# PERSPECTIVA **MACRO**

Novembro de 2026

bradesco asset management

## CENÁRIO GLOBAL

China: opção por reformas estruturais, mesmo que essas não ofereçam suporte imediato à economia

### DEMANDA DOMÉSTICA FRACA E EXPORTAÇÕES FORTES

Depois de uma sequência de reuniões na China, a impressão predominante é de uma economia na qual as dificuldades do antigo modelo de crescimento convivem com transformações estruturais. A demanda doméstica permanece fraca, o setor imobiliário continua pesando sobre as famílias, os governos locais enfrentam restrições financeiras importantes e setores tradicionais carregam excesso de capacidade. Nesse ambiente, exportações e tecnologia funcionam como importantes vetores de dinamismo no curto prazo. A surpresa positiva com as exportações reflete tanto a elevação dos preços e os novos acordos comerciais quanto, fundamentalmente, a necessidade de as empresas buscarem demanda fora da China. Paralelamente, o investimento em tecnologia segue como prioridade, principalmente no contexto geopolítico atual. O resultado é que o crescimento pode permanecer abaixo do potencial no curto prazo justamente porque o governo chinês parece disposto a utilizar esse período para aprofundar ajustes de médio e longo prazo.

### DESAFIOS VINDOS DO CONSUMO

A fraqueza da demanda doméstica possui várias dimensões. O consumo continua limitado pelo ajuste patrimonial das famílias após a crise imobiliária. Existem sinais de estabilização do setor em algumas cidades grandes, com maior atividade no mercado secundário, alguma recuperação de preços e redução de estoques, mas ainda sem retomada significativa de lançamentos. Ao mesmo tempo, o investimento também perdeu força: a expansão de capacidade produtiva encontra limites crescentes, enquanto o investimento em infraestrutura é restringido pela situação financeira dos governos locais. Muitos deles estão concentrados no serviço da dívida, utilizando receitas para esse fim. Nesse contexto, a discussão sobre consumo mudou: há consenso sobre a necessidade de fortalecê-lo, mas menos sobre estímulos diretos e mais sobre emprego, renda e ampliação gradual da rede de proteção social, especialmente diante do envelhecimento populacional.

### CRESCIMENTO MODERADO EM 2027

Essa lógica ajuda a entender por que 2027 pode ser mais um ano de crescimento moderado do que de grande estímulo, com uma meta de expansão do PIB possivelmente ao redor de 4,5%. A percepção dominante é de que o governo está mais tolerante a uma desaceleração enquanto implementa reformas, incluindo mudanças tributárias e um eventual novo programa de reestruturação das dívidas locais. Há ainda um componente político importante, que culminará com a realização do 21º Congresso Nacional do Partido Comunista Chinês no segundo semestre do ano que vem, quando teremos a renovação das principais lideranças do país. Assim, o primeiro semestre de 2027 ainda pode carregar a dinâmica fraca atual, com alguma melhora aparecendo apenas no segundo semestre, à medida que se completa parte dessa transição política.

### IMPACTOS PARA RESTANTE DO MUNDO

Para o restante do mundo, a principal consequência é que o mercado externo provavelmente continuará sendo uma válvula de escape para a insuficiência da demanda chinesa, mantendo a competição elevada nos mercados globais. A tendência de apreciação do renminbi, esperada para algo próximo a 5% ao ano, combinada com o fim dos rebates dos impostos de exportação, pode começar a reduzir parte do impulso deflacionário exportado pela China. Por outro lado, a persistência de exportações fortes em um ambiente de demanda doméstica fraca pode estimular novas medidas de proteção comercial nos países de destino. O ritmo mais baixo da economia tradicional, a fraqueza imobiliária e o menor investimento em infraestrutura apontam para um ambiente estruturalmente menos favorável aos preços de commodities.

### RISCOS DE DESACELERAÇÃO

O principal risco dessa leitura é justamente o equilíbrio delicado entre transformação estrutural e crescimento. A China parece disposta a trocar crescimento no presente por uma economia considerada mais sustentável no futuro, mas essa transição não é isenta de riscos. As exportações persistentemente fortes podem ampliar tensões comerciais. Há ainda mais uma questão em aberto: até que ponto tecnologia e empresas chinesas mais competitivas internacionalmente conseguem compensar, em termos de crescimento agregado, a perda de dinamismo do setor imobiliário, infraestrutura e das antigas indústrias, em um ambiente com restrições fiscais. Nossa leitura é, portanto, menos a de uma China entrando em um novo ciclo de estímulos e mais disposta a crescer menos.

## CENÁRIO BRASIL

Medidas fiscais no centro das atenções

### DESACELERAÇÃO DA ATIVIDADE E ELEVAÇÃO DA INFLAÇÃO

Nos últimos meses, temos destacado nossa avaliação de que os próximos trimestres serão marcados pela continuidade da desaceleração da atividade, ao mesmo tempo em que deveremos observar elevação da inflação. Olhando mais adiante, a questão mais importante parece ser em que medida haverá um reequilíbrio das políticas fiscal e monetária, de forma a resultar em uma trajetória mais sustentável para o crescimento econômico e para as contas públicas.

### PRESSÃO DO EL NIÑO NA INFLAÇÃO

Normalmente, a desaceleração da atividade econômica levaria à gradual queda da inflação. Contudo, a inflação dos próximos meses será dominada pelo impacto de diferentes choques. O fenômeno climático do El Niño já tem se manifestado desde meados do ano e trazido pressões sobre alguns preços agrícolas. No Sul do país as chuvas têm correspondido a mais do dobro da média histórica, desde julho. No Sudeste, a elevação das chuvas foi registrada a partir de setembro, acumulando uma vez e meia o volume histórico.

**REDUÇÃO DOS SUBSÍDIOS SOBRE O DIESEL**

**Mais importante será a necessidade de redução dos subsídios sobre o diesel, assim como reoneração da gasolina e etanol (para esse último, também estão em vigor subsídios à produção).** Ainda que a recente queda do preço do petróleo no mercado internacional traga algum alívio, parece improvável que haja uma reversão completa da restrição de oferta global, especialmente no caso do diesel. No início do ano, a entrada em vigor da Reforma Tributária, com a nova CBS (que substituirá os tributos de PIS/Cofins) e do Imposto Seletivo, também representará alguma elevação da carga tributária no agregado. Há diferenças setoriais importantes, mas as simulações apontam para alguma pressão sobre os preços ao consumidor em média (as estimativas são bastante incertas).

**REDUÇÃO DA JORNADA DE TRABALHO**

**A redução da jornada de trabalho, com início no final do ano e segunda etapa no próximo ano, é uma medida que já foi adotada em outros países (em geral, com transições mais longas).** A experiência internacional sugere que também existe alguma pressão de custos transitória. A depreciação da taxa de câmbio, caso sustentada, também representará uma fonte de pressão sobre os índices de preços. Partindo de um nível atual próximo de 4,5%, em 12 meses, o IPCA deverá sofrer elevação para ao redor de 6% no início do ano. Para o médio prazo, o mais relevante será que a política monetária possa manter as expectativas de inflação ancoradas, de forma a não perpetuar essas pressões de curto prazo para horizontes mais longos.

**DESACELERAÇÃO DA ATIVIDADE**

**Do lado da atividade, os indicadores correntes sugerem a continuidade da desaceleração observada desde meados do ano.** Os dados mais recentes, como da produção industrial, reforçam essa leitura. A nosso ver, essa desaceleração decorre da combinação de uma posição ainda restritiva da política monetária, moderação do ciclo de crédito, ainda que o vetor da política fiscal siga no sentido de expansão. Setorialmente, vale notar o bom desempenho da produção do setor de petróleo e gás, que também tem contribuído para saldos comerciais expressivos ao longo do ano (além do efeito dos preços internacionais). Em setembro, a produção do setor avançou 20% em relação ao ano anterior.

**CRESCIMENTO DO PIB MODERADO**

**Nos próximos trimestres, avaliamos que o crescimento do PIB seguirá moderado**. É possível, como tem ocorrido nos últimos anos, que o 1º trimestre seja distorcido pela produção agrícola e questões de ajuste sazonal. Contudo, o crescimento subjacente do investimento e do consumo deve seguir modesto. Do lado do investimento, temos observado certa estagnação nos últimos dois anos.

Em relação ao consumo das famílias, avaliamos que o processo de desalavancagem das famílias será bastante gradual, o que tende e manter baixa o crescimento do consumo mesmo em uma situação favorável do ponto de vista do mercado de trabalho (a taxa de desemprego segue nos mínimos históricos).

**MANUTENÇÃO DA TAXA DE JUROS EM 13,75%**

**A decisão de manutenção da taxa de juros em 13,75% na última reunião do Copom marca a transição para um período de observação.** O Banco Central destacou que a taxa de juros segue em patamar "substancialmente contracionista", o que é uma sinalização clara no sentido que seu plano de voo não contempla um novo ciclo de alta. De outro lado, será necessário um período de observação sobre os efeitos dos diversos choques que terão impacto sobre a inflação nos próximos meses.

**NOVO CICLO DE QUEDA DEPENDE DA POLÍTICA FISCAL**

**A possibilidade de um novo ciclo de queda da taxa Selic dependerá em boa medida do reequilíbrio de forças com a política fiscal**. Para o resultado fiscal de 2027, dois conjuntos de medidas serão mais relevantes: (1) a reversão dos subsídios e desonerações dos combustíveis (atualmente, o valor mensal de despesa e perda de arrecadação atinge ao redor de R$ 15 bilhões); (2) medidas para reduzir o ritmo de expansão da despesa obrigatória (aqui existem diversas possibilidades). Mesmo com essas medidas, projetamos um déficit primário para o setor público ao redor de 0,5% do PIB para o próximo ano. A política parafiscal (subsídios em programas de crédito que não têm impacto na despesa primária) também será fator determinante, de forma a permitir uma flexibilização mais horizontal das condições financeiras por meio da política monetária.

**RETOMADA DO CICLO DE REDUÇÃO DE JUROS**

**Com um reequilíbrio da política macroeconômica, consideramos que o Banco Central poderá, em meados de 2027, deslocar seu foco para o horizonte mais dilatado de projeções de inflação.** Confirmado o cenário de desaquecimento da atividade econômica, avaliamos que o Copom poderá retomar o ciclo de redução da taxa de juros.

## PROJEÇÕES MACRO ECONÔMICAS BRADESCO ASSET

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| PIB (% ao ano) | 3,2% | 3,4% | 2,3% | **1,8%** | **0,6%** |
| IPCA (% a.a.) | 4,6% | 4,8% | 4,3% | **5,3%** | **5,2%** |
| IGP-M (% a.a.) | -3,2% | 6,6% | -1,0% | **6,4%** | **4,9%** |
| Taxa Selic (final do ano) | 11,75% | 12,25% | 15,00% | **13,75%** | **12,50%** |
| R$/US$ média do ano | 4,99 | 5,39 | 5,59 | **5,20** | **5,45** |
| R$/US$ final do ano | 4,85 | 6,19 | 5,50 | **5,40** | **5,50** |
| Saldo de Conta Corrente (US$ bi) | -27,0 | -65,3 | -67,4 | **-61,7** | **-62,0** |
| Saldo de Conta Corrente (% PIB) | -1,2% | -3,0% | -3,0% | **-2,4%** | **-2,2%** |
| Resultado Primário Consolidado (% PIB) | -2,3% | -0,4% | -0,6% | **-0,4%** | **-0,3%** |
| Dívida Líquida (% PIB) | 60,4% | 61,3% | 65,3% | **70,5%** | **75,1%** |
| Dívida Bruta (% PIB) | 73,8% | 76,3% | 78,7% | **83,2%** | **87,0%** |
| Fed Funds (limite inferior, final do ano) | 5,25% | 4,25% | 3,50% | **4,00%** | **4,50%** |
| PIB Global | 3,3% | 3,2% | 3,3% | **2,8%** | **2,9%** |

Fontes: IBGE, BCB, MDIC, FMI e Bradesco Asset

## COMENTÁRIOS SOBRE AS PROJEÇÕES

**Nos EUA, crescimento resiliente e ambiente de inflação pressionada demandam política monetária mais apertada**. Em nossa avaliação de cenário, a robustez do consumo das famílias, a continuidade dos investimentos em IA e a baixa expectativa de redução de despesas do governo configuram um cenário de moderado aperto no mercado de trabalho. Com esse pano de fundo, seguimos com dificuldade em projetar no médio prazo a inflação subjacente na meta. A função de reação do atual Fed, que se mostra mais dependente dos dados, torna a definição dessa trajetória de alta mais errática. Nesse sentido, após manter os juros na reunião de outubro, o Fed deve retomar as altas em dezembro e dar continuidade no início do próximo ano, elevando os juros para o intervalo entre 4,50%-4,75%.

**O Banco Central Europeu deve subir os juros em dezembro, mas a extensão do ciclo para 2027 segue em aberto.** A aceleração da inflação, que já alcançou alta de 4,0% no mês passado, tem sido explicada principalmente pelos preços mais elevados de energia. Ainda assim, o núcleo da inflação segue relativamente comportado, com elevação de 2,6% no acumulado de 12 meses até outubro. Os dados de atividade – após recuperação nos últimos meses – têm indicado alguma acomodação e os riscos fiscais limitando retomada mais forte da economia, que deve crescer ao redor de 1% no ano que vem.

**O PIB da China deve crescer 4,5% neste ano, refletindo uma economia que segue crescendo de forma moderada e dependente das exportações**. Os sinais de fraqueza da demanda doméstica persistem, ao mesmo tempo em que as exportações continuam resilientes. O governo tem demonstrado maior compromisso com a redução dos riscos financeiros dos governos locais, aceitando um crescimento mais baixo. Mantemos a projeção de crescimento de 4,3% para 2027, em um ambiente de estabilização das relações entre China e Estados Unidos, mas com preocupações comerciais migrando gradualmente para a relação entre China e Europa.

**No Brasil, mantivemos nossa projeção para crescimento do PIB para 1,8% neste ano, mas reduzimos a expectativa para 2027.** O cenário de desaceleração da atividade, com moderação do desempenho de setores cíclicos e recuo do consumo das famílias, tem sido intensificado nas leituras recentes de forma rápida. Além do menor efeito dos estímulos de crédito neste ano, notadamente nos setores de veículos e imobiliário, a contração da política monetária tem sido sentida de forma mais contundente em serviços. A desaceleração é atenuada pelo mercado de trabalho ainda aquecido, com sinais apenas incipientes de moderação da geração de emprego formal. Para o próximo ano, o esgotamento dos estímulos, o menor espaço fiscal e a desaceleração do crédito em um contexto de alto endividamento das famílias, em um cenário com menor espaço para redução de juros, deverão, deverão levar a uma desaceleração do PIB para 0,6%

**O quadro inflacionário mostra sinais crescentes de pressão, reforçando nossa avaliação de que a inflação voltará a acelerar nos próximos meses.** Diante desse cenário, elevamos nossa projeção para o IPCA de 2026 a 5,3% e, principalmente, para 2027, de 4,5% para 5,2%. A revisão incorpora, em boa medida, os efeitos de um câmbio mais depreciado, da persistência de preços elevados do petróleo e dos impactos associados a mudanças domésticas, como a redução da jornada formal de trabalho. À frente, a combinação de sazonalidade menos favorável, depreciação cambial e dos efeitos já observados do El Niño deve manter a inflação pressionada no curto prazo. Esperamos pressões adicionais vindas dos alimentos, dos combustíveis, diante da perspectiva de recomposição dos preços domésticos, e dos serviços, levando a inflação cheia e os núcleos a seguirem em aceleração e mantendo o IPCA acima do teto da meta ao longo dos próximos meses. Embora parte relevante desses riscos já tenha sido incorporada às projeções, o balanço de riscos segue assimétrico para cima.

**No setor externo, revisamos nossas projeções da taxa de câmbio para incorporar uma maior probabilidade de ajuste fiscal limitado em 2027.** Ao mesmo tempo, no cenário externo, o fortalecimento global do dólar, associado à retomada do ciclo de alta de juros pelo Fed, adiciona pressão sobre a moeda brasileira. Diante dessa combinação de fatores domésticos e externos, revisamos nossa projeção para o câmbio no fim de 2026 de R$/US$ 5,05 para R$/US$ 5,40 e, para o fim de 2027, de R$/US$ 5,10 para R$/US$ 5,50.

**Com crescimento mais forte, o governo deverá entregar o resultado primário dentro do intervalo da meta em 2026.** Ainda dentro da expectativa de uma desaceleração contida da atividade, mas com aumento de despesas com subsídio de combustíveis, mantivemos a nossa estimativa de déficit primário do governo central em R$ 58 bilhões. Para fins de meta, o governo deve encerrar este ano com saldo positivo de R$ 9 bilhões, acima do limite inferior da meta, que é de neutralidade. Em termos de dívida, projetamos que a relação dívida/PIB seguirá em trajetória de alta, atingindo 83,2% do PIB. Para 2027, no entanto, o desafio de alcance da meta se mantém, com uma estimativa de resultado primário para fins de meta superavitário em R$ 22 bilhões, cerca de R$ 50 bilhões abaixo do centro da meta. Projetamos a relação dívida/PIB em 87,0%. Vale ressaltar que esses números não incluem a continuidade dos subsídios sobre os combustíveis.

MARCELO CIRNE DE TOLEDO — Economista-chefe
*marcelo.toledo@bradescoasset.com.br*

DANIEL CASULA — *daniel.casula@bradescoasset.com.br*

FABIANA D'ATRI — *fabiana.datri@bradescoasset.com.br*

GIANCARLO RUGGIERO — *giancarlo.ruggiero@bradescoasset.com.br*

HUGO RIBAS DA COSTA — *hugo.costa@bradescoasset.com.br*

NICOLE TONGU — *nicole.tongu@bradescoasset.com.br*

SARAH BRETONES — *sarah.paula@bradescoasset.com.br*

THOMAS PIRES — *thomas.pires@bradescoasset.com.br*

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

Material produzido em 09/11/2026 às 15h00

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.

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos