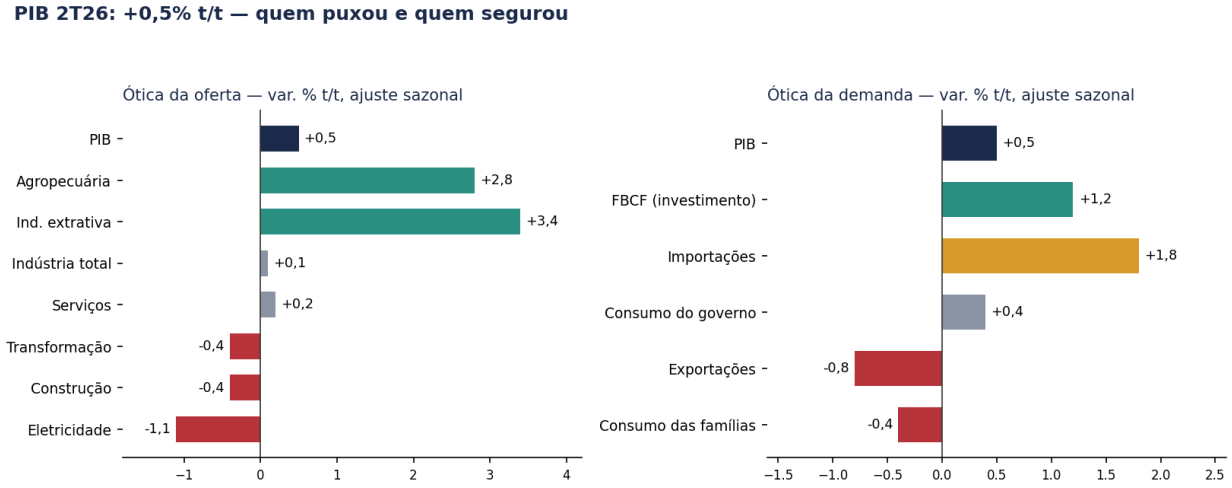
De um lado, o Brasil está em pleno emprego, com desemprego em 5,3% e renda real crescendo consideravelmente acima do PIB. De outro, os juros elevados e o alto endividamento das famílias, que reduzem o apetite ao consumo. Apesar dessa dualidade, há só um Brasil e uma taxa de juros, o que sinaliza um cenário em que o COPOM deve ter de ser conservador para definir os próximos passos da Taxa SELIC.

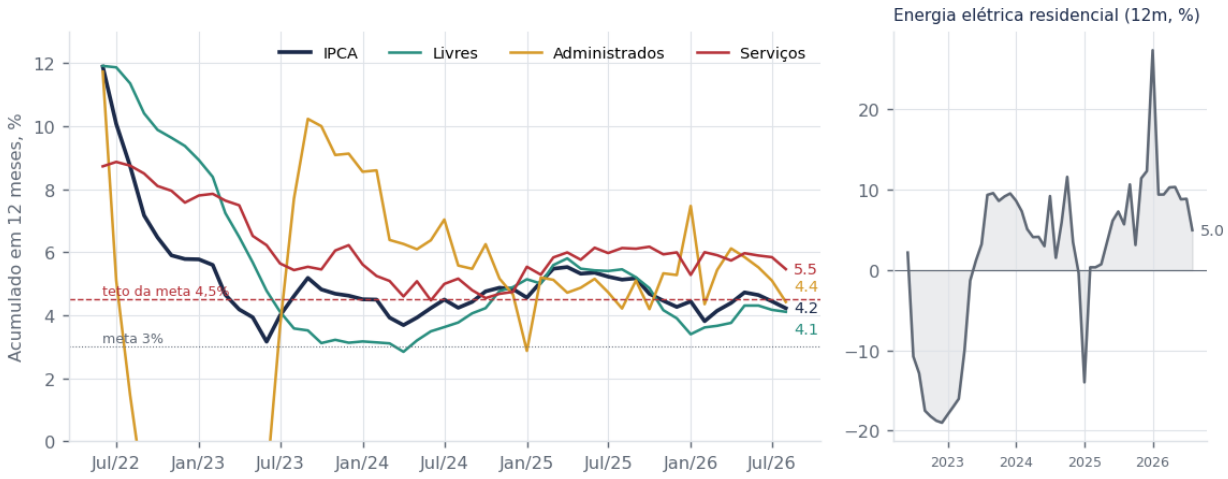
Nos dados de atividade, o PIB cresceu 0,5% no segundo trimestre. O número esconde a realidade brasileira: o consumo das famílias retraiu 0,4% no trimestre. O dado foi puxado para cima pelo agronegócio (+2,8%) e pela indústria extrativa (+3,4%).




*PIB 2T26: variação % contra o 1T26, com ajuste sazonal, pelas óticas da oferta e da demanda. Fonte: Contas Nacionais Trimestrais, IBGE (01/09/2026).*

Os dados de indústria e serviços de julho não empolgam (+0,2% e 0%, respectivamente, ante o mês anterior), enquanto o comércio apresenta número negativo (-0,8% em julho ante junho, no varejo restrito). Os dados econômicos mensais vêm enfraquecendo na margem e sugerem estagnação econômica. Já o CAGED (fluxo de emprego formal) esfria, com +58,6 mil empregos formais criados.

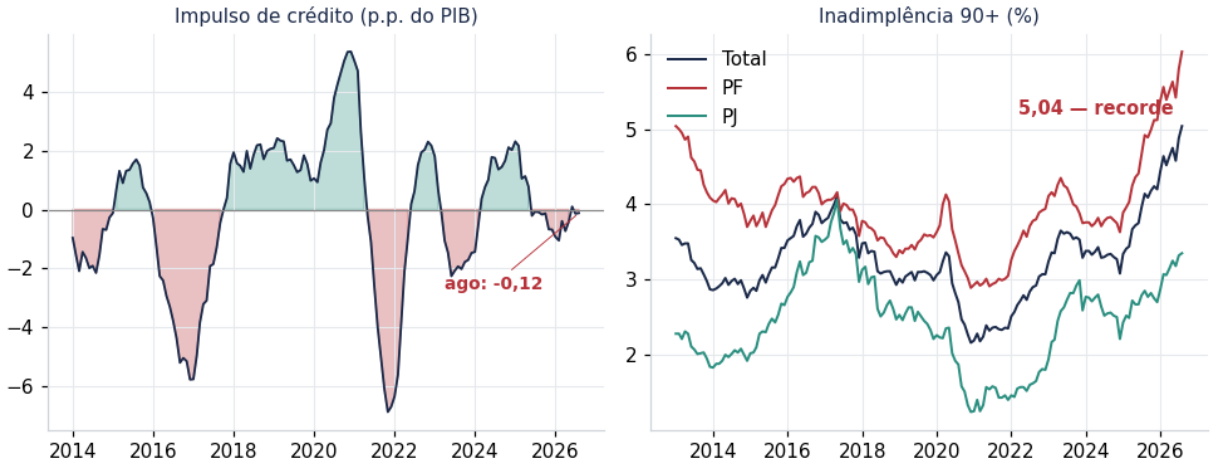
Na inflação, setembro devolveu o bônus de agosto. O IPCA-15 subiu 0,70% (consenso 0,53%), com o acumulado em 12 meses em 4,47%, a 3 pontos-base do teto. A energia (+7,42%, fim do Bônus Itaipu) explica cerca de 40%, mas alimentação, passagens e bens industriais também pressionaram. A boa notícia segue sendo os serviços subjacentes, que desaceleraram para 0,28%. Para outubro há dois alívios contratados (bandeira verde e base do bônus absorvida). A defasagem nos preços do diesel e da gasolina podem ser fatores a pesar enquanto o preço do petróleo não se reduz.




*Acumulado em 12 meses até ago/26: IPCA, livres, administrados e serviços. À direita, energia elétrica residencial. Fonte: BCB/SGS e IBGE/SIDRA.*

Na atividade, o mercado de trabalho segue firme (CAGED de agosto +165,8 mil, desemprego em 5,3%, massa de renda +4,8%), mas tudo o que mede produção e humor caiu: nenhum índice de confiança da FGV subiu em setembro, o comércio está na mínima desde 2021, o PMI industrial foi a 44,8 (pior desde 2020). A renda existe, mas não vira consumo: 28,7% dela é capturada pelo serviço da dívida.

No crédito, a inadimplência bateu novo recorde, 5,04% no total e 6,03% nas pessoas físicas, com os vencidos subindo mais R$ 13 bilhões e a carteira parada. A novidade é a oferta: as concessões livres caíram 0,4% (−2,1% nas famílias), a taxa ao consumidor voltou a subir e o spread devolveu o alívio de julho. O atraso curto (3,88%) não aponta nova onda, e sim a digestão das safras caras de 2024–25. O risco de crise de crédito passou a ser o cenário a ser monitorado mais de perto.




*Esquerda: impulso de crédito, em p.p. do PIB. Direita: inadimplência acima de 90 dias por segmento (PF, PJ e total), dados até ago/26. Fonte: BCB/SGS.*

Por fim, o COPOM cortou a SELIC em 0,25 ponto percentual, para 13,75%, sem sinalização. A ata manteve "serenidade e cautela" e o Relatório de Política Monetária projeta IPCA de 5,2% em 2026. No mesmo dia, o Fed subiu os juros em 0,25 ponto (3,75–4,00%), a primeira alta desde 2023, o que estreita o espaço do Banco Central.

**Para além de setembro: primeiro turno das eleições**

No cenário político, Flávio Bolsonaro começou a aparecer marginalmente à frente de Lula no segundo turno em diversas pesquisas ao final de setembro, enquanto Lula lidera no primeiro turno. Dizíamos que o cenário recente envolvendo política, Banco Master e Judiciário deveria favorecer Flávio no curto prazo.

Flávio Bolsonaro venceu o primeiro turno com 47,03% dos votos válidos contra 45,16% de Lula.

As pesquisas erraram para o mesmo lado: vários institutos superestimaram Lula em 2,9 a 7,6 pontos (Quaest +2,9, Datafolha +4,9, AtlasIntel +4,8). Zema e Caiado declararam apoio a Flávio. O Congresso já está definido e favorece a governabilidade de Flávio: PL com 121 deputados e 28 senadores, direita com cerca de 49 votos no Senado, suficiente para PECs.

No dia 5/10/2026, o Ibovespa subiu 7,7% (206.912 pontos, máxima histórica), o dólar caiu 4,1% (R$ 5,00), o DI janeiro/2029 recuou 104 pontos-base, a NTN-B de 10 anos foi de 7,53% para 6,86% e a inflação implícita de 5 anos de 6,07% para 5,57%. É reprecificação de prêmio de risco-país.




*Inflação implícita de 5 anos (Tesouro Direto, maturidade constante), fechamentos diários de 17/08 a 05/10/2026. Fonte: Tesouro Nacional; cálculo próprio.*

A urna não mudou a economia: inadimplência recorde, indústria em contração e inflação de setembro acima do esperado continuam onde estavam. Para os ativos, a assimetria trocou de lado: até sexta o risco era Lula vencer e a curva não ceder. Agora, é de otimismo com a vitória da oposição. Pesquisas de segundo turno com empate ou derrota de Flávio poderiam devolver parte do movimento. No entanto, acreditamos que a diferença entre os candidatos será ampliada no segundo turno, tanto pelas regiões em que ocorreram abstenções quanto pelo perfil dos demais candidatos que concorreram ao primeiro turno. A pergunta para o mês de outubro é quanto do que foi precificado em um dia sobrevive ao segundo turno e a um plano fiscal que ainda não existe, ou se tal movimento ainda será ampliado.

Por enquanto, entendemos que o cenário de curto prazo como de baixo crescimento econômico, arrefecimento inflacionário, quedas iniciais marginais na taxa básica. O COPOM deve sinalizar mais fortemente alguma decisão apenas com plano fiscal apresentado e realizado, mas o risco passa a ser visto como mais benigno para os ativos. O cenário de médio/longo prazo, no entanto, dá indícios de ser mais promissor pela queda dos juros futuros, se sustentada.