

Janeiro de 2026

CENÁRIO GLOBAL Diversidade de temas segue desafiando a visão de um ano de “estado estacionário”

Com risco de levar à exaustão a analogia, temos descrito a visão média dos mercados sobre o ano que se inicia como um de “economia global no estado estacionário”: crescimentos do PIB próximos ao potencial, inflação um pouco acima das metas e taxas de juros em posição neutra nos principais países. Temos argumentado que essa descrição do cenário é insuficiente e que há muitos riscos importantes presentes. Uma evidência, a esse respeito, é o fato que as taxas de juros de longo prazo seguem em patamar bastante elevado a despeito da redução das taxas de juros pelos bancos centrais.

POLÍTICA MONETÁRIA DOS EUA Nos EUA, segue presente um nível razoável de incerteza sobre a trajetória da política monetária. A mudança de composição do Fed, com a indicação de novos diretores e troca da presidência em maio, introduz dúvidas sobre eventuais mudanças na função de reação da política monetária. Especificamente, se o Fed perseguirá uma inflação mais elevada do que a meta de 2%. A possibilidade de adoção de novos estímulos fiscais, quer seja com um programa atípico de transferência de renda para famílias antes das eleições para o Congresso ou com a ampliação de despesas em áreas como defesa, também pode trazer implicações para a trajetória da política monetária. Naturalmente, são forças em direções opostas, com o primeiro fator no sentido de juros mais baixos e o segundo que poderia impedir a continuidade do ciclo de redução de juros.

SINAIS MISTOS NA ATIVIDADE ECONÔMICA Sinais ambíguos também estão presentes no comportamento da economia americana. De um lado, uma criação de vagas em desaceleração e em nível inferior ao compatível com a estabilidade da taxa de desemprego a médio prazo. Os últimos dados do mercado de trabalho mostraram uma média de geração de vagas no setor privado de apenas 30 mil nos últimos três meses. Incluindo os postos de trabalho do setor público, que são mais voláteis e contaminados por eventos específicos, tem havido mesmo contração do emprego. De outro lado, o PIB segue em expansão firme e acima do potencial, principalmente por conta da resiliência do consumo das famílias. Estimativas preliminares do crescimento do PIB do 4º trimestre de 2025 apontam para ritmo ao redor de 3% em termos anualizados, dando sequência a números firmes observados nos trimestres anteriores. Na média do ano passado, o PIB deverá registrar expansão próxima de 2%. A divergência setorial também segue presente, com expansão robusta do setor de serviços, enquanto há estagnação da produção industrial. A nosso ver, o Fed optará por realizar uma pausa no ciclo de queda de juros, procurando dirimir as atuais dúvidas sobre a economia. Com isso, vemos dois cortes mais adiante, em março e junho, levando a taxa básica de juros para 3,25%.

Janeiro de 2026

CENÁRIO DE RISCOS

A mudança de governo na Venezuela também representou um evento importante nesse início de ano. Não está claro ainda em que medida representou uma composição de forças dentro do próprio governo venezuelano aliadas aos EUA, mas o cenário que se desenha é de uma transição gradual na política do país. No aspecto econômico, a forte retração da economia observada nos últimos anos tornou as relações comerciais com os demais países da região pouco relevante. Há consenso também que uma eventual elevação da produção de petróleo será um processo de longo prazo, possivelmente com horizonte de 2 a 3 anos. As mudanças no país, portanto, serão mais relevantes para a economia local do que para a economia da região ou global no horizonte desse ano.

Os riscos geopolíticos também estão presentes em outras regiões, quer seja pela mudança de postura da política externa dos EUA ou por questões envolvendo outros países. É mais um lembrete que o ano de 2026 dificilmente poderá ser caracterizado como um de “estado estacionário” na economia global.

CENÁRIO BRASIL

Potencial reaceleração da atividade no início do ano será o principal tema para a política monetária

POLÍTICA MONETÁRIA

O Banco Central tem, gradualmente, modificado sua postura e indica que entramos em fase de discussão sobre a possibilidade de redução da taxa de juros. Em sua última comunicação, a mensagem é de que o Copom estará aberto a reavaliar o atual patamar da taxa de juros dependendo da evolução dos indicadores. A nosso ver, a queda da inflação efetiva e das expectativas ao longo do ano passado permitirá uma recalibragem do grau de aperto da taxa Selic. Nosso cenário base segue sendo de início do ciclo em março, com corte de 50 pb. Avaliamos que a extensão do ciclo será moderada, mantendo a taxa de juros em posição contracionista até o final do ano. Do ponto de vista do tamanho do ciclo total, julgamos que o comportamento da atividade econômica será o fator mais importante.

ATIVIDADE ECONÔMICA

Um primeiro ponto a ser levado em consideração é que o crescimento da economia apresentou desaceleração ao longo de 2025, mas não levou a uma reversão da avaliação de que o hiato do produto segue positivo, ou seja, de que a economia ainda opera “aquecida”. Em termos simples, poderíamos dizer que a economia esfriou, mas não está fria. Isso é mais evidente no mercado de trabalho, que segue bastante resiliente e registrando consecutivamente uma taxa de desemprego no patamar mínimo histórico.

IMPULSOS FISCAIS

E, nesse contexto de economia ainda resiliente, novos impulsos para a atividade econômica entrarão em efeito no início deste ano. O principal deles será a redução da tributação de imposto de renda para um número substancial de empregados formais.

Haverá um aumento dos salários efetivamente recebidos, com início nas folhas de pagamentos referentes a janeiro (cujo desembolso ocorre no final do mês e início de fevereiro). Assim, é provável que ocorra uma aceleração do consumo a partir do próximo mês. O reajuste do salário mínimo (6,7%) também terá impacto no sentido de expansão dos rendimentos.

MERCADO DE CRÉDITO Na mesma direção de ampliação do consumo das famílias, as concessões de crédito têm apresentado patamar elevado, especialmente quando se considera a posição bastante apertada da taxa Selic. Vale notar que o crédito pessoal consignado para trabalhadores do setor privado apresentou aceleração relevante nos últimos meses, com concessão de quase R\$ 7 bilhões no mês de novembro. A taxa de juros tem se mostrado superior à estimada no início do programa, o que reduz o efeito positivo sobre a renda disponível decorrente dessa nova modalidade, mas ainda representa um estímulo ao consumo.

No crédito direcionado, a redução prática do depósito compulsório sobre a poupança tem resultado em incremento das concessões de crédito imobiliário. Adicionalmente, está em curso um novo programa de empréstimos para a reforma de residências, que também representa um impulso para o setor. Por fim, as concessões de crédito direcionado para pessoas jurídicas (BNDES) também tem apresentado expansão nos últimos meses.

SETOR PÚBLICO Do lado do setor público, é provável também que exista uma antecipação de despesas para o 1º semestre por conta do calendário das eleições. Isto vale tanto para as despesas do Governo Federal quanto para os estados, muitos dos quais apresentam boa disponibilidade de caixa e capacidade de ampliação de despesas e investimentos. Em 2025, houve movimento contrário, com postergação do pagamento de precatórios e de outras despesas.

CRESCIMENTO DO PIB Por último, vale uma nota de cunho metodológico sobre o ajuste sazonal do PIB. O processo de dessazonalização no pós-pandemia tem resultado em superestimação da real variação do PIB no 1º trimestre. Um estudo do Banco Central divulgado no Relatório de Política Monetária de março de 2025 detalha essa questão. O outro lado da moeda, que se torna ponto de cautela, é que o PIB do 2º semestre de 2025 será subestimado, com um crescimento médio que provavelmente está mais próximo de 1,5% em termos anualizados do que de 0,2%, como apontam as projeções. O contrário deverá ocorrer no 1º trimestre de 2026, com uma expansão esperada próxima de 4% em termos anualizados que estará superestimada em relação à real temperatura da atividade.

CALIBRAGEM DO CICLO MONETÁRIO Portanto, a nosso ver, o comportamento do consumo das famílias e do mercado de trabalho neste início de ano serão cruciais para a calibragem do ciclo de política monetária pelo Banco Central. A queda do nível da inflação permite uma redução do grau de aperto da taxa Selic, mas a intensidade dependerá mais da resposta da atividade ao conjunto de estímulos existentes.

**PROJEÇÕES MACRO
ECONÔMICAS
BRADESCO ASSET**

	2022	2023	2024	2025E	2026E
PIB (% ao ano)	3,0%	3,2%	3,1%	2,2%	1,8%
IPCA (% a.a.)	5,8%	4,6%	4,8%	4,3%	4,0%
IGP-M (% a.a.)	5,4%	-3,2%	6,6%	-1,0%	4,0%
Taxa Selic (final do ano)	13,75%	11,75%	12,25%	15,00%	12,00%
R\$/US\$ média do ano	5,16	4,99	5,39	5,59	5,53
R\$/US\$ final do ano	5,28	4,86	6,09	5,45	5,60
Saldo de Conta Corrente (US\$ bi)	-42,3	-27,1	-48,7	-78,1	-75,1
Saldo de Conta Corrente (% PIB)	-2,2%	-1,3%	-2,2%	-3,5%	-3,4%
Resultado Primário Consolidado (% PIB)	1,2%	-2,3%	-0,4%	-0,6%	-0,6%
Dívida Líquida (% PIB)	61,4%	60,8%	61,1%	65,9%	69,7%
Dívida Bruta (% PIB)	71,7%	74,3%	76,1%	79,5%	84,0%
Fed Funds (final do ano)	4,50%	5,50%	4,50%	3,75%	3,25%
PIB Global	3,5%	3,3%	3,2%	2,9%	2,8%
Fontes: IBGE, BCB, MDIC, FMI e Bradesco Asset					

COMENTÁRIOS SOBRE AS PROJEÇÕES Nos EUA, inflação deve subir em ritmo menos intenso e atividade econômica seguirá resiliente. Apesar do aumento esperado dos preços de bens no curto prazo, as expectativas de inflação em horizontes mais dilatados não devem ser alteradas, o que deverá reforçar a preocupação com o mercado de trabalho. Os dados mais recentes revelam uma estabilização da piora do mercado de trabalho, que combinado com a sinalização de cautela pelo Fed, deverá implicar reduções de juros de forma intercalada entre as reuniões, com a redução de 25 pb. em março e junho. Com isso, o juro terminal deverá encerrar o ano em 3,25%. Salientamos que existe o risco de um número maior de cortes, em especial dada a possibilidade de um novo presidente do Fed mais inclinado à uma política monetária pró-crescimento em detrimento da inflação.

Janeiro de 2026

Em 2026, a Área do Euro deve manter crescimento moderado, com expansão projetada em 1,0%, apoiada pelo estímulo fiscal alemão. A inflação segue próxima da meta, favorecida desinflação salarial em curso. Com a taxa de juros em nível neutro (2,0%) e as expectativas de inflação ancoradas, a política monetária tende a permanecer inalterada, deixando à política fiscal, às reformas estruturais, bem como o ambiente político como um todo, o papel de sustentar o crescimento.

A economia chinesa deve manter a meta de crescimento “em torno de 5%” para este ano, sem recorrer a estímulos agressivos. O dinamismo seguirá dependente das exportações, embora se espere alguma melhora do consumo e dos investimentos, especialmente em infraestrutura. Os desafios permanecem elevados, com ajuste do setor imobiliário, restrições fiscais locais e ambiente deflacionário que limita margens e expectativas. A política econômica tende a ser calibrada para sustentar a atividade sem comprometer a estabilidade, em um ambiente em que as tensões com os EUA sigam contidas.

No Brasil, projetamos que o PIB tenha crescido 2,2% em 2025. Apesar dos dados do segundo semestre seguirem indicando perda de tração da economia, a revisão ordinária da série histórica no 3º trimestre pelo IBGE nos levou a elevar nossa projeção de crescimento no ano. Vale notar que a desaceleração da atividade tem sido gradual, não-linear e heterogênea entre setores da economia. Nesse sentido, o crédito, que antecipa o ciclo por ser o principal canal de transmissão da política monetária, tem surpreendido por apresentar moderação aquém da esperada neste momento do ciclo de aperto monetário, o que pode ser parcialmente explicado pelos novos modelos de crédito consignado privado e de financiamento habitacional. Os indicadores de produção têm apresentado sinais mistos, com resiliência de serviços, embora dados de alta frequência mostrem esfriamento mais disseminado. Por fim, o mercado de trabalho, tradicionalmente defasado ao ciclo de atividade, segue aquecido, embora com sinais incipientes de moderação do emprego formal. Para 2026, a expansão do consumo das famílias, favorecida pela expectativa de novas regras do imposto de renda e outros estímulos fiscais e para-fiscais, é compatível com uma alta projetada de 1,8% do PIB.

A inflação segue em desaceleração, mantendo a leitura de um cenário benigno no curto prazo. O IPCA encerrou 2025 com alta de 4,3%, dentro do intervalo da meta e abaixo do resultado de 2024 (4,8%). O principal fator para essa queda foi o comportamento dos alimentos, que surpreenderam recursivamente para baixo ao longo do ano e fecharam 2025 com alta de apenas 1,4%, após subir 8,2% no ano anterior. O ponto de atenção permanece nos serviços, cuja variação segue elevada, próxima de 6%, sustentada pela resiliência do mercado de trabalho e da atividade econômica.

Apesar desse desafio, os sinais qualitativos são positivos: a média dos cinco núcleos acompanhados pelo Banco Central mantém trajetória de acomodação, atingindo 3,6% na média móvel trimestral (anualizada e ajustada sazonalmente). Esse cenário reforça nossa visão de que o processo gradual de desinflação deve se manter em 2026, com o IPCA encerrando o ano em 4,0%.

Em relação às contas externas, mantemos nossa expectativa para o déficit em transações correntes em 3,5% do PIB em 2025 e 3,3% em 2026. Continuamos com a leitura de que o déficit em transações correntes deve se reduzir de forma gradual ao longo dos próximos trimestres, condizente com o cenário de desaceleração da atividade doméstica. Entretanto, algumas mudanças estruturais tornaram os déficits de serviços e rendas mais persistentes, fazendo com que estes permaneçam mais elevados, apesar da expectativa de desaceleração da atividade doméstica. Do lado da fonte de financiamento do déficit em transações correntes, os investimentos diretos no país retomaram o ímpeto no final de 2025, o que deve fazer com que encerre o ano acima de 3,2% do PIB. Esse melhor comportamento dos investimentos atenua as preocupações com o financiamento do déficit, uma vez que os investimentos diretos figuram como fonte de financiamento mais estável do que os demais fluxos. Em relação à taxa de câmbio, a antecipação do debate político somado à um fluxo de remessa de dividendos acima do normal por conta da alteração tributária fez com que a cotação do dólar encerrasse 2025 em R\$/US\$ 5,50, acima da nossa estimativa. Para 2026 mantivemos as nossas estimativas em R\$/US\$ 5,50.

Com crescimento mais forte, o governo deverá entregar o resultado primário dentro do intervalo da meta em 2025 e 2026. Diante da expectativa de manutenção de um crescimento sólido favorecendo as receitas, mantivemos a nossa estimativa de déficit primário do governo em R\$ 66 bilhões. Para fins de meta, o governo deve encerrar este ano com saldo negativo de R\$ 21 bilhões, abaixo do inferior da meta (déficit de R\$ 31 bilhões). Para 2026, estimamos que o governo deverá executar um corte de despesa e/ou aumentar receitas ao redor de R\$ 10 bilhões para cumprir com a meta estabelecida. Projetamos déficit de R\$ 69 bilhões.

PERSPECTIVA **MACRO**

Janeiro de 2026

MARCELO CIRNE DE TOLEDO	Economista-Chefe <i>marcelo.toledo@bradescoasset.com.br</i>
DANIEL CASULA	<i>daniel.casula@bradescoasset.com.br</i>
FABIANA D'ATRI	<i>fabiana.datri@bradescoasset.com.br</i>
GIANCARLO RUGGIERO	<i>giancarlo.ruggiero@bradescoasset.com.br</i>
HUGO RIBAS DA COSTA	<i>hugo.costa@bradescoasset.com.br</i>
SARAH BRETONES	<i>sarah.paula@bradescoasset.com.br</i>
THOMAS PIRES	<i>thomas.pires@bradescoasset.com.br</i>
VICTORIA MARIA SANTOS	<i>victoria.m.santos@bradescoasset.com.br</i>



Tel: 11 3847-9171
economia@assetbradesco.com.br

Material produzido em 12/01/2025 às 16h00

As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste relatório constituem o nosso julgamento e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio, assim como as perspectivas para os mercados financeiros, que são baseadas nas condições atuais de mercado. Acreditamos que as informações apresentadas aqui são confiáveis, mas não garantimos a sua exatidão e informamos que podem estar apresentadas de maneira resumida. Este material não tem intenção de ser uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro. Material produzido pela **Bradesco Asset Management**, empresa responsável pela gestão de recursos de terceiros do Banco Bradesco S.A.

