CENÁRIOS MACRO · NOVEMBRO/2026

Brasil, EUA, Europa e China

juros, inflação, PIB e o fato relevante de outubro

Focus de 06/11/2026 · Itaú BBA de 30/10/2026 · Itaú Asset (carta de set/2026) · dados oficiais até 09/11/2026

BRASIL · SELIC
13,75%
mantida em 04/11

EUA · FED FUNDS
3,75–4,00%
mantido em 28/10

EUROPA · BCE
2,50%
depósito, +25 pb em set

CHINA · PIB 3T
+4,5%
a/a; 9M +4,6%

Documento analítico, sem recomendação de investimento. Cenários construídos a partir das casas citadas.

Simone Reis

BRASIL

O quadro em novembro: juro parado, inflação cedendo, atividade fraca

Selic mantida em 13,75% em 04/11 (surpresa); IPCA 12 meses em 4,58% (set); PIB do 2T em +0,5%

SELIC META	IPCA 12 MESES	PIB 2T/26	DÓLAR PTAX
13,75%	**4,58%**	**+0,5%**	**5,5146**
mantida em 04/11	+0,82% em set	1T: +1,1%	+8% em 26/10
Copom, decisão de 04/11/2026	IBGE/BCB; IPCA-15 de out: +0,32%	IBGE; 3T sai em 01/12	fechamento de 09/11

O Copom manteve a Selic em 13,75% a.a. em 04/11 — o mercado esperava corte, e a decisão foi lida como surpresa. A inflação de 12 meses está em 4,58%, dentro do intervalo de tolerância (meta de 3,0%, teto de 4,5%), mas o Focus de 06/11 já projeta 5,22% para 2026 e 4,90% para 2027 — ou seja, o mercado não vê convergência para o centro da meta no horizonte relevante.

A atividade perdeu fôlego: o PIB cresceu 0,5% no 2º trimestre (após 1,1% no 1º) e a produção industrial caiu 0,6% em agosto (InfoMoney, 02/10). O desemprego segue baixo, em 5,2% (set), o que sustenta renda e serviços — e é o principal contraponto ao cenário de desaceleração mais forte.

A CURVA JÁ DIZ ISSO

DI jan/2028: 14,22% · DI jan/2032: 14,95% · DI jan/2037: 14,94% (09/11/2026)

Curva acima da Selic em todos os prazos: o mercado cobra prêmio por risco fiscal, não por ciclo de juros.

Fontes: BCB (Focus, SGS, Copom), Itaú BBA (30/10/2026), Itaú Asset (carta set/2026), BLS, BEA, Federal Reserve, Eurostat, BCE, NBS/PBoC, B3.

AS TRÊS REFERÊNCIAS

Focus, Itaú BBA e Itaú Asset não concordam sobre 2027

Focus de 06/11/2026 · Itaú BBA (revisão de 30/10/2026) · Itaú Asset (carta do Itaú Artax, set/2026)

Indicador	Focus (mediana)	Itaú BBA	Itaú Asset / leitura
IPCA 2026	5,22%	5,2%	—
IPCA 2027	4,90%	6,1%	risco de alta
Selic fim de 2026	13,75%	13,75%	—
Selic fim de 2027	12,50%	13,75%	juro alto por mais tempo
PIB 2026	1,75%	1,6%	atividade fraca
PIB 2027	1,15%	0,5%	desaceleração
Câmbio fim de 2026	R$ 5,35	R$ 5,40	—
Câmbio fim de 2027	R$ 5,40	R$ 5,60	prêmio de risco

A divergência é toda de 2027. O Focus ainda embute corte de juros (12,50%) e inflação de 4,90%; o Itaú BBA retirou os cortes e vê IPCA em 6,1% no ano que vem, com Selic a 13,75% do começo ao fim — revisão de 30/10, feita depois do 2º turno.

O Itaú Asset não publica número fechado: na carta do fundo Artax, aponta quatro riscos para a inflação de 2027 — El Niño, fim da escala 6x1, reforma tributária e depreciação cambial — e conclui que os trade-offs da política monetária "podem ser muito difíceis". Na prática, é a mesma direção do Itaú BBA, sem compromisso com um número.

POR QUE ISSO IMPORTA

1,2 ponto de diferença no IPCA de 2027 = ~R$ 90 bi de juros extras na dívida e um ano inteiro sem espaço para cortar a Selic.

Cálculo aproximado: 1,2 p.p. sobre a dívida bruta projetada (83,6% do PIB, Focus).

Fontes: BCB (Focus, SGS, Copom), Itaú BBA (30/10/2026), Itaú Asset (carta set/2026), BLS, BEA, Federal Reserve, Eurostat, BCE, NBS/PBoC, B3.

CENÁRIOS PARA 2027

Três caminhos, um mesmo ponto de partida

Cenários de trabalho construídos a partir do Focus, do Itaú BBA e da curva DI — não são projeções das casas

Cenário	IPCA 2027	Selic fim/27	PIB 2027	Câmbio	Gatilho
Construtivo	4,2%	11,00%	1,8%	R$ 5,10	ajuste fiscal crível + corte de gastos
Base	5,0–6,1%	12,50–13,75%	0,5–1,15%	R$ 5,40–5,60	sem ajuste, sem ruptura (Focus/Itaú)
Estresse	6,5%+	15,00%	0,0%	R$ 6,00	fiscal aberto + combustíveis + câmbio

O cenário Base não é um número: é o intervalo em que Focus e Itaú BBA se movem. O Construtivo exige algo que hoje não está no preço — um ajuste fiscal que o mercado aceite como crível; o DI de 2028 a 14,22% e o de 2032 a 14,95% mostram que esse cenário não está precificado em nenhum prazo.

O Estresse é o que a curva de 26/10 ensinou a dimensionar: em um único pregão, os vértices subiram 196 a 260 bps quando o risco político virou risco de política econômica. Não é preciso um choque novo para chegar lá — basta o fiscal seguir sem âncora.

GATILHOS PARA MUDAR DE CENÁRIO

Para melhor: arcabouço crível no Orçamento 2027 · IPCA de outubro abaixo de 0,30% · Focus de 2027 abaixo de 4,5%

Para pior: câmbio acima de R$ 5,80 · desancoragem das expectativas de 2028+ · nova alta de combustíveis

Fontes: BCB (Focus, SGS, Copom), Itaú BBA (30/10/2026), Itaú Asset (carta set/2026), BLS, BEA, Federal Reserve, Eurostat, BCE, NBS/PBoC, B3.

ESTADOS UNIDOS

Fed parado, mas com dois votos pedindo alta

FOMC de 28/10 manteve 3,75–4,00% por 10 a 2; inflação em 3,74% e PIB de 3,4% no 3T

FED FUNDS	CPI 12 MESES	PIB 3T/26	DESEMPREGO
3,75–4,00%	**3,74%**	**+3,4%**	**4,1%**
mantido em 28/10	+0,59% em set	anualizado	out/26
10–2; duas dissidências por alta	núcleo: 2,56%	2T: +2,2% (BEA, 29/10)	estável desde junho

O Fed manteve a faixa em 3,75–4,00% em 28/10, com dois votos dissidentes (Cook e Hammack) pedindo alta de 0,25 p.p. — um sinal hawkish incomum em uma decisão de manutenção. O comunicado diz que a atividade "expande em ritmo forte" e que a inflação "segue elevada".

Os dados sustentam a divisão: o PIB do 3º trimestre veio a +3,4% anualizado (BEA, 29/10), o CPI de setembro a 3,74% e o desemprego em 4,1%. O Treasury de 10 anos a 4,88% (09/11) é o número que mais pesa sobre o Brasil: juro longo americano alto mantém o dólar forte e limita o espaço de queda da nossa curva.

FATO RELEVANTE DE OUTUBRO

Decisão de 28/10 com duas dissidências por alta + PIB de 3,4% no 3T: o mercado passou a duvidar de cortes em 2026.

Fontes: Federal Reserve (statement de 28/10), BLS (CPI set/2026, payroll out/2026), BEA (PIB 3T advance), US Treasury (10Y de 09/11).

EUROPA

BCE subindo, inflação de volta a 4%

Depósito em 2,50% · HICP de outubro em 4,0% (máxima em 3 anos) · PIB do 3T em +1,3% a/a

BCE DEPÓSITO	HICP OUT/26	PIB 3T/26	PRÓXIMO PASSO
2,50%	**4,0%**	**+1,3%**	**dez/26**
+25 pb em 16/09	**a/a**	**a/a**	**alta provável**
2,00% em jan → 2,25% em jun → 2,50%	set: 3,8%; puxado por energia	2T: +1,2%; 1T: +0,6%	pressão dos preços de energia

A zona do euro é o espelho invertido do Brasil: o BCE está em ciclo de alta (2,00% em janeiro, 2,25% em junho, 2,50% em setembro) porque a inflação voltou a acelerar — 4,0% em outubro, o maior nível em três anos, com a energia como vetor principal. O mercado passou a precificar nova alta em dezembro.

A atividade, porém, não ajuda: o PIB cresceu 1,3% em 12 meses no 3º trimestre, com a indústria fraca e o consumo sustentado por emprego. É um caso de choque de oferta — juro mais alto com crescimento morno, combinação que costuma contaminar o prêmio global e o apetite por emergentes.

FATO RELEVANTE DE OUTUBRO

HICP de outubro a 4,0% (de 3,8% em setembro): a inflação europeia deixou de convergir e voltou ao topo de três anos.

Fontes: BCE (deposit facility rate), Eurostat (HICP e PIB), imprensa europeia (04–05/11/2026).

CHINA

PIB no alvo, mas com deflação no consumidor e preço de produtor subin

PIB do 3T em +4,5% a/a · CPI de outubro em 0,7% · PPI em +5,7% · PMI industrial em 49,3

PIB 3T/26	CPI OUT/26	PPI OUT/26	PMI INDUSTRIAL
+4,5%	**0,7%**	**+5,7%**	**49,3**
a/a	**a/a**	**a/a**	**-0,8 p.p.**
9M: +4,6% (NBS, 21/10)	desacelerou; demanda fraca	commodities; acima do esperado	abaixo de 50 = contracão

A China entrega crescimento perto da meta — 4,5% no 3º trimestre e 4,6% no acumulado do ano — mas com uma composição desconfortável: o CPI desacelerou para 0,7% enquanto o PPI acelerou para 5,7%. Isso significa margem comprimida na indústria e deflação no consumo, o oposto de uma recuperação saudável.

O PMI industrial caiu para 49,3 (de 50,1), voltando a indicar contracão, e a LPR foi mantida pelo 18º mês consecutivo em 20/10 (3,00% em 1 ano, 3,50% em 5 anos). O governo segue estudando reformas na política monetária em vez de cortar juros — o estímulo, se vier, deve ser fiscal e direcionado.

FATO RELEVANTE DE OUTUBRO

PPI a +5,7% com CPI a 0,7%: choque de custo sem repasse de preço — pressão deflacionária na indústria chinesa.

Fontes: NBS (PIB 3T de 21/10, PMI de 01/11, CPI/PPI de 09/11), PBoC (LPR de 20/10).

O MÊS DE OUTUBRO

O Brasil mudou de regime em um domingo

2º turno em 25/10, reeleição confirmada em 26/10 e a maior reprecificação diária da curva em anos

IBOVESPA 26/10

-13%

circuit breaker

primeiro pregão pós-2º turno

DÓLAR 26/10

+8%

maior alta do ano

PTAX fechou em R$ 5,50

DI JAN/2028

+196 bps

em um pregão

12,86% → 14,82%

DI JAN/2032

+260 bps

em um pregão

12,70% → 15,30%

Em 04/10, o 1º turno havia produzido o movimento oposto: a curva caiu 90 a 140 bps e o Ibovespa foi a 200 mil pontos. Em 25/10, com a reeleição, o mercado desfez tudo em um único pregão — 26/10 — e o Tesouro interveio no dia seguinte para conter a alta dos juros futuros.

O Copom de 04/11 respondeu mantendo a Selic em 13,75%, contrariando a expectativa de corte. O Focus de 06/11 já incorpora parte disso: Selic de 2026 em 13,75% e IPCA de 2027 em 4,90%. O Itaú BBA foi mais longe e tirou os cortes de 2027, com IPCA de 6,1%.

O QUE ISSO MUDA NA LEITURA DOS CENÁRIOS

O prêmio de risco deixou de ser hipótese e virou preço: a curva de 2027+ já opera acima da Selic em todos os vértices.

Efeito colateral: o mesmo choque que abre prêmio para o investidor encarece o crédito e o investimento — daí o PIB de 2027 cair para 0,5% no Itaú BBA.

Fontes: BCB (Focus, SGS, Copom), Itaú BBA (30/10/2026), Itaú Asset (carta set/2026), BLS, BEA, Federal Reserve, Eurostat, BCE, NBS/PBoC, B3.

O QUE MONITORAR

Quatro datas decidem o cenário dos próximos 60 dias

Agenda até o Copom de dezembro (09/12) e a virada do ano

10/11 · IPCA de outubro	O número fecha a conta do ano. Acima de 0,45%, derruba a tese de inflação cedendo e reforça o cenário Estresse.
01/12 · PIB do 3º trimestre	O Itaú BBA estima queda de 0,1% no trimestre. Um número negativo confirma a desaceleração e pressiona o governo por estímulo.
09/12 · Copom	Com o Focus em 13,75% para 2026, a decisão é sobre o ritmo de 2027: manter o sinal hawkish ou abrir espaço para corte no 1º semestre.
Orçamento 2027	A peça fiscal é a variável que separa Construtivo de Estresse. Sem âncora crível, o prêmio na curva longa não cede.

RESUMO EM UMA LINHA

Brasil com juro real alto e risco fiscal precificado; EUA sem espaço para cortar; Europa subindo; China sem inflação.

No Brasil, o cenário Base (IPCA ~5–6% e Selic ~13,75% em 2027) segue sendo o do mercado — e o mais provável enquanto o fiscal não mudar.

Fontes: BCB (Focus, SGS, Copom), Itaú BBA (30/10/2026), Itaú Asset (carta set/2026), BLS, BEA, Federal Reserve, Eurostat, BCE, NBS/PBoC, B3.