



PIB 3/3 – O Ajuste Está Funcionando. Há Dois Riscos Para Monitorar.

Resumo e Conclusões

A desaceleração do consumo doméstico mostra que a política monetária foi bem-sucedida. O custo do ajuste, entretanto, poderia ter sido menor, se a política fiscal estivesse alinhada.

Apesar dos cortes na taxa nominal de juros, a taxa real praticamente não cedeu. Os cortes de 0,25 ponto por reunião não afrouxam a política monetária enquanto a desinflação avança na mesma velocidade, coerente com a calibragem defendida pelo BCB.

A inflação de serviços segue elevada. Contudo, a desaceleração na taxa de crescimento da ocupação pode reduzir a pressão sobre serviços e consolidar a desinflação nos preços.

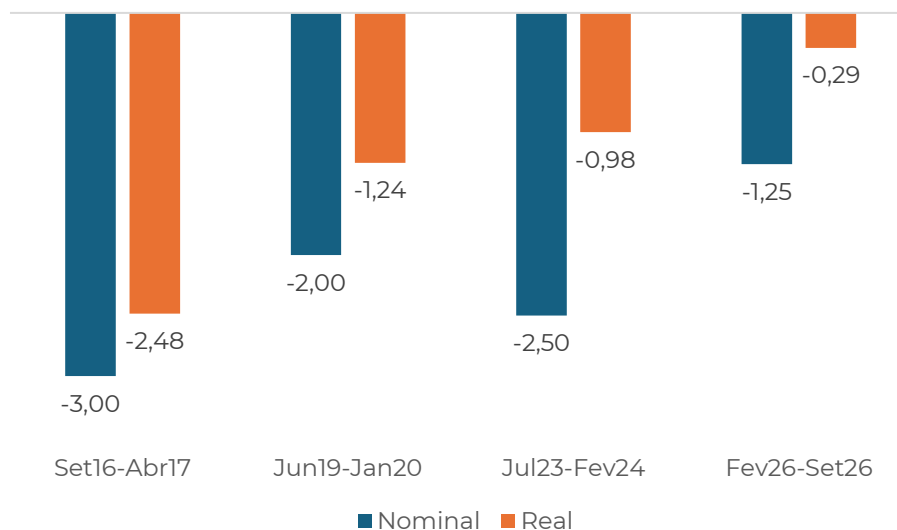
Dois riscos podem comprometer este processo: o primeiro, e mais relevante, é uma política fiscal que volte a alimentar o crescimento liderado pelo consumo. O segundo é a continuidade dos efeitos advindos do choque de oferta.

- As duas primeiras edições da análise do PIB mostraram que **três das doze atividades desaceleram inequivocadamente**: indústria de transformação, comércio e outros serviços. Mostraram também que agropecuária, indústria extrativa e informação e comunicação crescem acima do PIB, ilustrando a assimetria do crescimento.
- Nossa percepção é que a **desaceleração do PIB terá piso** enquanto a demanda externa por commodities e a cadeia associada sustentarem expansão de cerca de 8% em quatro trimestres, a despeito de esse bloco representar parcela pequena da economia. Mas a **desaceleração do consumo doméstico é relevante**, mesmo sob política fiscal expansionista, e permite a calibragem da taxa Selic.

A Calibragem do BCB Mantém a Taxa Real de Juros Elevada

Entre Fev26 e Set26, o Copom reduziu a taxa Selic em 1,25 ponto percentual (de 15,00% para 13,75%). A taxa Selic real caiu 0,29 ponto percentual (de 8,80% para 8,52%) nesse período, ou seja, o ajuste foi **quase nulo (Gráfico 1)**. E segue bastante acima da média do período Jan04-Ago26 (de 6,12%). Assim, a **calibragem** evita um aumento na taxa real de juros à medida que a desinflação evolui e a nossa percepção é que **não representa, necessariamente, afrouxamento da política de juros**.

Gráfico 1: Variações (em ponto percentual) na Taxa Selic nos meses iniciais dos últimos ciclos de queda



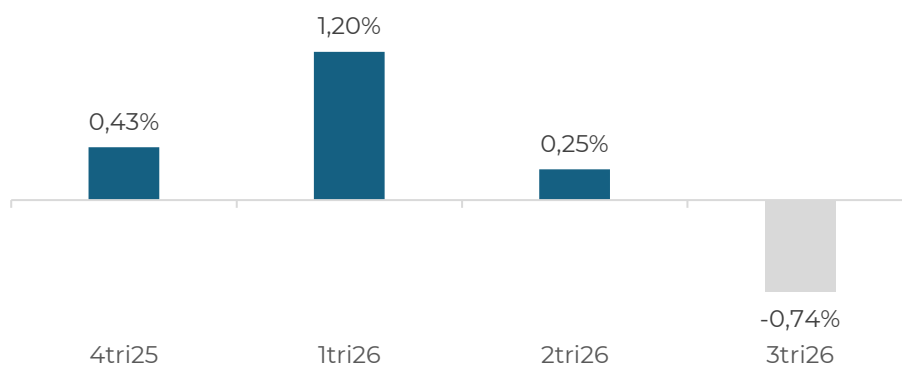
Taxa Selic real ex-ante: swap Pré-DI de 1 ano deflacionada pela expectativa para o IPCA 12 meses à frente (Focus).
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Pezco.

Da Atividade ao Emprego e à Inflação de Serviços

A desaceleração da atividade parece ter chegado ao mercado de trabalho. Na segunda edição foi observado que, entre Jun25 e Jun26, a variação YoY da **população ocupada saiu de +4,85% para -1,75% na indústria**, de +2,12% para **-3,09% em outros serviços** e de +2,97% para **-0,50% no comércio**. No agregado, a **ocupação total desacelerou de 2,44% para 0,72%** entre Jun25 e Jun26.

A leitura dos **dados mais recentes** sugere **continuidade da desaceleração** econômica no 3tri26. O **IBC-Br reportou queda de 0,2% MoM em Jul26**, levando a média trimestral do período Mai26-Jul26 a cair 0,3% em comparação com o período Fev26-Abr26. Ademais, o **carrego estatístico sugere queda de 0,7% no 3tri26 (Gráfico 2)** em relação ao 2tri26, caso os meses de Ago26 e Set26 apresentem variação zero na comparação mensal. E esta retração seria disseminada nos três grandes setores (agropecuária, indústria e serviços).

Gráfico 2: IBC-Br (variação % QoQ, ajustado sazonalmente)



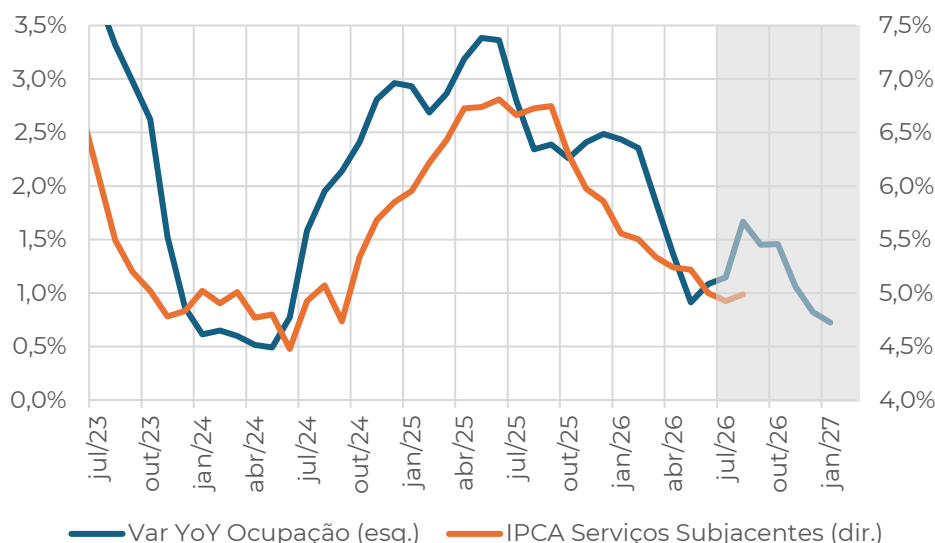
Var. % no 3tri26 representa carrego estatístico a partir dos dados de Jul26 e supondo variação MoM zero em Ago26 e Set26.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Pezco.

Sob essa dinâmica, é provável que o mercado de trabalho continue enfraquecendo na margem. A **dúvida é se este enfraquecimento se traduzirá em desinflação dos serviços**, componente que segue resiliente e que gera desconforto ao BCB – apontado como um dos riscos de alta para a inflação. A inflação de **serviços em 12 meses** já **desinflou** de 6,17% em Out25 para **5,46% em Ago26**. A inflação de **serviços subjacentes** variou de 6,29% para **4,99%** nesse período.

A **defasagem entre** a dinâmica da **ocupação e a inflação de serviços sugere** alguma probabilidade de que a inflação de **serviços subjacentes se estabilize abaixo de 5%** nos próximos meses (**Gráfico 3**).

Gráfico 3: Ocupação e Serviços Subjacentes



A área sombreada marca o período em que a desaceleração já observada na ocupação ainda não teria se refletido nos preços. A ocupação está deslocada em 6 meses, ou seja, espera-se que a desaceleração entre Fev26 e Jun26 se reflita em desinflação dos serviços entre o fim de 2026 e início de 2027.

Fontes: IBGE e Banco Central do Brasil. Elaboração Pezco.

Os **riscos relevantes estão na política fiscal** que volte a estimular o consumo doméstico, o que poderia agravar o quadro de endividamento de famílias e empresas, e **adiar a desalavancagem**. Além disso, há o **choque de oferta** causado pela guerra no Oriente Médio, que pode pressionar os preços dos derivados de petróleo e de outros bens afetados pelo estrangulamento dos canais marítimos da região.

O Que Isso Implica para a Selic

Em 2026, restam **duas reuniões**: 3 e 4 de novembro e 8 e 9 de dezembro. A Pezco Economics projeta a taxa Selic em **13,25% ao fim de 2026**, o que representa a expectativa de dois cortes de 0,25 ponto percentual nas duas. A nossa percepção é que apenas a interrupção da gradual desinflação em curso poderia levar o Copom a considerar uma pausa. A inflação segue acima da meta e requer taxa real de juros acima do que seria a taxa neutra. **Para 2027**, a trajetória estará **condicionada à evolução dos fatores de risco**. Os fundamentos (desaceleração e desinflação) sugerem que há espaço para que a calibragem se torne, de fato, ciclo de queda efetiva da taxa de juros.

Conclusão

A política monetária tem resultado na desaceleração econômica e consequente desinflação. A desaceleração se concentra nos setores sensíveis ao consumo doméstico, que cresceram 0,54% contra 8,44% do bloco de commodities. A desaceleração também parece ter alcançado a ocupação, refletida na queda da taxa de crescimento (de 2,44% para 0,72%). Espera-se que esta desaceleração chegue à inflação de serviços, ainda desconfortavelmente elevada. Em paralelo, o endividamento de famílias e empresas mantém consumo e investimento contidos, contribuindo para que a desinflação se complete.

Ainda há dois riscos que exigem monitoramento. De um lado, o risco fiscal, que está associado ao ambiente político. A manutenção da atual política fiscal adiará a necessária desalavancagem, e poderia levar a uma crise de crédito. O outro risco está associado às questões geopolíticas e aos choques potenciais de oferta que delas derivam.

O que determinará a trajetória da taxa Selic ao longo de 2027 será o efeito da evolução dos dois fatores de risco sobre as expectativas. De um lado, a possibilidade de concluir o processo de desaceleração e de desinflação, a partir da política fiscal responsável. De outro, o risco de terminar esse ciclo em uma crise de crédito.

Este relatório foi preparado e publicado pela equipe de sócios e consultores da Pezco Consultoria, Editora e Desenvolvimento Ltda ("Pezco Economics"), exclusivamente para seus clientes e parceiros. Este documento tem como objetivo servir de base para a discussão de elementos do ambiente econômico e setorial, através da compilação de informações e exposição de análises e de pontos de vista. Foram tomados os melhores cuidados com a confiabilidade das informações e de suas fontes, mas não é possível garantir a exatidão delas ou das análises realizadas sobre elas. Todas as informações aqui contidas a título de "projeção" ou "previsão" estão fundamentadas em elementos e tendências disponíveis quando a análise foi produzida, cujos pressupostos podem mudar significativamente ao longo do tempo. Este documento não se destina a oferecer ou solicitar compra ou venda de quaisquer bens ou serviços. A Pezco Economics e os profissionais que participaram deste relatório não se responsabilizam por decisões tomadas com base neste. Tanto a Pezco Economics quanto seus sócios e consultores que figuram neste relatório podem manter posições em ativos mencionados neste documento, bem como podem estar participando ou ter participado de projetos de consultoria/assessoria relacionados a organizações aqui mencionadas – nesse caso, as análises resultantes desconsideram as informações não públicas e protegidas por acordos de confidencialidade. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito pela Pezco Economics.