

Corte gradual da Selic com riscos de inflação mais alta e crescimento mais fraco

Revisamos o IPCA de 2026 e 2027 para 5,3% e o PIB para 1,8% e 1,3%. A inflação mais alta é de oferta e a atividade mais fraca abre espaço

O Copom cortou Selic para 13,75% a.a. em setembro, em linha com o esperado. O comunicado reconheceu a moderação da atividade e trouxe projeção de 3,2% para a inflação no horizonte relevante.

Revisamos o IPCA para cima: de 5,0% para 5,3% em 2026 e de 4,4% para 5,3% em 2027. A revisão de 2027 coloca a inflação acima do teto da meta nos dois anos, além de elevar a inércia para 2028.

A revisão é de oferta, não de demanda. Alimentos sob efeito do El Niño, devolução do bônus de Itaipu nos administrados e petróleo em torno de US\$ 100 por barril. Essas pressões incidem sobre 2026 e 2027, com risco de contaminar as expectativas que já estão desancoradas.

Do outro lado, a atividade perde fôlego e o crédito confirma. O varejo caiu 0,8% no mês, com queda nos bens sensíveis a juros, e revisamos o PIB para 1,8% em 2026 e 1,3% em 2027. A inadimplência das famílias no crédito livre chegou a 8,0%.

O que encurta a margem é o câmbio. Em setembro, cinco bancos centrais de países desenvolvidos subiram juros e o Brasil foi o único a cortar. O diferencial se comprime justamente quando a eleição eleva o prêmio de risco. Esse é o principal risco no nosso cenário.

Filipe Stona

Economista-chefe

filipe_stona@sicredi.com.br

Arthur Nunes do Couto

Economista

couto_arthur@sicredi.com.br

Victoria Maria dos Santos

Economista

victoria_maria@sicredi.com.br

Werley Cordeiro

Economista

werley_cordeiro@sicredi.com.br

Elevação global de juros e cenário de dólar forte no curto prazo

Em setembro, a dinâmica cambial apresentou comportamento distinto entre os mercados internacional e doméstico. O dólar global voltou a se fortalecer, com o índice DXY avançando de 99,43 para 101,45 no período. Apesar desse movimento, a taxa de câmbio doméstica encerrou o mês em R\$ 5,17, ante R\$ 5,19 em agosto, o que corresponde a uma apreciação de aproximadamente 0,2% do real frente ao dólar. A resiliência da moeda brasileira ocorreu em um ambiente marcado pela melhora do apetite a risco para ativos domésticos e pela retomada do fluxo estrangeiro para a bolsa brasileira ao longo do mês.

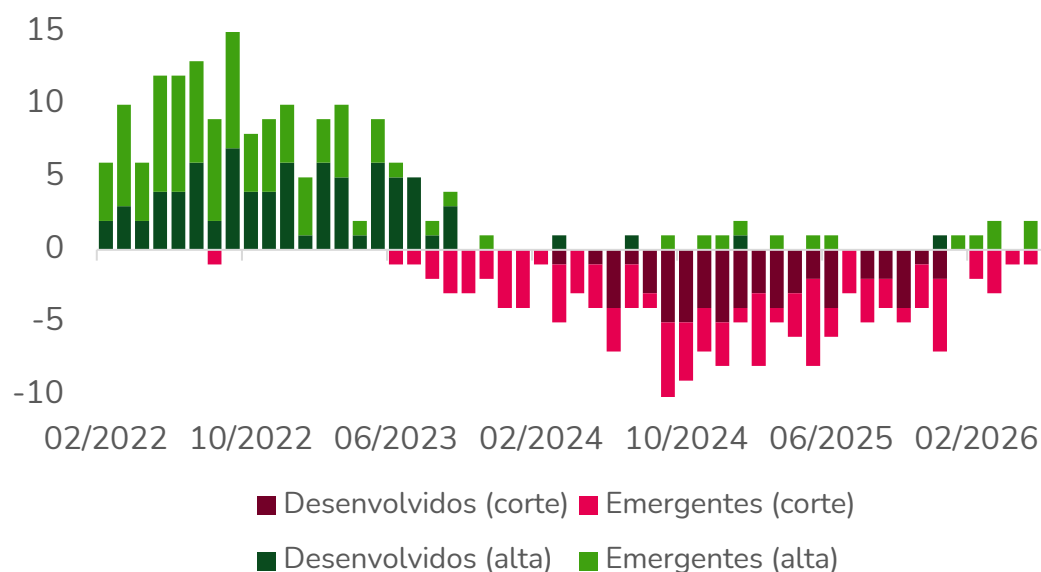
Taxa de câmbio e DXY (R\$/US\$, índice)



No cenário internacional, a elevada incerteza global permaneceu como um fator relevante para os mercados. Os desdobramentos do conflito no Oriente Médio, incluindo a manutenção do embargo americano e as ofensivas promovidas pelo Irã e seus aliados, têm contribuído para interrupções nas rotas marítimas e para a elevação dos preços do petróleo. Esse ambiente tem ampliado os choques de

oferta globais e dificultado a continuidade do processo desinflacionário após a pandemia. Como consequência, diversas economias avançadas enfrentam pressões inflacionárias mais persistentes, favorecendo juros mais altos. Em setembro, cinco bancos centrais de países desenvolvidos subiram juros, com destaque para os Estados Unidos, enquanto dois emergentes também fizeram tal movimento. No sentido contrário, apenas o Brasil cortou juros.

Decisões de alteração de juros (número)



Fonte: Bloomberg, Sicredi Asset. Obs.: Contagem mensal de decisões de 21 bancos centrais selecionados, sendo nove países desenvolvidos e 12 emergentes.

Adicionalmente, a perspectiva de novas altas de juros nos Estados Unidos reforça as pressões sobre as moedas emergentes. Ao mesmo tempo, o Brasil calibra a taxa Selic, reduzindo o diferencial de juros favorável ao país e a atratividade relativa dos ativos domésticos, o que pressiona o Real.

Os dados recentes de inflação nos Estados Unidos seguem consistentes com uma postura cautelosa do Federal Reserve. O PCE

de agosto mostrou aceleração do consumo das famílias, com demanda resiliente, enquanto serviços e energia voltaram a pressionar na margem — sugerindo convergência ainda gradual à meta.

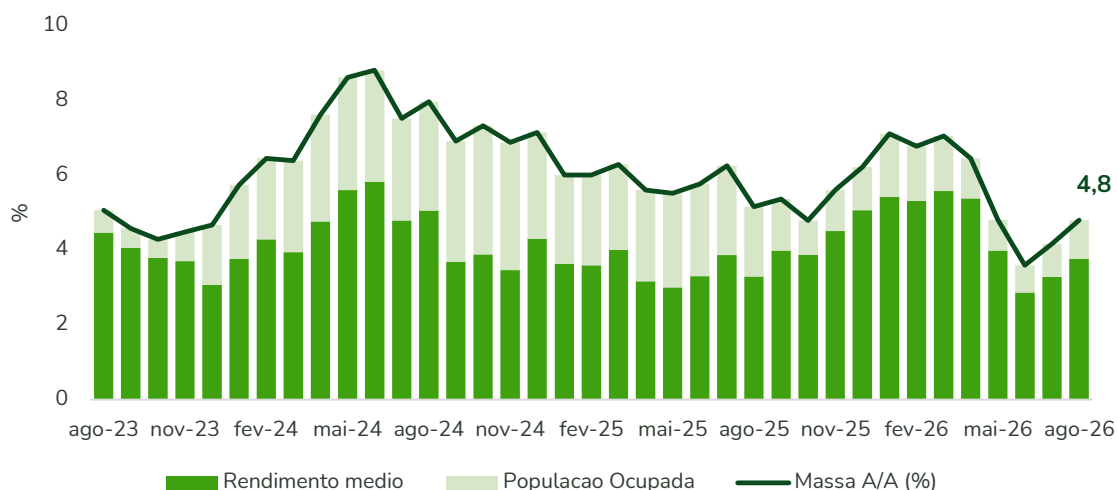
No curto prazo, o menor diferencial de juros e as incertezas externas seguem como risco para o real. Em contrapartida, a retomada do fluxo estrangeiro para a bolsa em setembro mitigou parte das pressões cambiais, enquanto a proximidade do processo eleitoral tende a elevar a volatilidade e manter prêmios de risco elevados.

Resiliência do mercado de trabalho

A taxa de desocupação no trimestre encerrado em agosto foi de 5,3%. Considerando o ajuste sazonal, a taxa permaneceu estável em 5,4%, reforçando a percepção de um mercado de trabalho ainda aquecido. O emprego apresentou aceleração de 1,0% na variação interanual, com destaque para o crescimento nos setores de transporte, construção e administração pública, enquanto comércio segue com variação negativa. A taxa de participação ficou praticamente estável em 62,2%, mas com expansão gradual da força de trabalho.

Pelo lado da renda, tanto o rendimento efetivo quanto o habitual continuam em trajetória de crescimento, ainda que em um ritmo menor. A massa salarial real acelerou na comparação interanual, registrando alta de 4,8%, indicando que a remuneração do trabalho tem sido mais sustentada pelo crescimento dos salários do que pela expansão do emprego.

Decomposição da Massa Salarial (% a.a.)



Fonte: IBGE, Sicredi Asset

No mesmo sentido, os dados do Novo Caged (Cadastro Geral de Empregados e Desempregados) para agosto indicaram a criação líquida de 165,8 mil vagas formais no mês. No acumulado em doze meses, o indicador segue em trajetória de desaceleração alcançando 890 mil vagas.

Em conjunto, os dados reforçam a leitura de um mercado de trabalho ainda aquecido. Apesar dos sinais de acomodação no ritmo de criação de vagas e da expansão mais moderada da ocupação, a combinação de uma taxa de desemprego historicamente baixa, elevada mobilidade dos trabalhadores e continuidade do crescimento dos salários e da massa de renda sugere que as condições do mercado de trabalho permanecem fortes.

Desaceleração gradual nas estatísticas de crédito

O saldo de crédito do Sistema Financeiro Nacional desacelerou nos doze meses encerrados em agosto registrando alta de 9,2%, frente ao crescimento de 9,3% registrado em julho. Entre as modalidades, o crédito livre avançou 6,5%, impulsionado principalmente pelas operações com pessoas físicas, enquanto o crédito direcionado

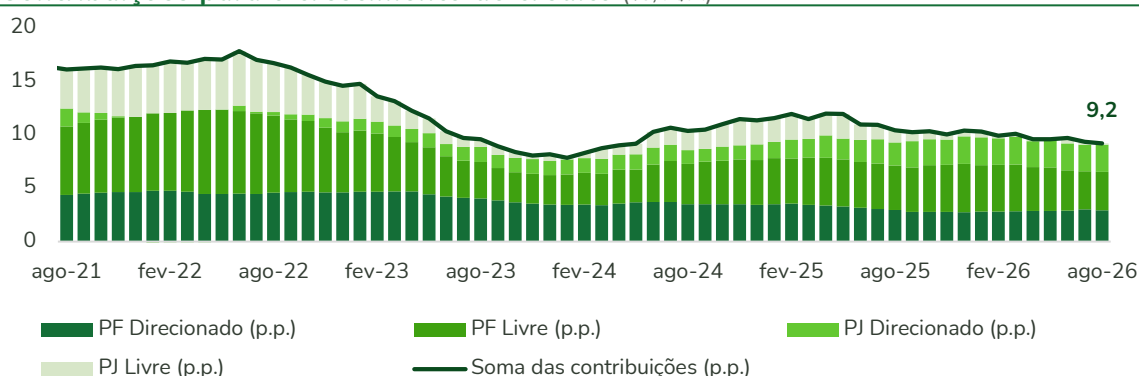
registrou expansão de 12,9%.

As concessões, com ajuste sazonal, apresentaram recuperação na margem, com destaque para os recursos livres — puxadas pelo cartão de crédito à vista, entre as famílias, e pelas operações de capital de giro, no segmento corporativo. Em contrapartida, as concessões com recursos direcionados perderam fôlego, refletindo a desaceleração do crédito rural.

Os indicadores de qualidade da carteira seguiram piorando: a inadimplência do crédito livre atingiu 8,0% nas famílias e 4,3% nas empresas, alcançando 5,0% no agregado do sistema. O comprometimento da renda das famílias permaneceu elevado, em 28,7% em julho.

Em síntese, apesar da recuperação das concessões, o arrefecimento do crescimento do saldo de crédito, a piora da qualidade da carteira e o elevado comprometimento de renda sugerem um ambiente de crédito mais adverso à frente.

Contribuições para o crescimento do crédito (% A/A)



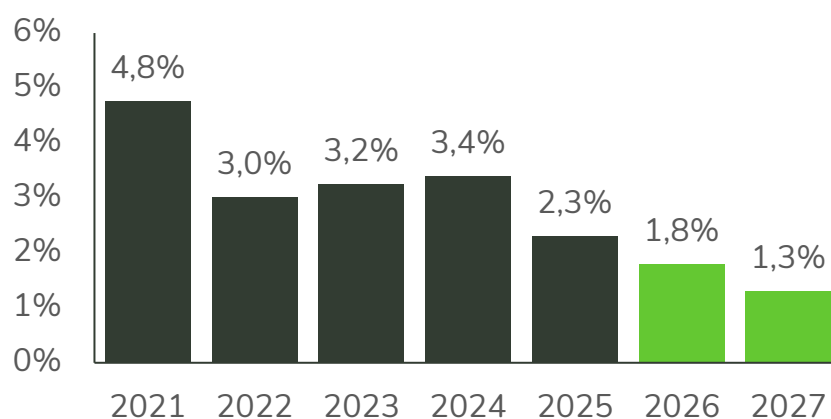
Fonte: BCB, Sicredi Asset

Atividade perde fôlego e aponta crescimento mais moderado

Os dados divulgados em setembro indicam acomodação da economia. A indústria subiu 0,2% a.m. em julho, sem sinal de retomada, enquanto o volume de serviços ficou estável, em ritmo de moderação.

O varejo, por outro lado, recuou 0,8% a.m., com queda nos bens mais sensíveis ao crédito, refletindo o aperto da política monetária. O gráfico mostra como esse quadro se reflete nas projeções para o PIB, com revisões baixistas de 0,1 ponto percentual em 2026 e em 2027.

Crescimento Real do PIB (% YoY)



Fonte: IBGE · Sicredi Asset

Os indicadores sugerem um PIB próximo da estabilidade no 3º trimestre. Assim, a projeção é de crescimento em torno de 1,8% em 2026 e de 1,3% em 2027, com o agronegócio mais fraco no início do próximo ano.

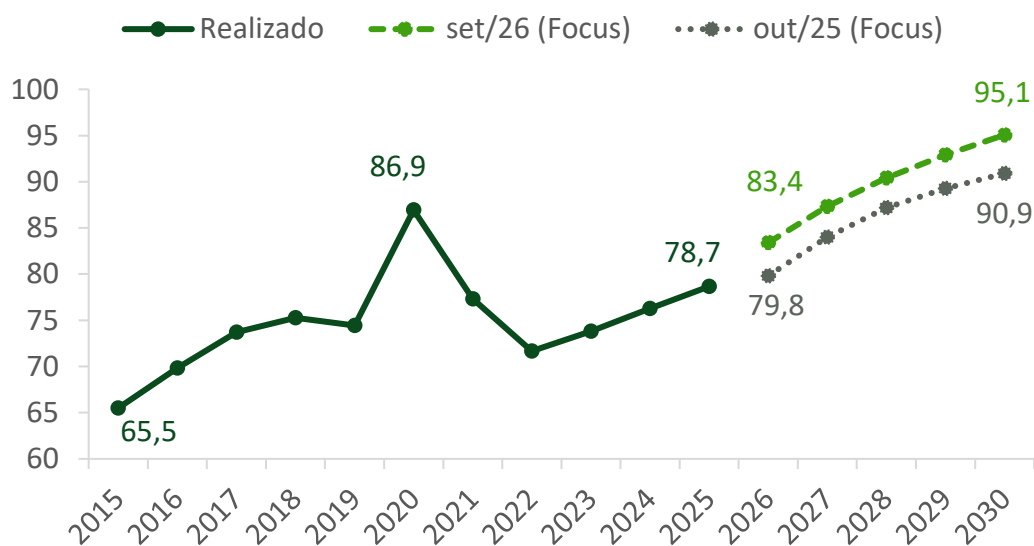
Por fim, uma retração mais forte da atividade nos próximos meses pode arrefecer a inflação. Já uma atividade mais resiliente pode limitar os cortes de juros.

Fiscal melhora na margem, mas o desafio permanece a partir de 2027

O Governo Central registrou déficit primário de R\$ 13,6 bilhões em agosto, menor que o de um ano antes. A melhora veio da arrecadação, que cresceu mais que as despesas, embora os gastos obrigatórios sigam pressionando o orçamento.

No acumulado do ano, porém, o déficit supera o de 2025, o que mostra que o resultado do mês não altera o quadro. O gráfico ilustra como esse cenário aparece nas expectativas para a dívida.

Dívida Bruta do Governo Central (% PIB)



Fonte: Focus, Bloomberg · Sicredi Asset

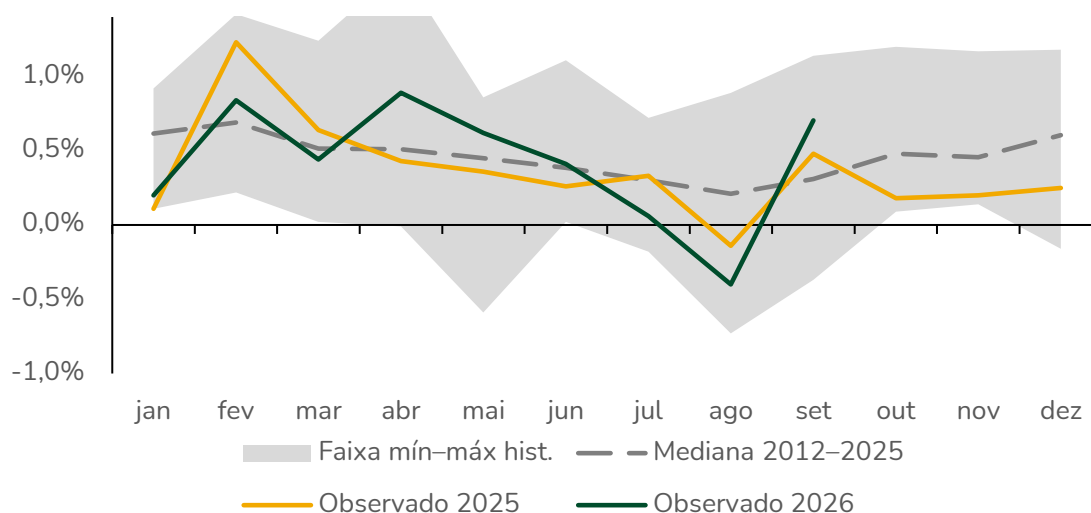
As projeções de mercado para a dívida subiram ao longo do último ano e indicam um patamar acima de 90% do PIB até 2030. Em 2027, a depender das premissas orçamentárias, riscos relevantes de receita e de despesa tendem a ampliar o esforço de ajuste.

Um ajuste crível, por outro lado, pode gerar ganho de confiança, apreciar o câmbio, ancorar as expectativas de inflação e reduzir os juros, o que favoreceria a trajetória da dívida.

Cenário inflacionário volta a trazer desafios com surpresa altista de setembro

O IPCA-15 de setembro trouxe surpresas para o cenário de inflação, com pressão em diversas aberturas, vindo em 0,70% em relação à mediana das expectativas em torno de 0,55%. O IGP-M de setembro confirmou essa tendência com forte devolução dos resultados benignos observados em meses anteriores, com pressão principalmente nas aberturas de alimentação, já refletindo pressões climáticas e setoriais que o setor agropecuário vem enfrentando.

IPCA – variação mensal (%)



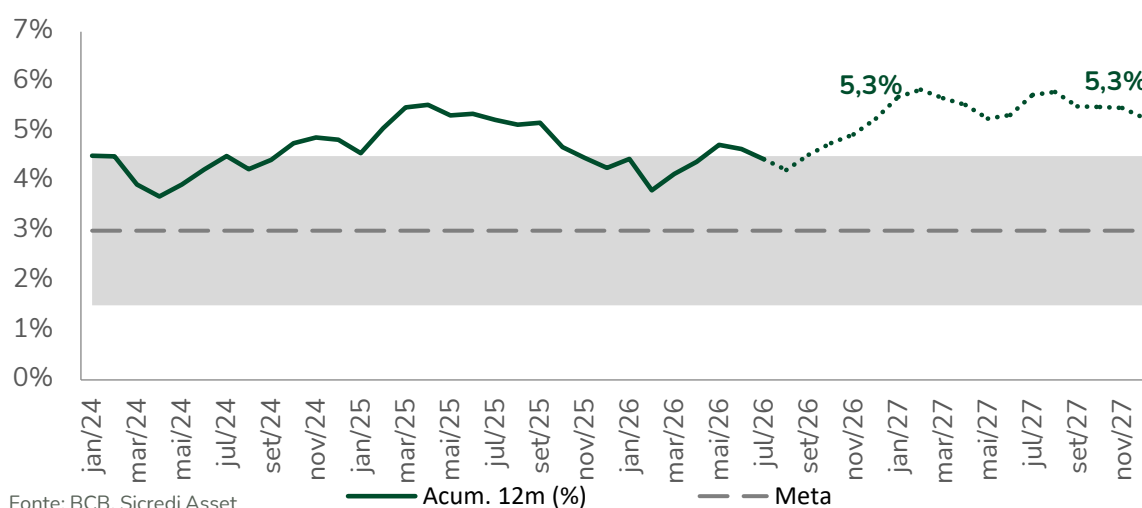
Fonte: BCB, Sicredi Asset

Diante desse cenário, estamos vendo uma inflação mais pressionada para os próximos meses. A alta de preços de alimentos, diretamente relacionado com os efeitos do super El Niño, representa forte risco altista para o IPCA, conjuntamente com riscos de alta de combustíveis e risco cambial relacionado ao cenário externo de elevação de juros e as incertezas domésticas devido às eleições. O excesso de chuvas no Sul e no Sudeste — detalhado no gráfico de precipitação da última página — é o principal vetor dessa pressão sobre alimentos.

Viés de alta para o IPCA de 2026 e 2027 traz riscos adicionais para o Banco Central

Esse ambiente de preços pressionados justifica nossa revisão de alta do IPCA tanto de 2026 quanto de 2027 para 5,3%, ambos acima do teto da meta de 4,5%. No curto prazo, os próximos meses apontam para uma forte aceleração devido à alta de alimentos e preços administrados, com a devolução do bônus de Itaipu. Ademais, a manutenção de um cenário externo marcado pelo preço do petróleo na faixa dos US\$ 100,00/barril trazem riscos adicionais para alta de combustíveis para 2027 e seus efeitos secundários.

IPCA Acumulado 12 meses (%)



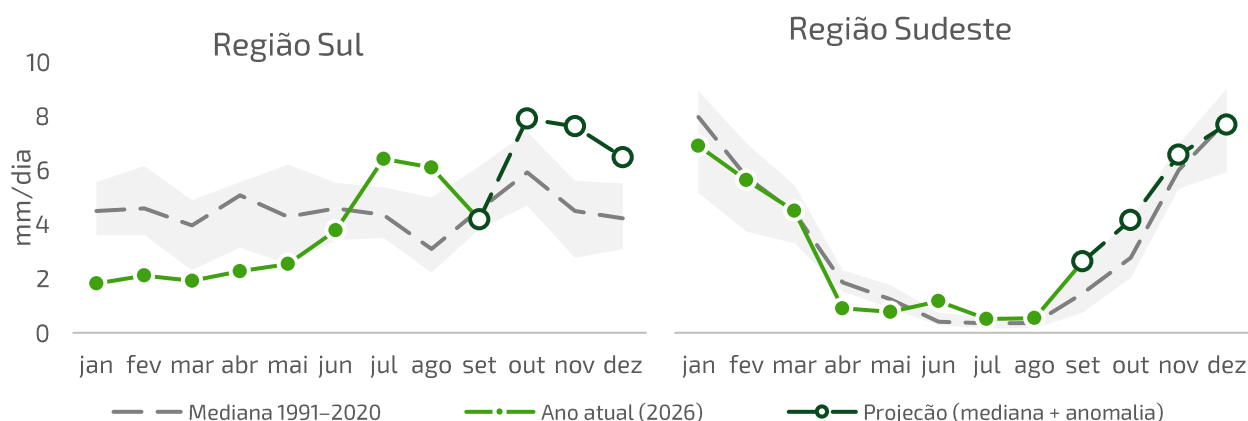
Com riscos em alimentação e preços administrados, esperamos que o IPCA fique acima do teto da meta de inflação (4,5%), conjuntamente com uma piora qualitativa dos núcleos de inflação, mantendo um cenário desafiador para a continuidade do ciclo de cortes de juros do BCB. Ainda, os riscos cambiais em um contexto de expectativas desancoradas aumentam a incerteza quanto à taxa Selic ao final do ciclo de ajustes. Com a inflação acima do teto nos dois anos, projetamos a Selic em 13,25% ao final de 2026 e 12,25% ao final de 2027.

O mês em uma página

O que mudou desde o relatório anterior

Revisamos nossas projeções de inflação para cima e as de atividade para baixo. Na inflação, seguimos monitorando os impactos do El Niño, com excesso de chuvas no Sul e Sudeste sobre alimentos. Na atividade, os dados de curto prazo seguem indicando arrefecimento.

Cenário de chuvas (mm/dia)



Fonte: Sicredi Asset, NASA POWER, NMME/NOAA-CPC.

Projeções

Indicador	2025	2026	2027
PIB (% a.a.)	2,3	1,8	1,3
Câmbio — fim de período (R\$/US\$)	5,47	5,30	5,40
IPCA (% a.a.)	4,3	5,3	5,3
Selic — fim de período (% a.a.)	15,00	13,25	12,25

Fonte: IBGE, BCB e Sicredi Asset. Valores em verde escuro são projeções.

O que nos faria mudar de ideia

Taxa de câmbio média acima de R\$ 5,50/US\$ nos dias antes da próxima reunião do Copom — manutenção da taxa Selic em 13,75% a.a. até o final de 2026.

Preço do petróleo abaixo de US\$ 75,00/barril no último trimestre — revisão baixista para a inflação em 35 pontos base.

O mais importante do próximo mês

O foco global segue sendo na evolução dos dados de inflação nos Estados Unidos e na decisão do Fed quanto à taxa de juros. No Brasil, teremos o resultado do primeiro turno das eleições.

Este material foi elaborado pela equipe de Pesquisa Econômica da Sicredi Asset e tem caráter exclusivamente informativo, não constituindo oferta, recomendação de investimento ou análise individualizada. As projeções refletem o entendimento da equipe na data de publicação e estão sujeitas a alteração sem aviso prévio. A Sicredi Asset Management não se responsabiliza por atos/decisões tomadas com base nos dados divulgados neste relatório.