

CENÁRIO GLOBAL Risco de *debasement* do dólar tem sido exagerado

O *debasement* de moedas se refere ao ato proposital por parte de quem a controla de reduzir seu valor real. Originalmente, era um termo empregado quando as autoridades literalmente limavam moedas de metal, removendo parte de seu peso. Em seu uso moderno, significa que o governo emissor daquela moeda deliberadamente provoca uma inflação elevada ou pratica um juro real bastante negativo. Ao longo de janeiro, observamos movimentos substanciais nos preços de diversos ativos que foram guiados pelo temor que pudesse haver um forte movimento de “fuga do dólar”, refletindo supostos riscos de *debasement* da moeda americana. A nosso ver, tanto o uso desse termo para refletir o movimento observado no último mês é impreciso quanto os riscos associados a uma contínua perda de valor do dólar tem sido exagerados.

COMPORTAMENTO DOS ATIVOS GLOBAIS

Os principais movimentos de mercado que chamaram atenção no período recente estiveram associados aos metais preciosos, ativos reais e moedas. As cotações do ouro e da prata chegaram a apresentar altas de 28% e 63% ao longo de janeiro em relação a dezembro, respectivamente. Houve correção importante, na última semana, para fechar o mês com variações de 15% e 19%. Nas moedas, houve depreciação do dólar entre 3% e 5% em relação a diversos países (Austrália, Brasil, Nova Zelândia, Noruega, África do Sul, México, Suécia, Chile, Malásia, Suíça e outras). Outros ativos percebidos como boas reservas de valor também apresentaram valorização significativa, como ações de empresas de mineração e mesmo o petróleo. Nesse último caso, as tensões sobre um potencial conflito com o Irã foram mais relevantes.

ECONOMIA DOS EUA

É interessante notar que esse movimento de depreciação do dólar e debates sobre o *debasement* da moeda americana ocorreram simultaneamente a surpresas positivas com o crescimento do PIB. As expectativas médias de mercado para a expansão da atividade nos EUA para este ano saíram de 2,0% em dezembro para perto de 2,4% atualmente. Também houve uma postura mais conservadora do Fed e elevação moderada da curva de juros ao longo do mês. Normalmente, esses eventos resultariam em fortalecimento do dólar. A explicação para esse movimento parece estar no mesmo contexto observado desde o início de 2024: o risco percebido pelos investidores, especialmente pelos governos de outros países, que conflitos diversos com os EUA tornariam menos atraente utilizar os ativos americanos como reservas de valor. Esse movimento de gestores de reservas internacionais oficiais já vem sendo observado desde o ano passado, em decorrência da guerra tarifária.

Claro, antes disso a invasão da Ucrânia pela Rússia e o congelamento das reservas em dólar, euro, franco suíço e outras moedas já havia levado certos grupos de países a realizar movimentos de diversificação de suas reservas para fora do sistema financeiro internacional. Mas nesse caso, o efeito era observado no dólar, no euro e em outras moedas, não apenas no dólar (isso explicou parte importante do movimento do ouro e outros metais preciosos). O recente episódio de disputa pela Groenlândia trouxe mais um elemento para o contexto geopolítico e parece ter sido um gatilho relevante para o comportamento dos ativos neste início de ano.

RISCOS GLOBAIS

Contudo, as explicações que apontam para os riscos de *debasement* do dólar parecem deixar de fora um elemento importante: se o movimento decorresse de uma percepção efetiva que haveria uma política deliberada de perda de valor do dólar, as expectativas de inflação implícitas nos títulos de renda fixa dos EUA deveriam apresentar substancial elevação. Isso não foi verificado. Propositamente deixamos de fora da explicação para o movimento de ativos a questão da presidência do Fed, mas é o momento de trazer esse importante evento para o texto. A possibilidade de perda de independência do Fed tem sido uma fonte de preocupação dos mercados há muitos meses e foi reforçada em janeiro. Adicionalmente, a forte reversão da alta do ouro e outros metais preciosos foi causada pela indicação de Kevin Warsh para a presidência do Fed, que é percebido como alguém que manterá a condução normal da política monetária. De todo modo, as expectativas de inflação implícitas não sugerem que o risco de um descontrole monetário nos EUA fosse um risco real e também não apresentaram movimento relevante com a indicação. Por fim, compondo esse quadro confuso, houve uma ameaça de intervenção coordenada e conjunta dos EUA e do Japão sobre o iene, que parece não ter se materializado. Contudo, a razão era sustentar o iene, não depreciar o dólar.

MOVIMENTOS MONETÁRIOS

A nosso ver, utilizar o termo *debasement* para caracterizar os movimentos e o contexto recente não é adequado. Pelo motivo que exagera a percepção que haveria o risco de um descontrole monetário não observado nos mercados de renda fixa dos EUA e pelo fato que traz o foco para longe do lugar adequado. A questão não é se os EUA desejam depreciar deliberadamente o dólar, mas o que está acontecendo parece ser muito mais uma mudança de percepção dos outros países sobre as relações com os EUA. Em um contexto internacional no qual há maior fragmentação, os investidores, especialmente os oficiais, desejam concentrar menos seus investimentos em apenas uma região, por mais relevante que possa continuar a ser.

A continuidade de sinais de resiliência da atividade nos EUA e a consolidação de que a política monetária será conduzida de maneira normal deveriam nos levar a enxergar com cautela e não extrapolarmos a tendência de perda de força do dólar adiante. O euro, por exemplo, apresenta diversas fragilidades em relação ao crescimento das economias europeias e um contínuo menor crescimento da produtividade. Assim, é difícil identificar um grande ciclo de apreciação dessa moeda. Claramente, a principal moeda muito depreciada em relação ao dólar está em outro país, na China. A economia chinesa segue ganhando participação nos mercados globais de exportação e apresenta um superávit em conta corrente bastante elevado. Contudo, é um regime de câmbio controlado e tema para outra discussão.

CENÁRIO BRASIL Início do ciclo de recalibragem da política monetária

Nos últimos meses, argumentamos que a queda das expectativas de inflação e da inflação corrente permitiriam ao Banco Central iniciar um processo de recalibragem da taxa de juros. De fato, em sua última reunião, o Copom foi explícito ao mencionar esse caminho: “o Comitê antevê, em se confirmando o cenário esperado, iniciar a flexibilização da política monetária em sua próxima reunião”. Assim, a fase de juros constantes em patamar bastante restritivo por um período prolongado dará lugar à discussão em relação ao ritmo e, especialmente, ao ciclo total de ajuste da taxa Selic.

POLÍTICA MONETÁRIA

Sobre o ritmo, tendo em vista o nível da taxa de juros – 15,00% é o patamar mais elevado desde 2006 – seria natural esperar passos de pelo menos 50 pontos base ao longo do ciclo de flexibilização. Contudo, a comunicação do Copom afasta cortes de 75 pb ao afirmar que o ajuste da taxa Selic será realizado com “serenidade”. A expressão fala por si só, mas também remete a outro ciclo recente de queda da taxa de juros. Na forma de comunicação dos bancos centrais, é frequente esse diálogo com expressões utilizadas no passado. No ciclo de 2023, o termo “serenidade” também esteve presente para indicar quedas de 50 pb, procurando afastar o deslocamento das expectativas que estava ocorrendo para cortes de 75 pb ou mesmo 100 pb. O contexto da economia explica essa abordagem cautelosa por parte do Copom, uma vez que a atividade segue relativamente aquecida, há novos estímulos ingressando na economia e as expectativas de inflação e a inflação corrente seguem acima da meta de 3,0%. A nosso ver, tanto o fato de o Copom ter indicado explicitamente o início do ciclo de ajuste para março como o elevado patamar da taxa de juros e o provável tamanho do ciclo são condizentes com nossa expectativa de redução da Selic em 50 pb na próxima reunião.

Adicionalmente, o próprio modelo de projeção de inflação do Banco Central é compatível com uma trajetória da taxa de juros que se inicia com 50 pb para atingir a meta de inflação no horizonte relevante.

CALIBRAGEM O tamanho do ciclo total de redução é mais importante, evidentemente.

DO JUROS Para inferirmos qual deve ser o “plano de voo” do Copom, neste momento, podemos utilizar dois pontos mais relevantes: a comunicação e o modelo de simulação. O comunicado do Comitê ressalta que a estratégia de manter uma política monetária apertada não mudou, mas que a queda da inflação e os sinais de transmissão da política monetária (expectativas, câmbio e moderação da atividade) permitem “uma calibração do nível de juros”. Ou seja, estamos falando de um ciclo total moderado. Quanto calibrar? A resposta normal seria “pelo menos o necessário para devolver a taxa de juros real de volta ao patamar quando o ciclo de alta foi interrompido”. No primeiro trimestre do ano passado, as expectativas de inflação se situaram ao redor de 5,50%. Agora estão em 4,00%, o que significa uma queda de 150 pb das expectativas. Aplicando uma regra de Taylor padrão (que estabelece que a taxa de juros deveria subir e cair mais do que as expectativas de inflação) a correspondência para a Selic seria uma possível queda entre 200 e 250 pb apenas por esse motivo.

TRAJETÓRIA PARA META O modelo de simulação utilizado pelo Banco Central também permite um outro caminho para avaliar o tamanho total do ciclo, pelo menos como uma referência sobre qual é o “plano de voo”. O modelo de simulação utiliza a trajetória da pesquisa Focus para a taxa Selic em seu cenário de referência. Na última reunião do Copom, isto correspondia a uma taxa Selic que seria reduzida para entre 12,00% e 12,25% ao final de 2026 e para 10,50% em 2027. A taxa de câmbio utilizada foi de R\$/US\$ 5,35, ligeiramente abaixo do nível atual de R\$/US\$ 5,25. Com base nessas e em outras hipóteses, a simulação indicava uma inflação de 3,2% para o 3º trimestre de 2027 (acumulada em 12 meses, sendo esse o horizonte relevante atual para as decisões de política monetária). A rigor, portanto, seria necessária uma trajetória ligeiramente superior da trajetória de juros para alcançar a meta de 3,0%, ao menos com base no modelo de simulação. Uma possibilidade, que não é a única, seria reduzir a taxa Selic para perto do patamar de 12,00% este ano, mas não seguir a trajetória do Focus ao longo do primeiro trimestre de 2027 que prevê cortes adicionais. Dessa forma, podemos dizer que o modelo atual é compatível com uma queda da taxa Selic parecida com a do Focus, para entre 12,00% e 12,25%, mas com certo viés de alta. Também não permite antever reduções adicionais para além de 12,00% de forma sequencial.

PLANO DE VOO Combinando essas evidências, podemos dizer que o “plano de voo” do Copom apontaria para um corte de juros entre 200 e 300 pontos. Naturalmente existem riscos em torno desse cenário e não há qualquer compromisso do Banco Central com uma trajetória pré-determinada. Do lado favorável, a taxa de câmbio poderia apresentar maior apreciação. Somos relativamente céticos com essa possibilidade, mas dependerá da trajetória global do dólar, como discutido na seção Global. Do lado desfavorável, a atividade econômica segue com sinais ambíguos, com renda em expansão firme, taxa de desemprego baixa e novos estímulos que ainda surtirão efeito, além do crédito reacelerando; de outro lado, a geração de vagas formais apresentou desaceleração relevante e a produção industrial está estagnada há diversos trimestres. É um contexto que reforça a posição de cautela do Banco Central. A nosso ver, segue válido o cenário base com o qual temos trabalhado: uma redução da taxa Selic com passos graduais de 50 pb, com taxa terminal de 12,00% em 2026 e um balanço de riscos no sentido de alta. A trajetória ao longo de 2027, a seu turno, dependerá muito mais da evolução da política fiscal e parafiscal adiante.

**PROJEÇÕES MACRO
ECONÔMICAS
BRADESCO ASSET**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PIB (% ao ano)	3.0%	3.2%	3.1%	2.2%	1.8%	1.5%
IPCA (% a.a.)	5.8%	4.6%	4.8%	4.3%	4.0%	3.8%
IGP-M (% a.a.)	5.4%	-3.2%	6.6%	-1.0%	4.0%	4.0%
Taxa Selic (final do ano)	13.75%	11.75%	12.25%	15.00%	12.00%	11.00%
R\$/US\$ média do ano	5.16	4.99	5.39	5.59	5.33	5.65
R\$/US\$ final do ano	5.28	4.86	6.09	5.45	5.45	5.70
Saldo de Conta Corrente (US\$ bi)	-42.3	-27.1	-66.2	-68.8	-70.7	-75.2
Saldo de Conta Corrente (% PIB)	-2.2%	-1.3%	-3.0%	-3.1%	-2.9%	-3.0%
Resultado Primário Consolidado (% PIB)	1.2%	-2.3%	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.4%
Dívida Líquida (% PIB)	61.4%	60.8%	61.1%	65.3%	88.0%	74.1%
Dívida Bruta (% PIB)	71.7%	74.3%	76.1%	78.7%	84.0%	87.1%
Fed Funds (final do ano)	4.50%	5.50%	4.50%	3.75%	3.25%	3.25%
PIB Global	3.5%	3.3%	3.2%	2.9%	2.8%	3.0%

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 que o mercado de trabalho deixou de piorar, o que combinado com a sinalização de cautela pelo Fed, deverá implicar uma pausa maior no processo de redução de juros. Estimamos corte de juros nas reuniões de junho e setembro. Com isso, o juro terminal deverá encerrar o ano em 3,25%.

Após expansão de 1,5% em 2025, as perspectivas para economia da Área do Euro seguem positivas para este ano, com alta projetada de 1,2%, 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 ajustar a meta de crescimento para algo entre 4,5% e 5,0% em 2026, sem recorrer a estímulos agressivos. O dinamismo seguirá dependente das exportações, embora se espere alguma melhora dos investimentos, especialmente em infraestrutura. Os desafios permanecem elevados, com ajuste do setor imobiliário, restrições fiscais dos governos locais, fragilidade do consumo das famílias e ambiente deflacionário. 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, o PIB deve ter crescido 2,2% em 2025, segundo nossas estimativas. Os dados do segundo semestre do ano passado têm mostrado uma desaceleração da atividade gradual, não-linear e heterogênea entre setores da economia. Ademais, vale notar que a avaliação da situação corrente tem sido influenciada por mudanças de padrão sazonal das séries. O crédito, que antecipa o ciclo por ser o principal canal de transmissão da política monetária, tem surpreendido por apresentar concessões acima do esperado neste momento do ciclo de aperto monetário. Esse comportamento 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, 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 por outros estímulos fiscais e para-fiscais, é compatível com uma alta projetada de 1,8% do PIB.

Esperamos continuidade ao processo de desaceleração gradual da inflação ao longo de 2026. Após encerrar 2025 com alta de 4,3%, o IPCA deve iniciar o ano em trajetória de acomodação. Os preços de alimentos devem seguir como principal vetor benigno no primeiro semestre, enquanto os bens industriais tendem a permanecer comportados, com variação próxima ao centro da meta. Já os serviços devem continuar como o principal ponto de atenção, sustentados pelo mercado de trabalho apertado e ganhos salariais reais, embora os núcleos devam seguir trajetória suave de arrefecimento, sinalizando uma menor inflação subjacente. A política monetária, mesmo em processo de flexibilização, deve seguir suficientemente contracionista para conter a inércia inflacionária, enquanto o ambiente fiscal deve permanecer como risco a ser monitorado, podendo afetar as expectativas e a taxa de câmbio. No balanço, o quadro segue consistente com nossa projeção de alta do IPCA de 4,0% em 2026.

Em relação às contas externas, mantemos nossa expectativa de redução gradual do déficit em transações correntes, em linha com a desaceleração da atividade doméstica em 2026. Incorporando a revisão periódica dos números da balança de pagamentos, alteramos nossa projeção de déficit em transações correntes para 2,9% do PIB em 2026, que deve se reduzir de forma gradual ao longo dos próximos trimestres. Vale ressaltar que os déficits de serviços e rendas continuam mostrando maior resiliência, devido às alterações no padrão de consumo, fazendo com que o déficit se estabilize em patamar mais elevado mesmo diante do cenário de menor crescimento do PIB. Do lado da fonte de financiamento, os investimentos diretos no país têm melhorado, atenuando as preocupações com o financiamento do déficit. Em relação à taxa de câmbio, a nova rodada de enfraquecimento do dólar levou a cotação do real para abaixo de R\$/US\$ 5,30. Acreditamos, contudo, que esse cenário não deve perdurar para o restante do ano, por conta da maior incerteza diante do calendário eleitoral brasileiro e do fortalecimento da moeda norte-americana ao longo do ano. Dessa forma esperamos que o real encerre 2026 em R\$/US\$ 5,45.

Com crescimento mais forte, o governo deverá entregar o resultado primário dentro do intervalo da meta em 2026. Diante da expectativa de uma desaceleração contida da atividade favorecendo as receitas, mantivemos a nossa estimativa de déficit primário do governo em R\$ 69 bilhões. Para fins de meta, o governo deve encerrar este ano com saldo negativo de R\$ 7 bilhões, demandando um ajuste nas despesas e/ou aumento das receitas para alcançar ao menos o limite inferior da meta, que é de neutralidade. Em termos de dívida, projetamos que a relação dívida/PIB seguirá em trajetória de alta, atingindo 84% do PIB, ante 78,7% do PIB em 2025.

PERSPECTIVA **MACRO**

Fevereiro 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 02/02/2026 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.

