



Fed Watch

Macro Strategy

16 de setembro de 2026

Arthur Mota

Arthur.mota@btgpactual.com

BTG Pactual US - Miami

Ajustes a serem feitos

Resumo Estratégico

O FOMC elevou o intervalo da taxa de fed funds em 25 bps, para 3,75%-4,00%, na reunião de setembro de 2026, em votação unânime de 12 a 0. A decisão encerrou o debate aberto em julho, quando três membros dissentiram a favor de alta contra um presidente que preferiu manter a taxa: sete semanas depois, todo o Comitê votou com ele.

A alta veio acompanhada de um pacote hawkish, e não de um pacote tranquilizador. O comunicado descreveu a atividade em expansão em ritmo sólido, o mercado de trabalho consistente com o pleno emprego e a inflação ainda alta demais. As novas projeções revisaram o crescimento para cima e o desemprego para baixo, elevaram em 0,1 p.p. o PCE e o núcleo do PCE de 2026 e subiram a mediana das projeções para a taxa básica em 30 bps em 2026 e 50 bps em 2027. Nada nesse conjunto sugere um ajuste isolado.

O presidente do Fed, Kevin Warsh, adotou na coletiva um tom mais duro do que esperávamos. Recusou-se a descrever a política monetária como restritiva mesmo depois da alta e caracterizou o movimento como a retirada de "uma dose de acomodação". Colocou os riscos de inflação para cima e os riscos para o emprego em torno do equilíbrio, rejeitou a dependência de um dado isolado e afastou-se de um SEP no qual a inflação só volta a 2% em 2029. A resposta nesse ponto, "essas não são as minhas projeções", foi o momento mais duro da coletiva.

A introdução do termo "timelier", um retorno mais tempestivo, é relevante. Mapeamos cinco usos anteriores do termo pelo Fed, nenhum ligado à inflação e nenhum empregado como gatilho de uma decisão de política monetária. Ao lado da exigência de progresso em "velocidade suficiente", usada pela primeira vez em Jackson Hole, ele substituiu a fórmula mais branda de trazer a inflação a 2% "ao longo do tempo", que marcou o ciclo anterior.

Mantemos nossa visão de aperto adicional, com o próximo passo em dezembro e um terceiro movimento em março de 2027. O risco dessa trajetória é que ela se mostre lenta demais, e não rápida demais.

Uma alta, finalmente

O Fed confirmou nossa expectativa e retomou o ciclo de aperto, com alta de 25 bps do intervalo para 3,75%-4,00%. O comunicado trouxe poucas mudanças além da própria alta e, em linha com a nova abordagem de comunicação do Comitê, deu pouca sinalização sobre o próximo passo. A atividade segue em expansão em ritmo sólido, sustentada por demanda doméstica resiliente, forte crescimento da produtividade e investimento de capital elevado. No mercado de trabalho, a criação de vagas acompanhou o crescimento da força de trabalho e a taxa de desemprego variou pouco, em torno de 4,1%.

O novo SEP revisou o crescimento para cima. A projeção de PIB de 2026 passou de 2,2% para 2,3% e a de 2027, de 2,3% para 2,4%, com 2028 mantida em 2,2% e a primeira projeção para 2029 em 2,1%. O crescimento de longo prazo ficou em 2,0%. As projeções de desemprego caíram de forma relevante: 2026 de 4,3% para 4,1%, 2027 de 4,3% para 4,1% e 2028 de 4,2% para 4,1%, o que reforça o quadro de um mercado de trabalho ainda resiliente.

Em inflação, as revisões foram moderadamente hawkish, e não dovish. A projeção de PCE de 2026 subiu de 3,6% para 3,7% e a do núcleo, de 3,3% para 3,4%. Os números de 2027 ficaram em 2,3% no índice cheio e 2,5% no núcleo, enquanto as duas projeções de 2028 subiram 0,1 p.p., para 2,1% e 2,2%. Para 2029, cheio e núcleo estão projetados em 2,0%, o que implica convergência apenas gradual para a meta.

BTG Pactual – Macro Strategy

Miami – BTG Pactual US LLC

Arthur Mota
arthur.mota@btgpactual.com

Em linha com a alta e com uma trajetória de inflação ainda persistente, as medianas para a taxa básica subiram de forma relevante. A mediana para o fim de 2026 passou de 3,8% para 4,1% e a de 2027, de 3,6% para 4,1%. A de 2028 subiu de 3,4% para 3,9%, seguida de 3,6% em 2029, e a taxa de longo prazo passou de 3,1% para 3,2%. Os pontos reforçam a mensagem de que o movimento de hoje dificilmente marca o fim do ciclo.

Declarações iniciais: economia forte, pleno emprego e inflação ainda alta demais

Warsh abriu descrevendo a atividade em expansão em ritmo sólido, com incerteza ainda elevada em parte por conta do quadro geopolítico, demanda doméstica resiliente, forte ganho de produtividade e investimento de capital elevado. afirmou que a decisão de hoje "vai apoiar um retorno mais tempestivo à meta de 2% do Comitê" e que "este Comitê vai entregar estabilidade de preços".

Sobre o mercado de trabalho, foi explícito ao dizer que esse lado do mandato está cumprido. A taxa de desemprego está em torno de 4,1%, as vagas em aberto e a jornada semanal vêm subindo, e os pedidos de seguro-desemprego, na média móvel de quatro semanas, rodam em níveis compatíveis com o pleno emprego. É a mesma expressão que ele usou em Jackson Hole e coincide com a linguagem legal do mandato, que é justamente o motivo de usá-la.

Em preços, foi mais direto. A inflação roda acima da meta há mais de cinco anos, de modo que o foco predominante está no lado de estabilidade de preços do mandato: "o fato simples é que a inflação está alta demais, e está assim há tempo demais". Os riscos de inflação estão para cima e os do mercado de trabalho, em torno do equilíbrio. As leituras do verão, a seu ver, não mostram melhora relevante nas tendências subjacentes, e os preços dos insumos que ele destacou em Jackson Hole subiram desde então.

Encerrou com o critério que o Comitê aplica. É preciso ter confiança de que a inflação subjacente caminha para a meta "com clareza e em velocidade suficiente", e hoje o FOMC concluiu que esse critério não foi atendido. Caracterizou a alta como a retirada de "uma dose de acomodação", e não como entrada em terreno restritivo, e disse que a leitura de que as condições financeiras amplas não são restritivas é amplamente compartilhada na mesa.

Coletiva de imprensa: uma disciplina, não uma sequência

Questionado várias vezes sobre se este é o início de uma sequência convencional de altas, Warsh recusou-se a responder: "não trabalho com forward guidance". Descreveu a decisão como sóbria, séria e responsável, preparada ao longo de vários meses, e voltou ao arcabouço apresentado em Jackson Hole, onde se comprometeu com uma disciplina e um conjunto de princípios, e não com uma trajetória predeterminada. Perguntado sobre outros bancos centrais que subiram juros duas vezes neste ano sem fazê-lo em reuniões seguidas, novamente evitou tirar uma implicação para o Fed. A ausência de sinalização não deve ser lida como dovish: ela separa a função de reação de um caminho reunião a reunião, deixa espaço para pular reuniões e mantém intacto o viés de mais aperto, a menos que as tendências de inflação melhorem.

A justificativa mais clara para a mudança em relação a julho veio na pergunta sobre o que mudou em sete semanas. Warsh tinha a resposta preparada e citou três pontos. Primeiro, boa parte do Comitê julgou, sete semanas atrás, que esse tempo era um investimento válido antes de mover a taxa. Segundo, um conjunto amplo de dados, inclusive do mercado de trabalho, mostrou a economia mais forte, confirmando a leitura de Jackson Hole. Terceiro, as tendências de inflação não passaram no teste que ele mesmo definiu, e ele viu pouca coisa desde então que o fizesse mudar de opinião. Acrescentou um quarto elemento, a deterioração do quadro geopolítico e seus efeitos sobre as perspectivas e sobre os riscos de inflação. A manutenção em julho, nessa leitura, serviu para comprar informação, e não para expressar a convicção de que a política já estava suficientemente restritiva.

Perguntado se os juros estão agora em terreno restritivo, recusou-se de novo, observando que seus colegas também teriam "dificuldade em descrever assim". O Comitê retirou acomodação para que as condições financeiras e de crédito fiquem mais compatíveis com seus objetivos ao longo do tempo. Foi um dos comentários mais duros da coletiva: o Fed acaba de retomar as altas e ainda não enxerga a taxa básica como uma restrição evidente à atividade, o que deixa espaço relevante acima dos níveis atuais.

Foi igualmente firme ao rejeitar a dependência de um dado isolado. Perguntado se o mercado dava peso adequado ao CPI de agosto, respondeu "essa não é a minha visão", acrescentando que não estava à espera das vendas no varejo daquela manhã nem do CPI da semana anterior, e que "as tendências importam. Dados pontuais têm ruído. Depender de um dado é uma preocupação perigosa". Para a função de reação, isso significa que um único dado benigno de inflação ou de emprego dificilmente interrompe o viés de aperto. A exigência é uma mudança convincente da tendência subjacente em um conjunto mais amplo de indicadores.

A resposta mais dura veio na tensão entre o próprio discurso dele e as projeções. Perguntado como conciliar "mais tempestivo" e "velocidade suficiente" com um SEP que só coloca a inflação em 2% em 2029, respondeu que "essas não são as minhas projeções", explicou que elas pertencem aos seus 18 colegas e que tentou representá-las com fidelidade, e voltou aos próprios compromissos: entregar

estabilidade de preços, usar julho para ganhar tempo e seguir a disciplina fixada em Jackson Hole. Pareceu desconfortável em defender uma convergência tão lenta, o que sugere que ele preferiria algo mais rápido do que a mediana dos pontos indica.

Outros dois momentos merecem registro. Ele rejeitou a ideia de que a alta dos juros de mercado forçou a decisão, dizendo que o Comitê decidiu a partir da própria leitura de emprego, inflação e força da economia: "às vezes o mercado tenta antecipar nossas decisões, mas a de hoje foi nossa". E, perguntado se persegue uma taxa neutra de curto prazo, respondeu que não: considera a taxa real de equilíbrio útil no debate acadêmico e nega que ela tenha efeito operacional sobre as decisões tomadas hoje.

Sobre a alta dos juros na ponta longa, ofereceu uma decomposição em três partes. Primeiro, a força da economia, que na visão dele explica parte da alta ao longo de 2026. Segundo, a competição por capital, citando o salto do investimento e as necessidades de captação dos hyperscalers. Terceiro, a geopolítica, que opera além dos preços à vista de energia e de grãos: destacou os crack spreads e as margens de refino como o canal pelo qual um choque de commodities chega ao preço final. A conclusão que importa para a política monetária é que uma ponta longa mais alta não pode ser contada como aperto monetário, e é por isso que ele segue relutante em classificar o conjunto das condições financeiras como restritivo.

Nossa visão

Foi um pacote hawkish e a economia política interna do Comitê mudou. Em julho, o presidente manteve a taxa enquanto três membros dissentiram a favor de alta. Em setembro, entregou a alta com votação de 12 a 0, sem revisão baixista da inflação de 2026, com pontos mais altos em todo o horizonte e uma redação nova que eleva a urgência da convergência. O legado do arcabouço anterior ficou para trás e Warsh é o vencedor desse debate. Jackson Hole parece ter feito parte do trabalho.

A função de reação que emerge é baseada em tendência, e não em dado isolado, e é assimétrica. Como a política não é descrita como restritiva, o ônus da prova está na melhora da inflação, e não no Fed justificar mais aperto. Um único CPI benigno não interrompe o processo. Uma desaceleração marginal do mercado de trabalho também não, dado que o presidente rejeita o trade-off da curva de Phillips e trata o pleno emprego como já atingido. O que mudaria nossa visão seria uma inflexão disseminada na inflação subjacente, visível nos componentes ao longo de vários meses, ou uma ruptura efetiva no mercado de trabalho, e não apenas um ritmo mensal mais fraco.

Mantemos, assim, nossa visão de aperto adicional. O cenário base contempla uma segunda alta em dezembro e um terceiro movimento em março de 2027. Diante da recusa em sinalizar, a sequência tem mais chance de incluir reuniões sem movimento do que de ocorrer em reuniões consecutivas, e o risco dessa trajetória é que ela se mostre lenta demais, e não rápida demais.

Disclaimer Global

Este material é um documento de resumo fornecido de forma confidencial, apenas para fins informativos, pela BTG Pactual US Capital, LLC ("BTG Pactual"), uma corretora registrada na SEC e membro da FINRA e SIPC, e não constitui nem pode ser utilizado, de qualquer forma, como aconselhamento jurídico, tributário ou contábil. Este não é um relatório de análise de valores mobiliários e as informações aqui contidas não constituem uma oferta de venda ou solicitação de oferta de compra de qualquer valor mobiliário ou produto de investimento. Qualquer oferta ou solicitação somente poderá ser realizada por meio da entrega de um memorando de oferta, prospecto, term sheet ou outro documento de oferta aprovado, e apenas nas jurisdições onde permitido por lei. Este material é um resumo não vinculante de determinados termos e não pretende ser exaustivo. Investidores potenciais devem se informar e obter aconselhamento adequado quanto a quaisquer requisitos legais aplicáveis e a quaisquer regulações de tributação e controle cambial nos países de sua cidadania, residência ou domicílio que possam ser relevantes para a subscrição, compra, manutenção, troca, resgate ou alienação de quaisquer investimentos. Embora se acredite que as informações aqui contidas sejam confiáveis e tenham sido obtidas de fontes consideradas confiáveis, nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas faz qualquer declaração ou oferece qualquer garantia, expressa ou implícita, quanto à imparcialidade, correção, exatidão, razoabilidade ou completude das informações e opiniões. Todas e quaisquer informações, opiniões e valores indicados estão sujeitos a alteração, sem aviso prévio. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar, modificar ou emendar esta comunicação ou de, de qualquer outra forma, notificar um destinatário caso qualquer assunto aqui declarado, ou qualquer opinião, projeção, previsão ou estimativa aqui apresentada, seja alterado ou posteriormente se torne impreciso. [SECFINRASIPC](#)

Se links de fontes externas tiverem sido utilizados, não há garantia de suporte, aprovação, investigação, verificação ou monitoramento pelo BTG Pactual. Caso você decida acessar quaisquer links de websites de fonte externa, você concorda em fazê-lo por sua conta e risco, estando sujeito aos Termos e Condições e às Políticas de Privacidade aplicáveis por esse website, sobre os quais o BTG Pactual não tem qualquer controle. O BTG Pactual não se responsabiliza por quaisquer informações ou conteúdo desses websites.

Este material foi fornecido a você pelo BTG Pactual e suas afiliadas e destina-se exclusivamente ao uso pessoal. As informações fornecidas devem ser tratadas como confidenciais e não podem ser, no todo ou em parte, reproduzidas ou distribuídas sem autorização prévia do BTG Pactual.

Este material não deve ser a única fonte de informação no processo de tomada de decisão de qualquer investidor. Recomenda-se que os investidores analisem cuidadosamente todas as informações e seus riscos em relação aos seus objetivos pessoais e ao seu perfil de risco (“Adequação”). Nada neste documento constitui uma declaração de que qualquer estratégia de investimento aqui contida seja adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário. As informações contidas neste documento não levam em consideração os objetivos de investimento específicos ou as circunstâncias financeiras de qualquer pessoa que possa recebê-lo. Antes de realizar um investimento, recomenda-se que potenciais investidores revisem completa e cuidadosamente o memorando de oferta com seus assessores financeiros, jurídicos e tributários para determinar se um investimento como este é adequado para eles. Ao aceitar este documento e/ou anexos, você concorda que você ou a entidade que você representa atendem a todas as qualificações de investidor nas jurisdições às quais estejam sujeitos às regulações estatutárias relacionadas ao investimento no tipo de fundo descrito neste documento.

Desempenhos passados não são necessariamente indicativos de resultados futuros. O BTG Pactual não garante que investidores obterão lucros, nem compartilhará com investidores quaisquer lucros de investimento, nem aceita qualquer responsabilidade por perdas de qualquer investimento. Não há garantia de que os objetivos de investimento serão alcançados. Devido a diversos riscos e incertezas, eventos ou resultados reais ou o desempenho efetivo dos investimentos aqui descritos podem diferir materialmente daqueles refletidos ou contemplados em tais declarações prospectivas. Este documento reflete as condições econômicas quando foi criado e não há garantia de que qualquer transação futura ocorrerá sob os mesmos níveis econômicos aqui especificados. Investimentos envolvem riscos e investidores devem exercer prudência em suas decisões de investimento. As informações e/ou resultados de desempenho, salvo indicação em contrário, não são auditados e sua apresentação neste documento reflete retornos estimados líquidos de todas as despesas, incluindo taxas de gestão e de performance.

O BTG Pactual, suas subsidiárias e/ou colaboradores podem manter posições compradas ou vendidas, negociar por conta própria, coordenar ou gerenciar transações ou ofertas envolvendo emissores aqui discutidos ou realizar quaisquer outros investimentos relevantes. As áreas de negócios do BTG Pactual e de suas afiliadas operam de forma independente entre si e podem restringir o acesso de determinados indivíduos(s) responsáveis pelo atendimento a clientes a determinadas áreas de informação. Isso é necessário para administrar conflitos de interesses relevantes.

O BTG Pactual compra e vende valores mobiliários principalmente em nome de seus clientes. Cada vez que um cliente realiza uma transação de compra ou venda, o BTG Pactual pode cobrar comissão, taxa de indicação e/ou taxa de subscrição. Além disso, existem taxas de distribuição e taxas cobradas para compensação e liquidação de transações. O BTG Pactual pode ter incentivo para recomendar produtos de afiliadas em vez de produtos de terceiros, uma vez que o BTG Pactual receberá taxas pela transação do cliente e novamente sobre quaisquer lucros do investimento.

Por favor, visite e leia cuidadosamente as informações importantes contidas em www.btgpactual.us/disclosures, o FORM CRS e outras informações relevantes no FINRA BrokerCheck. Este documento é aprovado e emitido pelo BTG Pactual. A reprodução ou transcrição deste documento por qualquer meio, no todo ou em parte, é estritamente proibida sem autorização prévia por escrito do BTG Pactual. Se você não for o destinatário pretendido deste documento, fica aqui notificado de que a divulgação, cópia, distribuição ou qualquer ação baseada no conteúdo deste documento é estritamente proibida. www.btgpactual.us/disclosuresFORMCRSFINRA

NÃO GARANTIDO PELO FDIC. NÃO GARANTIDO PELO GOVERNO FEDERAL OU QUALQUER OUTRA AGÊNCIA DO GOVERNO FEDERAL. SUJEITO A RISCO DE INVESTIMENTO, INCLUINDO A POSSÍVEL PERDA DO PRINCIPAL INVESTIDO.