

O que esperar da economia em 2026?

 analise_economica@sicredi.com.br

 18 de dezembro de 2025



Sumário Executivo – O que esperar da economia em 2026?



O cenário internacional em 2026 tende a ser marcado por uma leve desaceleração do crescimento global e pela convergência gradual da inflação, em um ambiente de incerteza elevada após o aumento sem precedentes das tarifas de importação pelos Estados Unidos. Esse movimento elevou os índices de incerteza ao maior nível desde a pandemia e resultou em uma desinflação mais lenta no país, com impactos sobre o comércio e os fluxos globais.

No mercado de commodities, esse cenário significa cotações estáveis ou em leve queda, refletindo o crescimento global fraco e o excesso persistente de oferta, especialmente no mercado de petróleo.

No Brasil, a expectativa é de crescimento moderado do PIB, com o mercado de trabalho permanecendo aquecido e a inflação sob controle, ainda que termine o ano acima da meta de 3,0% a.a.. O ambiente fiscal segue desafiador, exigindo atenção à sustentabilidade das contas públicas, o que pode elevar a volatilidade na medida em que o pleito de 2026 se aproxima.

O agronegócio deve seguir como principal motor da economia brasileira, sustentado por safra recorde de soja e boa performance em milho e proteínas, ainda que algumas cadeias enfrentem margens pressionadas.

O ciclo de flexibilização da taxa Selic deve começar no primeiro trimestre de 2026, mas o patamar final dos juros ainda será relativamente elevado, com a Selic encerrando o ano em 12,50% a.a., acima do nível neutro estimado pelo Banco Central.

Por fim, projetamos que o câmbio deve anotar média anual de R\$ 5,30/US\$ em 2026, encerrando o ano em R\$ 5,60/US\$, refletindo o ambiente eleitoral e taxa de juros mais baixas, o que leva a uma desvalorização ao longo do ano.

Índice

01	Cenário internacional	04
02	Taxa de câmbio	22
03	Atividade econômica	33
04	Agronegócio	49
05	Inflação e juros	60
06	Crédito	74
07	Contas públicas	80



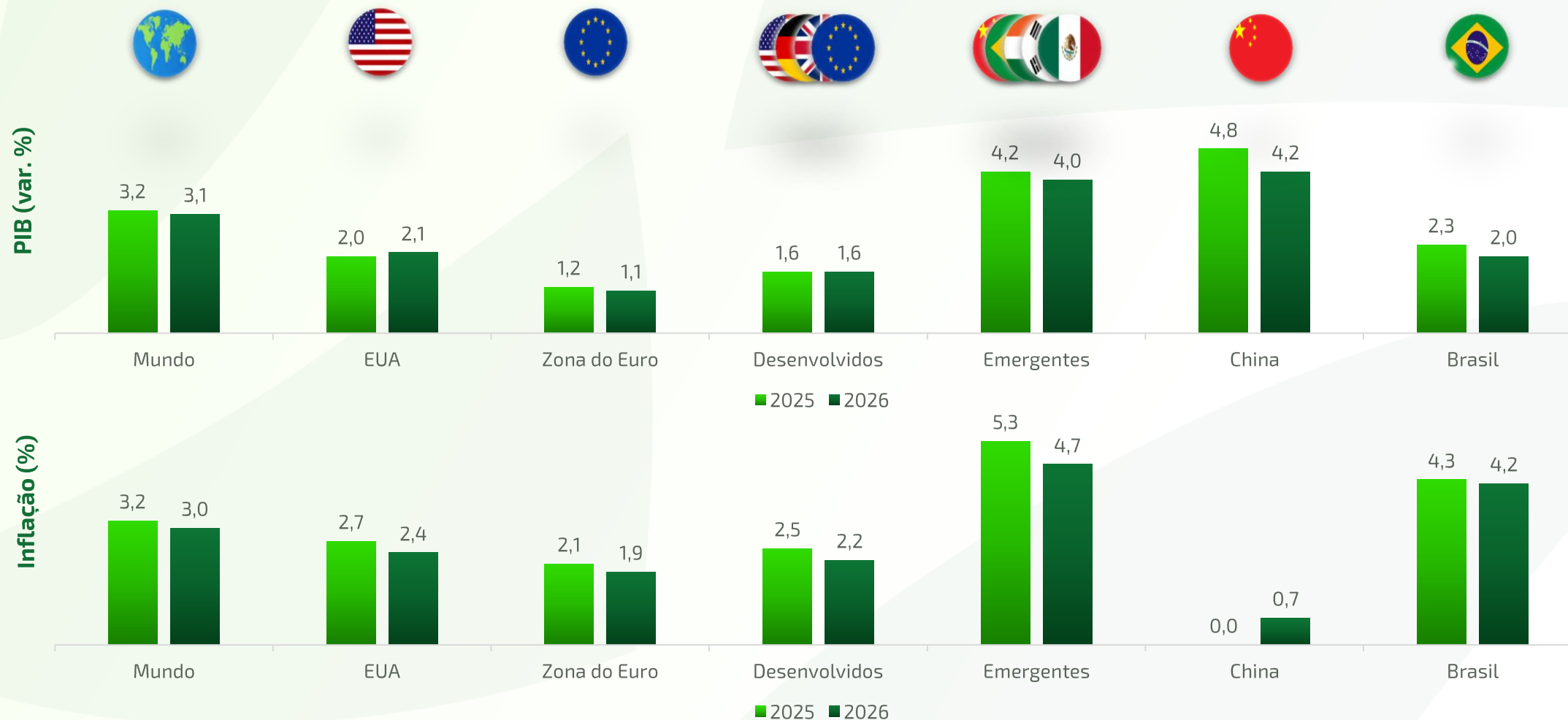
Índice: clique no número da página para ir até a seção.

Na página: clique no número da página para voltar ao Índice.



01. Cenário Internacional

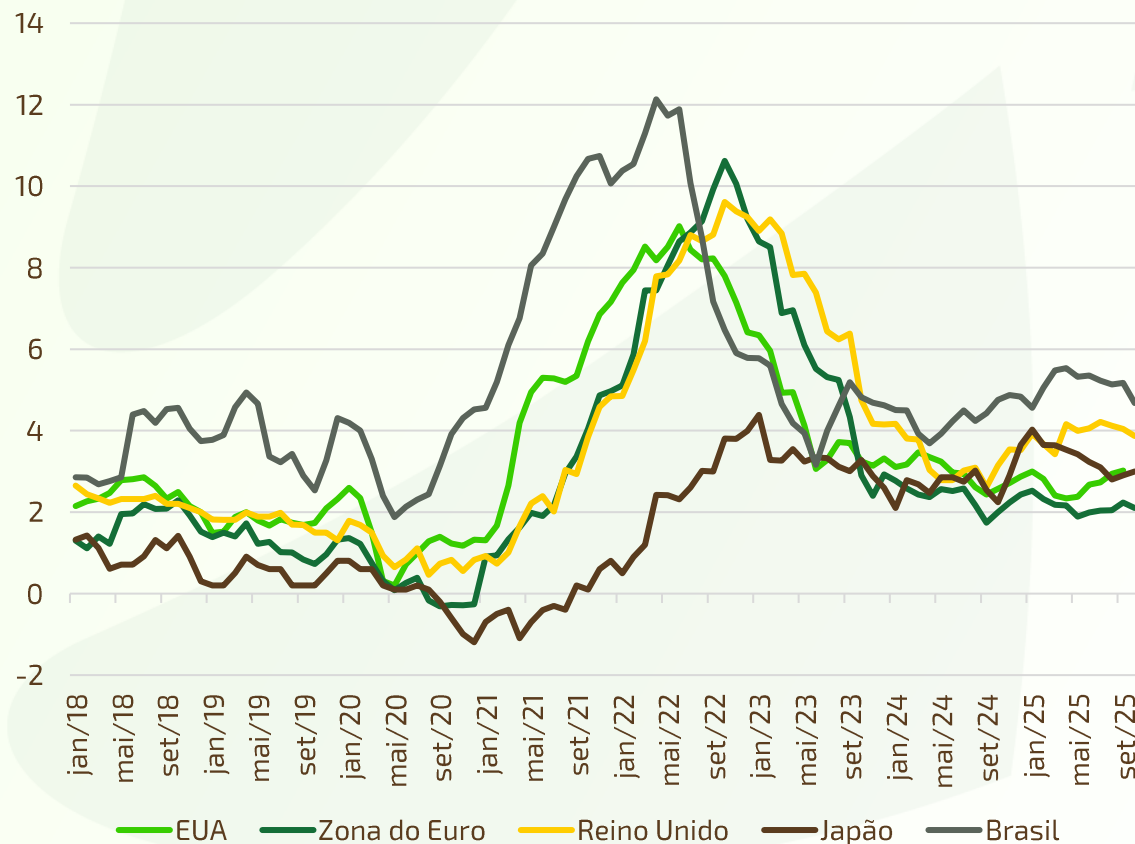
No cenário global, 2026 será um ano de desaceleração e desinflação



A maioria dos BCs ainda não concluiu o combate à inflação



Inflação ao consumidor | Países selecionados
(% a/a)



Em **2026**, as economias avançadas devem apresentar **desaceleração no crescimento econômico e convergência gradual da inflação** na direção das suas respectivas metas.

Segundo o FMI, o PIB das economias avançadas deve crescer 1,6% em 2025 e manter-se em 1,6% em 2026, número que segue **abaixo da média histórica**.

A **incerteza comercial** pesou sobre o dinamismo do investimento na economia global em 2025, e **continuará a reduzir o crescimento em 2026**, relativamente ao potencial. A **alteração nas políticas migratórias nos EUA** acentua o efeito negativo da demografia sobre o crescimento econômico, fenômeno já observado na Zona do Euro e no Japão.

No âmbito da **inflação**, o grupo das **economias avançadas** deve registrar alta de **2,5%** nos preços ao consumidor **em 2025**, com desaceleração modesta para **2,2%** em **2026**.

O **quadro é heterogêneo entre os países**, com uma desinflação mais lenta nos EUA, cuja inflação deve fechar o ano em 2,4%, enquanto a Zona do Euro deve anotar 1,9%, levemente abaixo da meta, e o Japão deve ter desinflação significativa, com sua inflação passando de 3,3% em 2025 para 2,1% em 2026.

O núcleo de inflação segue elevado nas economias avançadas

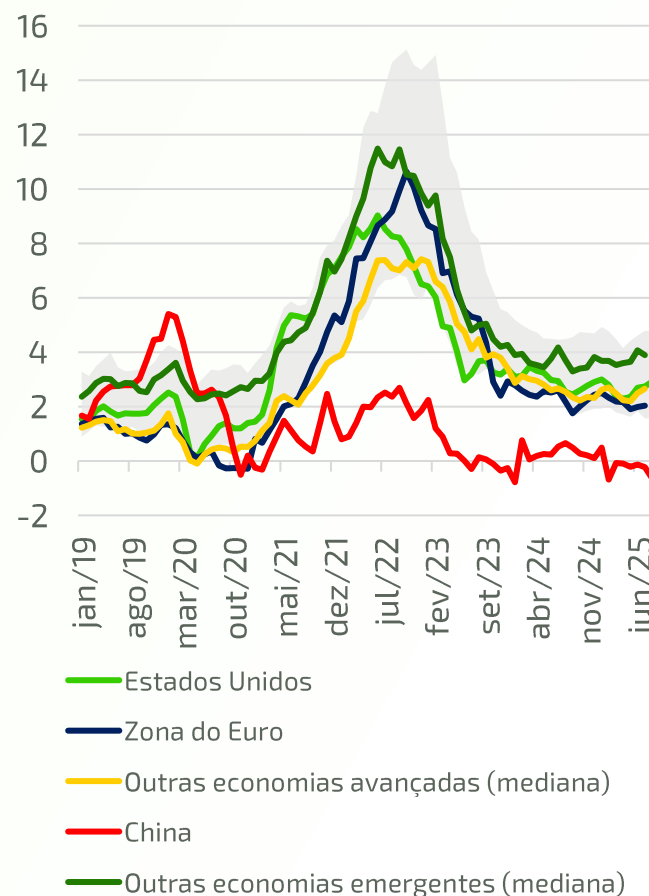
O **núcleo da inflação ao consumidor**, que exclui preços voláteis de alimentação e energia, **permaneceu elevado entre as economias avançadas**.

A **segunda metade do ano** tem mostrado **aceleração do núcleo da inflação** nos EUA e nas demais economias avançadas, o que impõe **preocupação aos bancos centrais** e tende a obstruir expectativas de maiores quedas de juros, projetadas anteriormente.

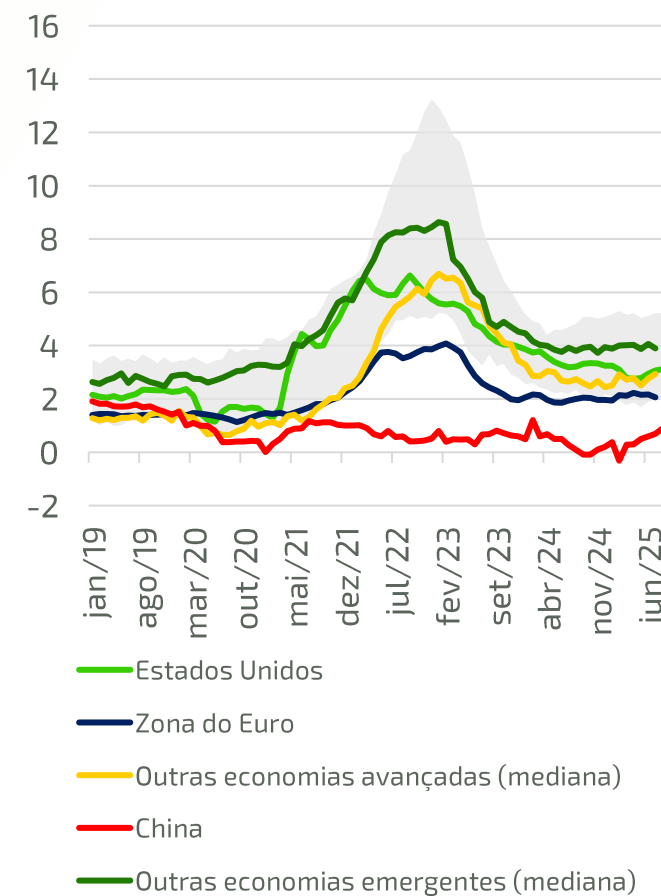
Entre as **economias emergentes**, tanto a inflação cheia quanto o núcleo de inflação **estagnaram em torno de 4% a.a.**; na China, apesar da deflação persistente no índice cheio, o núcleo de inflação tem retornado ao patamar positivo ao longo do ano.

A **desinflação mais bem sucedida tem ocorrido na Zona do Euro**, onde tanto a inflação cheia quanto o núcleo de inflação atingiram a meta do Banco Central Europeu (BCE), de 2% a.a.; apesar do processo ter contado com a ajuda da apreciação significativa e inesperada do euro, na esteira do tarifaço norte-americano, a atividade econômica mais frágil permitiu ao BCE empreender o ciclo de cortes.

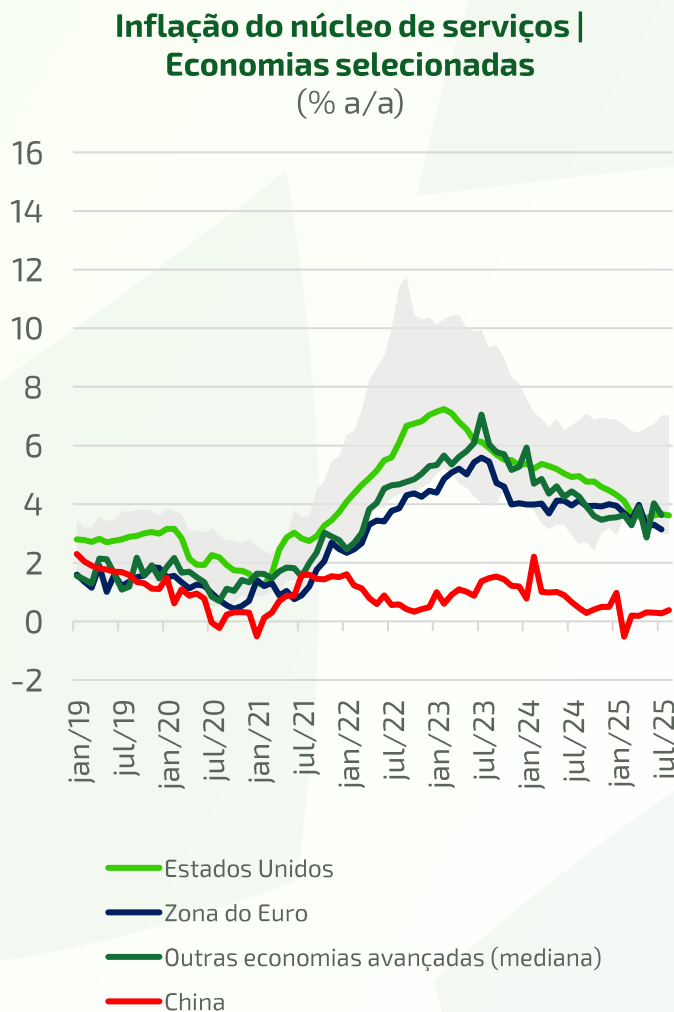
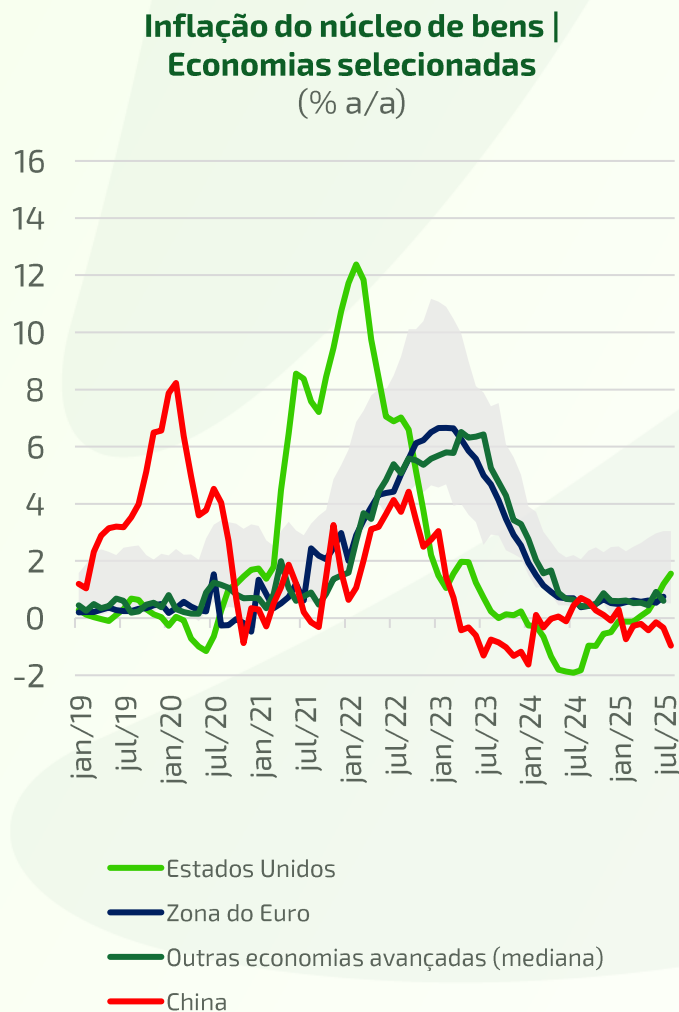
Inflação cheia | economias selecionadas
(% a/a)



Núcleo da inflação | economias selecionadas
(% a/a)



A inflação de serviços global segue elevada desde a pandemia



A **inflação de bens global** permaneceu entre **0% e 1% a.a. em 2025**, consolidando o movimento iniciado em 2024 e encerrando o ciclo de inflação de bens elevada observado ao longo do pós-pandemia.

Na **China**, um dos principais polos produtores e exportadores de bens do mundo, **os preços de bens seguiram em deflação em 2025**, conforme ganhos de produtividade, guerras de preços e o tarifaço norte-americano interagiram com pressão baixista sobre os custos e a demanda.

Por outro lado, **a inflação de bens nos EUA acelerou marcadamente em 2025**, passando de cerca de 0% para quase 2% a.a. rapidamente, em especial após a imposição de tarifas globais em abril.

A **inflação de serviços global** permanece elevada, rodando em **cerca de 4% a.a.** na maior parte das economias avançadas. O movimento reflete a inércia inflacionária no setor e a pressão de custos de trabalho no período pós-pandemia, com a maior parte dos países registrando taxas de desemprego historicamente baixas, tanto entre os avançados quanto entre os emergentes.

Juros globais: divergência deve se intensificar em 2026

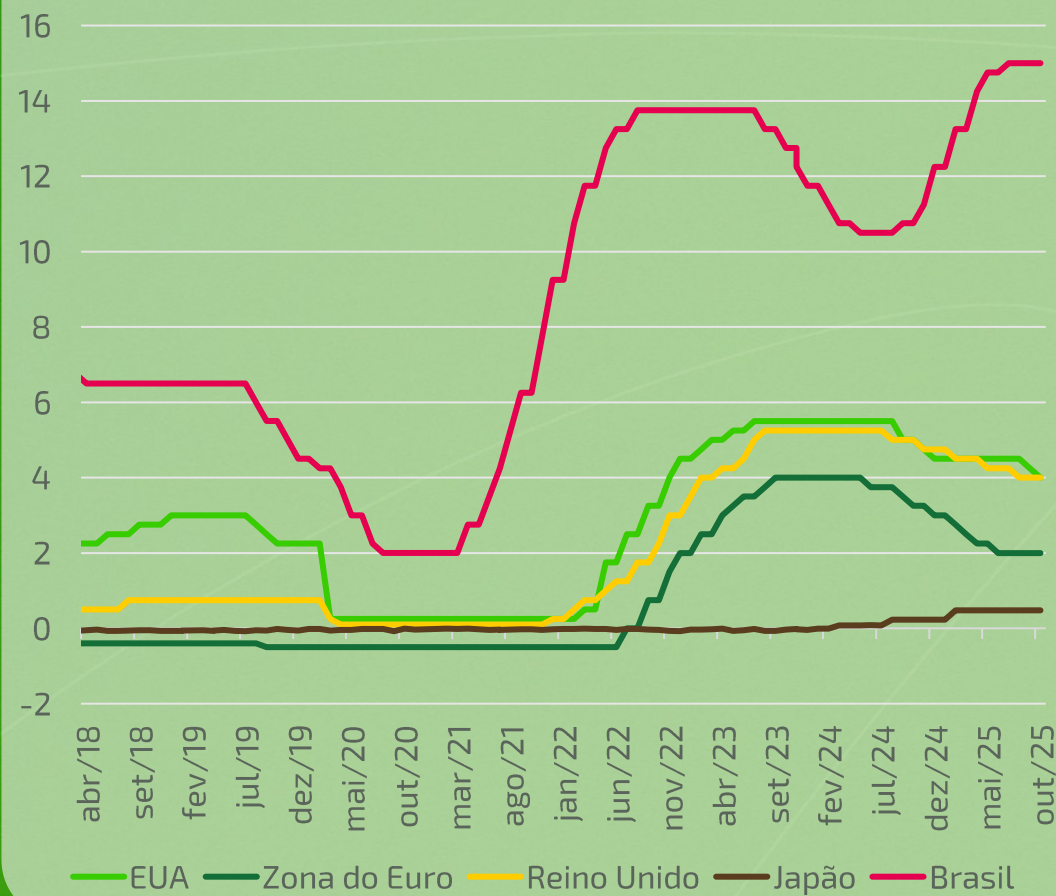
A política monetária das principais economias deve seguir caminhos distintos.

Nos **EUA**, os juros devem cair gradualmente, convergindo para cerca de **3% a.a.**, considerado o nível neutro nominal. Na **Zona do Euro**, o BCE deve manter a taxa em **2% a.a.**, já no patamar neutro desde 2025, salvo novos choques inflacionários. No **Japão**, a política segue divergente: o Banco do Japão deve continuar elevando juros lentamente, chegando a **0,8%** ao final de 2026.

Os riscos para economias avançadas são assimétricos e negativos, como a persistência da incerteza comercial, tarifas elevadas, em especial dos EUA, e possibilidade de correção abrupta no mercado acionário, ligada à corrida por investimentos em inteligência artificial. Pressões sobre a independência do Fed podem aumentar a aversão ao risco e estimular busca por ativos reais, como tem sido o caso dos metais preciosos.

Entre os riscos positivos, destacam-se uma possível distensão comercial com redução de tarifas, impulsionando crescimento global, e ganhos de produtividade com IA e digitalização, que podem ampliar a expansão econômica.

Taxa básica de juros | BCs selecionados
(% a.a.)



O **tarifaço** foi o evento definidor da economia global no ano

EUA: alíquota tarifária média efetiva, 1790-2025 (%)



EUA: alíquota tarifária média efetiva, 2025 (%)



EUA: índices de incerteza da política econômica



O principal evento econômico de 2025 foi a elevação sem precedentes, pelos EUA, das suas tarifas de importação. Segundo levantamento do Yale Budget Lab, a **alíquota tarifária média efetiva** se elevou de **2,4% em 2024** para **16,8%** em novembro de **2025**, tendo atingido o pico de 28% em abril de 2025.

As idas e vindas das alíquotas também elevou os **índices de incerteza ao maior nível desde a pandemia**, sem recuo novamente aos níveis médios de 2023 e 2024. **Até agora**, os dados econômicos apontam que **o impacto do tarifaço sobre os EUA** tem sido principalmente sobre as **margens dos produtores domésticos**, o que pode estar se refletindo na fraqueza do mercado de trabalho norte-americano.

Sobre os **demais países**, o impacto tem ocorrido principalmente sobre o **redirecionamento do fluxo de comércio**, com alta da reexportação, e sobre o nível de investimento, com **compressão de investimentos**, especialmente transfronteiriços, conforme as relações comerciais ficam sujeitas à incerteza elevada.

Os desequilíbrios globais indicam a motivação do tarifaço

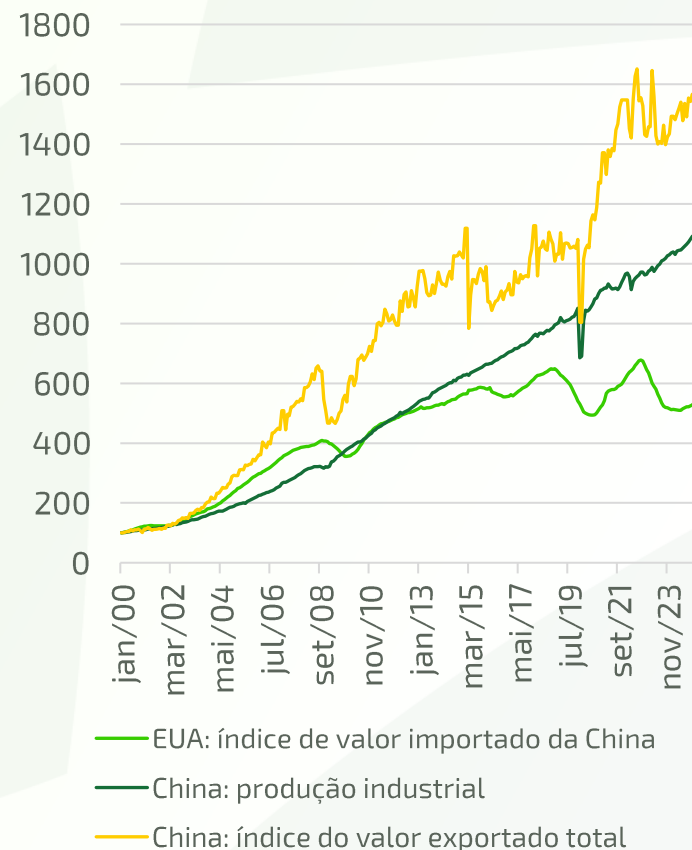
A mudança na política comercial norte-americana pode ser entendida como uma resposta ao chamado “**China Shock**”, nome dado ao crescimento expressivo da produção industrial e das exportações chinesas para o resto do mundo, conforme os gráficos ao lado.

No período entre 2000 e 2025, o valor total da **exportação chinesa** em dólares correntes **cresceu 16 vezes**, enquanto a **produção industrial chinesa cresceu 11 vezes**; por outro lado, **as importações de produtos chineses pelos EUA cresceu 4 vezes**, mostrando o efeito dos esforços de diversificação comercial.

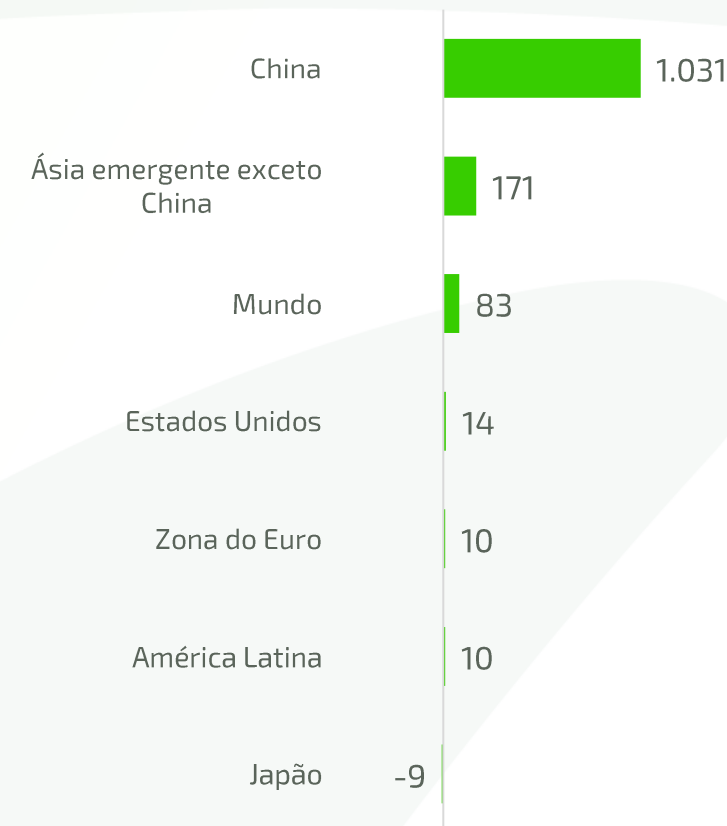
De fato, se as importações de produtos chineses pelos EUA cresceu rapidamente entre 2000 e 2008 e entre 2009 e 2014, houve uma desaceleração e estagnação rápida no período posterior, abrindo espaço para a queda recente.

O movimento reflete **esforços de realocação da produção e das cadeias globais de valor em países mais amigáveis e estratégicos**, como o México, que superou a China como fornecedor do mercado norte-americano. No entanto, também há um componente de reexportação que é de difícil detecção nas estatísticas do comércio internacional.

Guerra comercial EUA-China
(índice jan/2000 = 100)

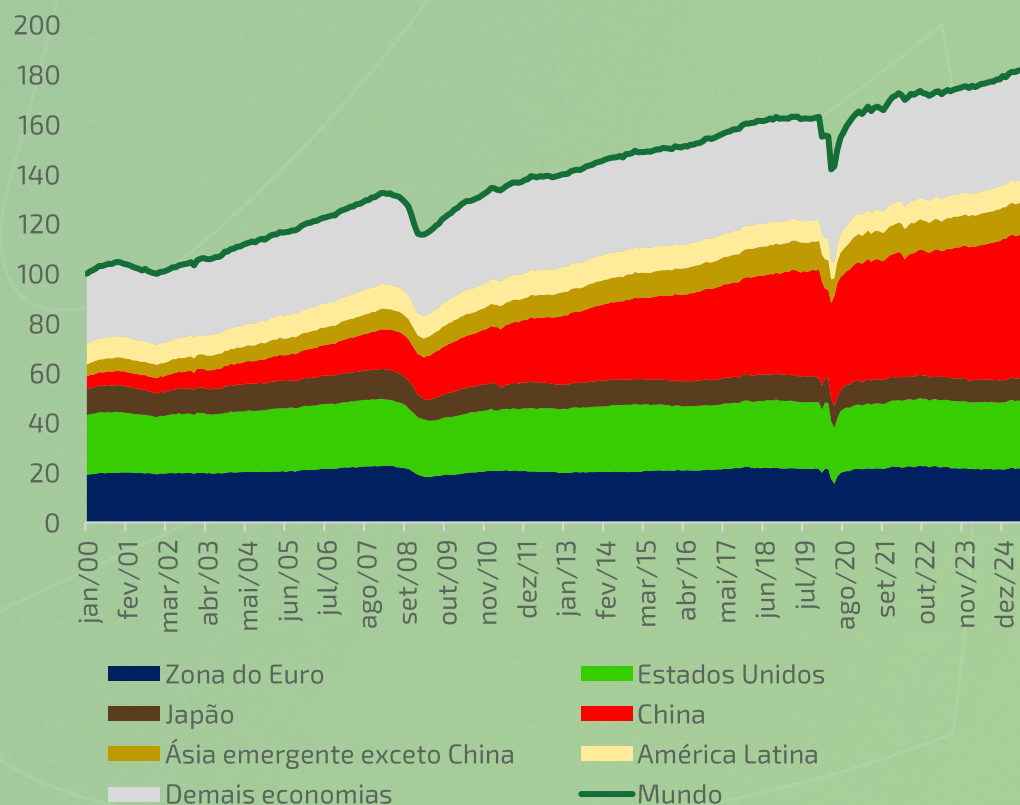


Produção industrial
(cresc. acumulado 2000-2025, em %)



Os desequilíbrios globais indicam a motivação do tarifaço

Produção industrial global | índice e participação
(jan/2000 = 100)



Em **2000**, a **produção industrial chinesa** equivalia a **5%** da produção industrial global, enquanto os **EUA** representavam **23,6%** e a **Zona do Euro** respondia por **19,2%**.

Em **2025**, a **produção industrial chinesa** corresponde a **31,8%** do total mundial, enquanto os **EUA** respondem por **15%** e a **Zona do Euro**, **12%**.

Entre as economias asiáticas, os grupo dos países emergentes asiáticos exceto a China correspondia por 5,1% da produção industrial em 2000, enquanto o Japão detinha 10,4%; em 2025, os emergentes asiáticos detém 7,1% e o Japão detém somente 5% da produção total.

Por fim, o agrupamento das economias da América Latina e Caribe equivalia a 8,2% da produção industrial global em 2000, fatia que decresceu para 5% em 2025.

No debate econômico internacional, fatores como as **economias de escala, custos baixos, política industrial e uma taxa de câmbio real relativamente desvalorizada** são algumas das explicações do notável crescimento da indústria chinesa no período.

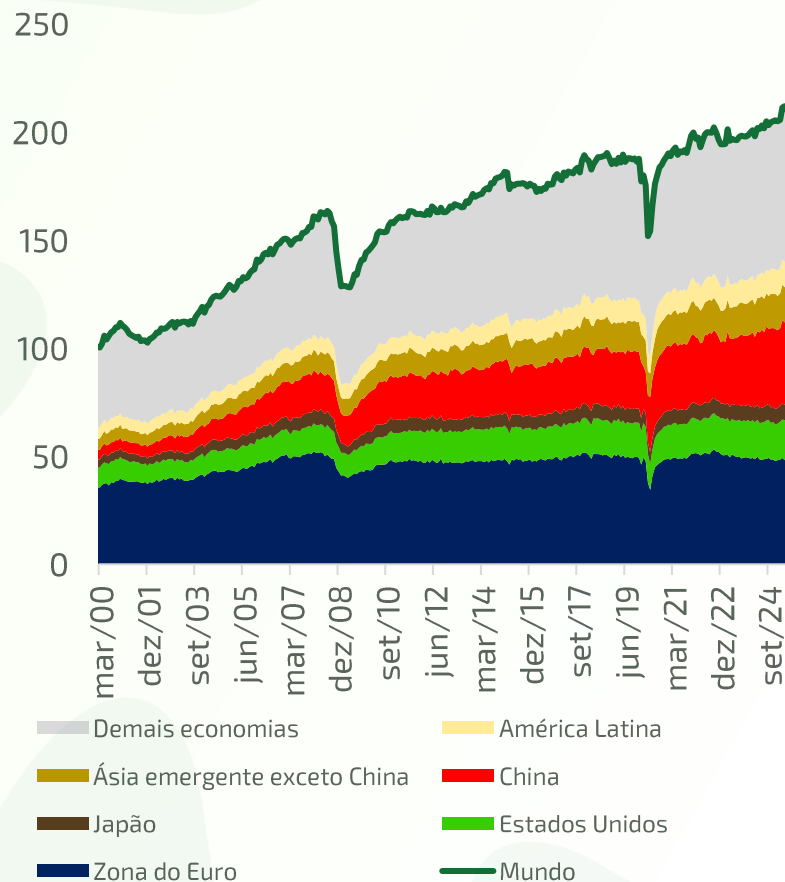
Os desequilíbrios globais indicam a motivação do tarifaço



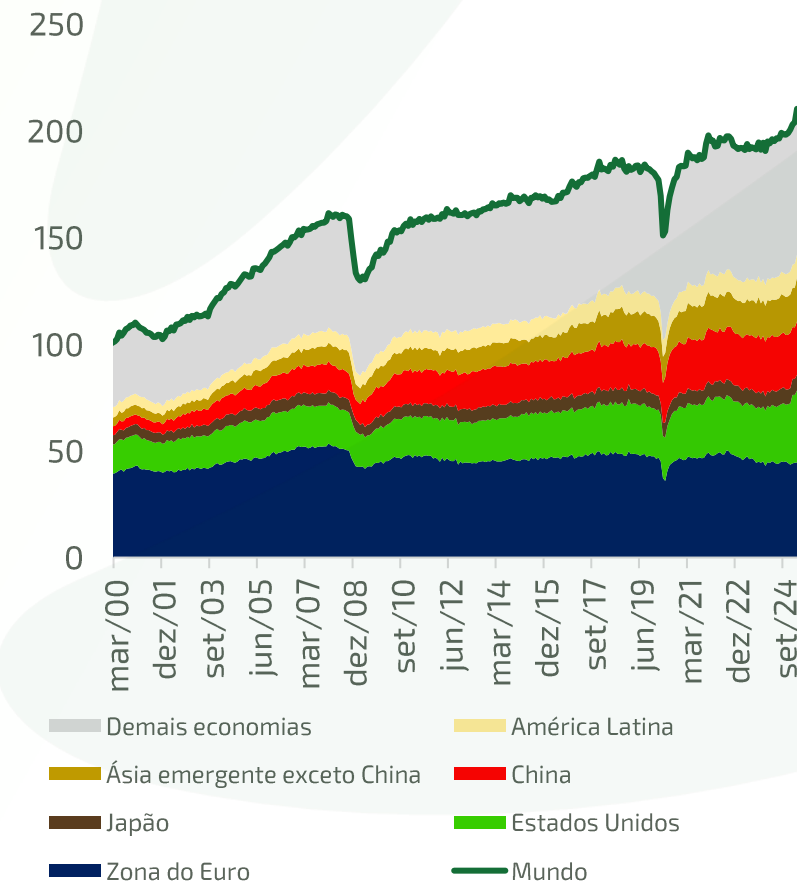
Observando o **comércio internacional em termos de quantidades** transacionadas entre as economias, vemos que, ao longo do **período 2000-2025** somente cinco agrupamentos anotaram **crescimento das exportações líquidas**: China, Ásia avançada exceto o Japão, o próprio Japão, a Zona do Euro e, em média, as economias avançadas.

O tarifaço, portanto, é expressão de uma **tendência mais ampla de reorganização das cadeias produtivas globais via nearshoring e friendshoring**, movimento onde a minimização de custo financeiro não é o principal objetivo, cedendo lugar para considerações estratégicas e geopolíticas. **Para a economia, a consequência é uma redução do PIB global, no longo prazo.** No curto prazo, a divisão do impacto entre lucros e preços finais depende do grau de repasse possível para cada produto e setor.

Exportações globais | índice de quantidade e participação
(jan/2000 = 100)

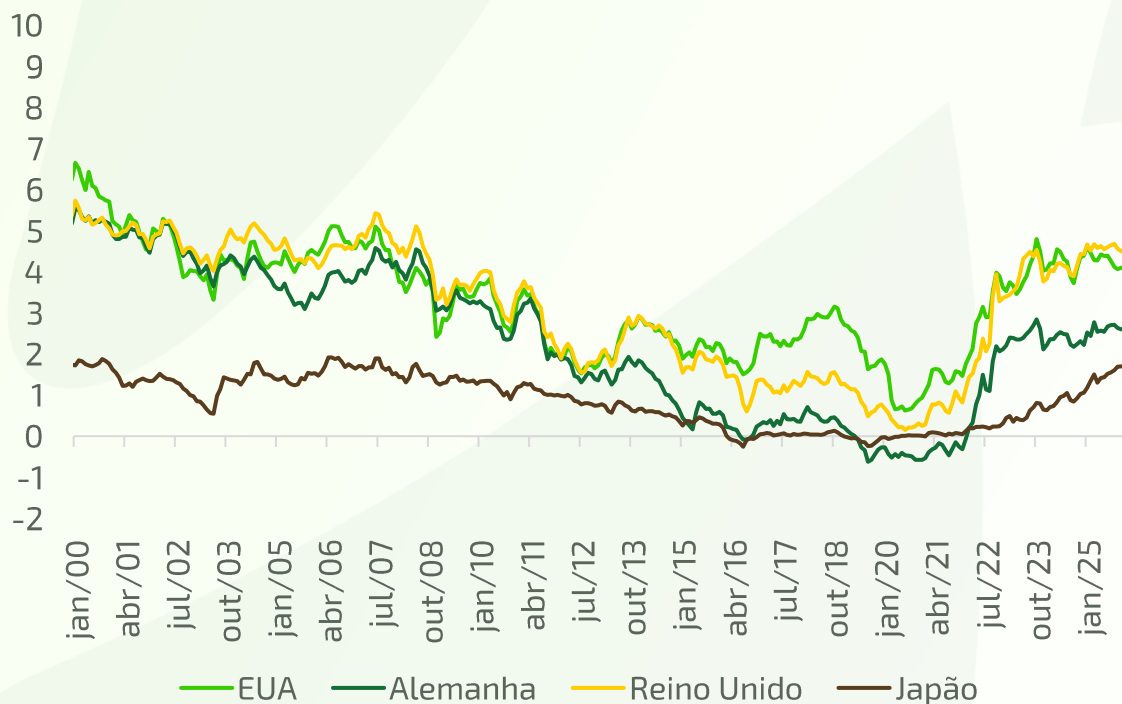


Importações globais | Índice de quantidade e participação
(jan/2000 = 100)

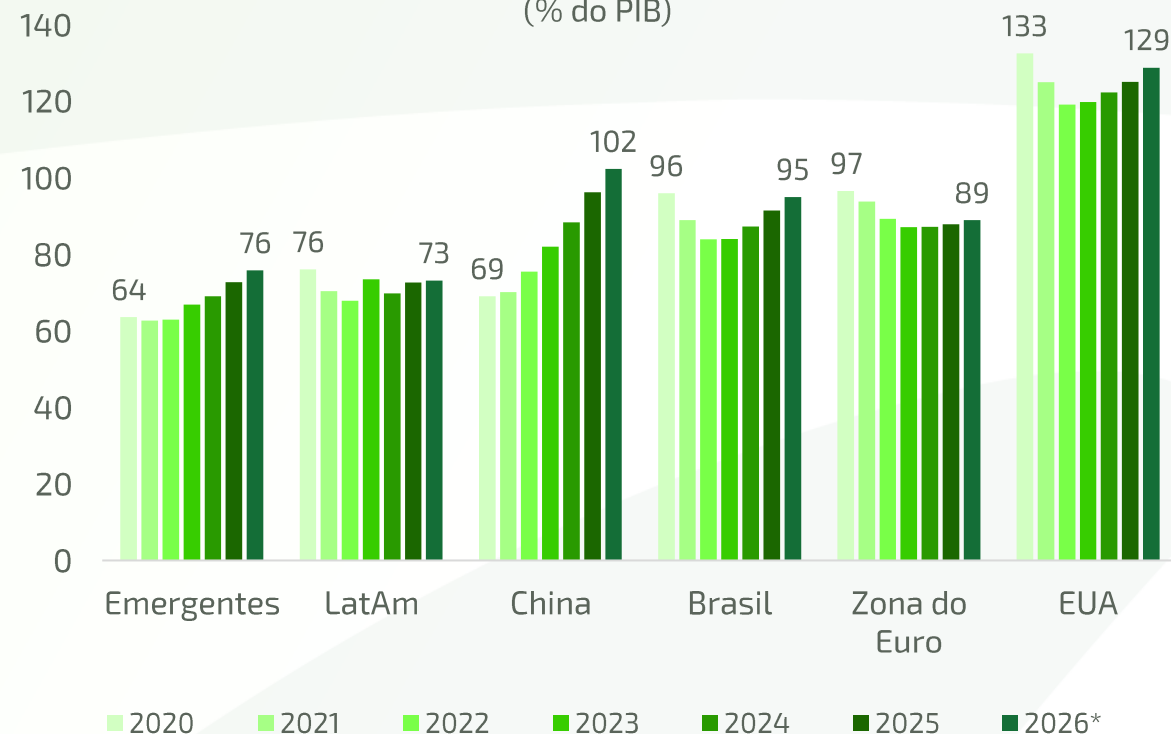


Os juros soberanos tem refletido cada vez mais o endividamento global

Juros de títulos soberanos de 10 anos | países selecionados
(% a.a.)

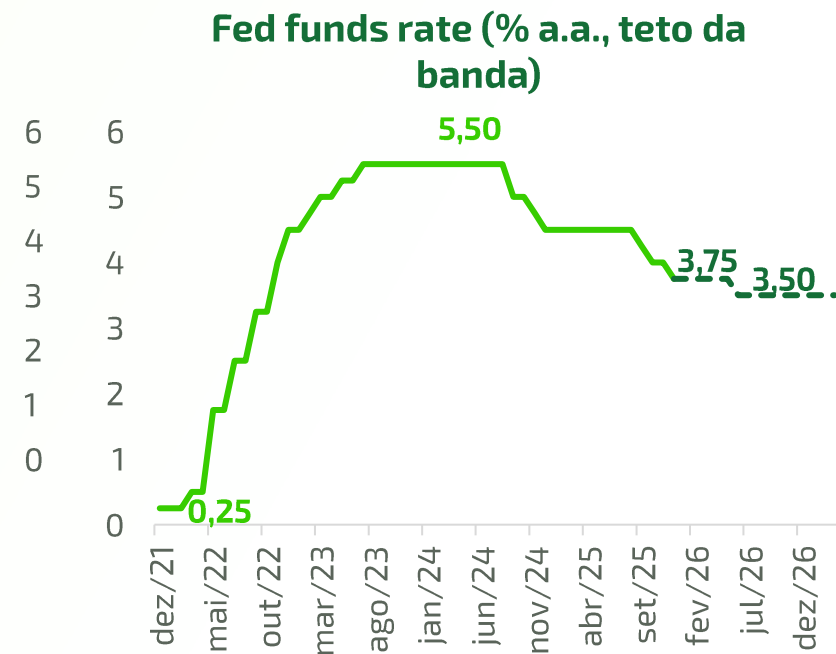
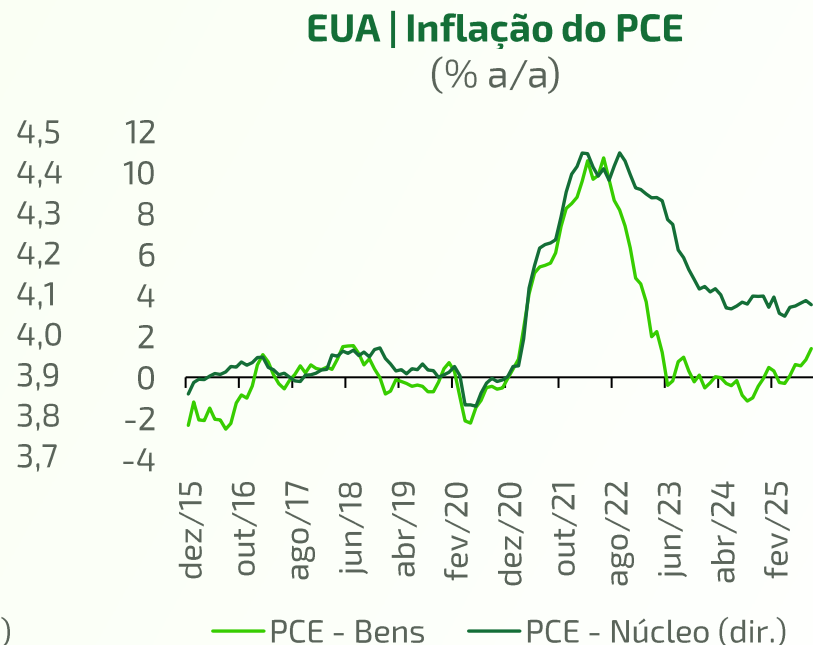
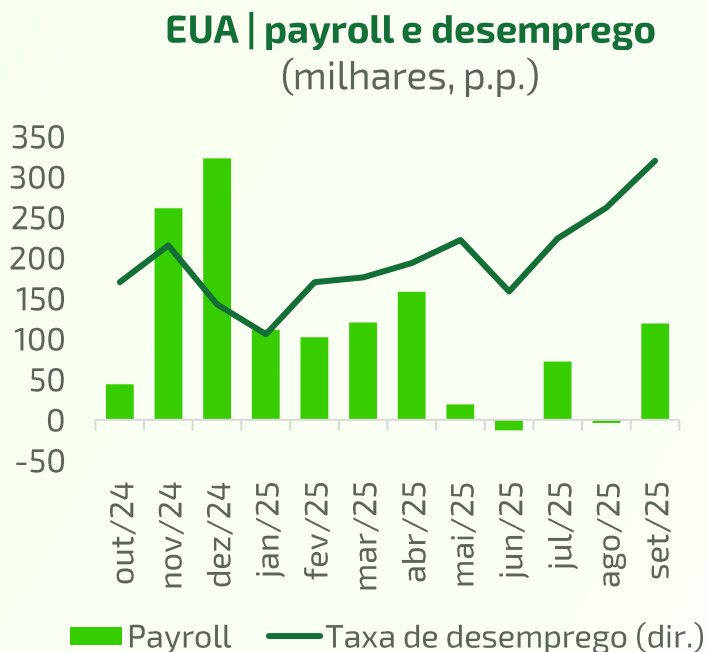


Dívida bruta do governo geral
(% do PIB)



O **crescimento da dívida pública** continuará um problema tanto em países avançados (ex.: EUA, Reino Unido, França) quanto emergentes (ex.: Brasil, China, África do Sul). A **expansão fiscal** durante a pandemia, combinada com uma **política monetária contracionista** nos anos seguintes elevou as dívidas nesses países. A principal consequência de uma dinâmica de endividamento crescente é o **aumento dos prêmios de risco** nas taxas de retorno dos títulos públicos, exigindo taxas de juros mais altas.

Em meio a cenário complexo, Fed aposta na sustentação do emprego

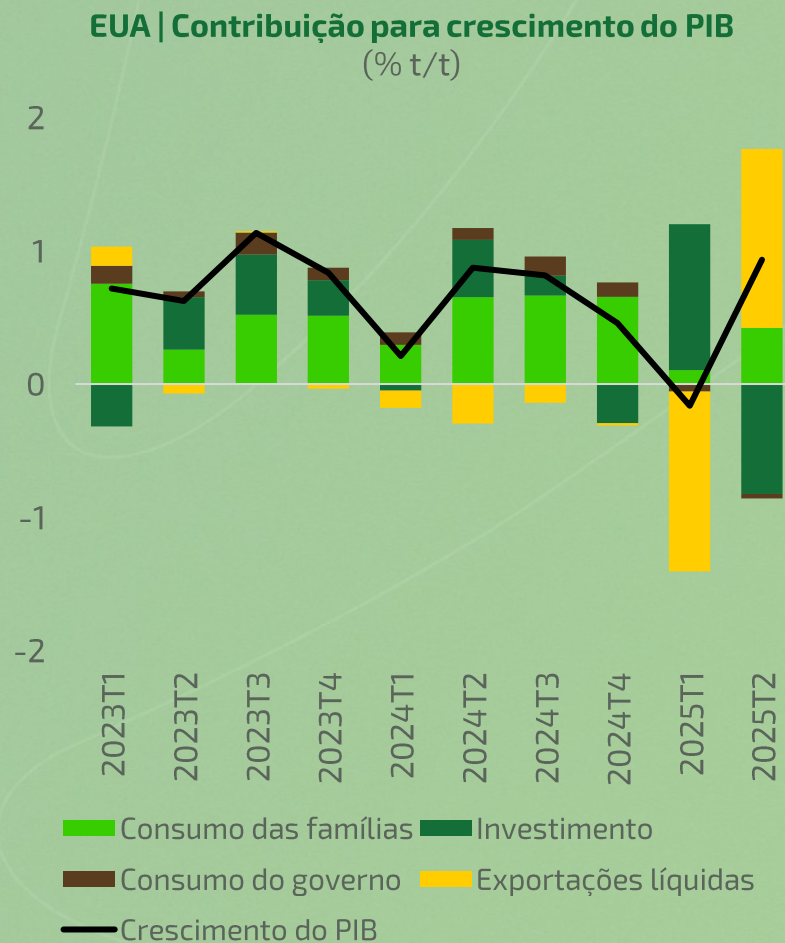


Nos EUA, o **Federal Reserve (Fed)** enfrentou uma **escolha** entre focar no combate à inflação ou sustentar o pleno emprego, ao longo de 2025. A decisão de setembro apontou que o **BC dos EUA escolheu a sustentação do nível de emprego como prioridade**, reiniciando um ciclo de cortes de juros que deve prosseguir em 2026.

No entanto, a **resiliência da inflação** em um nível de cerca de 3%, acima da meta (2%) desde 2022, reduz a probabilidade de um corte mais profundo nas taxas de juros. A decisão de dezembro já evidenciou um comitê mais dividido, com três votos de dissensão. Projetamos um corte de 0,25 p.p. em 2026, em junho.

Um cenário de **fraqueza na geração de emprego** ou alta na taxa de desemprego pode permitir mais cortes no juro norte-americano, enquanto que uma **aceleração da inflação**, possivelmente associado a um repasse súbito de custos tarifários pelas empresas, pode encerrar o ciclo de cortes.

Os desequilíbrios globais indicam a motivação do tarifaço



Da perspectiva de política monetária, a sequência de cortes na taxa de juros é mais bem interpretada como uma **política de gestão de riscos**. Nos seus comunicados, o Fed enfatizou a mudança no balanço de riscos, com os dois mandatos sob tensão: inflação inclinado para cima e emprego inclinado para baixo. Na ausência de um caminho livre de risco, o BC norte-americano acabou levando a taxa de juros para uma faixa mais próxima do neutro, e seguirá dependente dos dados.

Os cortes ocorrem em meio à possibilidade de um crescimento robusto do PIB dos EUA no 3º trimestre, como apontam algumas projeções do Fed, e com o bom desempenho das bolsas norte-americanas. A leitura do cenário é complexa: **parte do crescimento do 3º trim. deve vir de componentes voláteis**, com recomposição de estoques após queda no 2º trim., e de uma demanda que pode estar rodando quente em alguns segmentos, mas perdendo tração em outros. O bom desempenho das bolsas também parece descolado da economia real, associado à uma narrativa de lucros e produtividade concentrada em inteligência artificial.

Impacto das tarifas tem sido sobre as margens das empresas

O ônus de uma **tarifa**, que é um imposto de importação, pode ser suportado **a) pelo exportador estrangeiro, b) pelo consumidor doméstico ou c) pelo importador doméstico**.

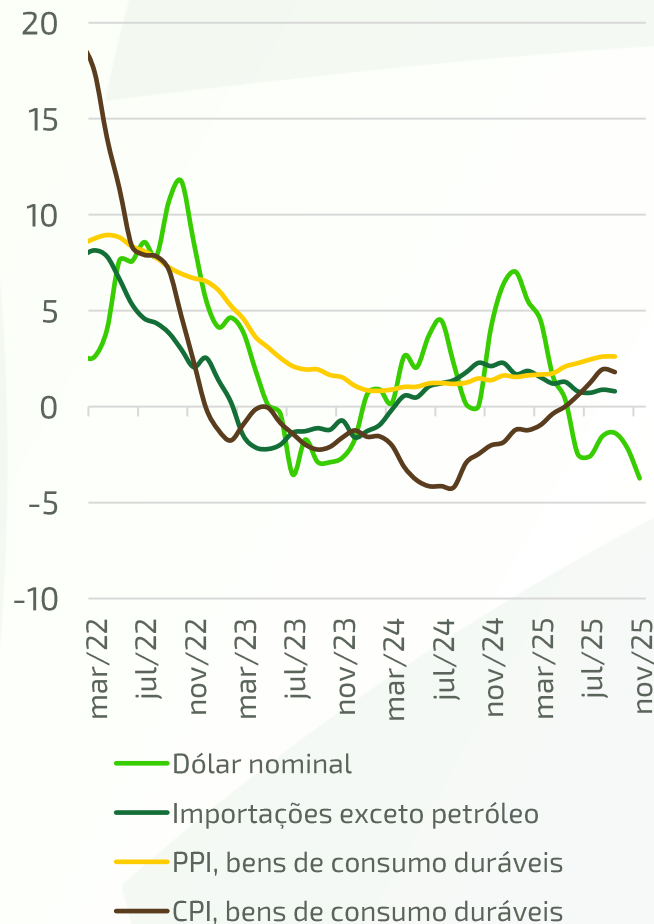
No caso **a)**, o exportador baixaria o preço cobrado para compensar o impacto do imposto no preço ao consumidor, visando preservar seu mercado usando sua margem; assim, haveria queda nos preços de importação, o que não se verificou.

No caso **b)**, o exportador não altera seu preço e o importador repassa o imposto integralmente para o consumidor, com alta correspondente nos preços ao consumidor, o que tem ocorrido, mas de forma muito menos proporcional ao aumento da alíquota tarifária média efetiva.

No caso **c)**, o exportador não altera seu preço e o importador não consegue repassar o imposto para o consumidor, e o ônus acaba recaindo sobre sua margem de lucro. Nesse caso, há maior impacto sobre o nível de atividade econômica, o que parece consistente com o arrefecimento da demanda por trabalho observada na economia norte-americana em 2025.

Por fim, pode haver depreciação da moeda do país exportador, intencional ou não, que compense a alta das tarifas; **no entanto, o que ocorreu ao longo do ano foi a depreciação do dólar**, o que reforça a pressão sobre os preços internos norte-americanos. Assim, **2026 deve assistir ou a um aprofundamento da desaceleração, ou a uma alta da inflação**.

EUA: índices de preços e câmbio
(% a/a)

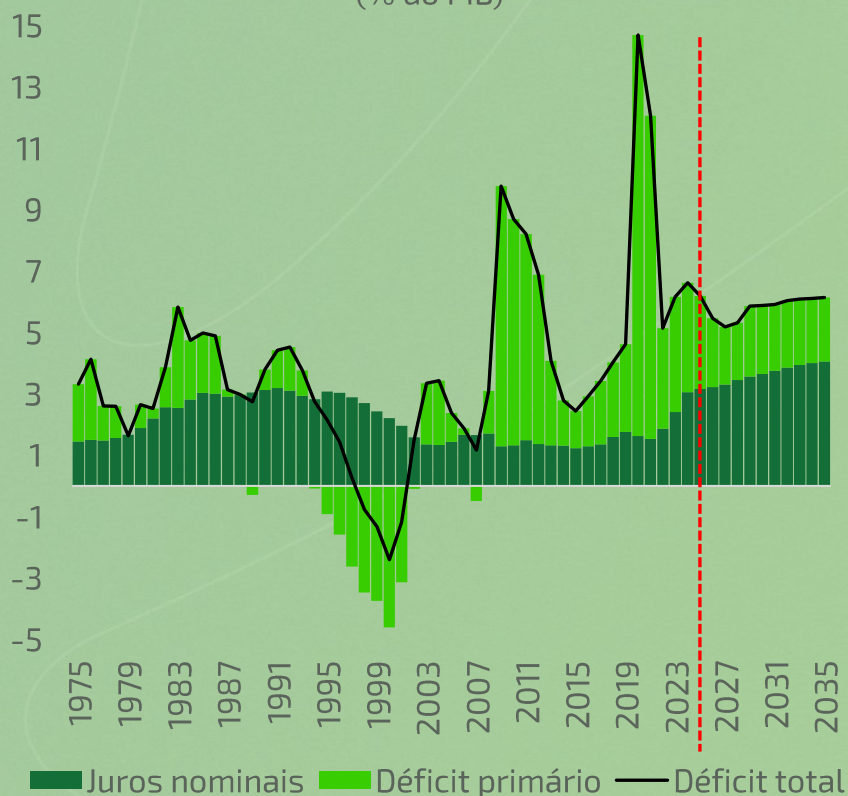


EUA: arrecadação com tarifas
aduaneiras
(% do PIB)

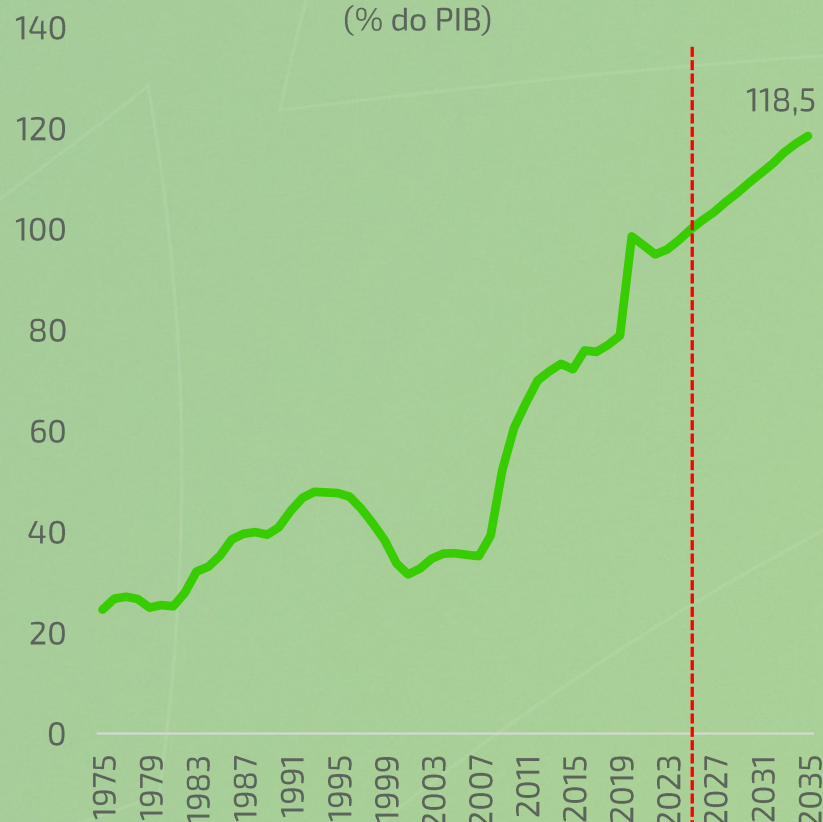


Os desequilíbrios globais indicam a motivação do tarifaço

EUA: Déficit público
(% do PIB)



Dívida em poder do público
(% do PIB)



Apesar da **queda no rendimento das treasuries ao longo do ano**, bastante associada ao êxito de arrecadação com a elevação da alíquota tarifária média efetiva, a **trajetória fiscal dos EUA segue bastante pressionada**, em especial após a aprovação de um pacote de cortes de impostos que deve entrar em vigência em 2026.

As projeções mais atualizadas do CBO, a instituição fiscal independente norte-americana, indicam que **o país deve atingir uma razão dívida/PIB de 118,5% em 2035**, com peso crescente dos juros nominais dentro do resultado nominal, pressionando as despesas primárias.

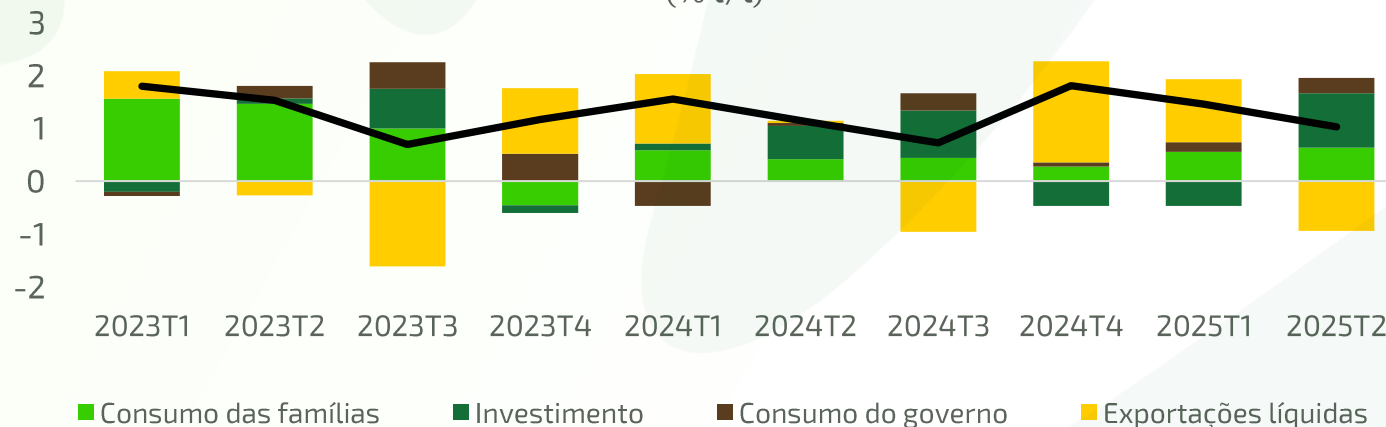
Economia chinesa deve desacelerar moderadamente em 2026

Após o impulso de crescimento gerado pela antecipação das exportações no fim de 2024 e início de 2025, a **economia chinesa apresenta sinais de desaceleração**. Desde o pós-pandemia, o crescimento tem sido sustentado por **investimentos e exportações líquidas**, o que possivelmente permitirá que o país ainda alcance a meta de **5% do PIB em 2025**, apesar da perda de ritmo. Para 2026, porém, o cenário é mais desafiador.

A **produção industrial e as vendas no varejo** mostram enfraquecimento, enquanto o **saldo comercial**, embora recorde (acima de **US\$ 1 trilhão**), está estagnado. A política econômica deve contar com **estímulos fiscais mais moderados** e menor investimento em infraestrutura, reduzindo a demanda interna. Em contrapartida, a política monetária e de crédito seguirá acomodática, e o câmbio deve manter leve depreciação do renminbi para sustentar a competitividade das exportações.

O **cenário base é de moderação no crescimento**, penalizado pela crise imobiliária. Um quadro mais favorável dependeria de ganhos inesperados de produtividade, enquanto os riscos negativos permanecem relevantes, sobretudo se houver um aprofundamento da queda nos preços dos imóveis.

China | Contribuições para o crescimento do PIB
(% t/t)



China | Produção industrial e vendas no varejo
(% a/a)



China | Saldo comercial
(US\$ bi)



Entre as commodities, 2026 deve ser o quarto ano consecutivo de quedas



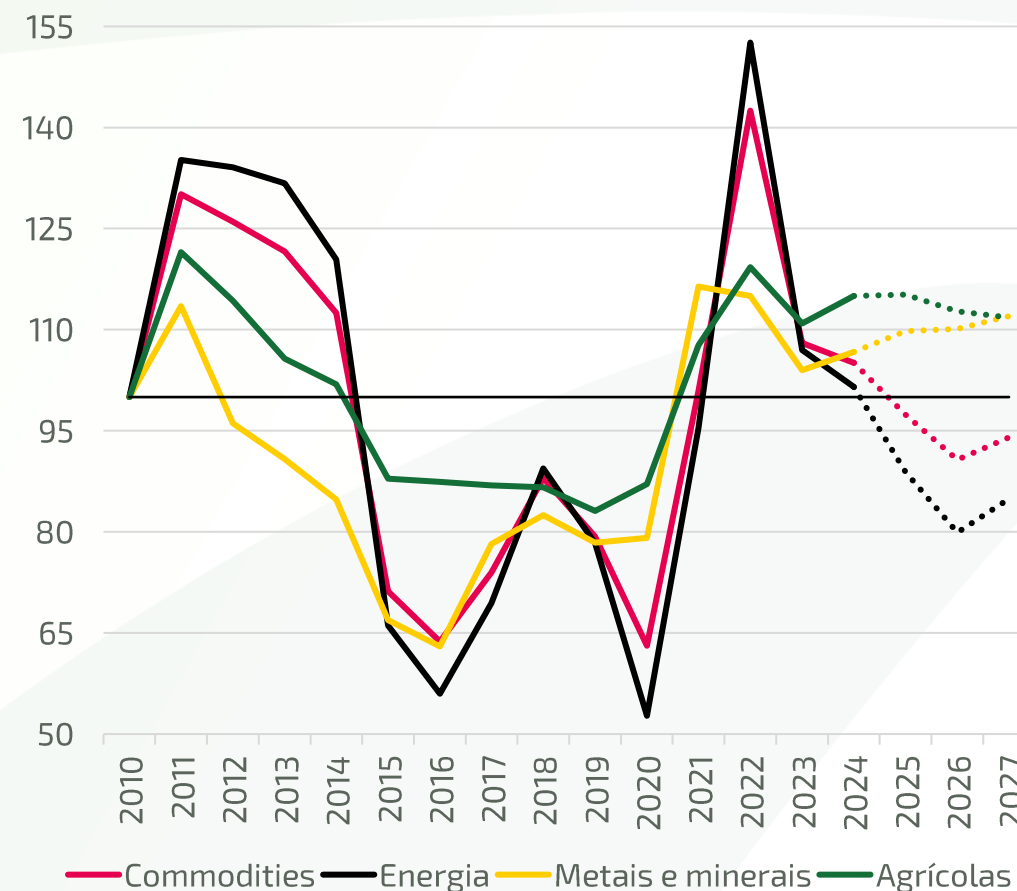
O ano de 2026 consolida a tendência de **queda nos preços das commodities**, marcando o quarto ano consecutivo de recuo após o pico histórico de 2022. O índice geral deve cair **6,8%**, refletindo crescimento global fraco e excesso persistente de oferta no mercado de petróleo, principal fator de pressão baixista.

O segmento de **energia** lidera a correção, com retração prevista de **10,2%**, à medida que o Brent recua para **US\$ 60/barril** e o superávit global de petróleo atinge níveis **65% acima do pico de 2020**. A demanda segue contida, especialmente na China, enquanto a rápida adoção de veículos elétricos reforça a redução estrutural no consumo de combustíveis fósseis.

Por outro lado, os preços **não-energéticos** mostram estabilidade, com variação de apenas **-1,6%**. A agricultura recua levemente diante de oferta abundante, enquanto os metais permanecem sustentados pela demanda ligada à transição energética e infraestrutura digital. Já os **metais preciosos** seguem em alta, impulsionados por incertezas geopolíticas e expectativas de política monetária expansionista.

Em síntese, 2026 é um ano de ajuste prolongado, com energia puxando os índices para baixo, mas com bolsões de resiliência em segmentos estratégicos.

Índices de commodities | Banco Mundial
(2010 = 100)



Commodities energéticas seguirão como vetor de desinflação global



Em 2026, o índice de energia deve recuar 10,2%, após queda de 12,4% em 2025, refletindo **excesso persistente de oferta e demanda global fraca**, prolongando o ajuste iniciado após o pico da pandemia.

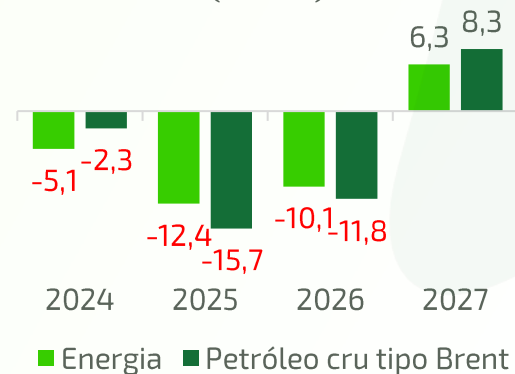
O petróleo Brent deve atingir **US\$ 60/barril**, frente a **US\$ 68** em 2025 e **US\$ 81** em 2024. Essa trajetória é explicada por três fatores:

- Superávit de petróleo 65% acima do pico de 2020, impulsionado por maior produção da OPEP+ e independentes;
- Crescimento econômico modesto, especialmente na China, limitando demanda;
- Adoção acelerada de veículos elétricos, reduzindo consumo estrutural de combustíveis fósseis.

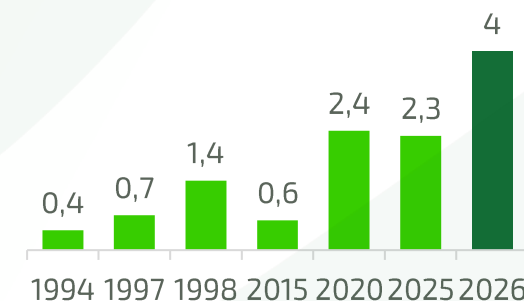
Nos demais componentes, o quadro é misto: gás natural nos EUA mantém alta (+11%) pela demanda elétrica, enquanto preços na Europa e Ásia caem com diversificação de fornecedores e expansão do LNG. O carvão australiano recua -6,5%, pressionado pela transição para renováveis.

Em síntese, **2026 consolida um ciclo de correção nos preços energéticos**, com petróleo liderando a queda, em meio a mudanças estruturais na matriz e riscos geopolíticos persistentes.

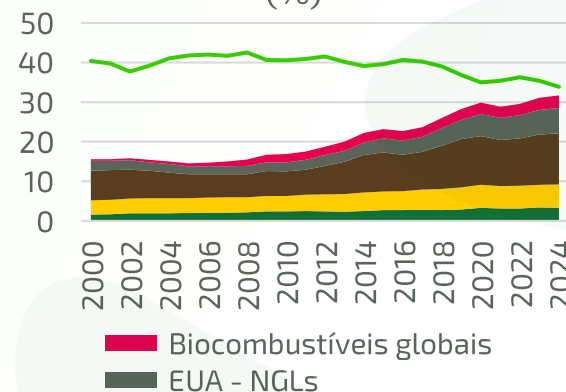
Commodities energéticas
| projeções
(% a.a.)



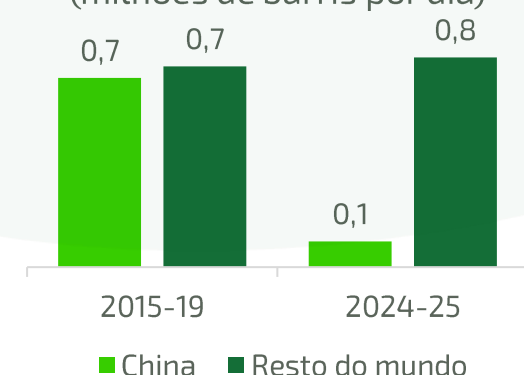
Excesso de oferta de
petróleo anual médio |
anos selecionados
(milhões de barris por dia)



Participação na produção
global de petróleo, 20-24
(%)



Aumento médio anual na
demanda de petróleo
(milhões de barris por dia)





02.

Taxa de Câmbio

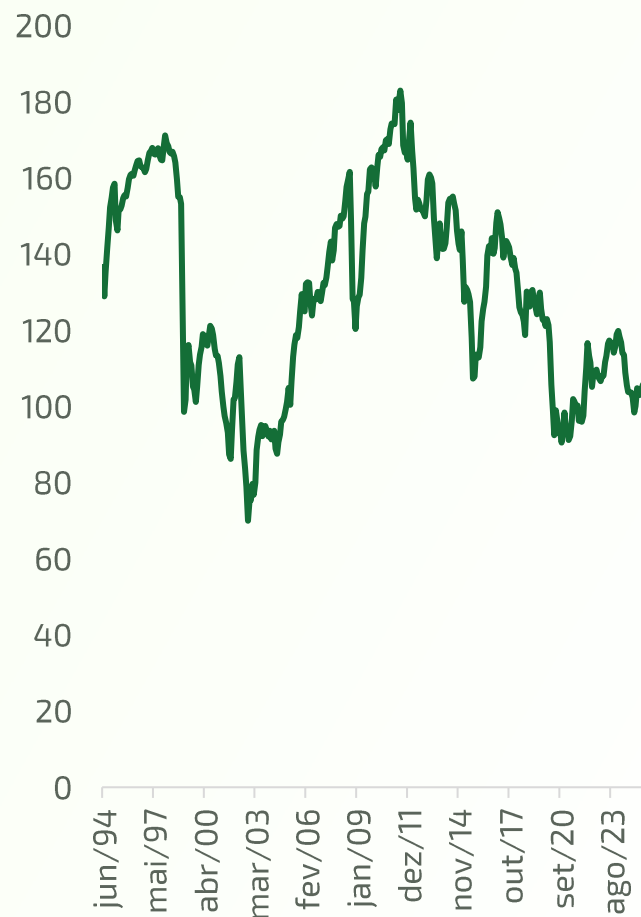
A taxa de câmbio tem apreciado, mas ainda está **abaixo da média histórica**



Câmbio nominal multilateral do Real
(2020 = 100)



Câmbio real multilateral do Real
(2020 = 100)



Os gráficos à esquerda apresentam o cálculo do BIS para a **taxa de câmbio multilateral do Brasil**, ponderada pelos pesos do comércio exterior, no conceito nominal e no conceito real, ou seja, ajustado pela inflação dos países.

A **taxa de câmbio nominal** multilateral brasileira, após ter depreciado 13,8% em 2024, registra apreciação de 11,7% em 2025 (até outubro).

Já a **taxa de câmbio real** multilateral brasileira enfrentou uma depreciação bastante aguda em 2024, de 17,3%, e anota recuperação de 11,6% em 2025.

Tanto a taxa de câmbio multilateral nominal quanto a real estão bastante abaixo da sua **média histórica**: o índice da taxa de câmbio nominal acusa 125,7 pontos em outubro de 2025, enquanto o índice real aponta 109,8 pontos; por outro lado, a mediana do índice nominal no período de câmbio flutuante (pós-1999) é de 148 pontos, e a mediana do índice real é de 122,3 pontos.

Portanto, há algum indício de que o real se encontra **relativamente depreciado**. Esse fato, no entanto, não nos permite dizer que haverá depreciação, conforme a literatura aponta **longos desvios do câmbio em relação ao seu valor de equilíbrio** (cerca de 5 anos, em média).

Entre as moedas fortes, destaque para a depreciação do iene

Utilizando os mesmos conceitos, entre as **economias avançadas** as taxas de câmbio nominal mostraram, em 2025, principalmente a depreciação do **dólar** (-5,1%) e a apreciação do **euro** (5,7%); o **iene** continuou depreciando (-2%), e o **renminbi** chinês, com câmbio administrado, depreciou 2,1% no conceito multilateral do BIS.

No entanto, observando o conceito de **câmbio real**, vemos que o renminbi depreciou quase o dobro: 3,9%. Esse movimento ajuda a explicar o ganho de competitividade adicional das exportações chinesas pelo mundo, inclusive no Brasil.

Entre os desenvolvidos, o câmbio real **norte-americano** depreciou 4,2%, enquanto o câmbio real **japonês** depreciou 2%. Na **Zona do Euro**, o movimento teve sinal contrário, com apreciação de 4,8%, fator que explica boa parte do BCE ter sido uma das poucas autoridades monetárias a ter atingido sua meta de inflação ao longo de 2025.

Índices de câmbio nominal multilateral
(2020 = 100)



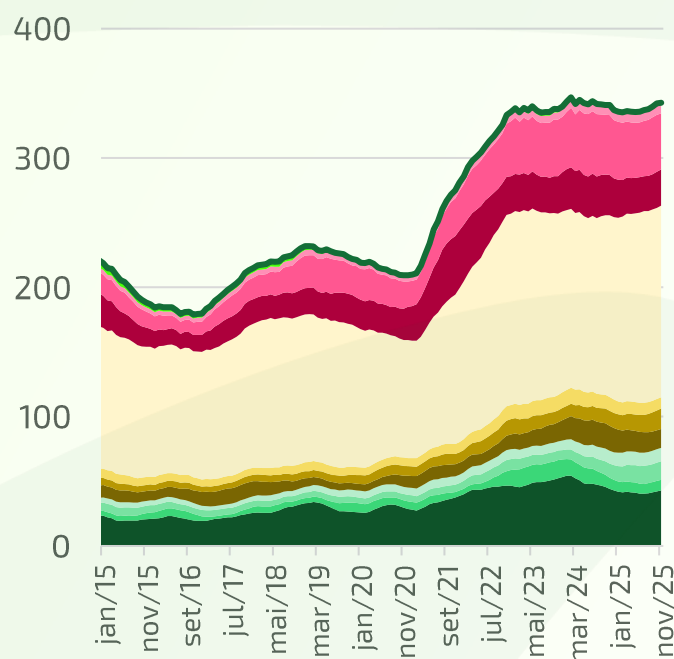
Índices de câmbio real multilateral
(2020 = 100)



Quantidade exportada de commodities deve sustentar balança em 2026

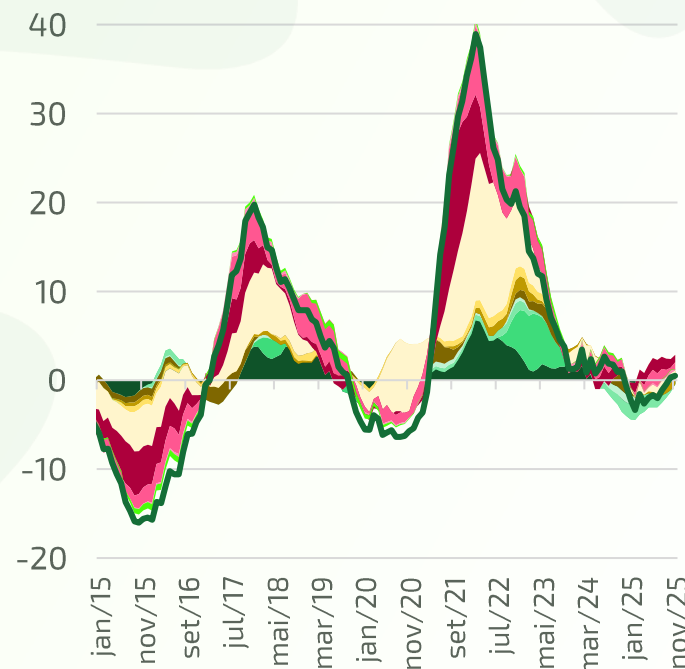


Exportações | total e principais produtos
(US\$ B ac. 12 meses)



Demais exportações
Demais exportações extrativas
Petróleo
Minério de ferro
Demais exportações da transformação
Farelo de soja
Carne bovina
Açúcar
Demais exportações agropecuárias
Café
Milho
Soja

Exportações | total e principais produtos
(var % ac. 12m e contrib. p.p.)



Demais exportações
Demais exportações extrativas
Petróleo
Minério de ferro
Demais exportações da transformação
Farelo de soja
Carne bovina
Açúcar
Demais exportações agropecuárias
Café
Milho
Soja

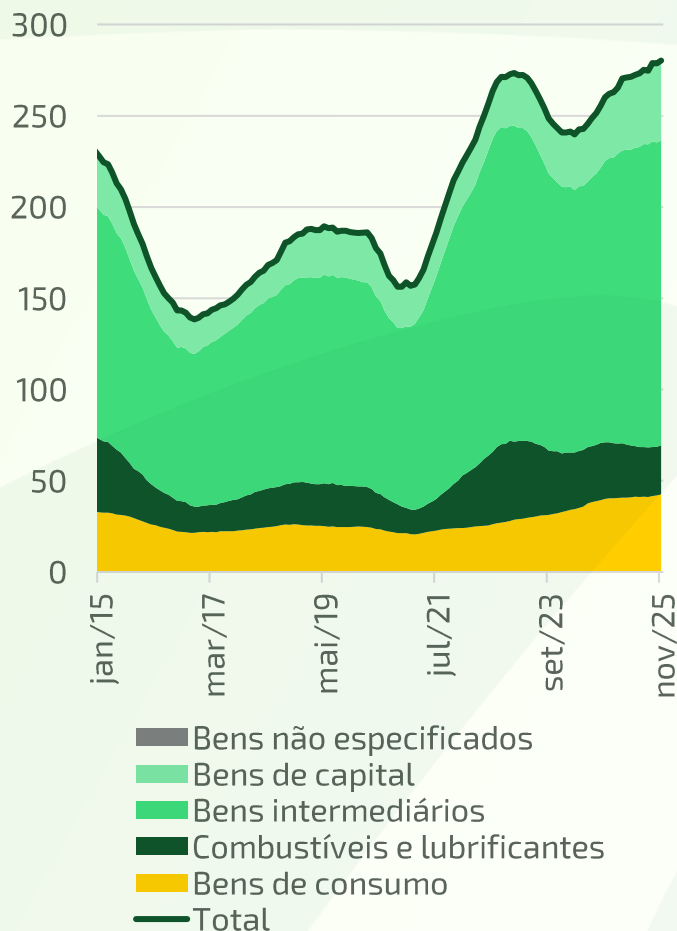
As **exportações brasileiras** atingiram **US\$ 343 bilhões** no acumulado dos 12 meses até novembro de 2025, representando uma alta de 0,5% na comparação com os 12 meses findos em novembro de 2024.

Desagregando o resultado nas contribuições líquidas **por tipo de produto**, observamos que a maior contribuição nessa alta de 0,5% das exportações totais foi dos demais produtos da indústria de transformação, que somaram 2,4 p.p.; entre os principais produtos da transformação, as carnes bovinas refrigeradas contribuíram com 1,7 p.p.. Na agropecuária, merece destaque o bom resultado do café (1,2 p.p.), no embalo da alta de preços dos últimos meses.

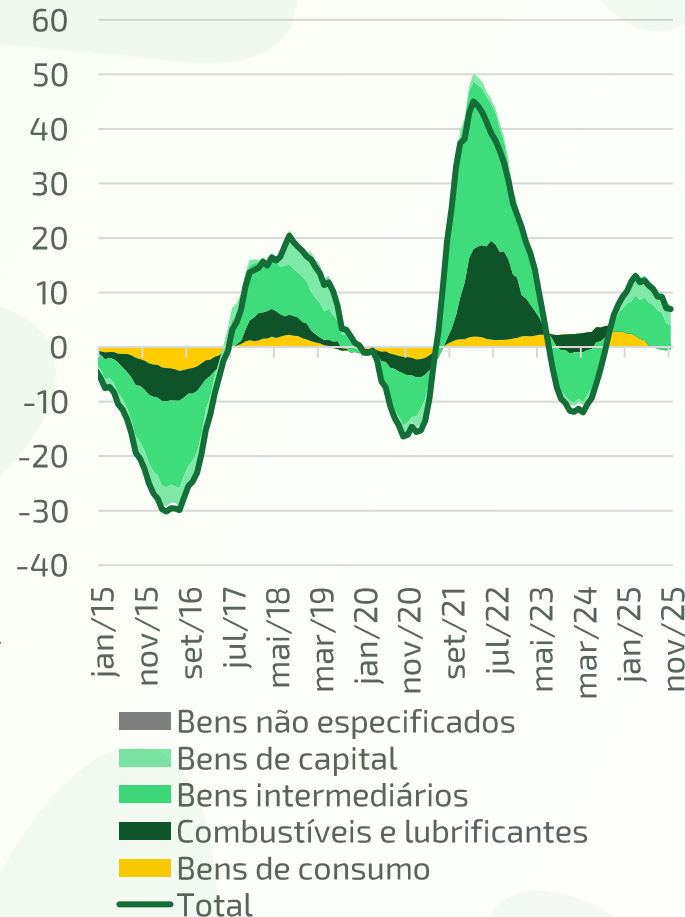
No lado negativo, a exportação de açúcar contribuiu com recuo de 1,1 p.p., enquanto a soja e o milho contribuíram com quedas de 0,3 p.p. e 0,1 p.p.; a indústria extrativa também contribuiu negativamente: a exportação de minério de ferro teve impacto negativo de 0,8 p.p., enquanto a exportação de petróleo representou queda de 0,9 p.p. no cômputo geral.

Desaceleração econômica deve **reduzir crescimento das importações**

Importações por categoria econômica
(US\$ B ac. 12 meses)



Importações por categoria econômica
(var % ac. 12m e contrib. p.p.)



Observando o acumulado em 12 meses, o valor das **importações brasileiras** atingiu US\$ 280 bilhões em novembro de 2025, alta de 6,9% na comparação com novembro de 2024.

Decompondo a alta de 6,9% entre as **categorias econômicas**, observamos que a maior parte do crescimento das importações veio dos **bens intermediários**, com 4,4 p.p., seguidos dos **bens de capital**, com alta de 3,8 p.p. no período.

As importações de **bens de consumo** ficaram em terceiro lugar, com contribuição positiva de 0,8 p.p. para a alta do valor importado. A única categoria econômica que limitou um avanço maior das importações veio dos **combustíveis e lubrificantes**, com contribuição negativa de 1,2 p.p..

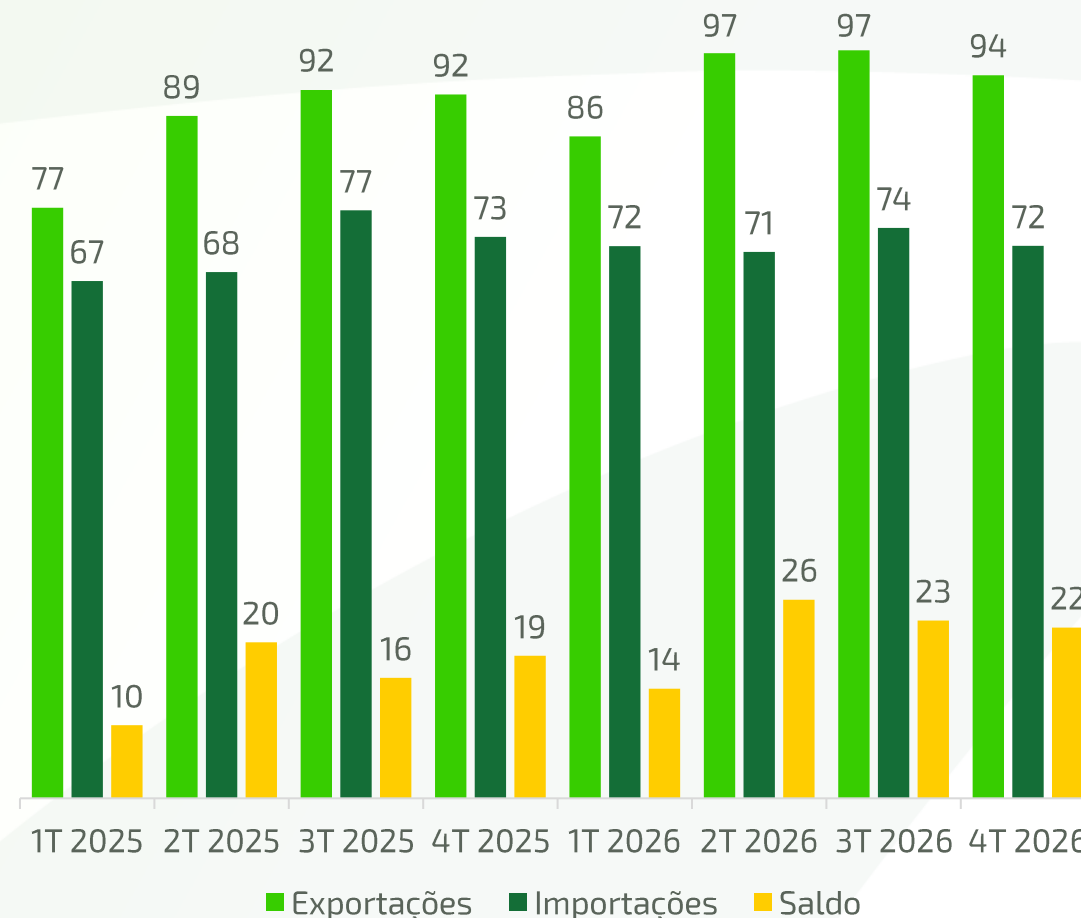
► Quantidade exportada e queda nas importações apoiam saldo em 2026

As **exportações brasileiras** cresceram ao longo de 2025, com aceleração no 4º trimestre, movimento que deve prosseguir nos próximos, sustentado pela expansão da quantidade produzida e exportada na agropecuária e na indústria extrativa, com destaque especial para o petróleo. Projetamos uma **alta de 3,7%** no valor exportado em **2025**, no valor de **US\$ 349 bilhões**. Para 2026, projetamos alta de 7,2%, atingindo **US\$ 375 bilhões**.

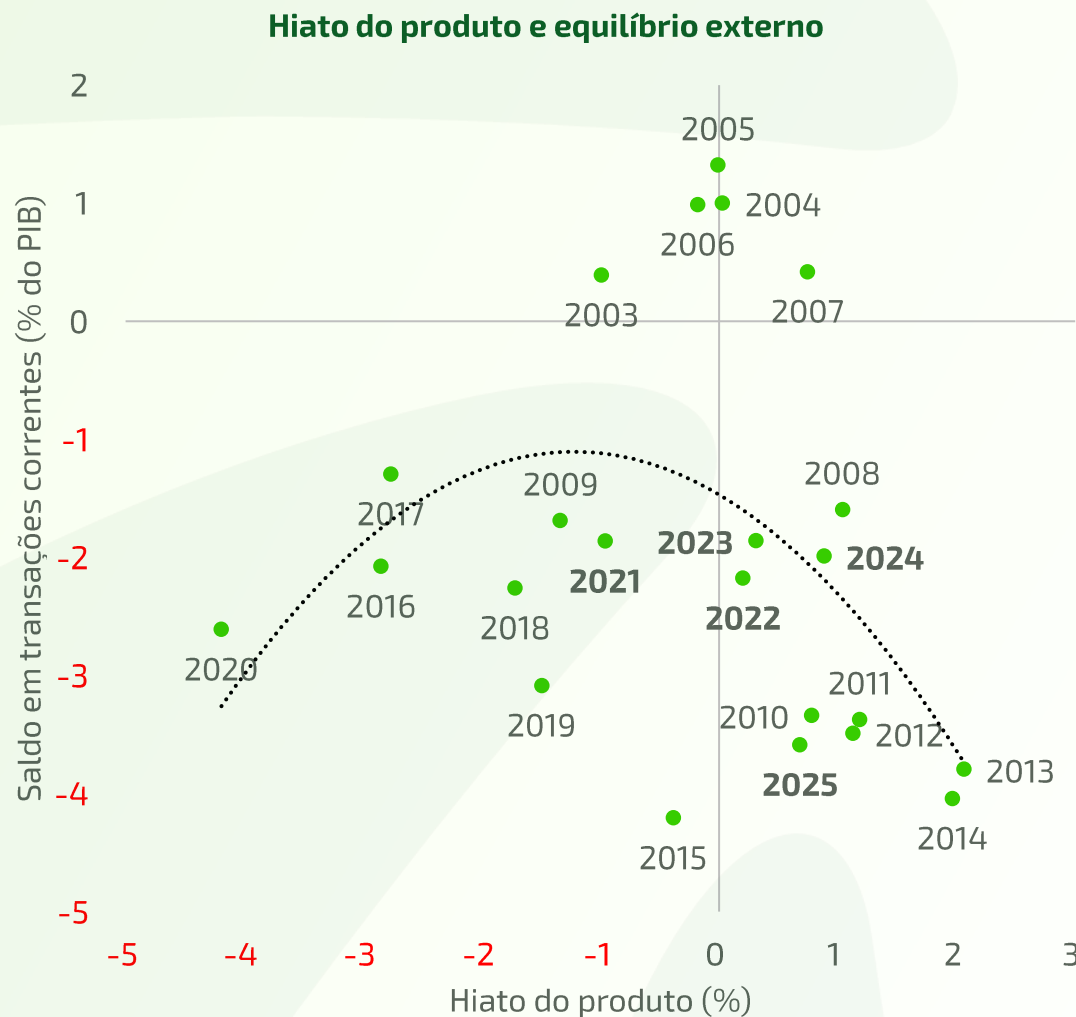
No lado das **importações**, 2025 assistiu um movimento de queda em relação ao valor importado em 2024, que fechou com alta de 9,2%. Nesse cenário, projetamos crescimento final de **8,6%** para **2025**. Desse modo, o **saldo comercial de 2025** deve fechar em **US\$ 64 bilhões**.

Em **2026**, as importações devem continuar desacelerando, fechando o ano com **alta de 1,3%**, o que equivale a **US\$ 285 bilhões**, enquanto as exportações devem avançar 7,2%, de forma que registraremos um **saldo comercial** de **US\$ 85 bilhões**.

Balança comercial brasileira
(US\$ bilhões correntes)



O aquecimento da economia se reflete nas contas externas



Conforme a **economia** aumenta o seu grau de **aquecimento**, a demanda ou absorção interna (a soma do consumo e do investimento) do país começa a ser atendida, cada vez mais, pela **oferta de bens e serviços importados**.

A **importação de bens e serviços** é registrada na balança comercial e na balança de serviços do balanço de pagamentos, o registro de transações entre residentes e não residentes do país.

No gráfico à esquerda, temos o **hiato do produto** no eixo horizontal, medida do grau de aquecimento da economia e, no eixo vertical, o **saldo em transações correntes** como proporção do PIB brasileiro.

Feita a exceção ao período do boom de commodities dos anos 2000, conseguimos traçar uma relação entre o **déficit externo** e o **aquecimento da economia doméstica**: em momentos de crise e de forte crescimento, as transações correntes são pressionadas, seja pela fuga de recursos via distribuição de lucros e dividendos, seja pela alta na importação de bens e serviços do exterior.

O que podemos observar é que **os anos pós-pandemia tem sido de crescente aquecimento da economia e crescente déficit externo**. No entanto, o desaquecimento projetado (e que já ocorre, parcialmente, em 2025) tende a reduzir o impulso sobre as importações e a tornar menos fragilizada a situação das contas externas brasileiras via melhoria no saldo comercial.

Balança comercial e desaceleração auxiliarão contas externas em 2026

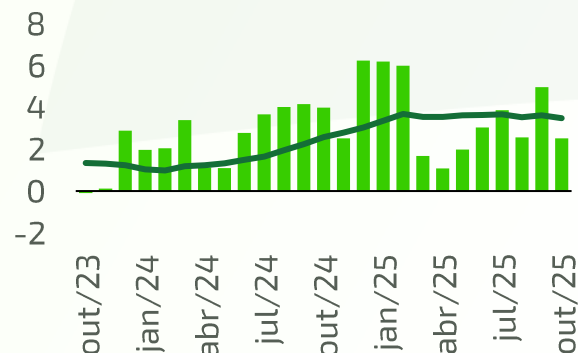


O resultado das **contas externas** de outubro já mostrou alguma melhoria, conforme o déficit mensal em transações correntes recuou de 5,0% para 2,4% do PIB. A melhora no déficit reflete surpresas positivas nas exportações, pelo lado da balança comercial, e no investimento estrangeiro direto, que agora anota quatro meses na casa dos 4% do PIB.

Ainda, vale destacar que o momento de crise de confiança vivido pelo país no **4º trimestre de 2024 impactou fortemente as transações correntes**, com três meses seguidos de déficits próximos de 6% do PIB, enquanto o Banco Central realizou intervenção massiva no mercado de câmbio, inclusive à vista, o que levou a uma queda expressiva nos ativos de reserva como % do PIB, que tem se recuperado lentamente ao longo de 2025.

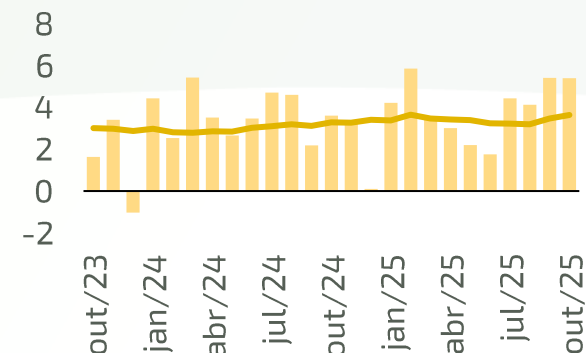
Por outro lado, observando as **reservas internacionais** do país expressas como meses de importações, vemos que a fração se encontra próxima de 15 e tem caído. Apesar de valer a ressalva que essa métrica sobe expressivamente em tempos de recessão, por conta da compressão das importações, **o momento de volatilidade geopolítica global faz merecer maior atenção às contas externas do Brasil.**

Déficit em transações correntes
(% do PIB)



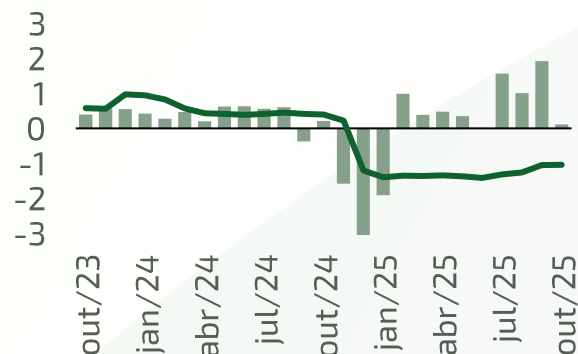
Saldo mensal Saldo ac.12m

Investimento direto no país
(% do PIB)



Saldo mensal Saldo ac.12m

Variação dos ativos de reserva
(% do PIB)

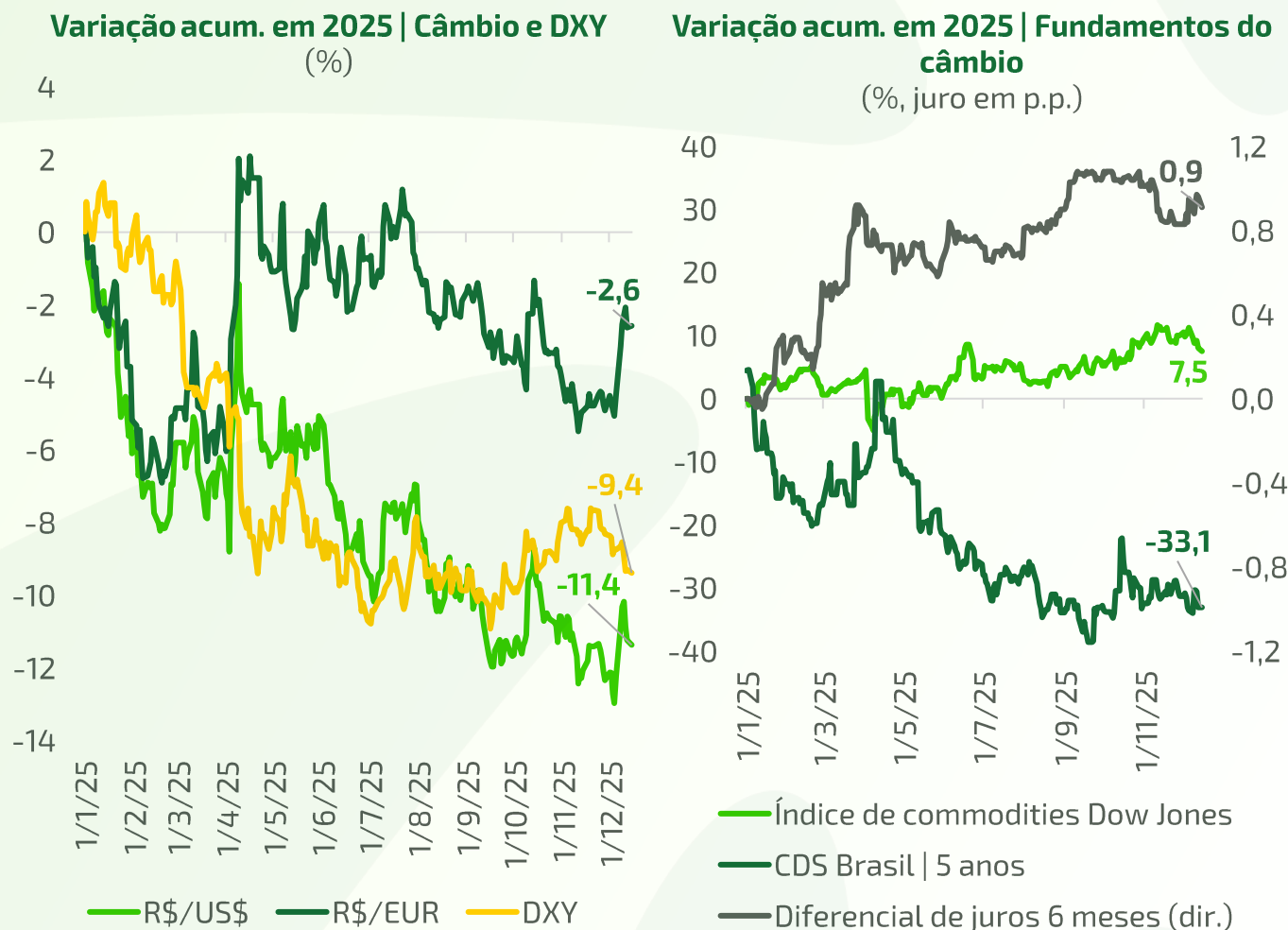


Saldo mensal Saldo ac.12m

Reservas/importações
(meses de importações)



Depreciação do dólar e fundamentos do real auxiliaram o câmbio

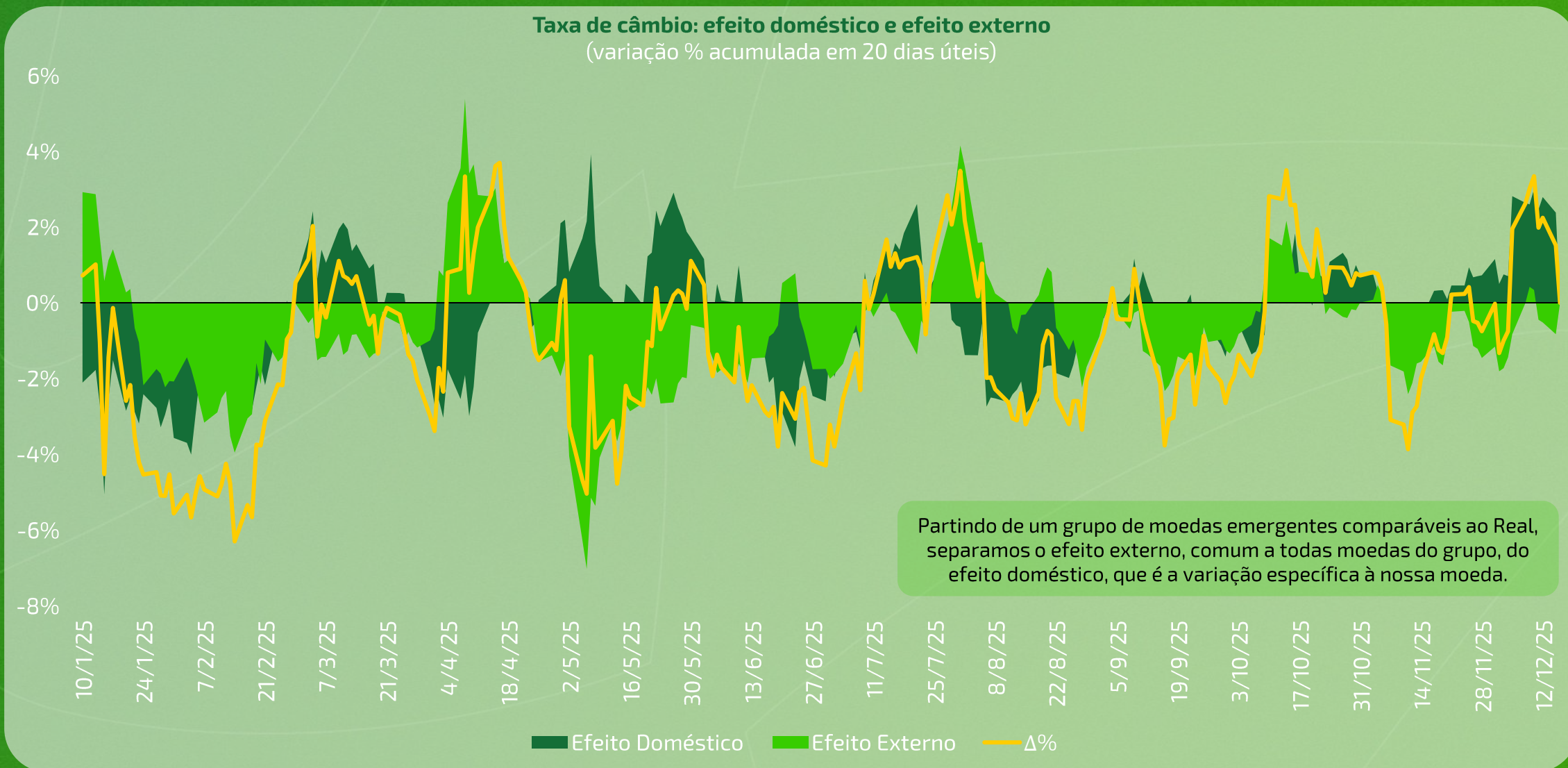


Ao longo de 2025, assistimos à uma **depreciação de 9,4%** do **dólar** frente às demais moedas, **uma das maiores depreciações da moeda norte-americana na história**. Esse processo auxiliou o real a registrar uma apreciação de 11,4% no ano, após ter depreciado quase 25% em 2024. No período recente, a apreciação da moeda brasileira tem se descolado da depreciação do dólar. No entanto, vale destacar que o real apreciou menos contra outras moedas, como o euro (2,6%).

Entre os **fundamentos**, o **diferencial de juros de curto prazo** anotou alta de 0,9 p.p. ao longo do ano, já garantido pela sinalização do ciclo de alta de juros pelo Copom ao fim de 2024, enquanto os juros norte-americanos voltaram a cair, em linha com o Fed. A oportunidade de investimento de curto prazo com risco baixo aumentou a demanda por reais e apreciou o câmbio.

As **commodities** anotaram alta de 7,5%, em média, ao longo do ano, também contribuindo para a apreciação da moeda brasileira. Outro desenvolvimento surpreendente foi **a queda do risco país (33,1%) ao longo do ano**, conforme houve um rebalanceamento de risco dos emergentes após a adoção de políticas fiscais mais expansionistas nas economias avançadas.

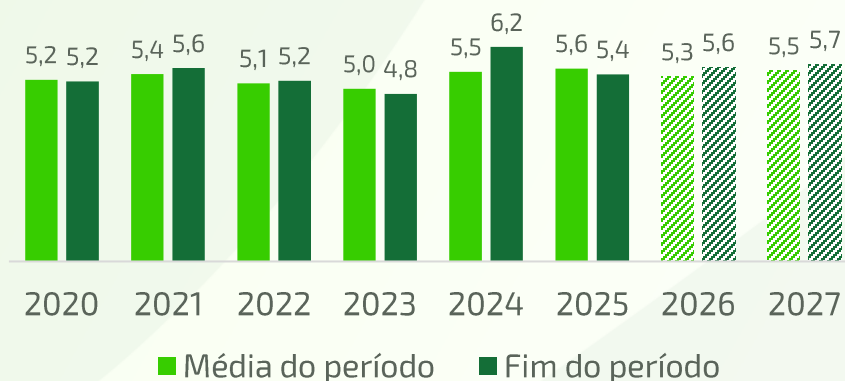
Efeitos domésticos e externos afetaram o câmbio ao longo do ano



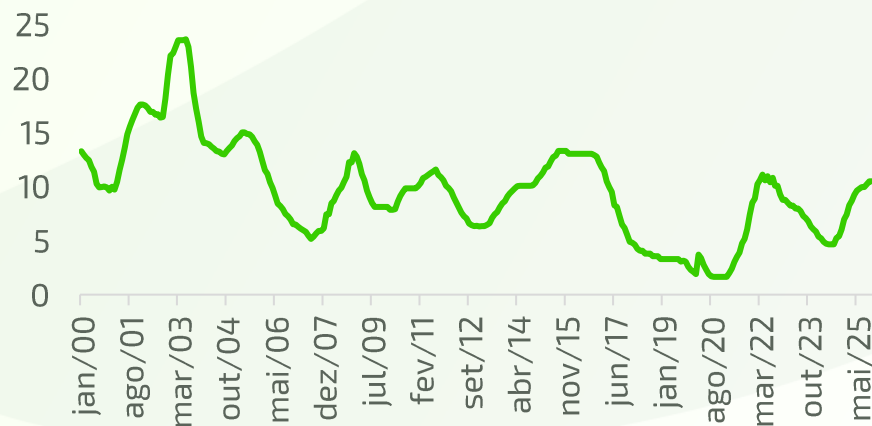
► **Projetamos câmbio médio de R\$ 5,30/US\$ em 2026**



Câmbio R\$/US\$ PTAX | realizado e projeção



Diferencial de juros Brasil-EUA
(% a.a.)



Projetamos que o câmbio deve encerrar **2025** em **R\$ 5,40/US\$**, atingindo uma média anual de **R\$ 5,60/US\$**.

Para **2026**, projetamos que o câmbio deve anotar média anual de **R\$ 5,30/US\$**, encerrando o ano em **R\$ 5,60/US\$**.

A **projeção de final de ano** é mais depreciada por conta da sazonalidade de dezembro, associada às remessas de lucros e dividendos, bem como por causa do momento pós-eleição, onde repactuações da política econômica são frequentes, tanto no caso de continuidade da situação, quanto no caso de alternância de governo.

Os principais **fundamentos do câmbio** são a continuidade de um **diferencial de juros elevado**, conforme o BCB inicia seu ciclo de cortes, mas o juro brasileiro continuará elevado em termos globais, e conforme o Fed realiza mais um corte de juros. Em termos de **commodities**, a contribuição deve ser relativamente neutra, dado o perfil diverso da pauta exportadora brasileira.

O fundamento que mais altera o balanço de riscos na direção negativa (depreciação) é o **risco-país**, que pode sofrer momentos de estresse associado ao ciclo eleitoral.

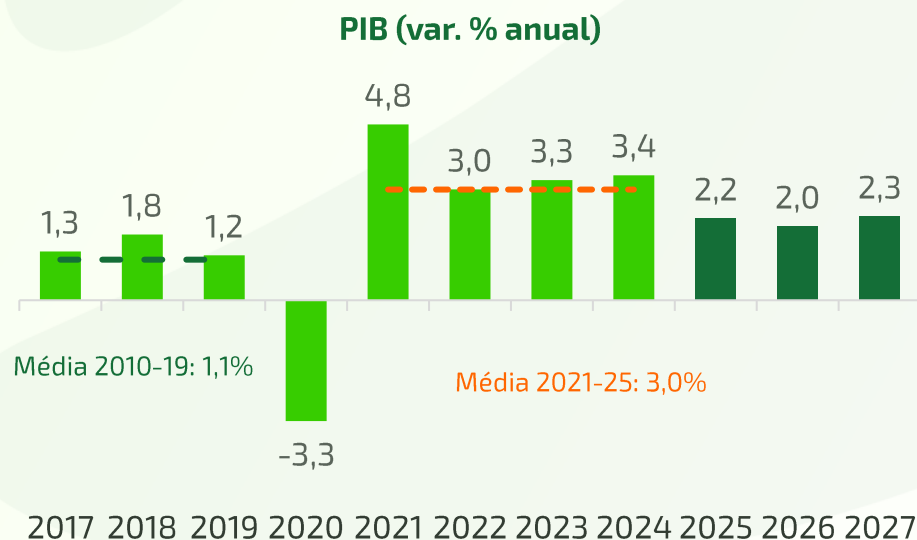


03.

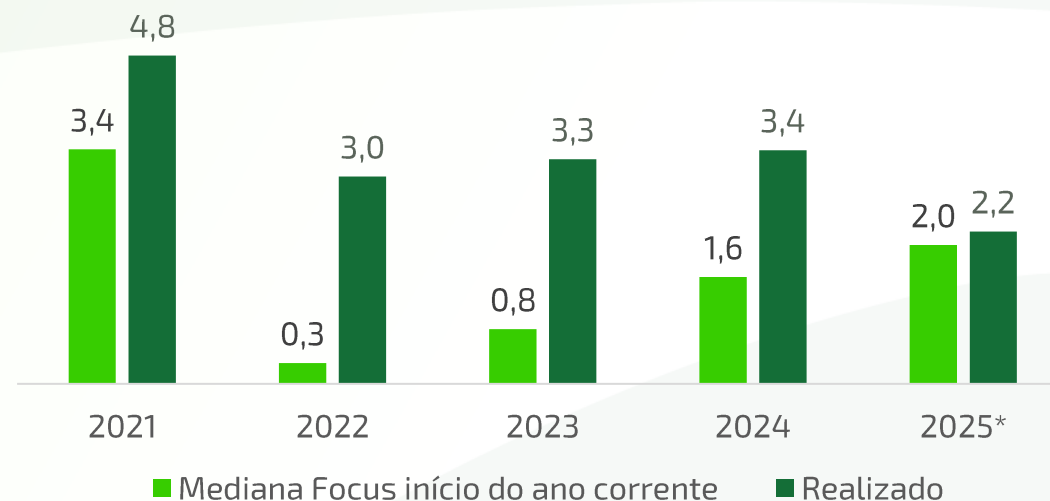
Atividade Econômica

Em 2025, o PIB surpreendeu positivamente, porém menos do que nos anos anteriores. O ano de 2026 deve marcar retomada

Em 2025, o PIB seguiu surpreendendo positivamente, porém menos do que nos últimos anos. A diferença entre as expectativas registradas na pesquisa Focus entre o primeiro e o último dia do ano caiu de 2,7 p.p. em 2022 para 0,2 p.p. em 2025 (até 14/nov). Ou seja, em 2/jan/25 os economistas esperavam 2,01% de crescimento para 2025 e em 14/nov/25 esperavam 2,2%. Para 2026, a expectativa do mercado é de 1,8%. **Da nossa parte, projetamos crescimento de 2,2% para o PIB em 2025 e 2,0% em 2026.**

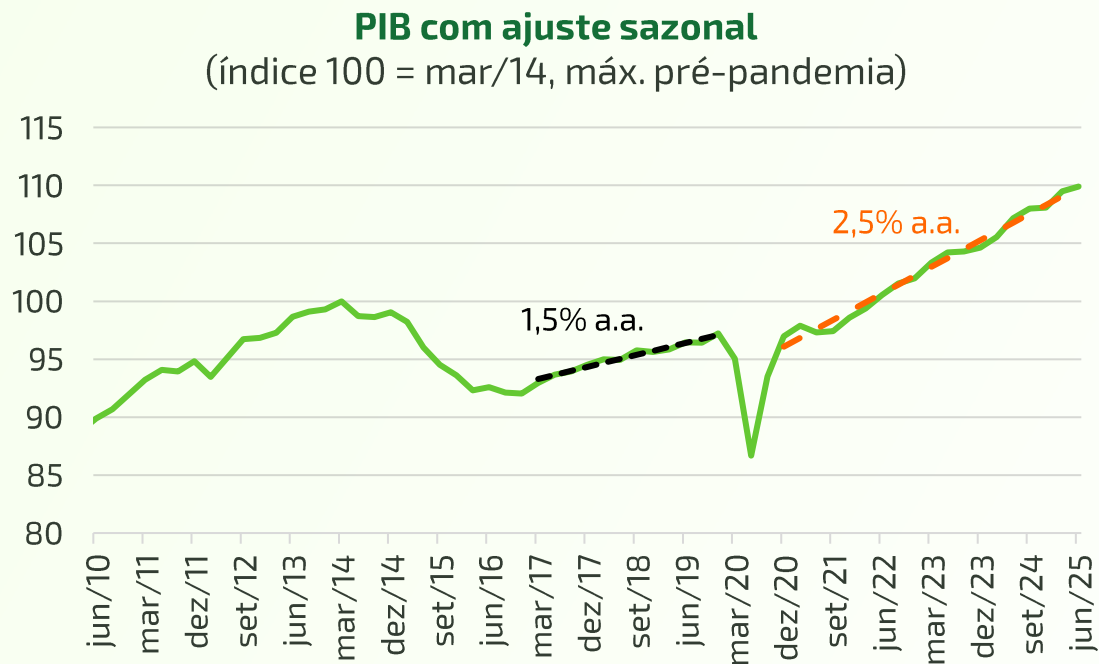


PIB Brasil: Projetado x Realizado
(em %)



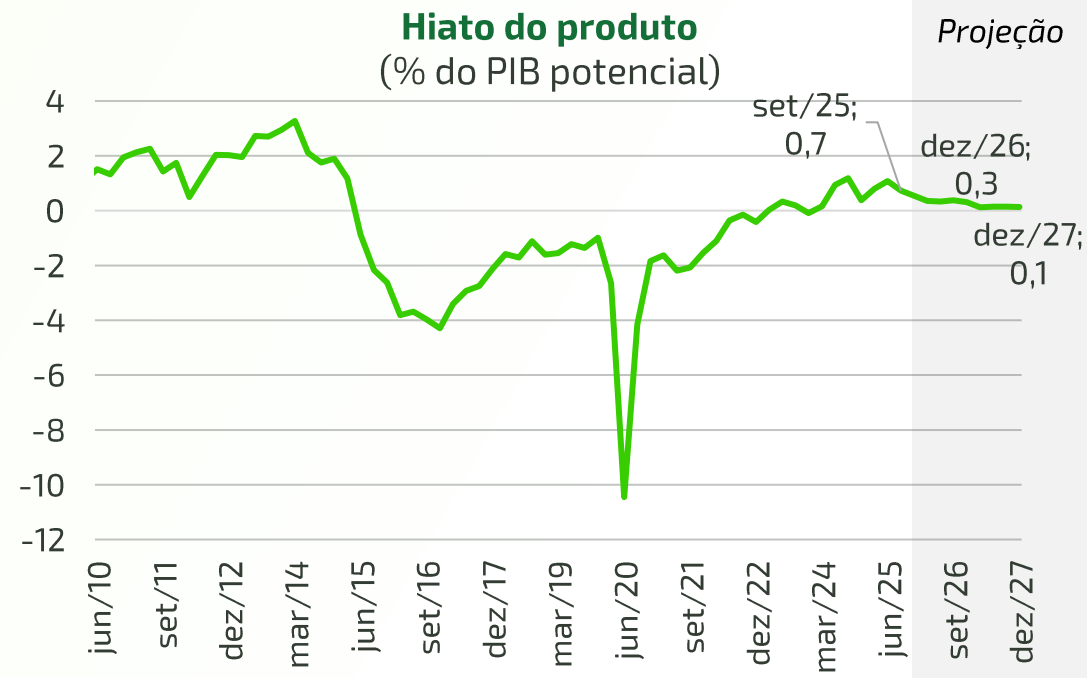
Como comentamos anteriormente, as surpresas observadas no crescimento se devem tanto a **fatores estruturais** (e.g. reformas estruturantes) quanto **conjunturais** (e.g. política fiscal e monetária). Em especial, em 2025 o PIB sofreu os impactos da **política monetária contracionista**, que tende a ter efeito negativo sobre a atividade econômica. Para 2026, parte dos efeitos devem se manter, à medida que a taxa básica de juros ainda tende a permanecer elevada. Porém um impulso maior vindo de uma **política fiscal ainda mais expansionista** tende a dar sobrevida para o crescimento.

Estimamos o PIB potencial em 2,5% e o hiato do produto em 0,3% ao final de 2026



Os **fatores estruturais** tendem a impactar o **crescimento potencial** – o quanto a economia pode crescer sem gerar inflação. Nos últimos oito anos, tivemos uma série de reformas (trabalhista, previdenciária, tributária), concessões, privatizações e desenvolvimento do mercado de crédito privado, que melhoraram a alocação dos recursos na economia e, assim, permitindo que o PIB possa crescer mais sem gerar inflação. **Estimamos que o PIB potencial do Brasil esteja por volta de 2,5% a.a.** Se estivermos corretos, a economia brasileira tende a crescer três anos abaixo do potencial, o que deve gerar uma redução do hiato do produto – a diferença entre o PIB observado e o PIB potencial.

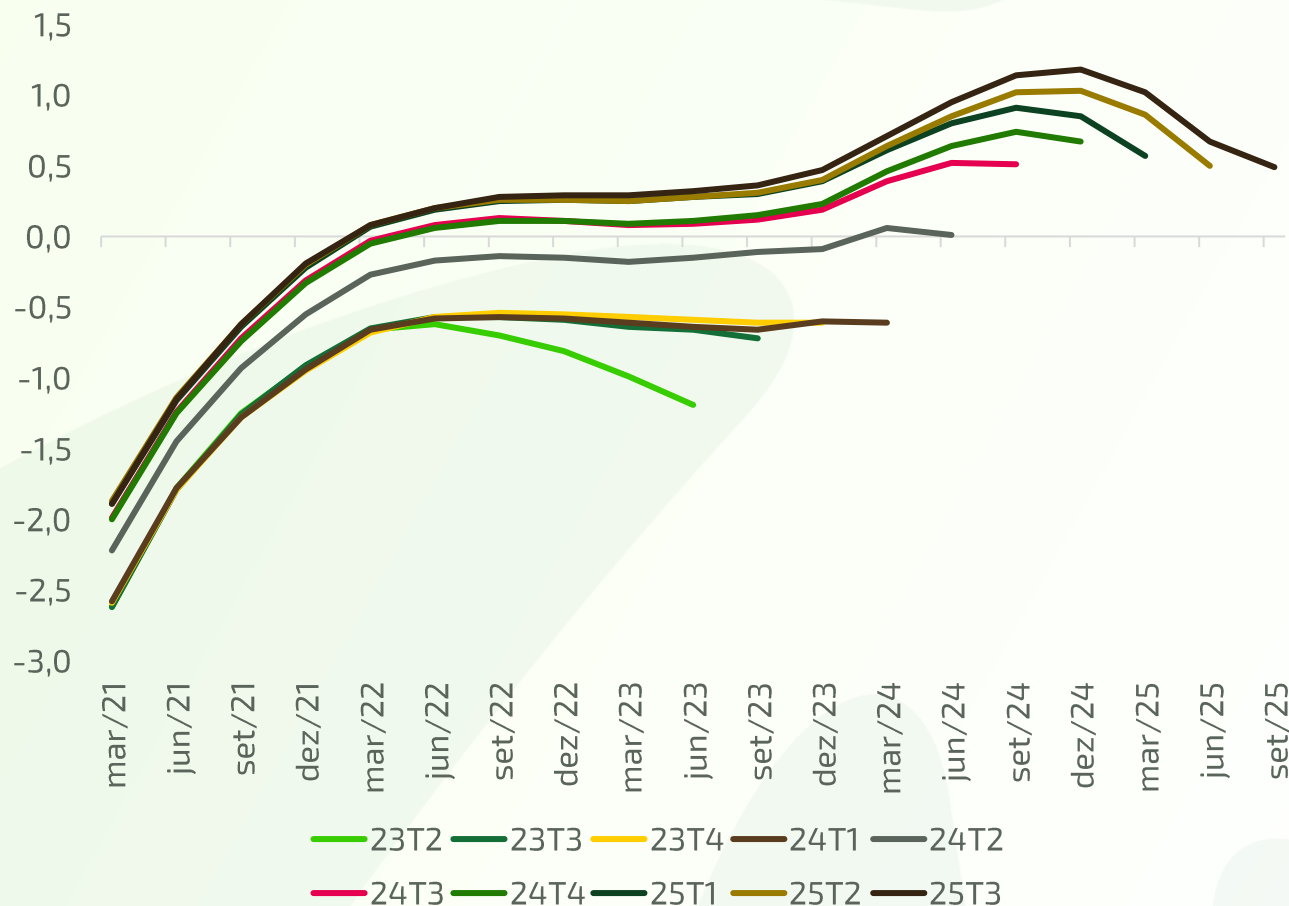
O que esperar da **economia em 2026?**



O **hiato do produto** é mais atrelado a **fatores conjunturais**, como a posição das políticas monetária e fiscal e choques na economia. Quando o PIB cresce acima do potencial (como nos últimos três anos), o hiato do produto fica positivo, sinalizando que a economia está superaquecida, o que tende a pressionar a inflação. Quando o PIB cresce abaixo do potencial por algum tempo (como estamos projetando para 2025, 2026 e 2027), o hiato do produto tende a diminuir, reduzindo a pressão sobre os preços na economia. Nessa situação, a inflação costuma arrefecer. **Nas nossas contas, o hiato do produto tende a terminar 2026 próximo de zero**, isto é, diminuindo a pressão sobre a inflação.

Banco Central também se surpreendeu várias vezes com o crescimento e manifestou isso na sua revisão de hiato do produto

Hiato do produto - Estimativa BCB por trimestre
(em % do PIB potencial)



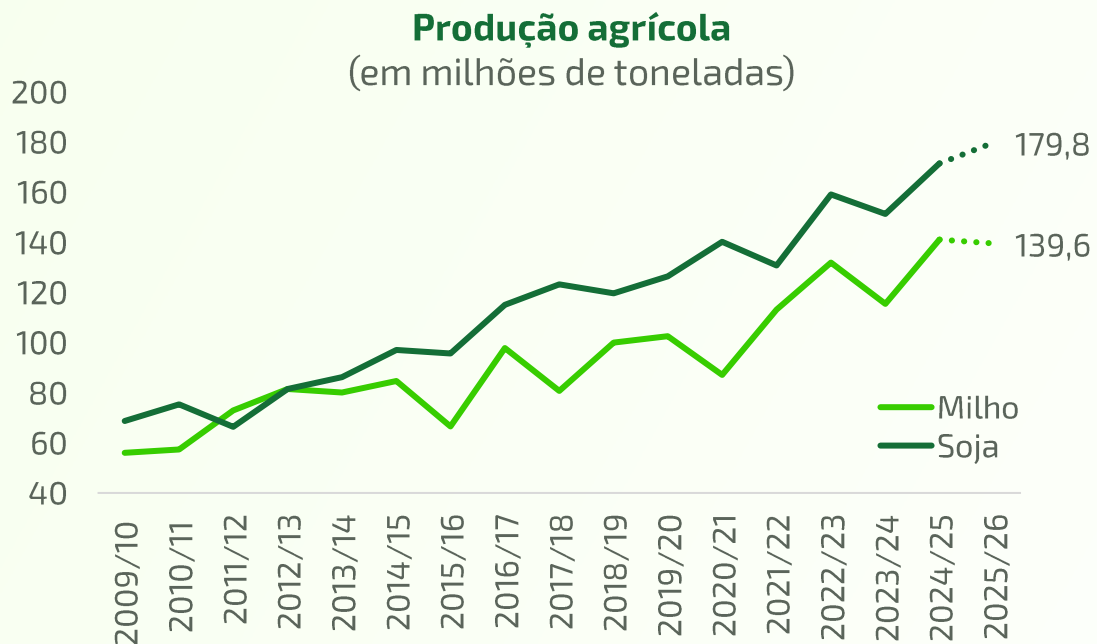
Não foram apenas os economistas que respondem ao Focus que se surpreenderam com os dados de atividade.

Desde 2023, o Banco Central do Brasil (BCB) vem revisando recorrentemente a sua estimativa de hiato do produto para cima. Esse dado é importante porque é um dos insumos utilizados nas projeções de inflação do Copom, o comitê de política monetária do BCB.

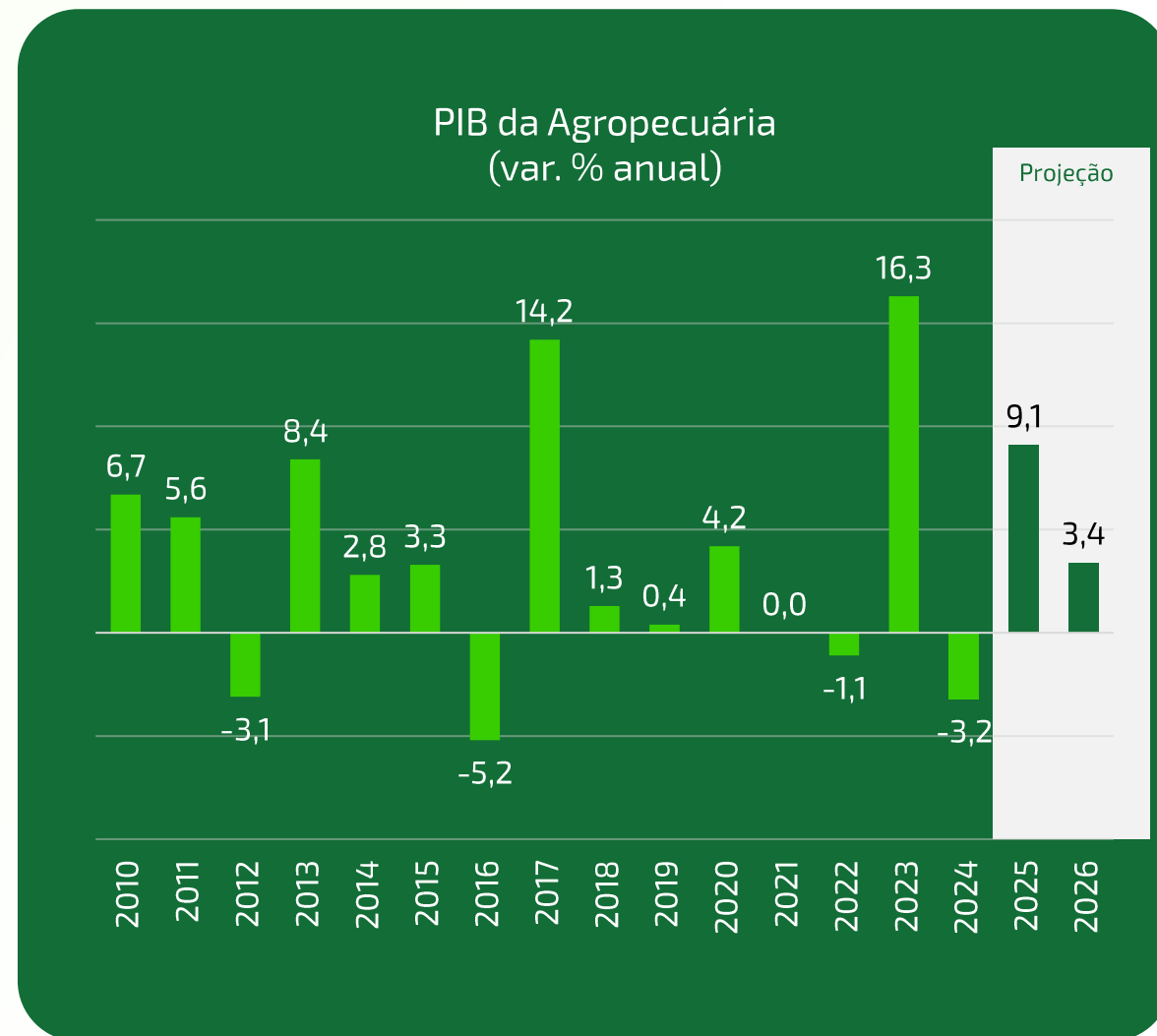
Hiato mais alto (ou mais positivo) significa necessidade de uma política monetária mais contracionista para levar a inflação para a meta. Tais revisões acontecem quando o cenário observado para a atividade econômica e para o mercado de trabalho surpreendem a autoridade monetária, no sentido de atividade mais forte do que as projeções apontadas por seus modelos.

Nas projeções do BCB, que são mais otimistas do que as nossas (conforme slide anterior), o hiato do produto deve arrefecer e chegar a -0,5% no 1º trimestre de 2027.

PIB da Agropecuária deve crescer 3,4% em 2026, mesmo com safras menores em algumas culturas



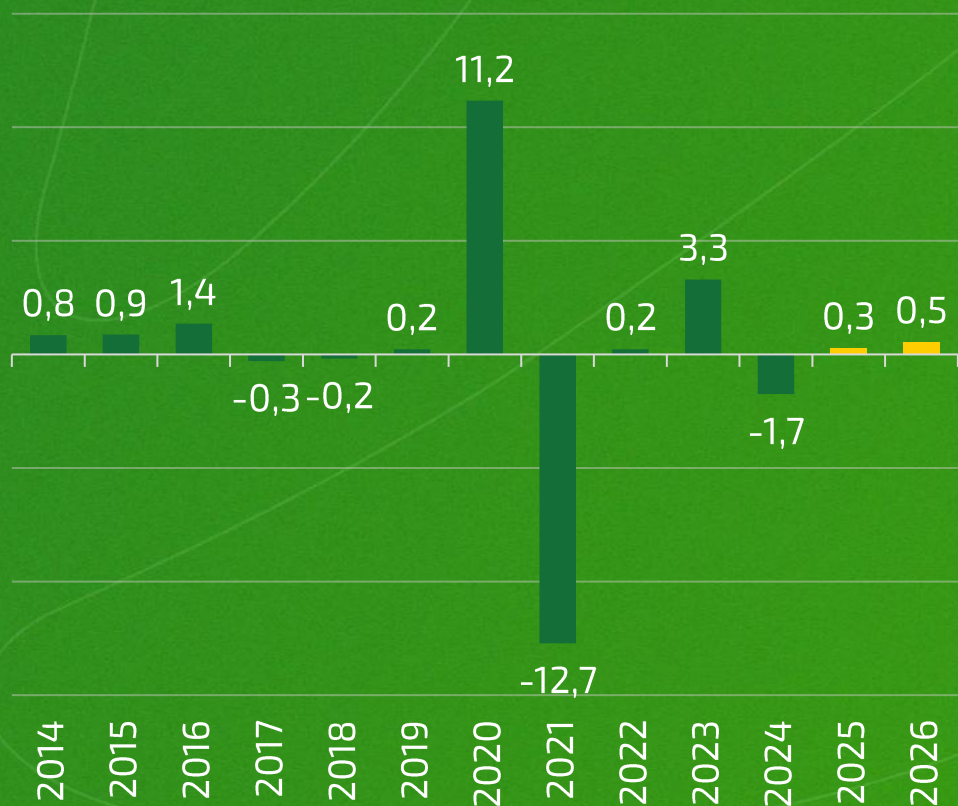
Em 2025, a safra agrícola se recuperou das perdas de 2024, decorrentes do El Niño, de forma que o PIB do Agro deve registrar crescimento de 9,1%. Para 2026, é esperado que a safra de soja cresça 4,1%, a 178,5 mton, e a de milho caia 1,1%, a 139,6 mton. Além disso, a inversão do ciclo pecuário tende a **melhorar as margens de lucro dos produtores**, visto que os preços de venda da arroba do boi gordo tendem a subir enquanto os custos de produção devem ficar relativamente estáveis. Por conta disso, **projetamos crescimento de 3,4% para o PIB da Agropecuária em 2026**.



Impulso fiscal deve contribuir com 0,7 p.p. para o crescimento



Impulso fiscal - Governo central



Recursos em caixa | Governos estaduais (% do PIB)



Resultado primário | Governos estaduais (% do PIB)

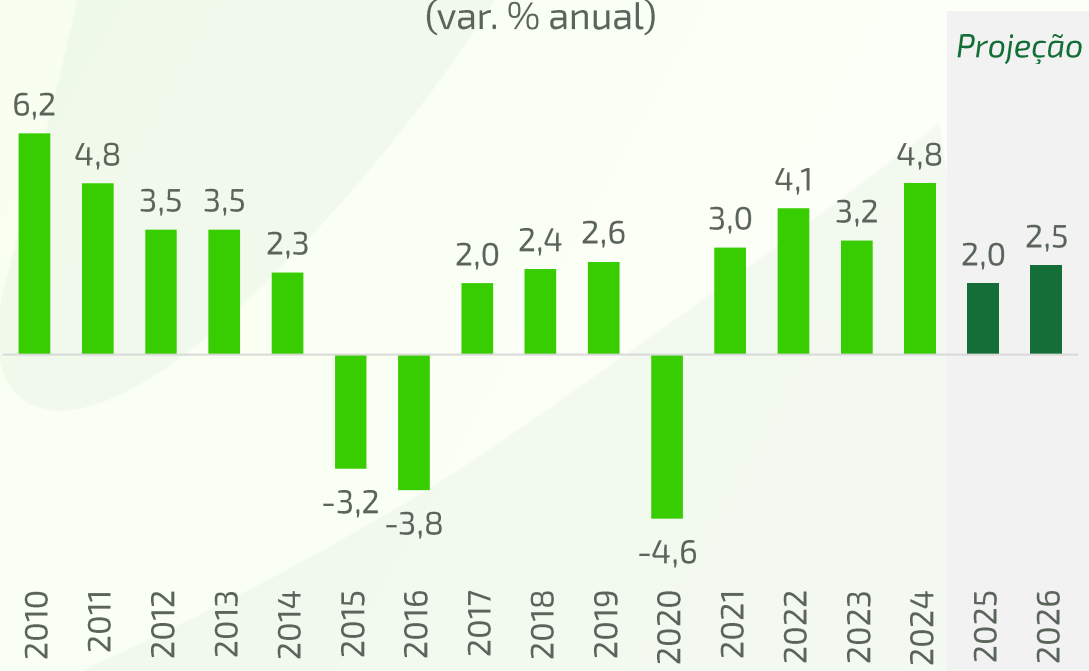


O impulso fiscal dos gastos dos governos central e subnacionais tende a ser positivo em 2026. **Projetamos um impulso de 0,5 p.p. do PIB no caso do governo central.** Essa projeção leva em conta a isenção de IR para quem ganha até R\$5 mil/mês além de um crescimento moderado das transferências de renda, folha de pagamentos e investimentos do governo federal. Também vemos espaço para a expansão nos governos estaduais, que registraram superávit primário de 0,1% do PIB no acumulado em 12 meses até out/25 e recursos em caixa que estão cerca de 0,2 p.p. acima de 2021, no pós pandemia. Em caso de zeramento do resultado primário e volta do caixa para o patamar de 2021, o impulso fiscal dos estados pode chegar a 0,2% do PIB. Assim, **projetamos um impulso fiscal total de 0,7% do PIB, sendo 0,5 p.p. do governo central e 0,2 p.p. dos governos estaduais.**

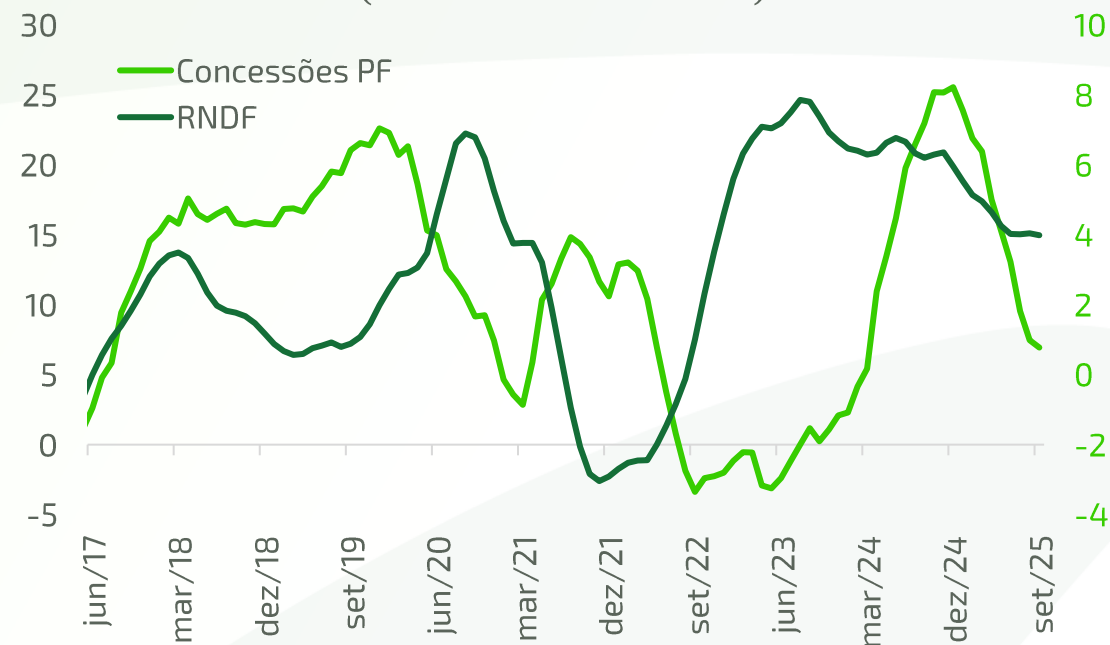
Apesar do contexto de desaceleração, consumo das famílias deve se **beneficiar da isenção do IR**



Consumo das famílias (var. % anual)



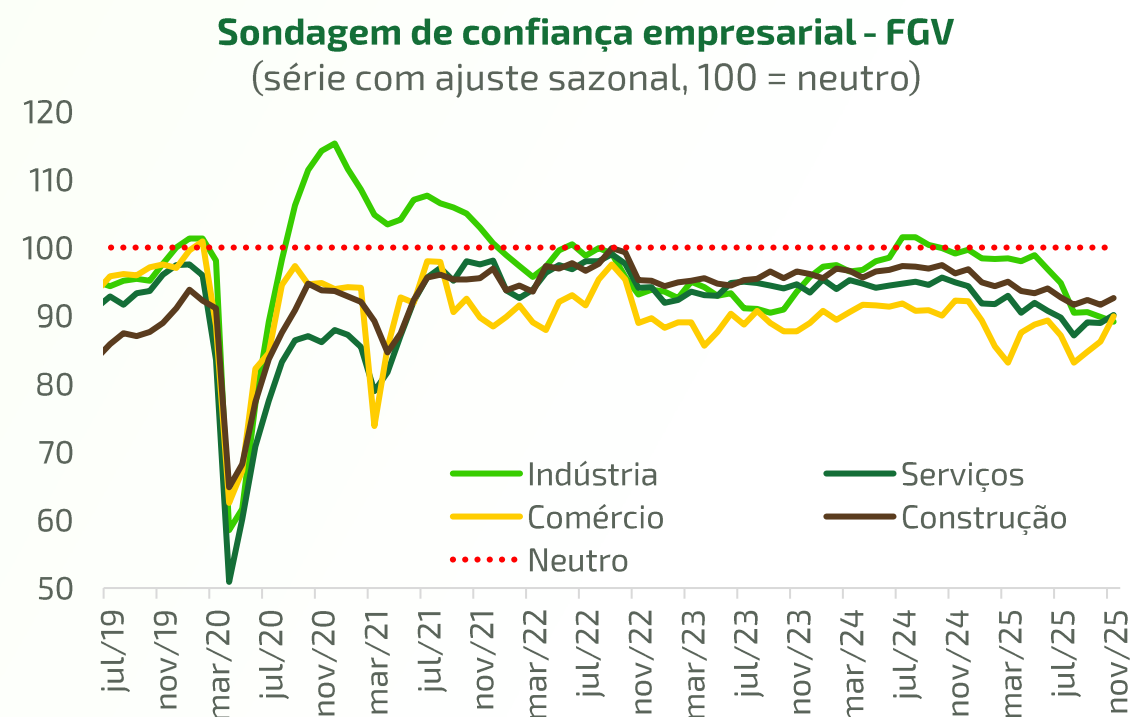
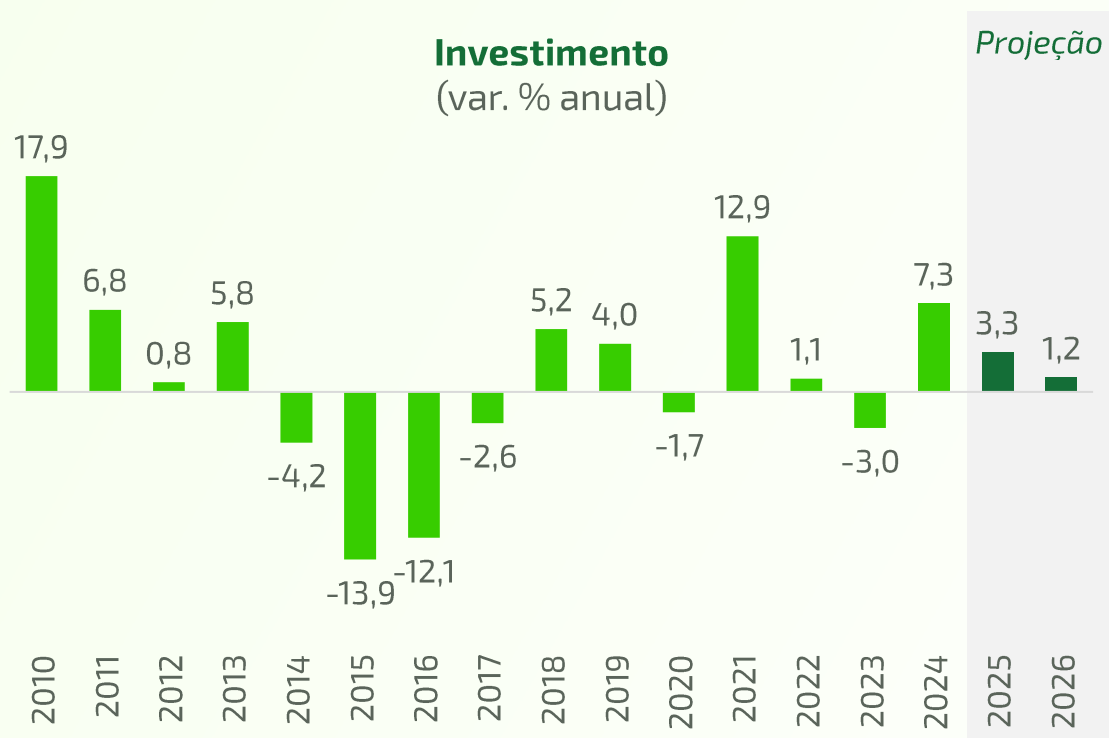
Concessões PF vs. Renda disponível das famílias (var. % acumul. em 12m)



O consumo das famílias desacelerou de um crescimento de 4,8% em 2024 para 2,0% em 2025. Contribuíram tanto as taxas de juros elevadas para o crédito para pessoa física (PF) quanto a desaceleração do crescimento da renda real, na medida que o mercado de trabalho começou a perder força no final do ano. Para 2026, projetamos retomada do Consumo das famílias, tendo em vista a redução do grau de aperto da política monetária e a medida de extensão da isenção do imposto de renda para PF para contribuintes com renda até R\$5 mil mensais. Apesar da proposta ser neutra do ponto de vista da renda disponível total das famílias, os beneficiários da medida (aqueles que ganham até R\$5mil/mensais) consomem uma parcela maior de sua renda que as pessoas que terão a renda disponível reduzida (aquelas que ganham acima de R\$50 mil/mês). Por isso, estimamos que o efeito líquido no consumo tende a ser positivo, na ordem de R\$35 bilhões (0,4% do PIB), o que adiciona 0,5 p.p. ao Consumo das famílias. **Projetamos que o Consumo das famílias cresça 2,5% em 2026.**



Diante do aperto monetário e incerteza do cenário, investimentos devem se manter em baixa ao longo de 2026



Após crescer **7,3% em 2024**, o **investimento** desacelerou e deve registrar alta de **3,3% em 2025**, **perdendo ainda mais força em 2026**. Esse movimento reflete as **altas taxas de juros** ao longo de 2025 e a **queda na confiança empresarial** no segundo semestre. A proximidade do período eleitoral, marcada por maior **incerteza sobre a política econômica futura**, tende a manter a confiança contida, especialmente na indústria, mais sensível às condições financeiras. Por outro lado, setores como comércio, serviços e construção mostram sinais de recuperação. Nos dois primeiros, o otimismo pode estar ligado à **expectativa de maior consumo**, impulsionado pela **ampliação da renda** das famílias beneficiadas pela **medida do IR**. Já na construção, a confiança adicional pode refletir **programas habitacionais voltados à classe média** (Novo Minha Casa, Minha Vida), reformas residenciais e obras públicas típicas de anos eleitorais. Com isso, **projetamos crescimento de 1,2% para o investimento em 2026**.

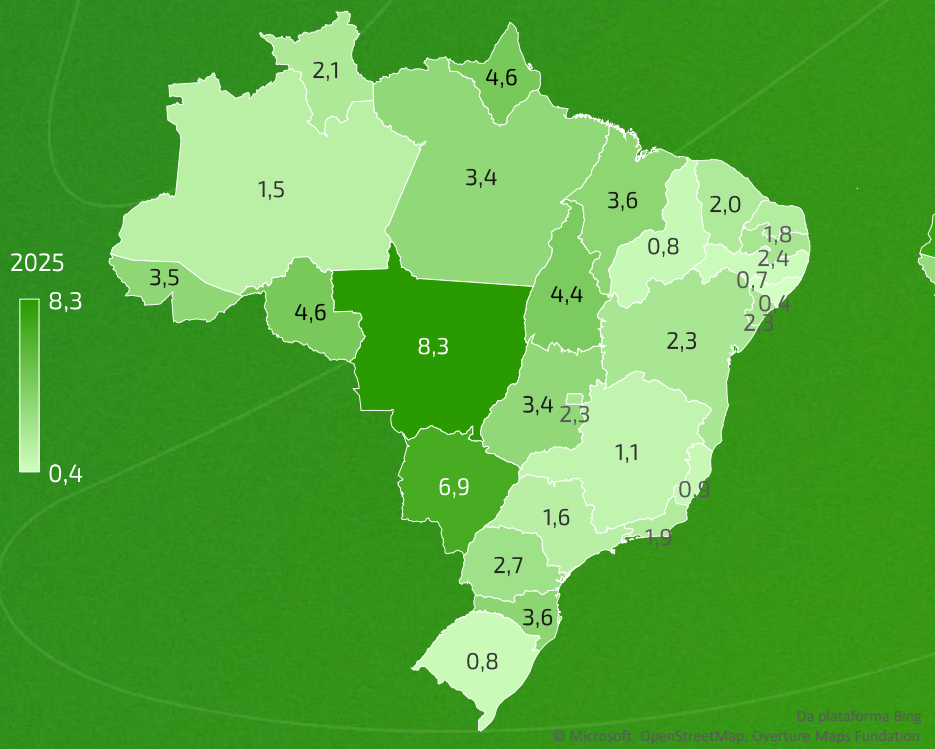


Desaceleração tende a ocorrer em todas as Regiões e desempenho deve ser mais homogêneo entre as regiões

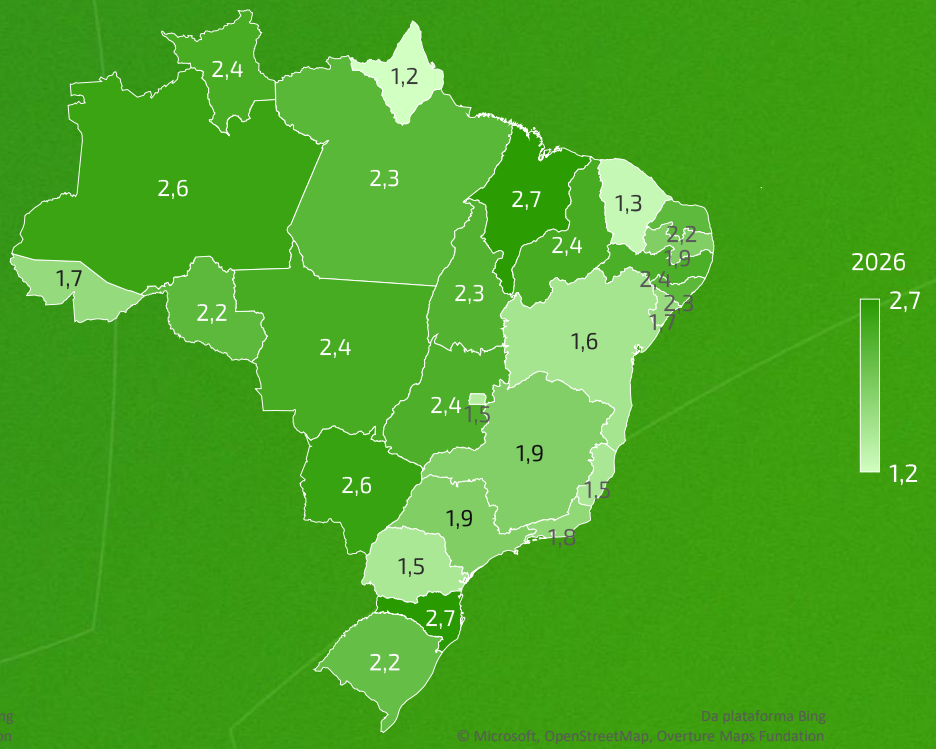


Crescimento dos Estados (var. %)

2025



2026



O **Centro-Oeste** puxou o crescimento em 2025 com a recuperação da produção do Agro

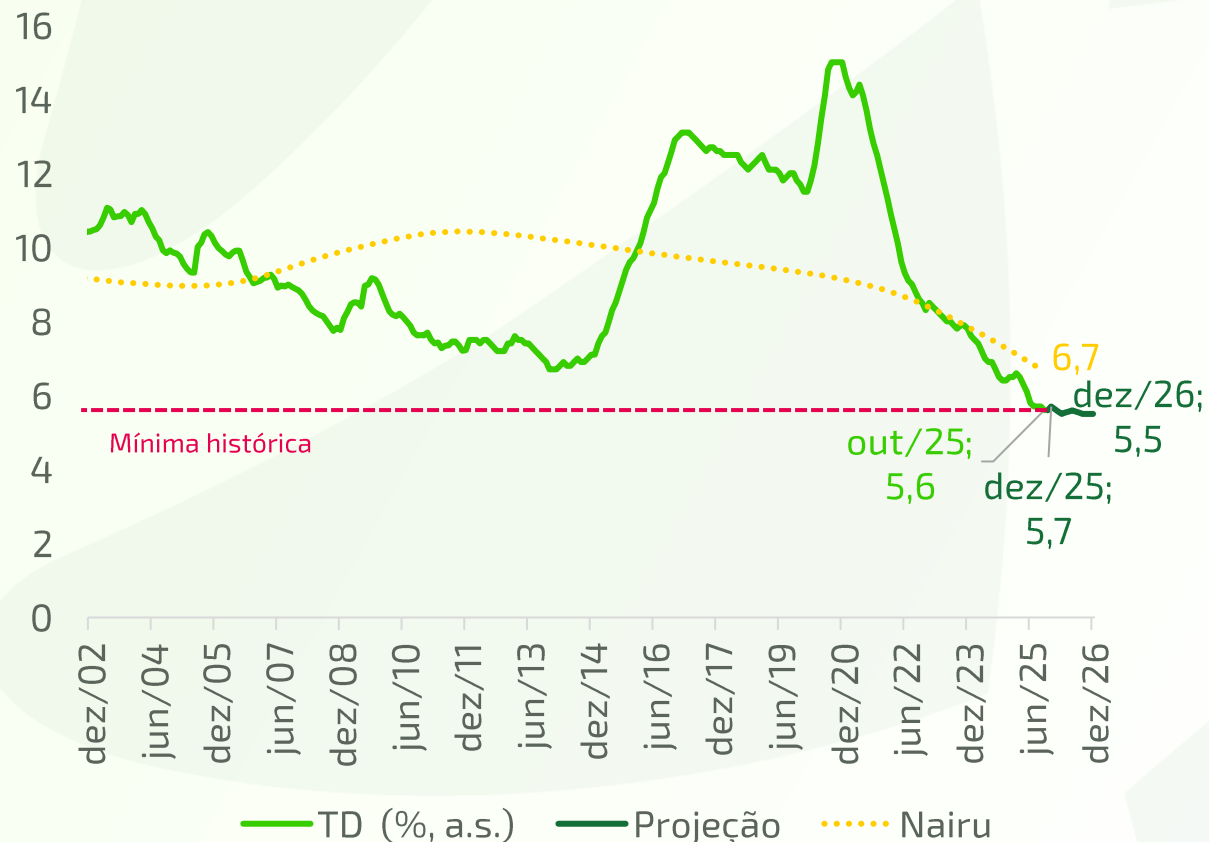
Grandes centros urbanos são os mais afetados pelo alto endividamento das PFs

Nos **Pequenos centros urbanos**, taxa de juros elevada deve fazer os investimentos retomarem mais no segundo semestre

Agro no Centro-Oeste tende a colher uma boa safra de grãos com preços positivos

Taxa de desocupação atingiu nova mínima histórica em 2025, e deve continuar baixa em 2026, apesar de pequena elevação

Taxa de desemprego (% da Força de Trabalho, a.s.)



Nos últimos anos, o mercado de trabalho tem passado por algumas **mudanças estruturais**, como:

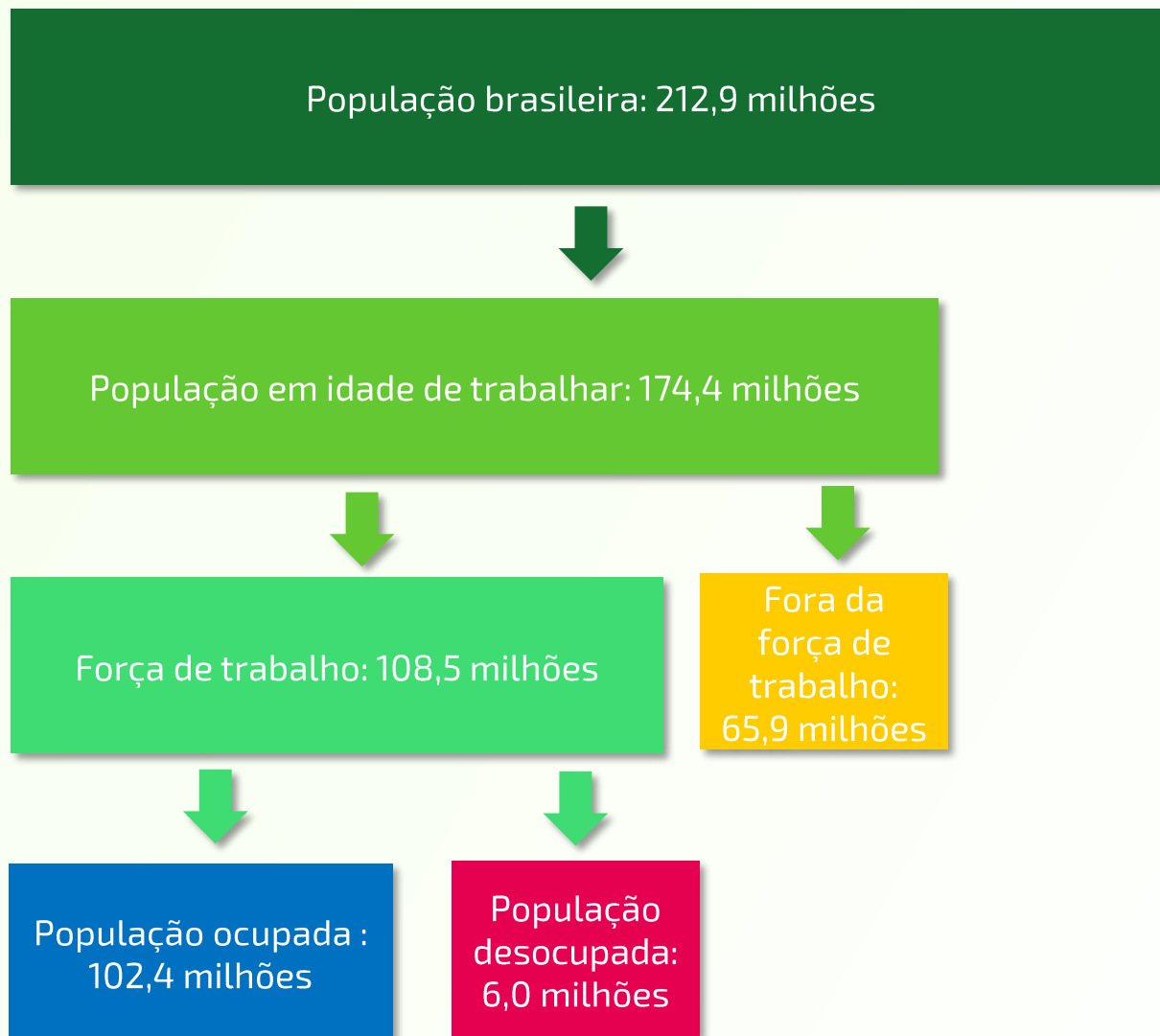
- Envelhecimento da população;
- Redução da taxa de participação no mercado de trabalho;
- Maior flexibilidade nas relações de trabalho, com a economia dos aplicativos e a reforma trabalhista de 2017

No final de 2025 e início de 2026, **o ritmo de geração de vagas no mercado de trabalho tende a arrefecer**, de maneira que projetamos uma pequena elevação da taxa de desemprego entre o 4º tri/25 e o 1º tri/26, mas que tende a voltar a cair à medida que a atividade econômica retomar o crescimento. **Para o final de 2026, projetamos a taxa de desemprego em 5,6%.**

Apesar da taxa de desemprego se situar em patamar historicamente baixo, ela **tende a gerar menos pressão sobre a inflação**, visto que a Nairu, acrônimo em inglês para *taxa de desemprego que não acelera a inflação*, tem diminuído nos últimos anos, como consequência das mudanças estruturais e possivelmente da reforma trabalhista de 2017.

Isso significa que **devemos observar taxas de desemprego relativamente baixas nos próximos anos**, sem que isso necessariamente seja um problema inflacionário.

Como o IBGE calcula a taxa de desocupação?



Para analisar o mercado de trabalho, o IBGE separa a população brasileira em alguns conjuntos:

- A **população em idade de trabalhar (PIT)**, que inclui todos os brasileiros maiores de 14 anos, independente de qualquer outro fator;
- **Força de trabalho (FT)**, são as pessoas que participam do mercado de trabalho, estando ocupadas ou ativamente procurando emprego (trata-se da soma PO + PD);
- **População ocupada (PO)** são as pessoas que estiveram ocupadas por pelo menos quatro horas no último mês;
- **População desocupada (PD)** são as pessoas que não estiveram ocupadas nas última semana, porém estavam ativamente procurando emprego;
- **Fora da força de trabalho (FFT)** são as pessoas que, por qualquer motivo que seja, não estão trabalhando nem ativamente procurando emprego. Inclui aposentados, pessoas dedicadas a afazeres domésticos, estudantes em tempo integral, deficientes físicos, etc., incluindo aqueles que desistiram de procurar emprego (desalentados)

A **taxa de participação (TP)** reflete a proporção da população em idade de trabalhar que está participando do mercado de trabalho ($TP (\%) = FT/PIT \times 100\%$)

A **taxa de desocupação (TD)**, ou como comumente denominada, taxa de desemprego, reflete a proporção da força de trabalho que se encontra desocupada ($TD (\%) = PD/FT \times 100\%$)

Como o IBGE calcula a taxa de desocupação?



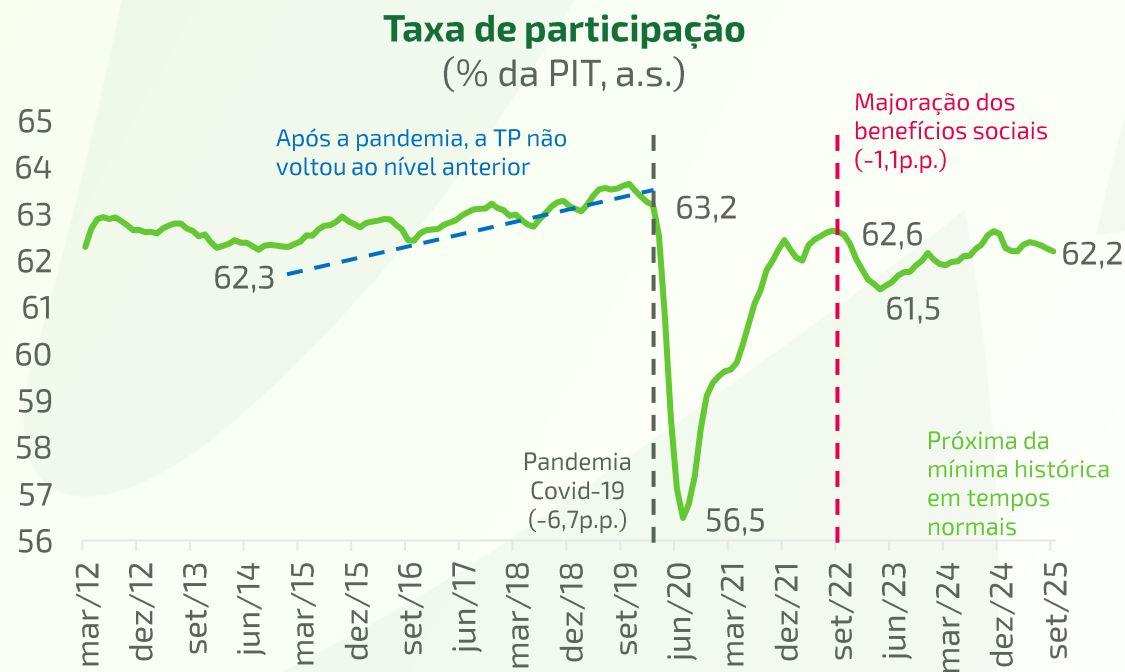
Existe uma interação entre as populações. Todos os dias pessoas são contratadas, demitidas, optam por participar ou sair do mercado de trabalho, estando ou não empregadas.

Assim, a **taxa de desemprego pode se reduzir** por diferentes motivos:

- **Aumento da população ocupada**, pelo aumento da demanda das empresas por trabalhadores;
- Diminuição da força de trabalho, por uma **redução da taxa de participação** no mercado de trabalho;
- Diminuição da força de trabalho, por uma **redução da população em idade de trabalhar**.

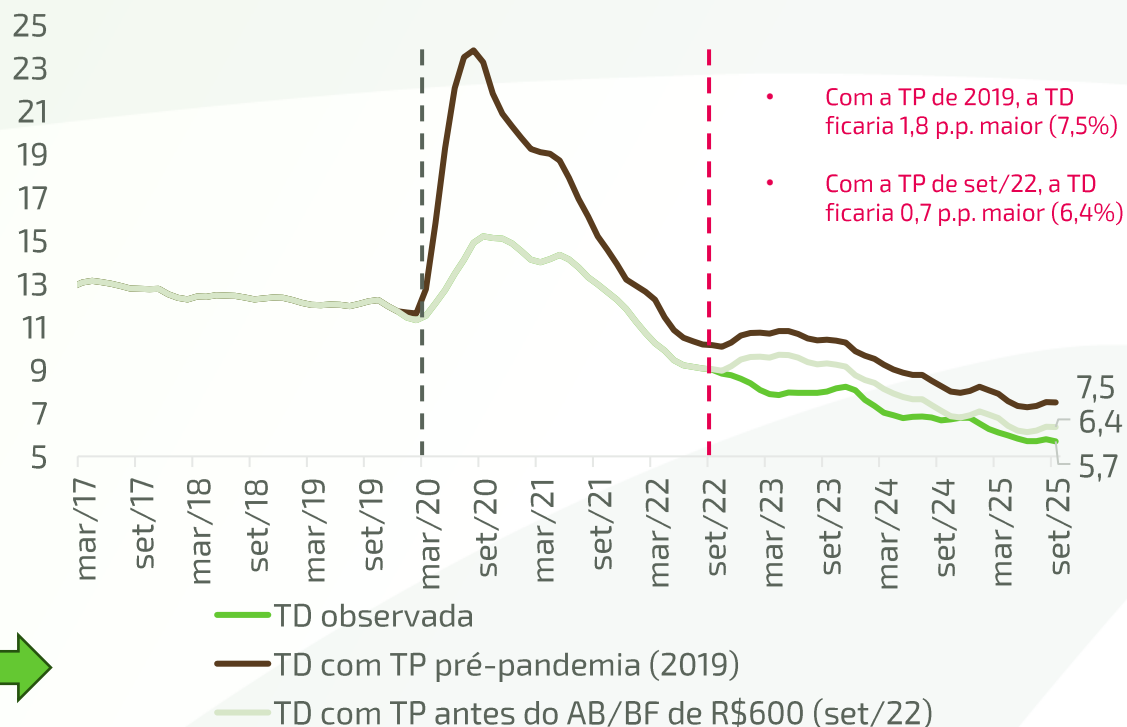
$$= 1 - \frac{\text{Pop. ocupada}}{\text{Taxa de participação} * \text{População em idade de trabalhar}}$$

A taxa de participação caiu influenciada por diversos fatores, dentre eles a reforma da previdência, a pandemia e os benefícios sociais



Taxa de desocupação | por Taxa de participação

(% da FT, com ajuste sazonal)

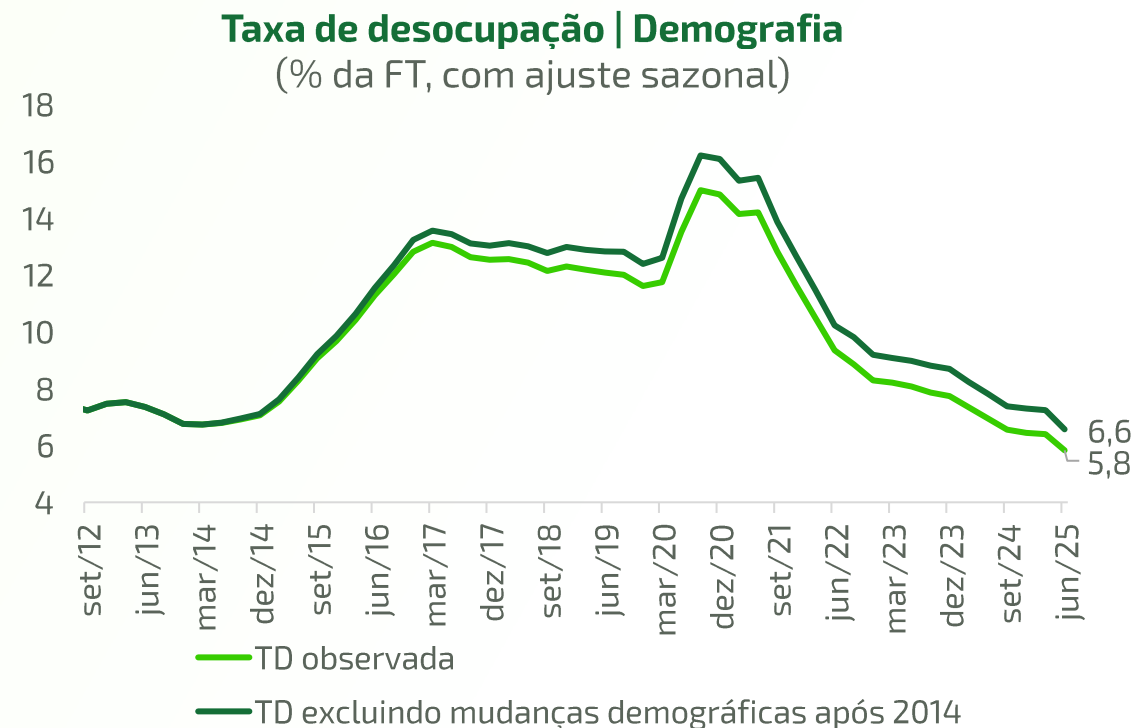
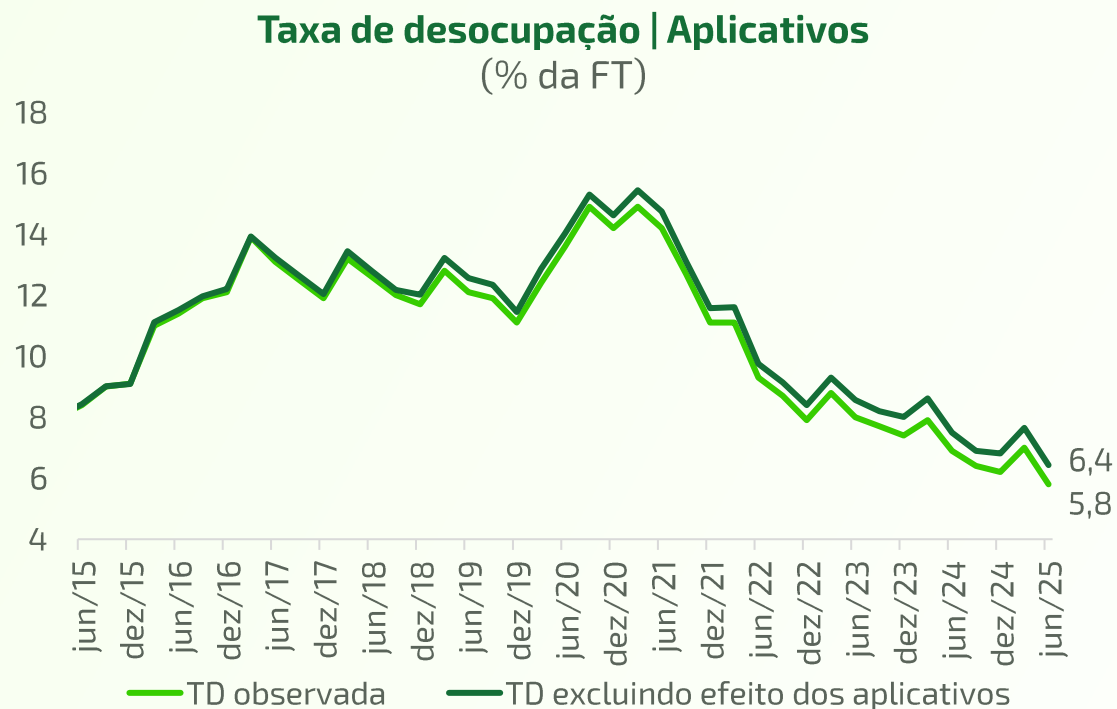


Exercício ao lado supõe evolução da PO e da PIA conforme observado e PEA corrigida pela taxa de participação em cada período de referência



Nos últimos anos, **tivemos uma combinação dos fatores elencados anteriormente**: i) demanda muito forte por trabalhadores; ii) aumento da população empregada em aplicativos; iii) redução da taxa de participação após a pandemia e majoração dos benefícios sociais; e iv) mudança demográfica. **Caso mantivéssemos a taxa de participação de 2019**, antes da pandemia, **a taxa de desocupação estaria em 7,5%** (cerca de 1,8 p.p. maior) e, **se tivéssemos a taxa de participação de set/22** (anterior à majoração dos benefícios sociais), **ela estaria em 6,4%**, cerca de 0,7 p.p. acima da atual. Verifica-se que **independente desses fatores, a taxa de desocupação se encontra em patamar historicamente baixo**.

Também houve **impacto** da economia dos aplicativos e da demografia

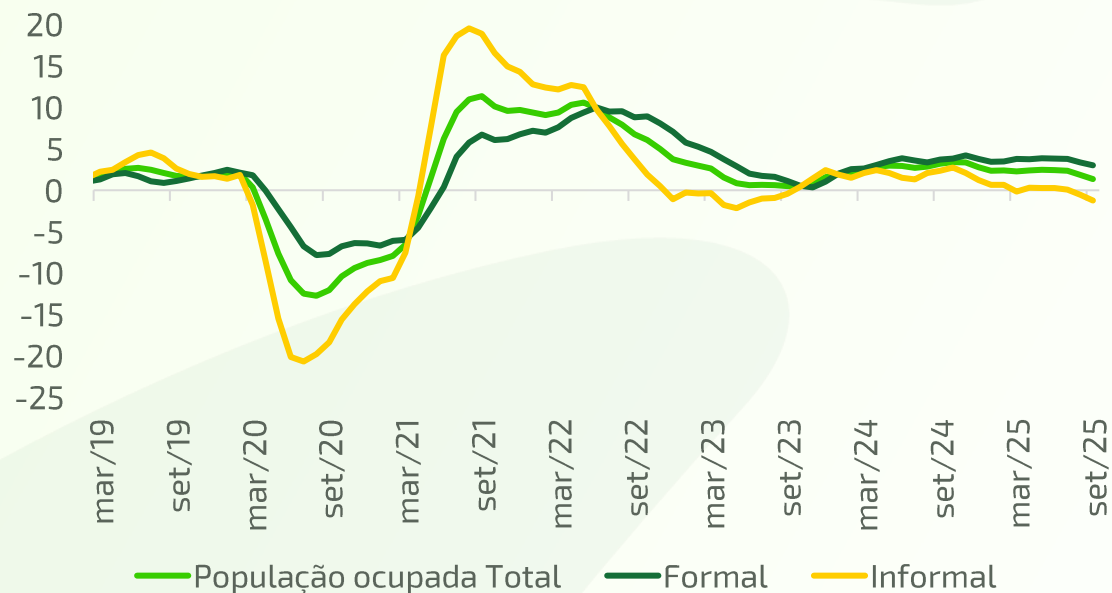


Também há os impactos da **economia dos aplicativos** sobre o nível de emprego e sobre a taxa de participação (baixo custo de entrada no mercado de trabalho) e das **mudanças demográficas** (composição etária, escolaridade, etc.). Com essas alterações no mercado de trabalho, o Banco Central forneceu estimativas de trajetórias contrafactuais para essas variáveis que nos permitem concluir que o **impacto da economia dos aplicativos é de reduzir a taxa de desemprego observada em 0,6 p.p. e das mudanças demográficas, em 0,8 p.p, no 2º tri/25**. Vale ressaltar que, **mesmo sem essas mudanças, ainda assim estaríamos vendo uma taxa de desemprego historicamente baixa**.

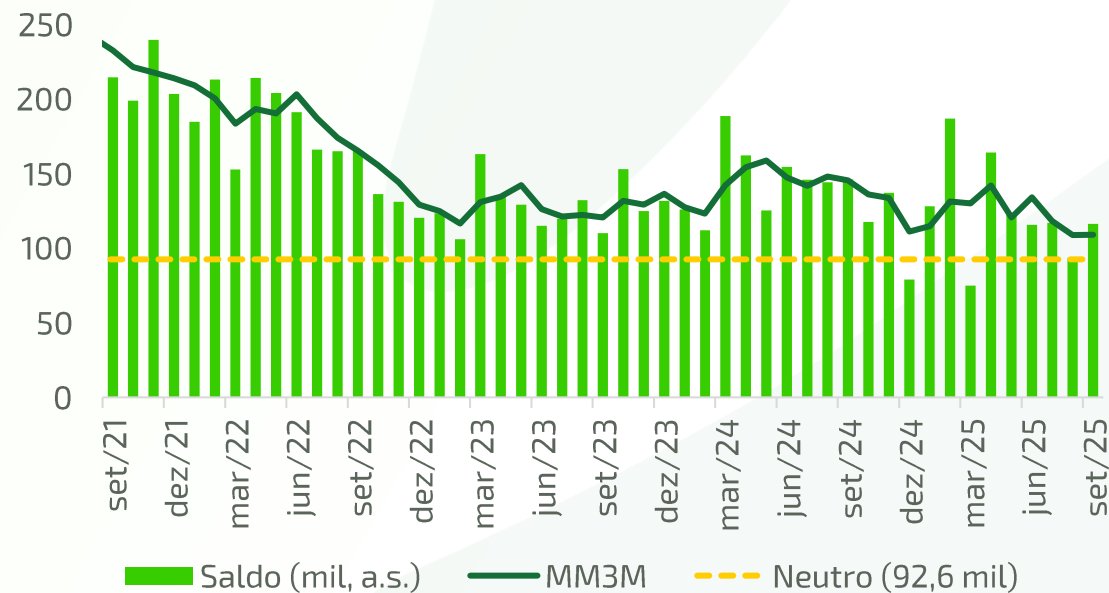
Em 2025, o **setor formal** puxou a geração de vagas, mas, à semelhança do informal, **deve perder força em 2026**



Crescimento da pop. ocupada | Formal e Informal (var. % a/a)



Saldo de empregos formais - Caged (milhares, com ajuste sazonal)

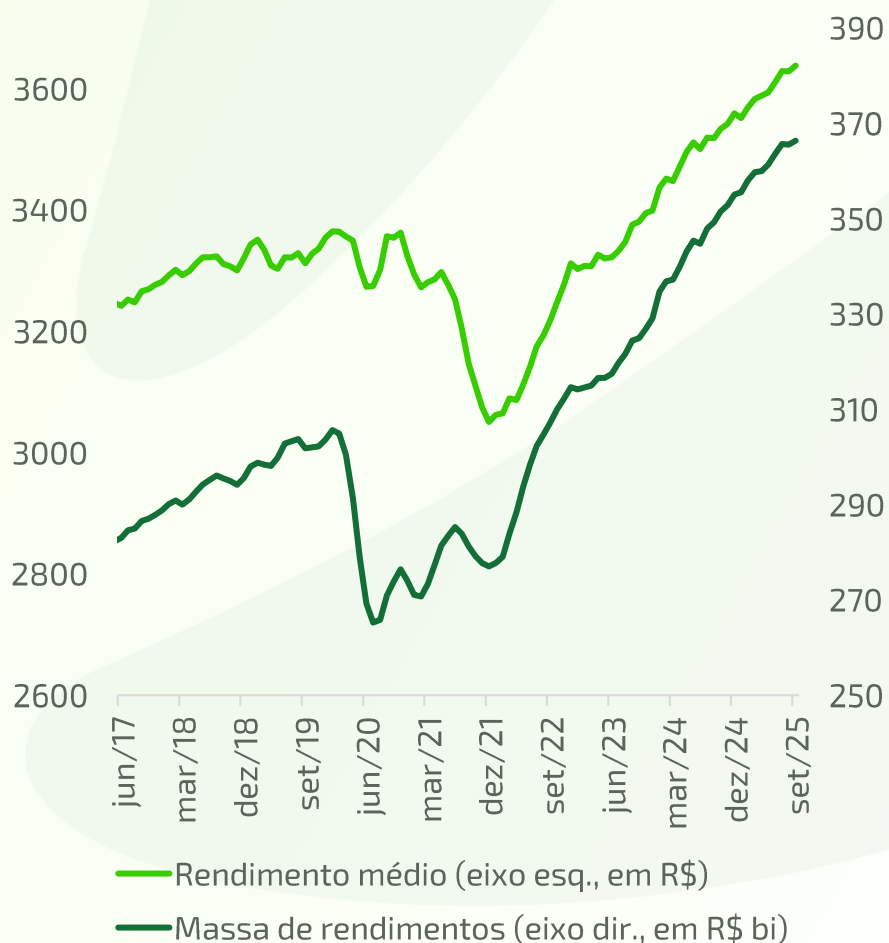


A recuperação do emprego após a pandemia se deu com grande participação dos empregos formais, que seguem resilientes nesta fase do ciclo. **O ritmo de geração de vagas formais permanece acima do nível considerado necessário para manter a taxa de desocupação contante** ("Caged Neutro": ~ 92,6 mil/mês). Contudo, quando olhamos o emprego informal – cujas relações de trabalho são mais flexíveis –, já observamos redução do estoque de vagas, sugerindo que em breve o mesmo tende a acontecer com os formais. Assim, **projetamos saldo de 1,2 milhão de empregos formais em 2026**, abaixo dos 1,4 milhão esperados para 2025 e 1,6 milhão registrados em 2024.

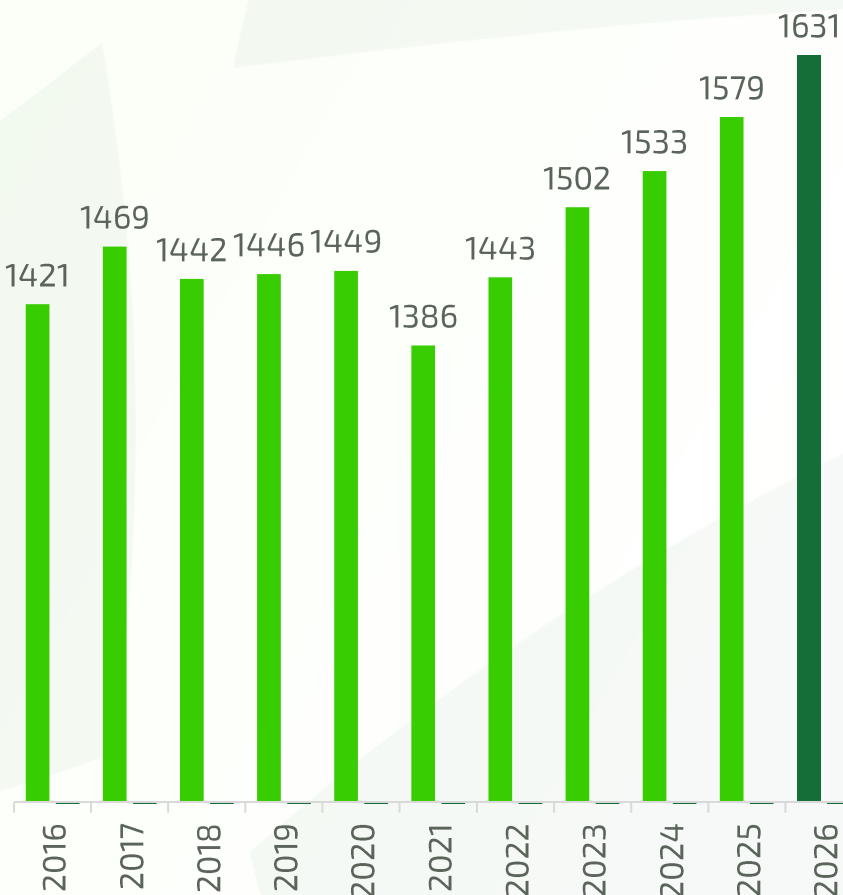
Rendimento do trabalho segue em elevação, puxado pelo mercado de trabalho bastante aquecido e aumento real do salário mínimo



Rendimento médio e Massa de rendimentos (R\$ de set/25, a.s.)



Salário mínimo real
(deflacionado pela projeção IPCA 2026)



Com o mercado de trabalho aquecido, os trabalhadores ganham poder de barganha e tendem a obter reajustes salariais acima da inflação e da produtividade. Isso em parte explica o crescimento expressivo do rendimento real nos últimos anos (+3,3% no acumulado entre jan-set/25), além do salário-mínimo que tem sido reajustado acima da inflação.

Contudo, à medida que a atividade desacelerar em 2026 e o mercado de trabalho desaquecer, esses ganhos tendem a arrefecer, como já sugere a série do rendimento real na ponta. Com a desaceleração também no emprego, a massa de rendimentos tende a diminuir o ritmo de expansão.

Para 2026, projetamos crescimento de 1,9% no rendimento real. A desaceleração da atividade pesa negativamente, enquanto o reajuste de 2,9% real no salário-mínimo tende a contribuir positivamente.



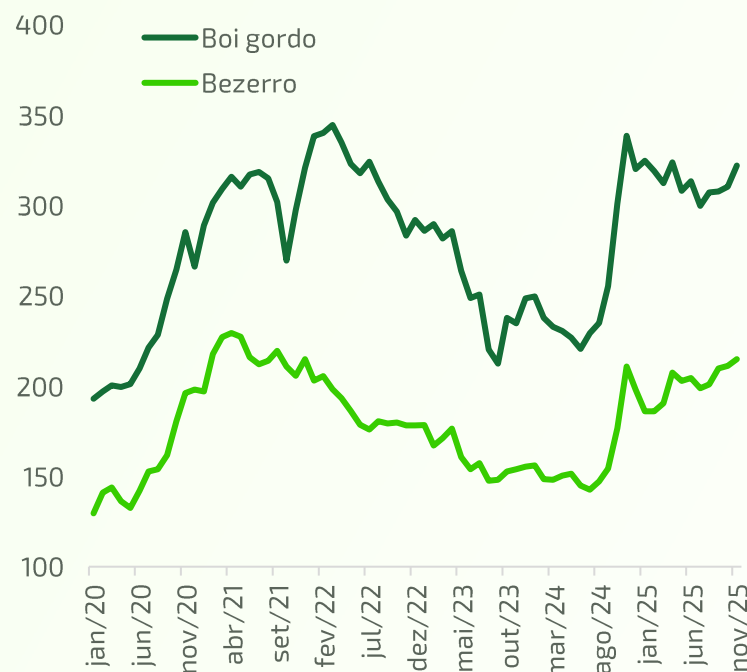


04. Agronegócio

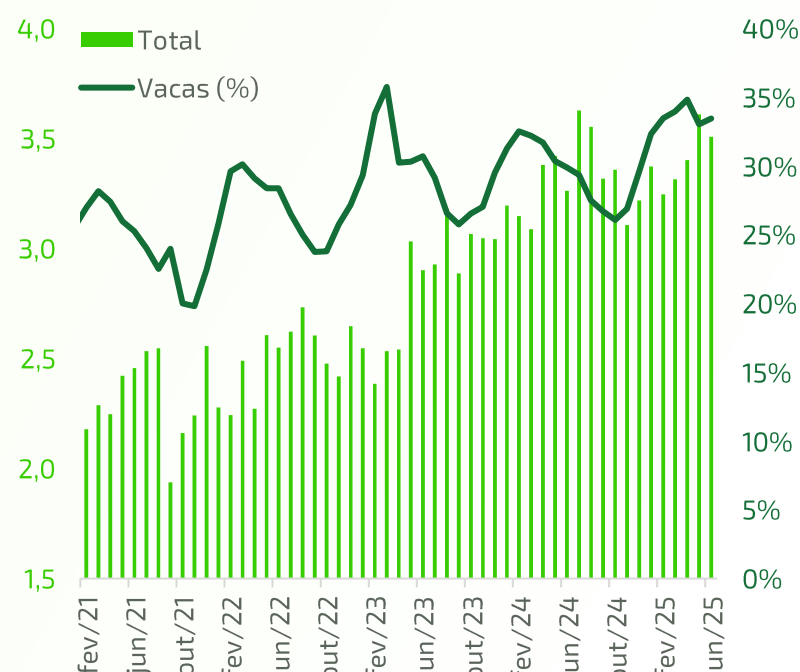
2026 será positivo para a pecuária de corte: menor taxa de abate de vacas e margens em recuperação



Preço do boi gordo e do bezerro em São Paulo (R\$/arroba)



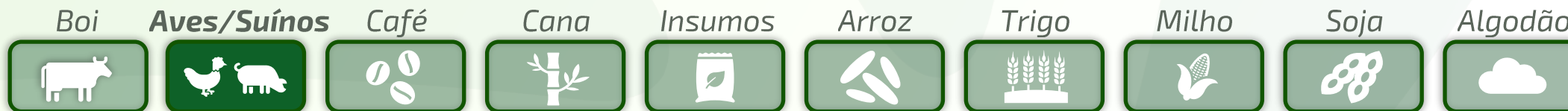
Abate total de bovinos e taxa de abate de fêmeas no Brasil



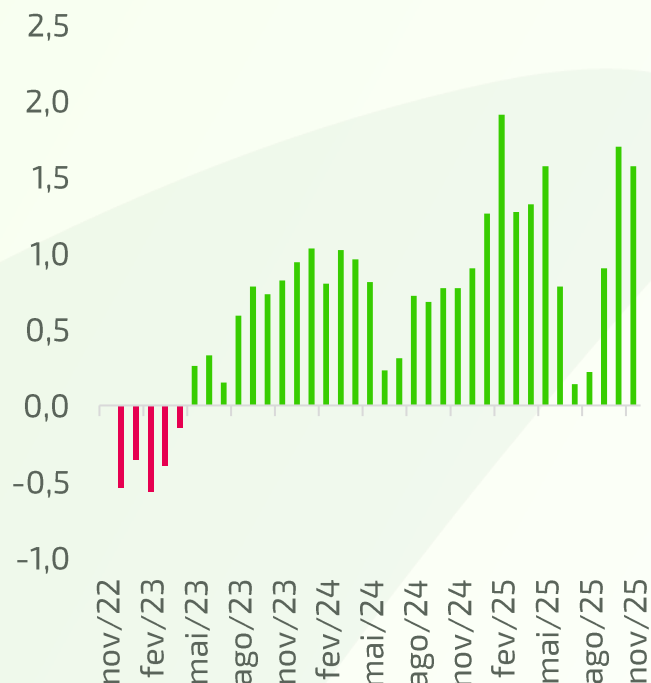
Ao longo de 2025, o preço do boi gordo operou próximo da estabilidade, após forte valorização no final de 2024. Para 2026, a **tendência é de preços e margens de rentabilidade melhores**, com a continuidade da **inversão do ciclo pecuário**.

A valorização do bezerro, observada desde 2024, tem mantido estável a taxa de abate de vacas. A partir de 2026, essa taxa deve recuar, reduzindo a oferta total de animais para abate e **impulsionando as cotações do boi gordo**.

Setores de **suínos e frangos** serão beneficiados por **demanda interna aquecida e exportações em alta**



Margem de lucro da criação de frangos
(R\$/kg de peso vivo)

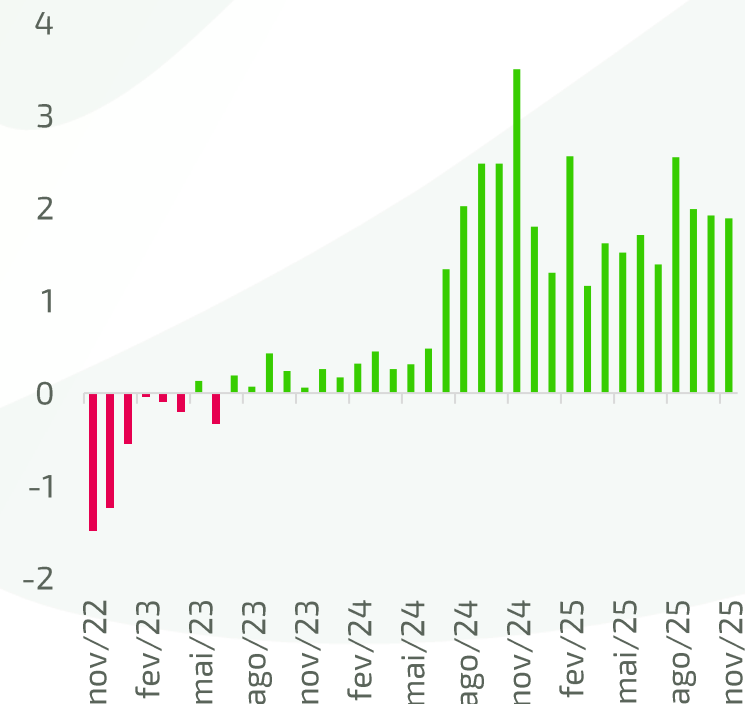


Com movimento de inversão do ciclo pecuário e a valorização do preço do boi gordo, há um aumento na demanda por outras proteínas, como a carne de frango e a carne suína, o que tende a **eleva suas cotações**.

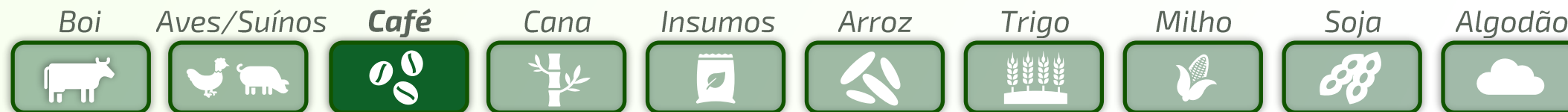
No mesmo sentido, a manutenção da tendência de crescimento nas exportações de frangos e suínos em 2026, em razão da competitividade de preço do Brasil e da expansão das vendas em mercados como as Filipinas (suínos), reforça a **pressão sobre a demanda** por essas proteínas, enquanto a perspectiva de preços estáveis para soja e milho limita uma possível alta das despesas com alimentação animal.

Portanto, a tendência é de mais um ano com **margens de lucro positivas para criadores de frangos e suínos**.

Margem de lucro da criação de suínos
(R\$/kg de peso vivo)



Mercado de café inicia ciclo de correção com oferta em recuperação

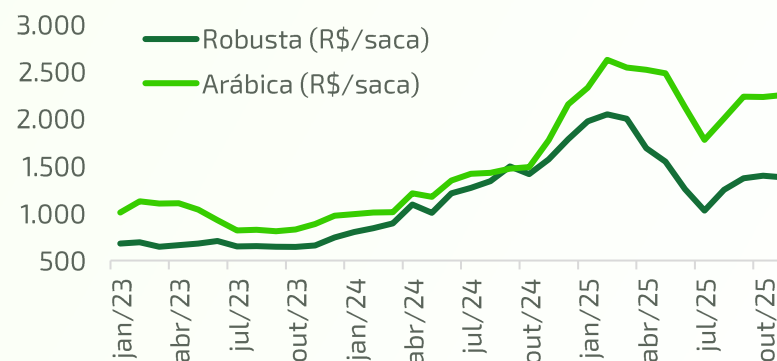


Após um ano marcado por preços elevados, o mercado de café começa a sinalizar uma mudança de tendência, com uma pressão para correção das cotações vinda da **expectativa de recuperação da oferta global**.

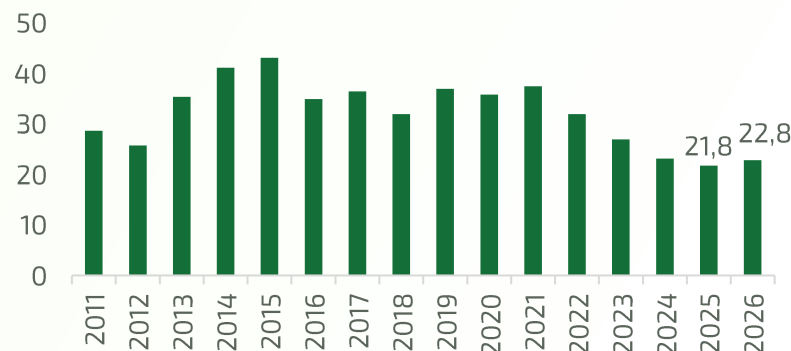
A produção brasileira, que deve alcançar 64,7 milhões de sacas em 2025, chegará a 65 milhões de sacas em 2026, enquanto os estoques mundiais devem subir de 21,8 milhões para **22,8 milhões** de sacas no mesmo período.

Esse aumento na disponibilidade reduz o risco de aperto observado nos últimos anos e indica um cenário de **preços menores a partir de 2026**.

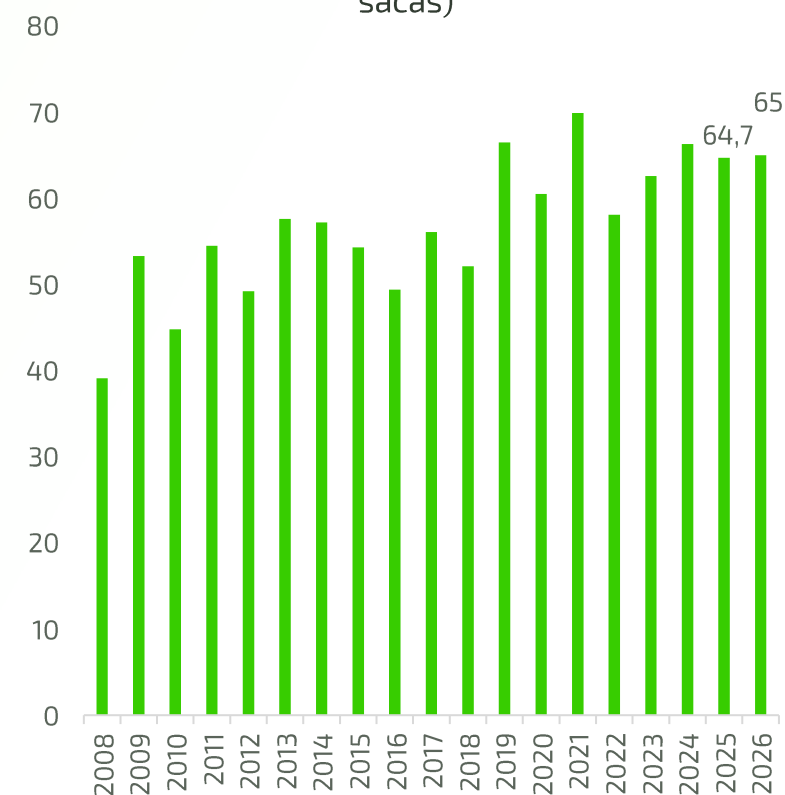
Preços de cafés no Brasil



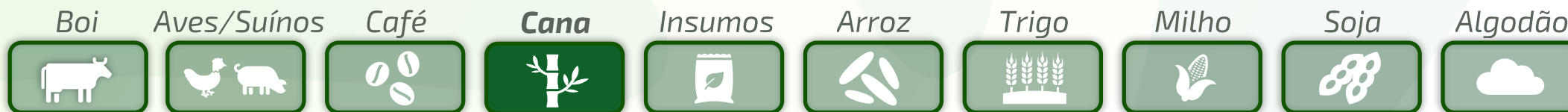
Estoques mundiais de café (milhões de sacas)



Produção brasileira de café (milhões de sacas)



Setor sucroalcooleiro enfrenta **margens comprimidas e risco de inadimplência**

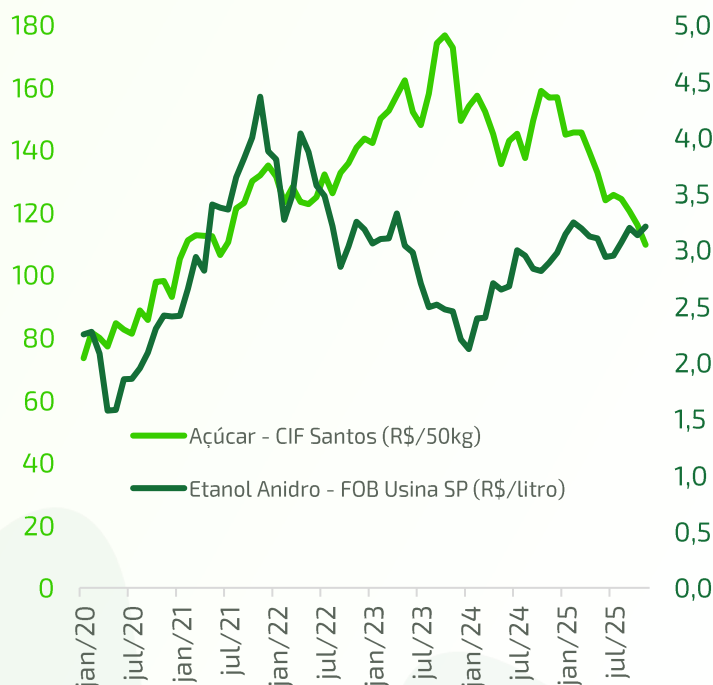


Ao longo de 2025, os preços do açúcar sofreram forte desvalorização devido à recuperação da oferta global, o que **deixou as margens das usinas muito baixas**. Em contrapartida, o etanol apresentou valorização, tornando-se relativamente mais atrativo e levando à expectativa de **maior direcionamento do mix para produção de álcool** em detrimento do açúcar.

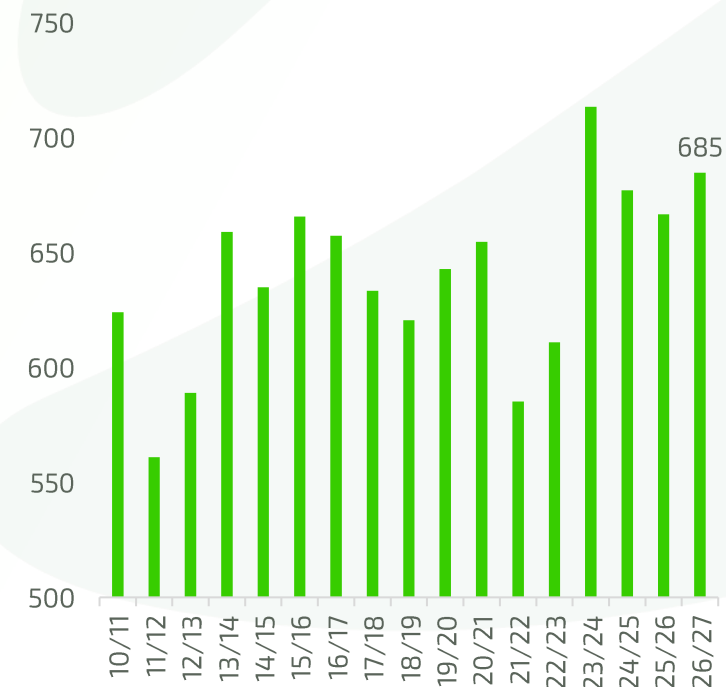
Para o ciclo 26/27, a produção brasileira de cana-de-açúcar deve se recuperar, chegando a 685 milhões de toneladas (+2,7%).

Com isso, a expectativa para 2026 é de manutenção de um cenário delicado, com **margens ainda comprimidas e maior risco de inadimplência no setor**.

Cotações do açúcar e do etanol no Brasil



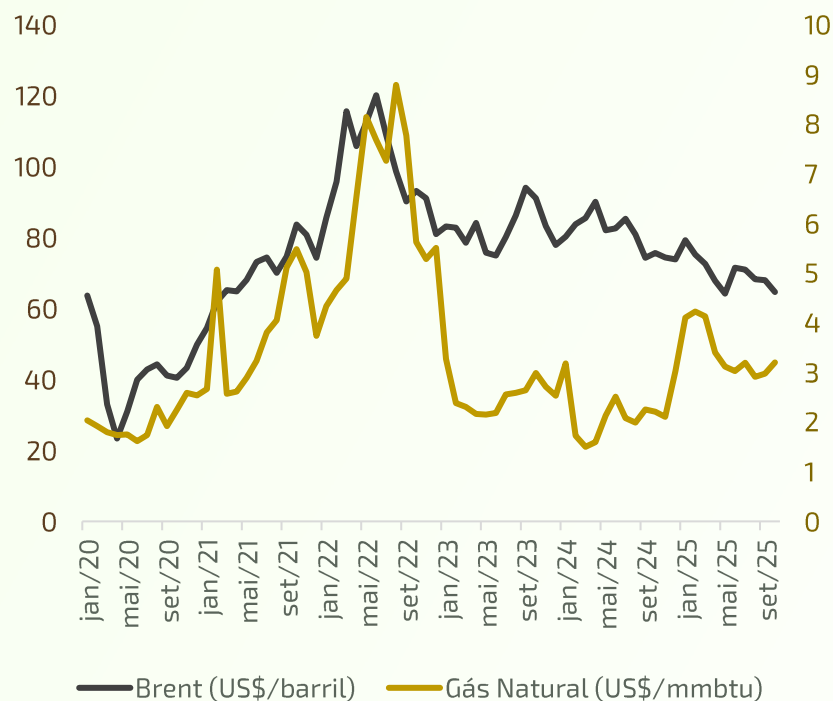
Produção brasileira de cana-de-açúcar
(milhões de toneladas)



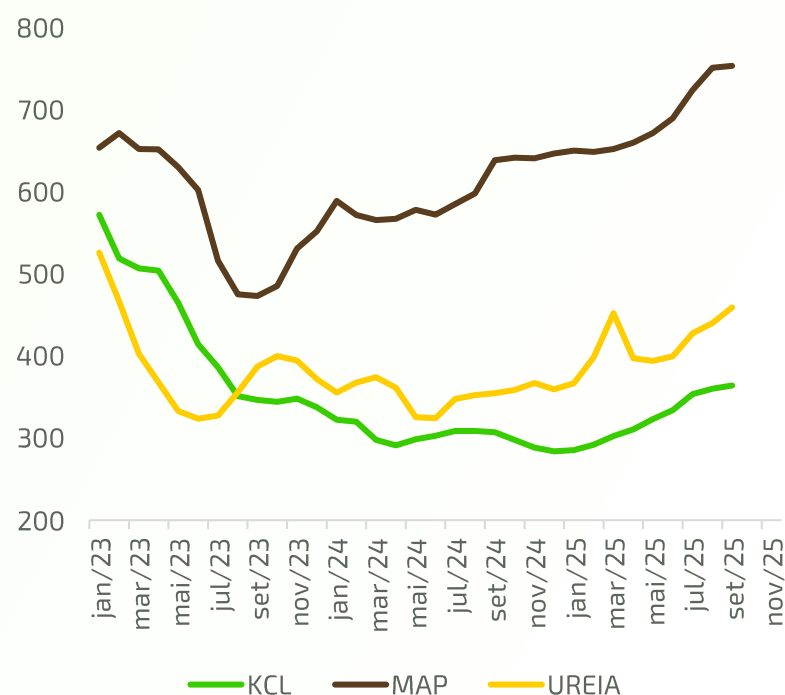
Mercado de fertilizantes deverá contar com **preços estáveis** no próximo ano



Preço do petróleo Brent e do gás natural



Preço CFR de fertilizantes fontes de N, P e K no Brasil (US\$/tonelada)

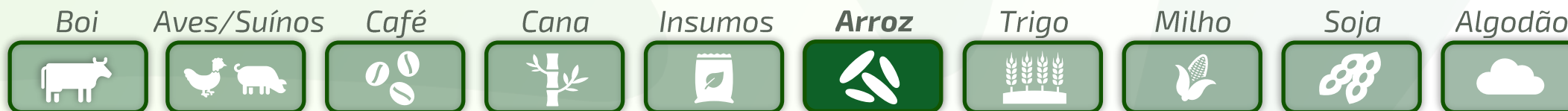


O ano de 2026 deverá ser marcado por **preços mais estáveis para fertilizantes**.

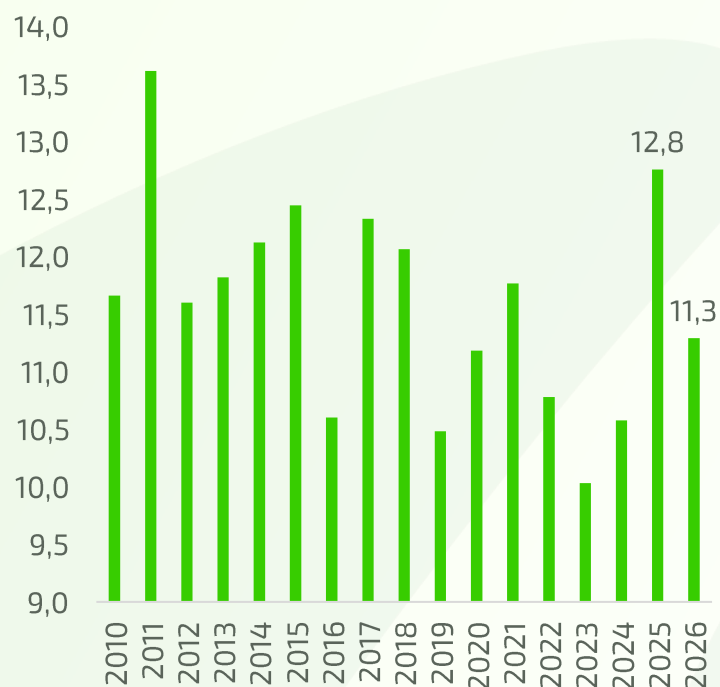
A valorização câmbio pode a reduzir o custo dos insumos importados, compensando a alta registrada em dólar ao longo do ano.

Além disso, os preços de energia, como petróleo e gás natural, devem permanecer em patamar controlado, e as *commodities* agrícolas também devem apresentar comportamento estável, o que contribui para um ambiente de menor volatilidade nos custos.

Estoque elevados de arroz mantêm pressão sobre preços e dificultam recuperação do setor



Produção brasileira de arroz
(milhões de toneladas)

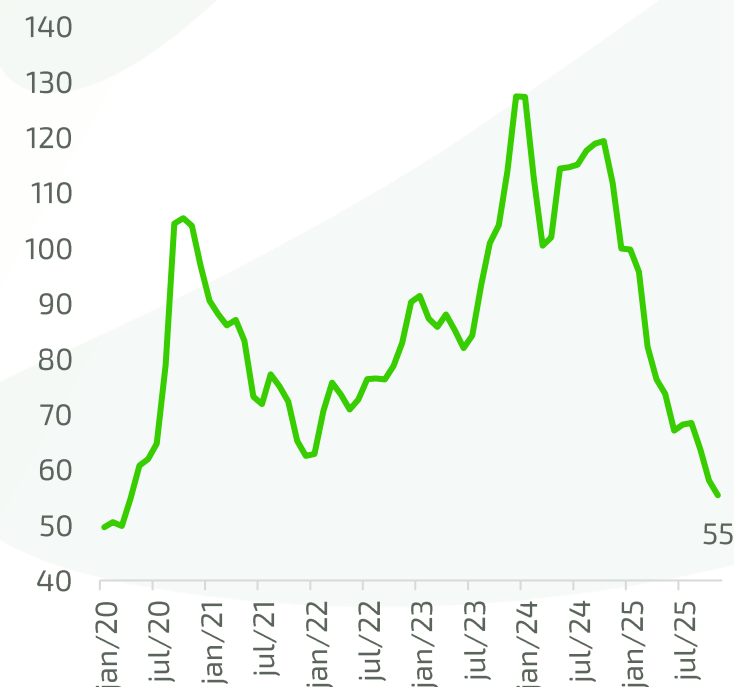


Após uma grande colheita em 2025, com produção de 12,8 milhões de toneladas (a maior desde 2017), os estoques brasileiros foram reabastecidos e atingiram níveis elevados, **pressionando os preços para baixo**.

Para 2026, a expectativa é de **redução na área plantada e na produção**, o que deve resultar na redução dos estoques nacionais, de 2 milhões para 1,6 milhão de toneladas. Esse ajuste tende a sustentar uma leve recuperação nos preços, que têm potencial de atingir cerca de R\$ 67 por saca, valor ainda **insuficiente para garantir boa rentabilidade aos produtores**.

O **cenário permanece desafiador**, marcado por margens estreitas após o forte aumento da oferta no último ano.

Preço do arroz no Brasil
(R\$/saca 50kg)



▶ Mercado global equilibrado e **margens limitadas** para o trigo em 2026

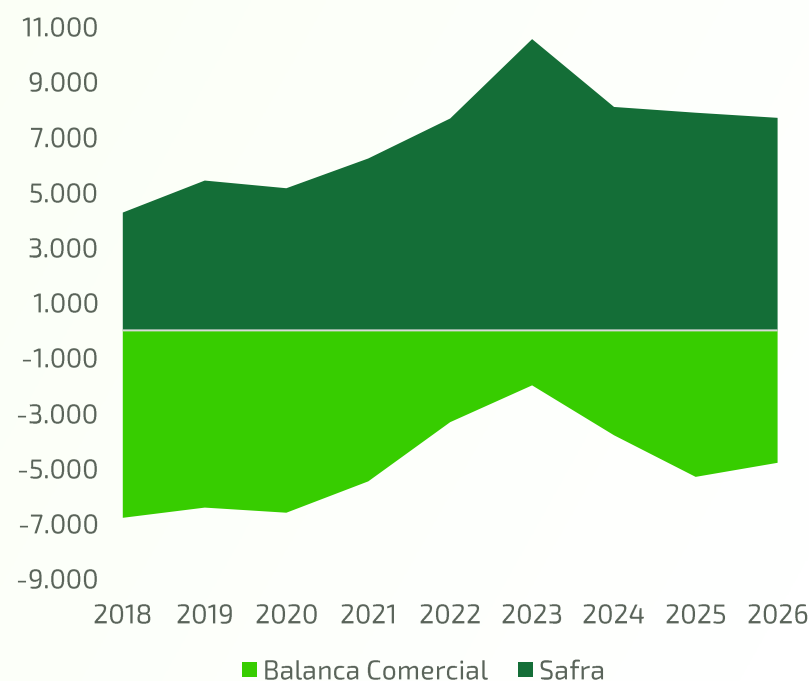


O mercado global de trigo apresenta estoques estáveis e preços sem grandes oscilações, mantendo um **cenário de estabilidade**.

No Brasil, a produção de 2025 recuou levemente, devido à redução da área plantada no Rio Grande do Sul, enquanto a Argentina deve colher uma safra maior, o que pode sustentar uma **leve valorização no início da entressafra**, no primeiro trimestre de 2026.

Apesar desse movimento, a tendência maior é de estabilidade, sem grandes destaques para preços ou margens. O cenário deve permanecer semelhante ao observado nos últimos meses, com **pouca atratividade para o produtor**.

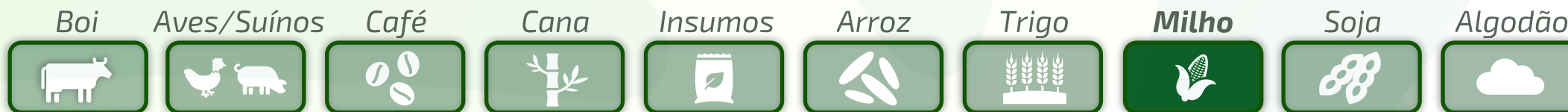
Produção nacional e resultado líquido da balança comercial de trigo no Brasil
(milhões de toneladas)



Preço do trigo no Brasil
(R\$/saca)



Milho inicia 2026 com alta na entressafra, mas **tendência é de estabilidade**



Consumo interno e exportações de milho do Brasil
(milhões de toneladas)

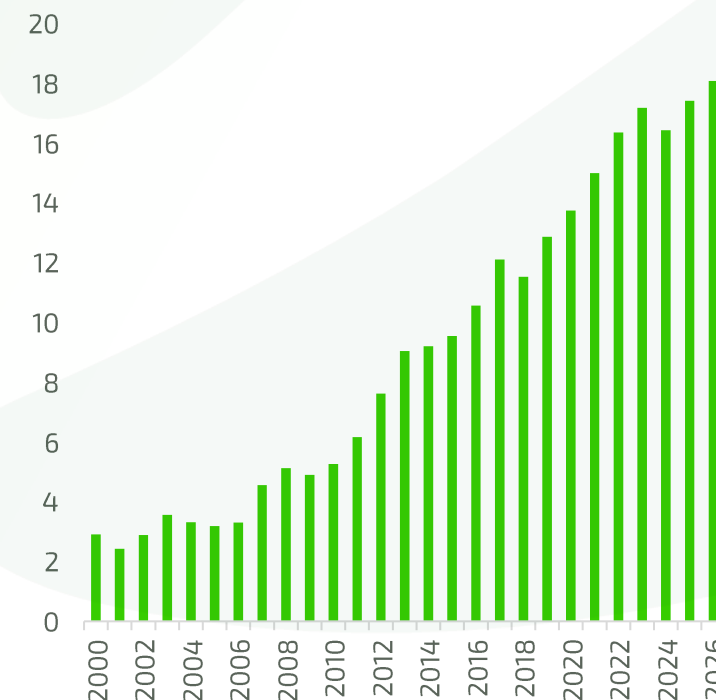


O preço do milho deve apresentar **valorização no 1º trimestre de 2026**, impulsionado pela menor disponibilidade do grão no período de entressafra, mas tende a seguir o padrão sazonal brasileiro, com queda durante o pico da colheita. No mercado internacional, os estoques devem permanecer no mesmo patamar da última safra, reforçando um viés de **estabilidade de preços**.

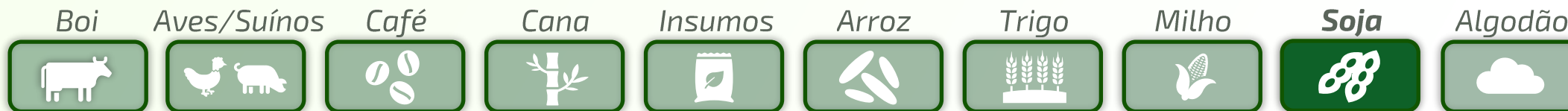
No Brasil, a demanda interna segue boa, sustentada pelo consumo para ração e pela **produção de etanol**, enquanto as exportações consolidam o país como um dos principais fornecedores globais.

Além disso, a área plantada de milho safrinha continua em expansão, refletindo o **crescimento estrutural** do setor. Apesar desse cenário positivo para volume produzido, as margens devem permanecer **moderadas**.

Área plantada de milho 2ª safra no Brasil
(milhões de hectares)



Brasil deve colher uma nova safra recorde de soja em 2026, mas rentabilidade segue pressionada



Para 2026, com expectativa de boas produtividades e aumento de área plantada, nossas estimativas apontam para uma produção de soja próxima de **178,5 milhões de toneladas**, 4,1% acima do recorde histórico de 2025. Apesar disso, os **preços devem permanecer estáveis**, já que o balanço de oferta e demanda global continua equilibrado e os estoques mundiais não devem mudar significativamente.

Com o acordo entre China e EUA e a retirada das tarifas, a China deve voltar a comprar mais soja norte-americana, retirando parte da demanda do Brasil e **pressionando os prêmios de exportação**, enquanto as **cotações em Chicago tendem a subir**, refletindo a maior demanda pelo grão produzido nos EUA.

Para o produtor brasileiro, 2026 será um ano de **margens ainda apertadas**, mas com início de recuperação, pois muitos estão desalavancando. A rentabilidade deve garantir caixa e permitir uma retomada gradual.

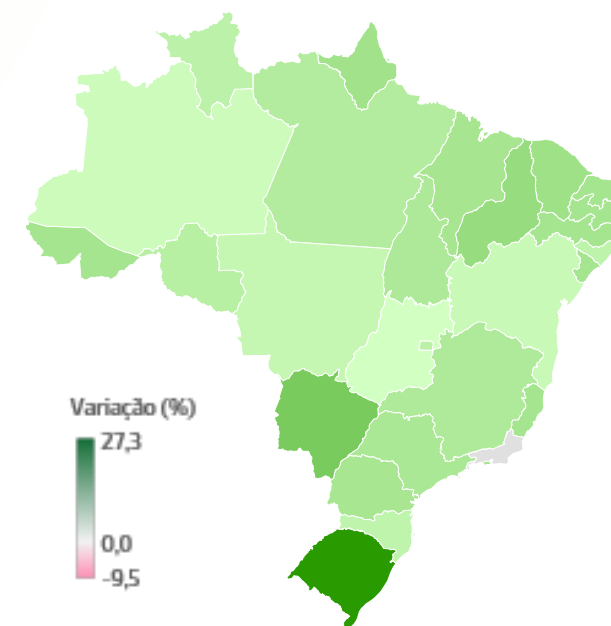
Produção de soja no Brasil (milhões de toneladas)



Preço da soja no porto de Paranaguá (R\$/saca)

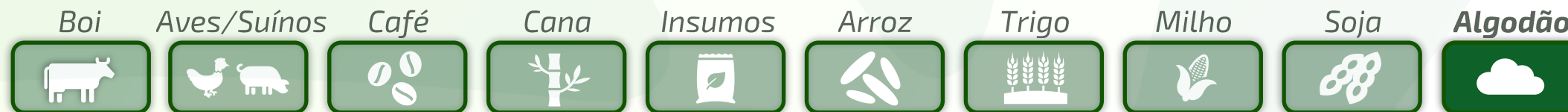


Variação da produtividade da soja
2024/25 vs 2025/26 (%)

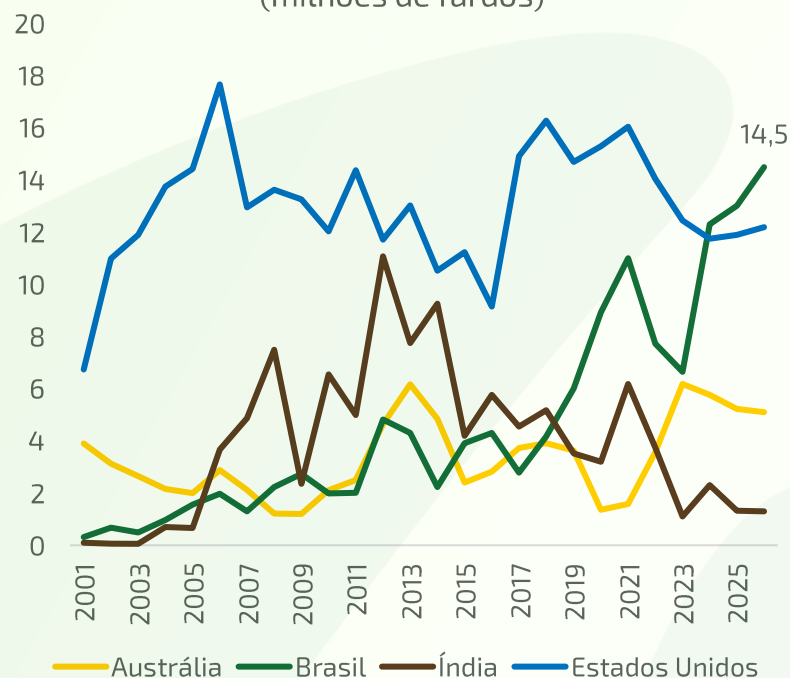


Da plataforma Bing
© Microsoft, OpenStreetMap, Overture Maps Foundation

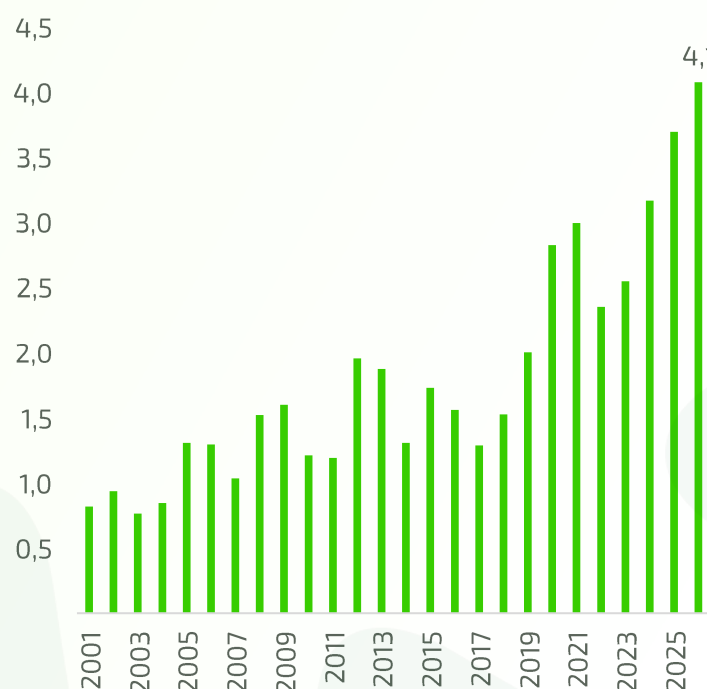
Novamente no topo: **Brasil deve liderar as exportações globais de algodão** pela terceira safra consecutiva em 2026



Exportações de algodão dos quatro maiores exportadores globais da fibra
(milhões de fardos)



Produção de algodão do Brasil
(milhões toneladas)



Em 2026, o Brasil deve renovar seu recorde de exportação de algodão, consolidando-se ainda mais como o **maior exportador global da fibra**, com um volume esperado de **14,5 milhões de fardos de algodão exportados no ano-safra de 2025/26**.

Isso só é possível graças à produção brasileira que também renova recordes ano a ano, e que em 2026 atingirá o marco de **4,1 milhões de toneladas produzidas**.

Em termos de preços, a **tendência é de estabilidade** para 2026, com uma relação estoque/consumo estável, resultando em **margens de rentabilidade ainda apertadas** para os produtores.



05.

Inflação e juros

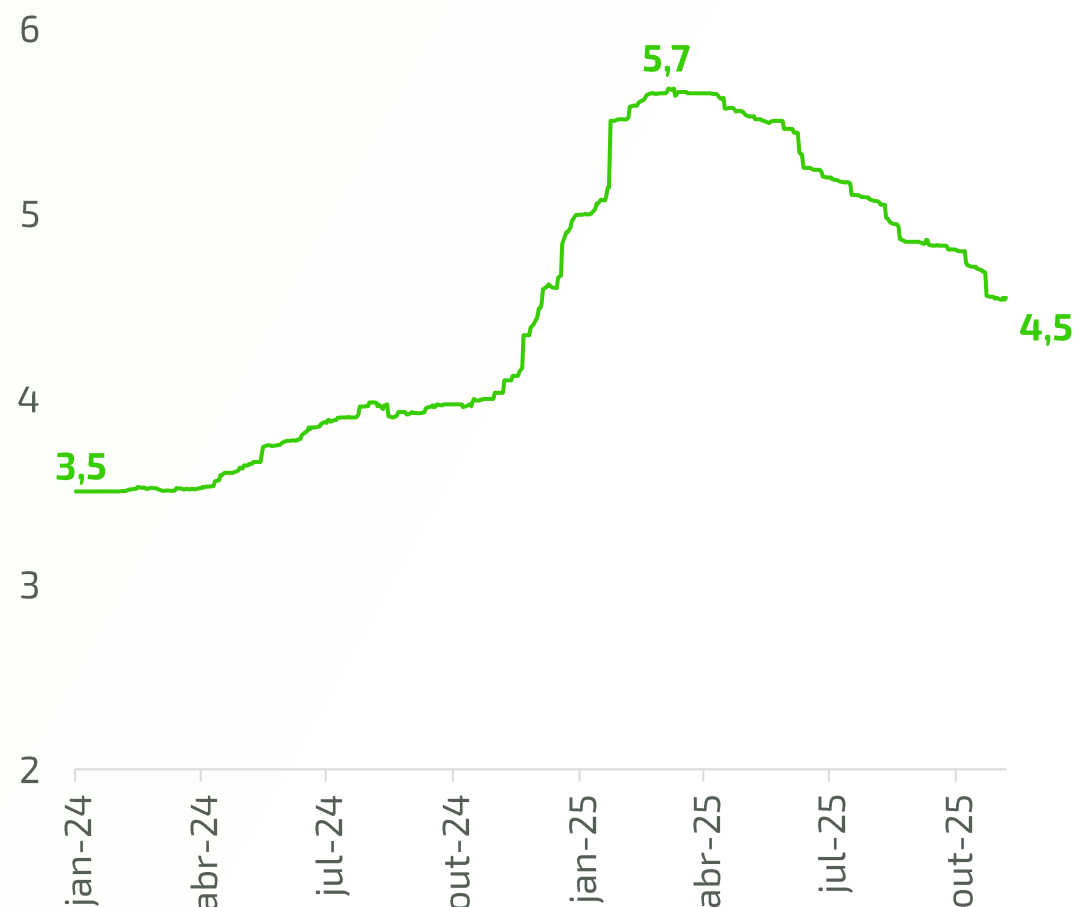
► O ano de 2025 foi marcado por **surpresas baixistas na inflação**.

Entre o início de 2024 e o começo de 2025, o mercado tornou-se significativamente **mais pessimista** em relação à **inflação projetada para 2025**.

Esse movimento foi sustentado por sinais iniciais de pressão nos preços de serviços, com diversos núcleos em aceleração, além da possibilidade de inversão do ciclo pecuário, que poderia elevar os preços de carnes e alimentos. **A forte desvalorização cambial no final de 2024 também reforçou a cautela.**

No entanto, o cenário inflacionário mostrou-se mais benigno do que o esperado, favorecido pela valorização cambial ao longo de 2025 e pela manutenção de uma política monetária restritiva.

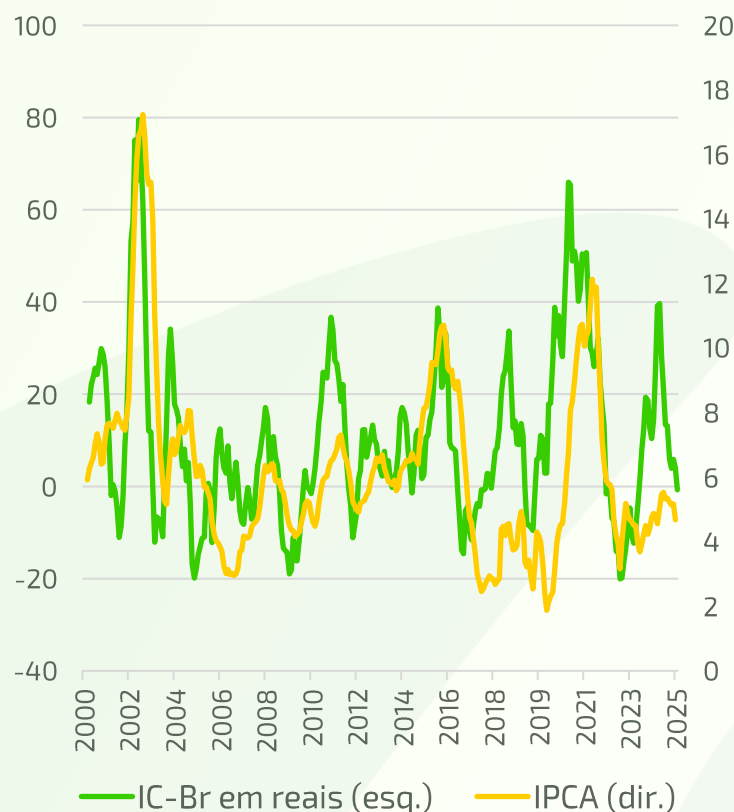
Expectativas do mercado - IPCA de 2025



Valorização do câmbio permitiu desinflação gradual em 2025

Índice de Commodities e Índice de Preços ao Produtor x IPCA

(var. % 12 meses)



A trajetória do Índice de Commodities do Banco Central (IC-Br) reflete o comportamento das **principais commodities para a economia brasileira e seus impactos sobre os preços ao consumidor**.

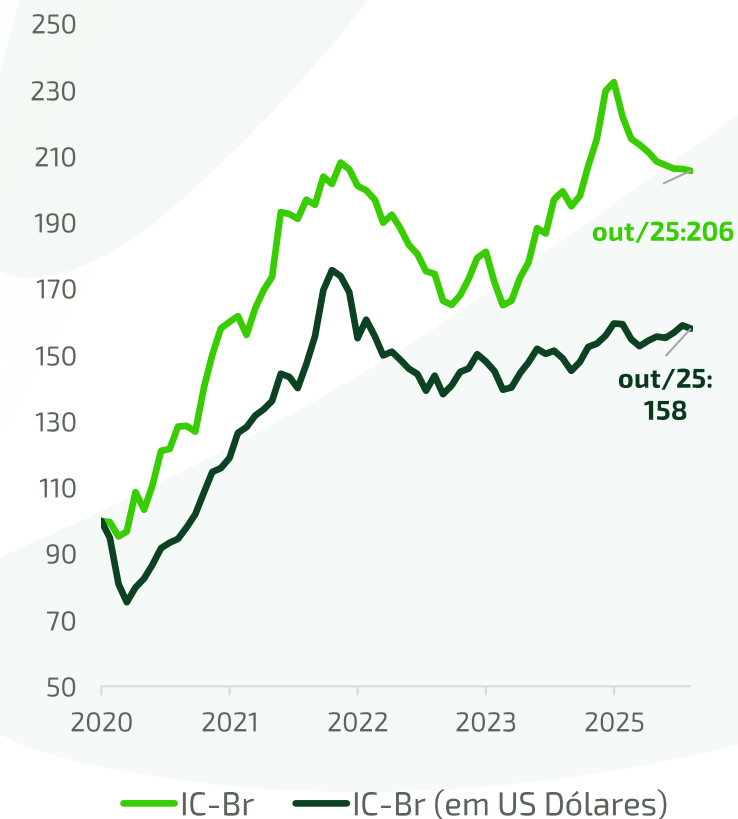
No final do ano passado, o índice registrou forte alta, mas grande parte desse movimento decorreu da depreciação cambial, já que em dólares a variação foi bem mais contida.

Em 2026, nossa projeção de leve desvalorização cambial pode pressionar o índice em reais.

Contudo, **o efeito líquido é incerto**, já que o viés de preço é assimétrico para baixo para o preço em dólares de diversas commodities.

Índice de Commodities

(100 = jan/2020)



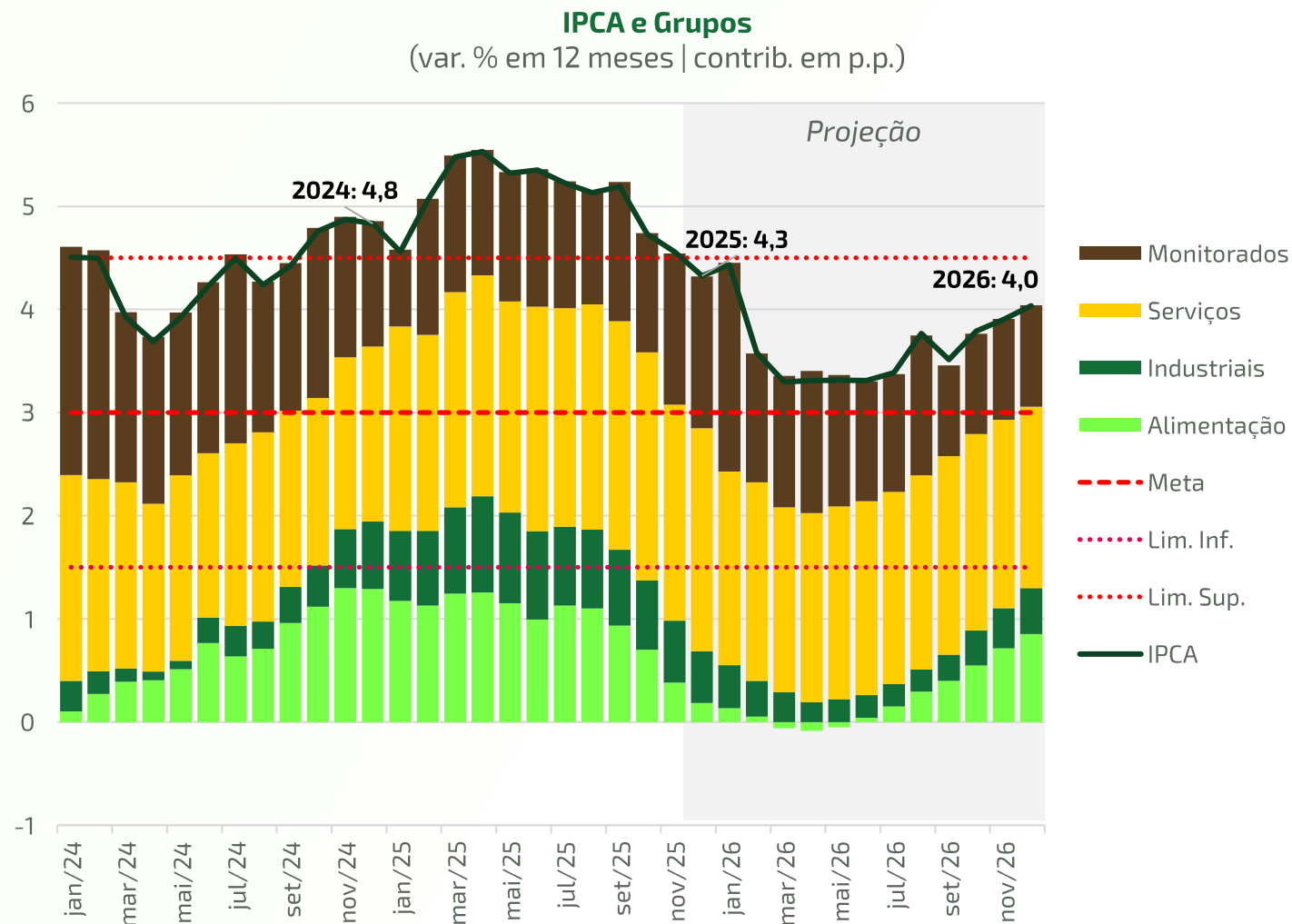
Infração começa a convergir para o intervalo de cumprimento da meta

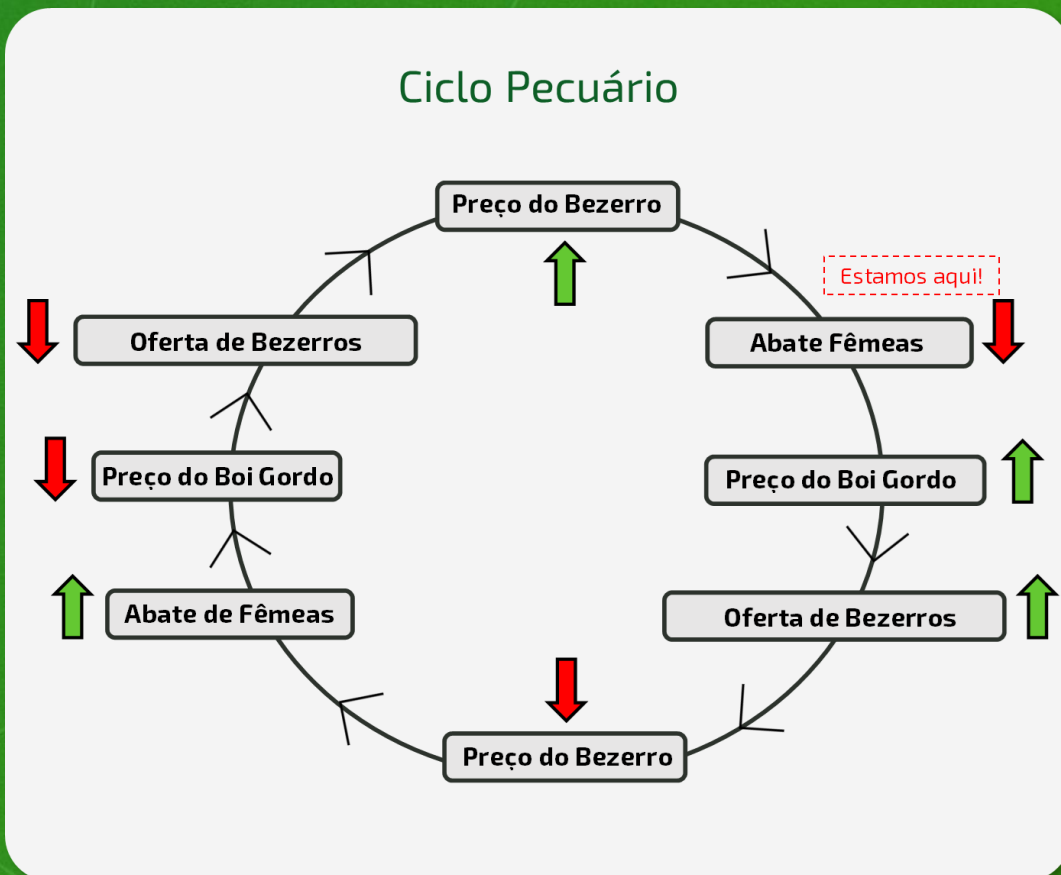


A partir de 1º de janeiro de 2025, o país passou a adotar a meta contínua. Nesse regime, considera-se descumprimento caso a inflação permaneça por seis meses consecutivos fora do intervalo de tolerância. **A meta segue em 3,0%, com faixa de $\pm 1,50$ p.p.**

Após encerrar 2024 acima do teto, em 4,83%, entre janeiro e junho de 2025 a inflação acumulada em 12 meses ficou acima de 4,5% por seis meses consecutivos, caracterizando descumprimento. **Em junho, o presidente do Banco Central enviou carta pública ao ministro da Fazenda explicando as razões e as medidas para convergência.**

Para 2026, a expectativa é de que o IPCA retorne gradualmente ao intervalo da meta, sustentado pela desaceleração da atividade econômica e pela desinflação dos bens comercializáveis.



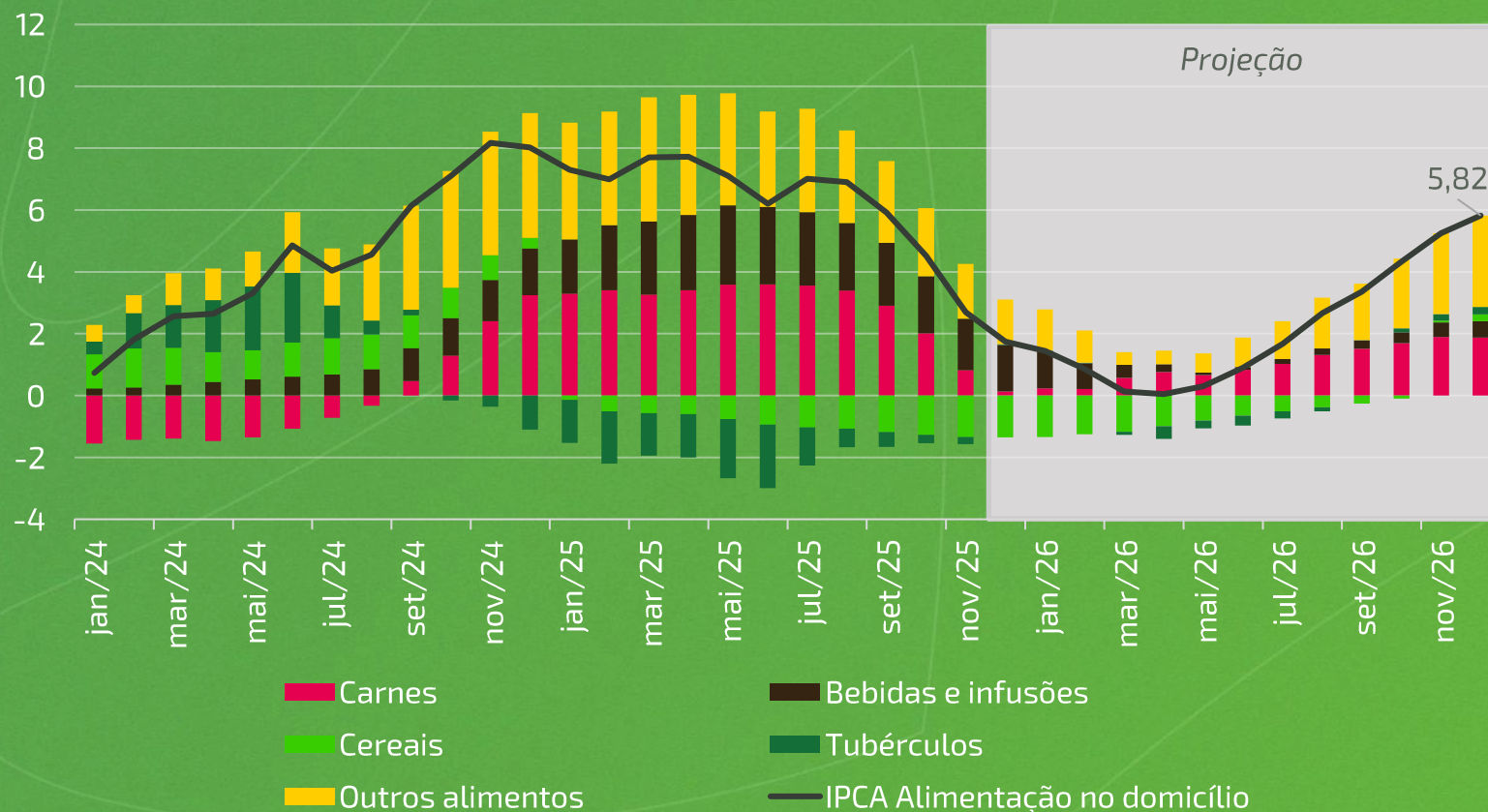


Um dos itens de grande peso sobre a inflação de alimentos é **Carnes**. No segundo trimestre de 2025, o **abate de fêmeas** seguiu em crescimento e atingiu recordes, superando pela primeira vez a participação de machos, impulsionado pela demanda de exportação.

Contudo, na margem, observa-se um esgotamento do rebanho disponível no curto prazo. Com uma redução no abate esperado para 2026, a tendência é de valorização gradual da arroba ao longo do ano. **Projetamos IPCA Carnes de 10% para o ano que vem.**

Infração de alimentos deve acelerar ao longo de 2026

IPCA Alimentação no domicílio
(var. acumul. em 12 meses | contrib. em p.p.)

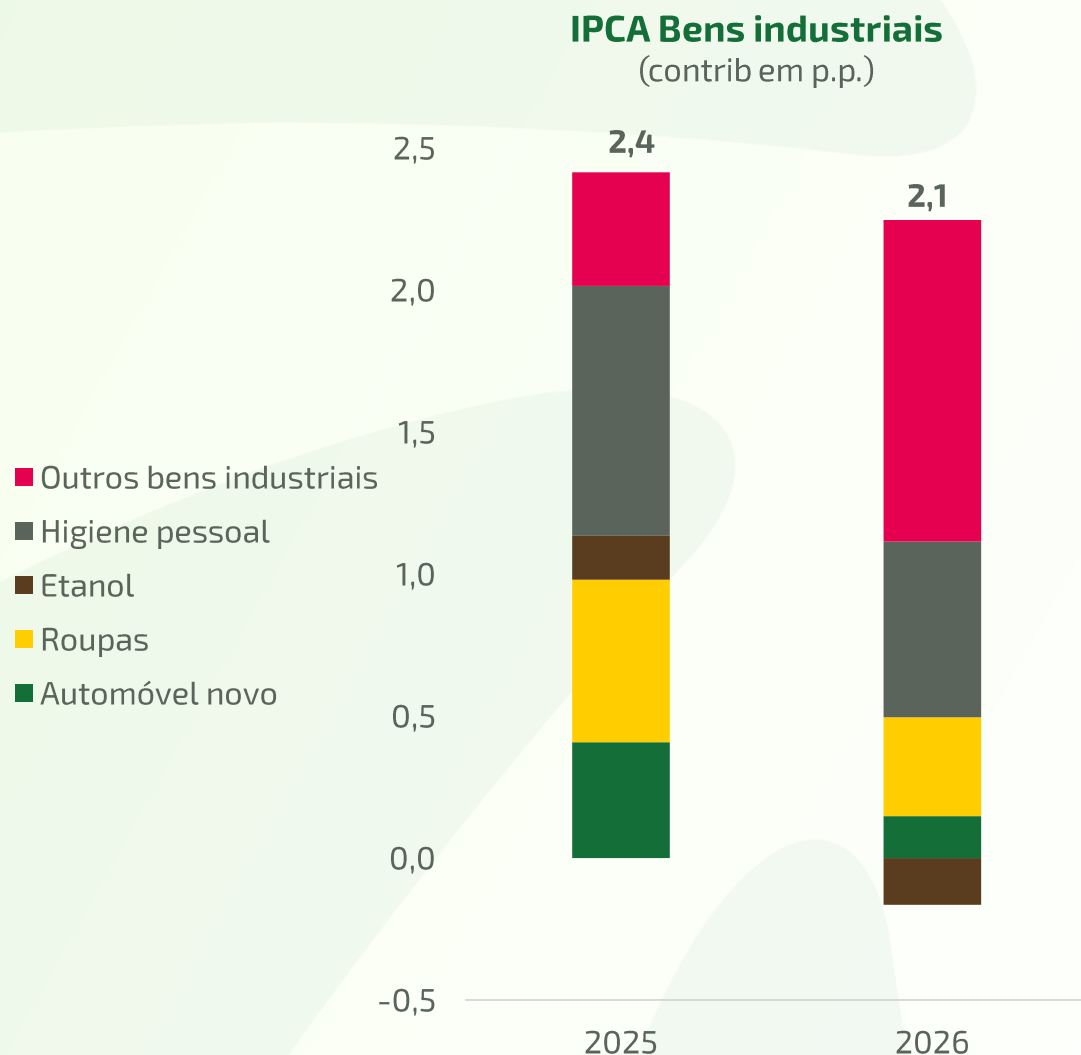


A **valorização cambial** ao longo de **2025**, após a forte desvalorização no final de 2024, contribuiu para o **arrefecimento da inflação de alimentos**.

Esse movimento foi reforçado por fatores específicos. O arroz se beneficiou da sólida oferta com a retomada das exportações indianas, enquanto tubérculos - como tomate, batata e mandioca - apresentaram quedas de preço após boas safras recentes.

Para **2026**, contudo, o cenário aponta para estabilização de diversos preços e uma expectativa de reaceleração da inflação a partir de meados do ano, refletindo pressões sazonais e potenciais ajustes de custos. **Projetamos a inflação de alimentos encerrando 2026 a 5,8%.**

▶ Inflação de bens industriais deve permanecer comportada ao longo de 2026



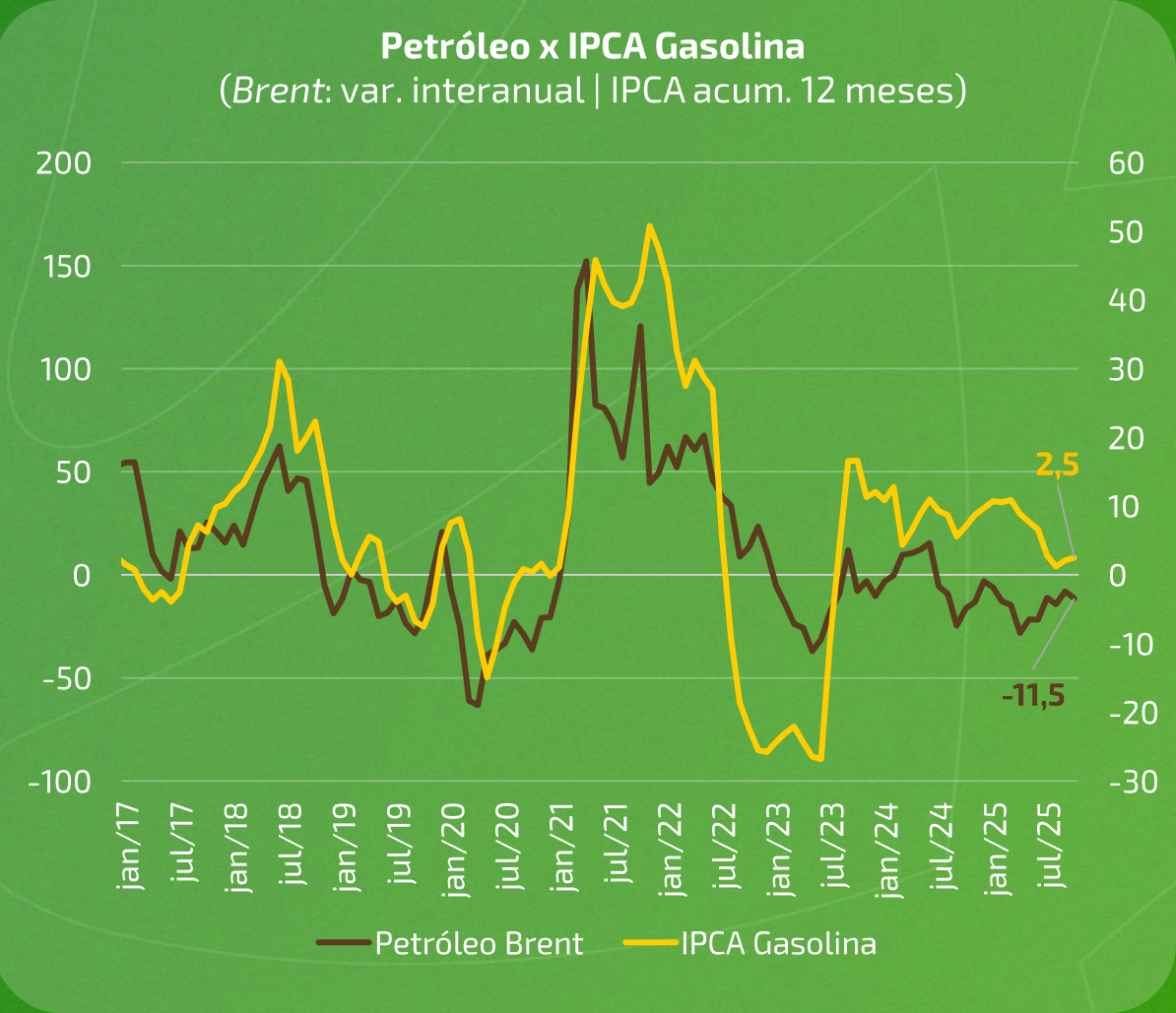
A **valorização cambial** observada ao longo de 2025 também favoreceu a dinâmica dos preços dos **bens industriais**.

Esse movimento foi reforçado por fatores externos, **como o excesso de capacidade industrial na China**, que tem exportado deflação para seus parceiros comerciais, especialmente aqueles que importam bens finais e intermediários, como o Brasil.

Adicionalmente, espera-se um avanço significativo na oferta de **etanol** com a próxima **safra**, contribuindo para a redução de preços no segmento. Segmentos mais ligados à **renda**, como o de Roupas e Higiene pessoal, e ao **crédito**, como Automóvel novo, também devem ter desaceleração na margem.

Nesse contexto, **projetamos uma inflação de bens industriais comportada ao longo de 2026, encerrando o ano em 2,1%.**

Reajuste no ICMS dos combustíveis foi incorporado no nosso cenário



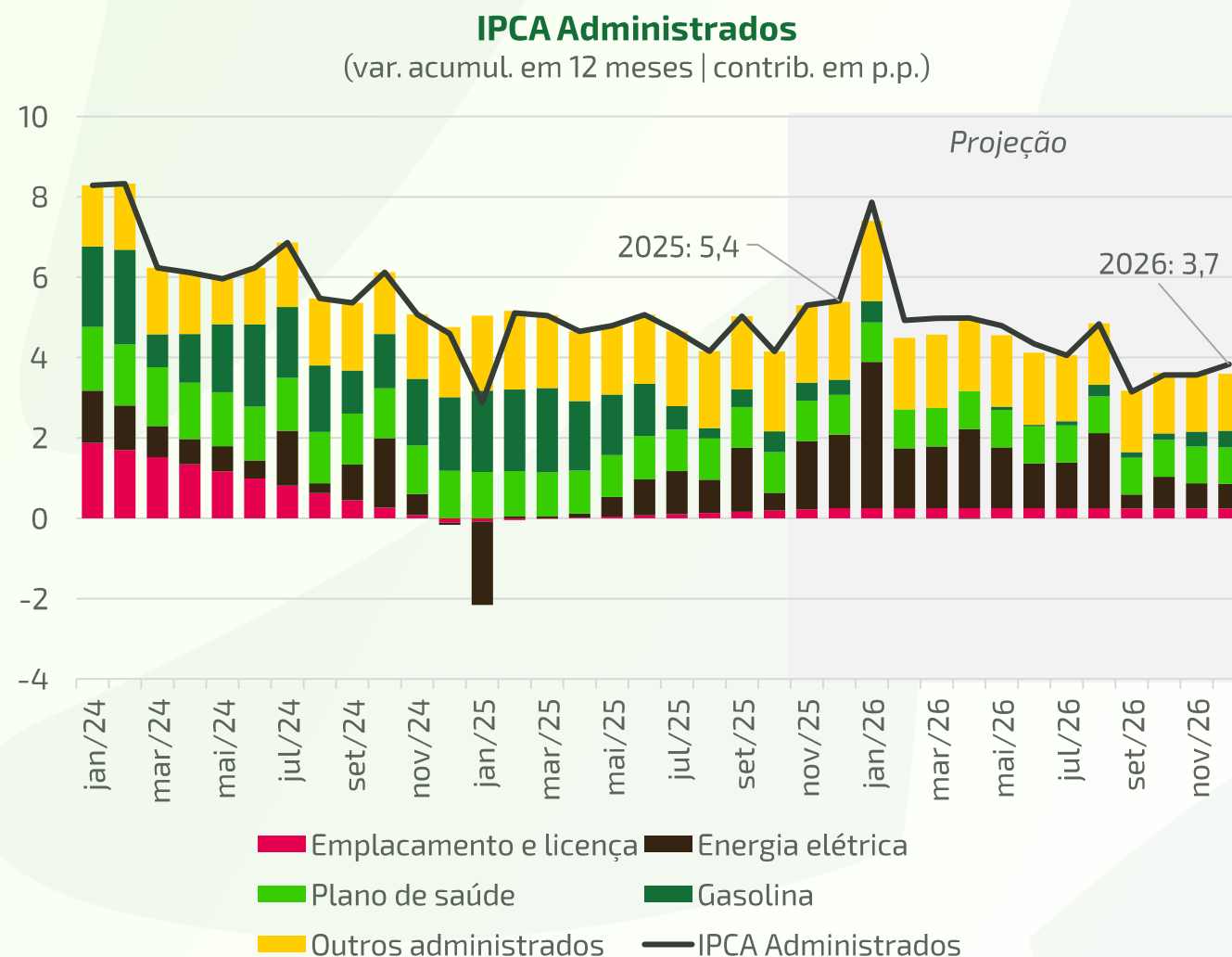
Imposto ICMS por Combustível

	ICMS Atual (R\$)	A partir de jan/2026 (R\$)	Impacto IPCA (p.p.)
Gasolina (por litro)	1,47	1,57	0,08
Diesel (por litro)	1,12	1,17	0,01
Botijão de gás (por kg)	1,39	1,47	0,01

O preço do **petróleo** tem caído no mercado internacional, refletindo o contexto de desaceleração econômica e menor demanda, somado a uma desescalada nos conflitos no Oriente Médio.

A valorização cambial observada ao longo do ano também faz com que a **inflação de combustíveis esteja menos pressionada**. Apesar dessa conjuntura, observaremos uma alta dos preços da maioria dos combustíveis em jan/2026, refletindo a elevação do imposto aprovada. **Nossos números já consideram este impacto sobre o IPCA de 2026.**

Inflação de itens monitorados pode recuar em 2026



Em 2025, as **bandeiras tarifárias** mais elevadas impulsionaram os preços de **energia elétrica**, pressionando a inflação do grupo de monitorados.

Este segmento, composto por itens sujeitos a algum grau de regulação por entes subnacionais, apresenta elevada volatilidade, reflexo da diversidade de choques que o afetam: desde **eventos climáticos** e restrições de oferta, até oscilações nos preços de **commodities energéticas** e na taxa de **câmbio**.

Para **2026**, embora **riscos geopolíticos** persistam, o **cenário base** é de **viés baixista**, sustentado pela expectativa de acomodação nos preços das commodities energéticas, em especial, o petróleo.

Projetamos a inflação de monitorados encerrando o próximo ano em 3,8%, refletindo essa perspectiva.

Infração de serviços deve recuar, mas continuar pressionada em 2026

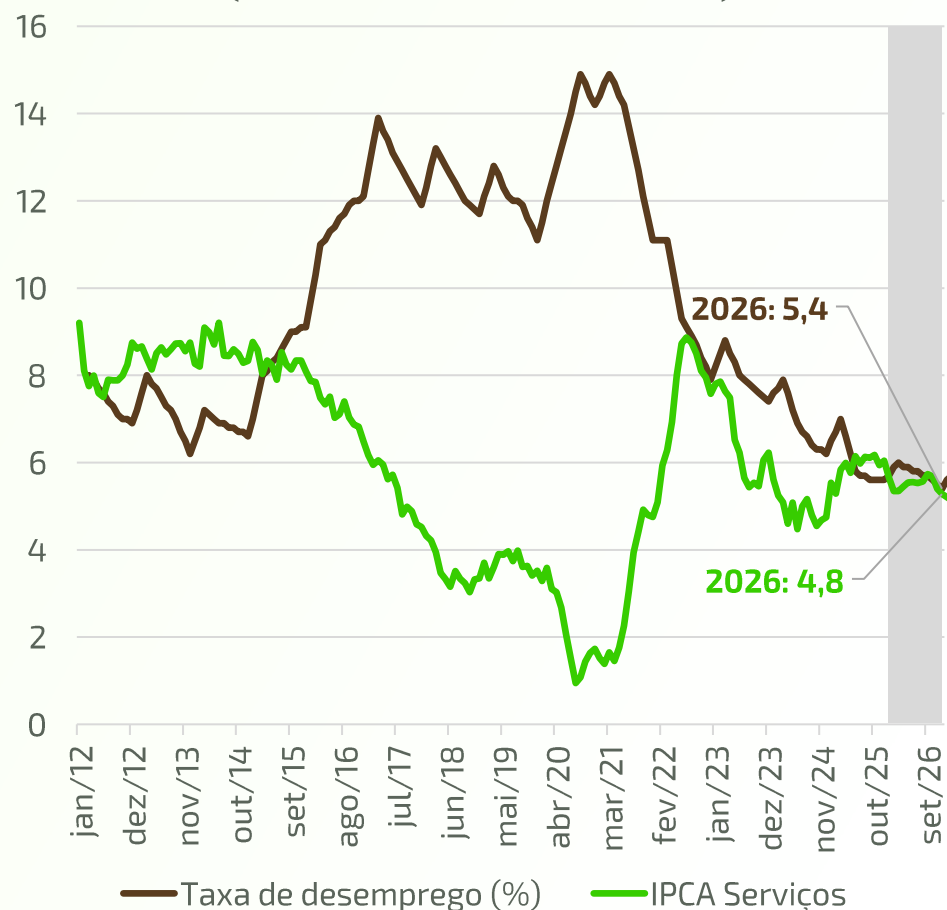
A **inflação de serviços**, componente mais sensível ao avanço da massa de rendimentos, **deve permanecer pressionada**, embora em intensidade menor do que poderia sugerir a taxa de desemprego em mínima histórica, isoladamente.

Revisamos para baixo a nossa estimativa da **taxa de desemprego neutra** para 6,7%, refletindo a avaliação de que a economia brasileira hoje comporta maior crescimento com menor desemprego **para a mesma taxa de inflação**. Ainda assim, projetamos que a taxa de desemprego seguirá abaixo da neutra nos próximos trimestres, mantendo o mercado de trabalho como fonte relevante de inércia para serviços.

Nesse contexto, esperamos que os núcleos de serviços sigam rodando em patamar elevado, ainda que em desaceleração gradual. O núcleo de **Serviços Intensivos em Trabalho** deve encerrar 2025 em 6,3% e 2026 em 6,1%, acima do núcleo de **Serviços Subjacentes**, projetado em 5,9% em 2025 e 5,1% em 2026.

Inflação de Serviços e da Taxa de Desemprego

(var. % acumul. em 12 meses) Projeção



Nossa leitura é de que já entramos em uma fase de dissipação das pressões vindas do mercado de trabalho, tipicamente as últimas a ceder em um ciclo desinflacionário, mas esse processo tende a ser lento.

As pressões de demanda continuam aparecendo com mais nitidez em itens **sensíveis ao ciclo**, como transporte por aplicativo, que pode avançar mais de 50% no fim de 2025, e alimentação fora do domicílio.

Para 2026, diferentes vetores devem atuar de forma assimétrica: mercado de trabalho ainda aquecido; aumento real do salário mínimo, com efeito concentrado em serviços intensivos em mão de obra; estímulos fiscais sustentando a demanda; e **política monetária contracionista funcionando como contraponto**. Na margem, a combinação de algum arrefecimento de custos e de demanda agregada deve se traduzir em vetor desinflacionário, reforçado, em certos componentes, por uma base de comparação elevada.

Projetamos a inflação de serviços encerrando 2026 em 4,8%, refletindo essa desaceleração.

Cenário fiscal impacta percepção de risco, câmbio e juros futuros

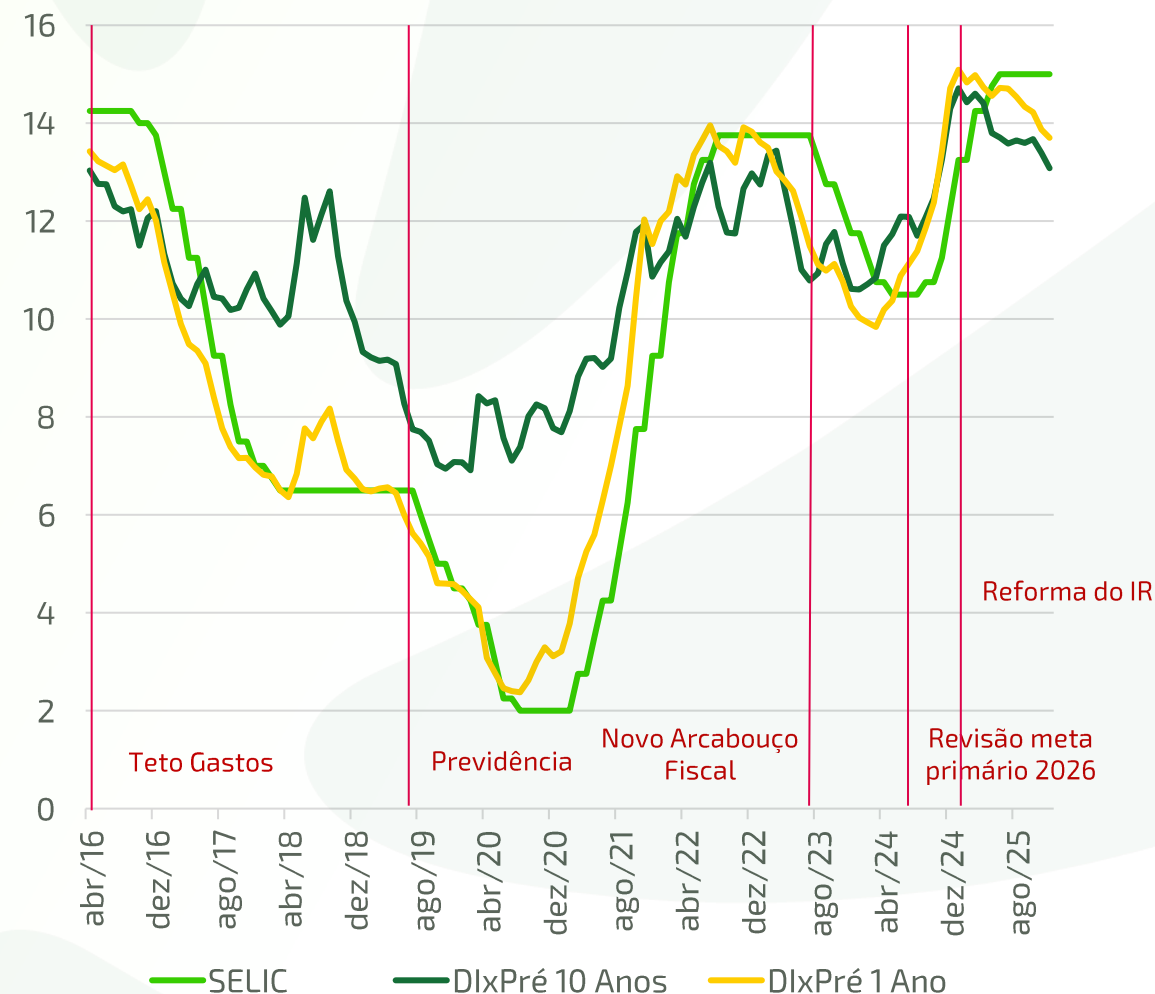
Eventos que alteraram as **projeções para variáveis fiscais** tiveram impacto direto sobre as taxas de juros futuros, especialmente nos vencimentos mais longos, antecipando movimentos da Selic. O maior prêmio está associado à maior compensação exigida por investidores para segurar esses ativos.

Quando houve **sinais de menor pressão sobre a trajetória da dívida pública**, como na aprovação do Teto de Gastos, da reforma da Previdência e do Novo Arcabouço Fiscal, **as taxas de mercado recuaram**.

Na ausência de ajustes pelo lado da receita, e quando se esgota a capacidade de se aumentar a arrecadação, o mercado espera ajuste via inflação.

Mais recentemente, a redução da meta de resultado primário e o anúncio da reforma do Imposto de Renda levaram a uma alta nos juros, refletindo expectativas de dívida mais elevada no futuro. Posteriormente, com a sinalização de maior neutralidade da reforma do IR, as taxas voltaram a ceder. **A tendência é que o cenário continue volátil para os ativos brasileiros por conta dos riscos fiscais associados à eleição de 2026.**

Taxa Selic e juros nominais futuros



Expectativas desancoradas elevam o custo da desinflação

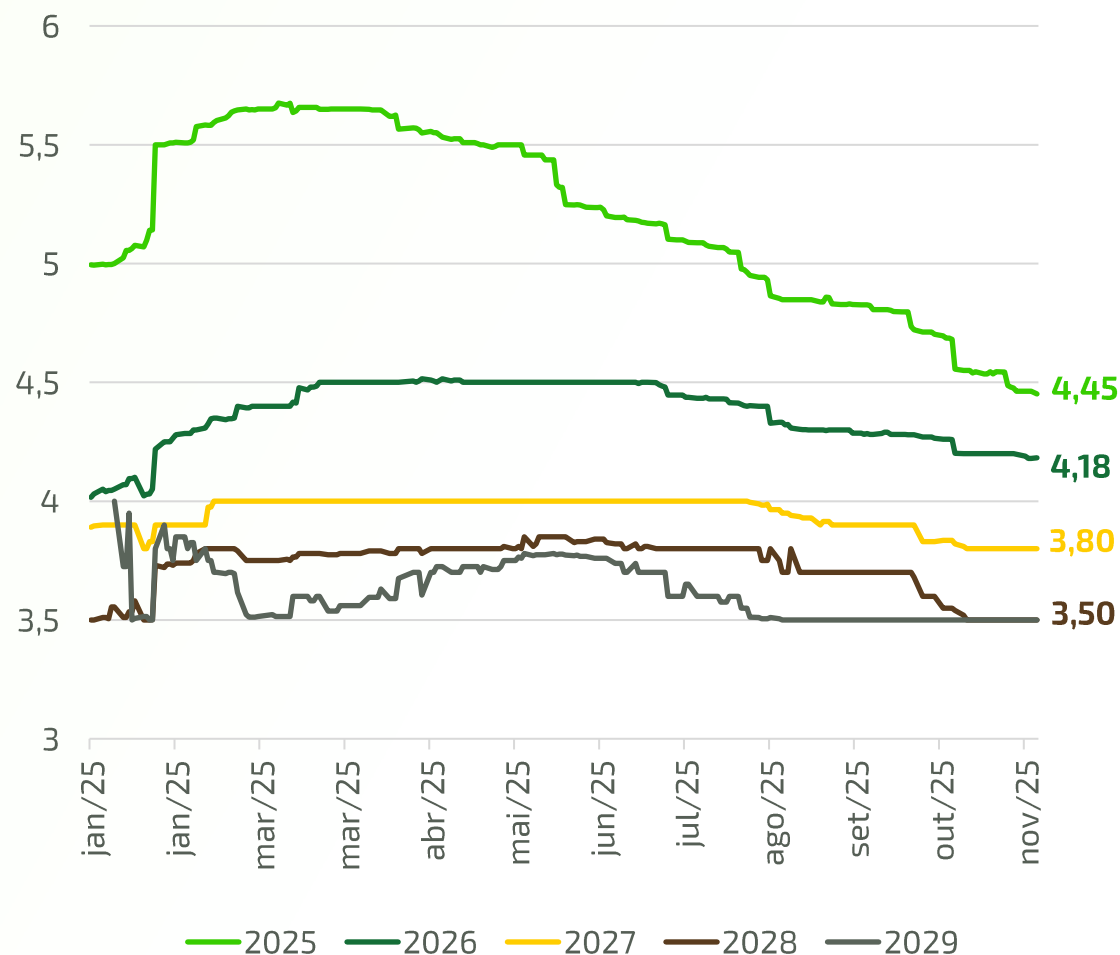
Ao longo de 2025, o mercado não projetou inflação no centro da meta de 3%, nem mesmo para um horizonte mais longo, refletindo principalmente um cenário fiscal deteriorado e sem perspectiva de ajuste.

O arcabouço fiscal segue incapaz de conter a expansão da dívida pública, apesar de impedir uma escalada explosiva em sua trajetória. Sem sinais de consolidação até pelo menos o fim do ciclo eleitoral, as expectativas de longo prazo permanecem desancoradas, indicando percepção de ajuste futuro via inflação.

Apesar disso, a **credibilidade da política monetária evitou uma deterioração maior.** Ao longo do ano, o mercado revisou projeções de curto prazo para baixo diante da valorização cambial e ajustou expectativas mais longas em função da condução firme da política monetária.

Ainda assim, a desancoragem das expectativas de longo prazo permanece e exige cautela, **de forma que o esperado ciclo de cortes de juros para o próximo ano tende a ser mais curto.**

Mediana das expectativas do Focus para o IPCA



Em 2026, a **composição do Copom** será apenas de indicados do presidente



Nilton David



Ailton Aquino



Paulo Piccheti



Rodrigo
Teixeira



Gabriel
Galípolo



Izabela Correa



Gilneu Vivan



DIRETORIA

Política
Monetária

Fiscalização

Assuntos
Internacionais e
Gestão de
Riscos
Corporativos

Administração

Presidência

Relacionamento,
Cidadania e
Supervisão de
Conduta

Regulação

Política
Econômica

Organização do
Sistema
Financeiro e
Resolução

MANDATO

Até
28/fev/2027

Até
28/fev/2027

Até
31/dez/2027

Até
31/dez/2027

Até
31/dez/2028

Até
31/dez/2028

Até
31/dez/2028

Até
31/dez/2029

Até
31/dez/2029

Reuniões do Copom



R1: 28/jan
R2: 18/mar
R3: 29/abr
R4: 17/jun
R5: 05/ago
R6: 16/set
R7: 04/nov
R8: 09/dez

Com o fim dos mandatos de Diogo Guillen e Renato Dias Gomes, duas diretorias do Copom ficarão vagas. Com as indicações do presidente Lula para substituí-los, a **composição do Copom a partir de 2026** será integralmente formada por indicados do governo. Por se tratar de **ano eleitoral**, há certo receio no mercado de que decisões possam favorecer a popularidade do presidente. **Não compartilhamos dessa visão.** As decisões de política monetária têm efeito limitado sobre inflação e atividade no curto prazo, atuando principalmente via expectativas. Assim, mesmo que houvesse intenção de reduzir a Selic de forma mais agressiva, os impactos sobre a conjuntura seriam marginais. Ademais, com a **condução técnica de Gabriel Galípolo** até o momento, **não esperamos mudanças relevantes na orientação da política monetária em 2026.**

Projetamos início do ciclo de cortes no 1º trimestre de 2026, levando a Selic encerrar o ano em 12,50% a.a.

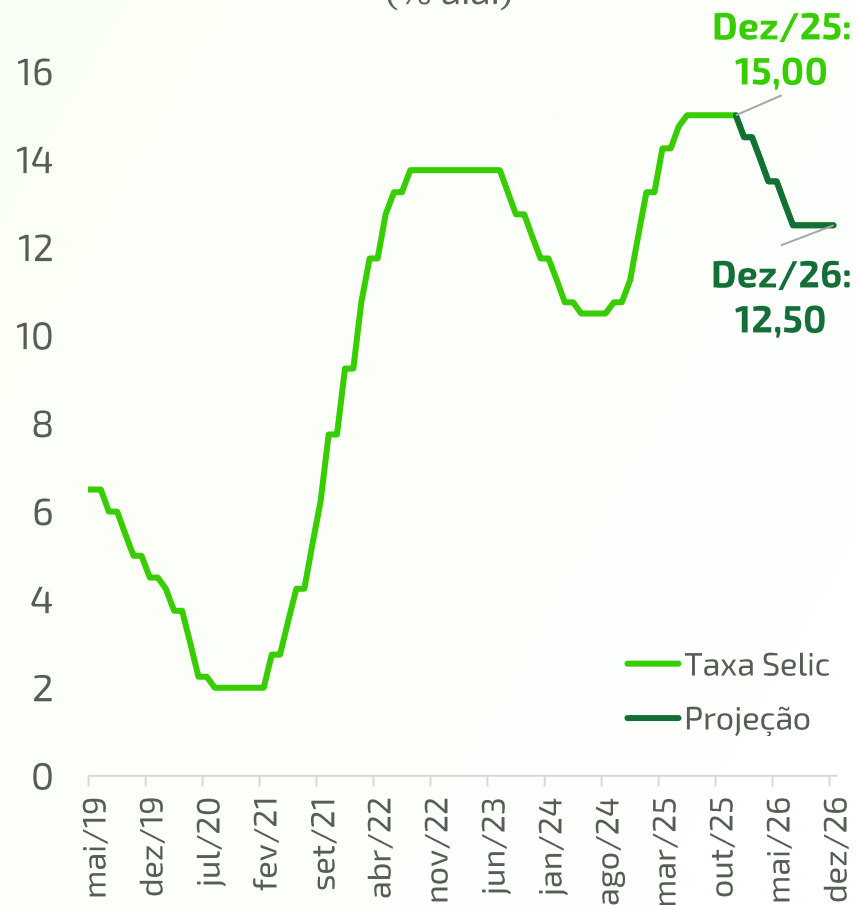


Tão relevante quanto o momento de início do ciclo de cortes, **que projetamos para o 1º trimestre de 2026**, na reunião de março, com um corte de 0,25 p.p., é avaliar o espaço disponível para o provável ciclo de afrouxamento monetário.

Nossa projeção indica crescimento próximo ao potencial, em torno de 2%, e taxa de desemprego relativamente estável ao longo do ano. **Esse cenário sugere um ciclo de cortes mais curto do que o consenso de mercado** na data desta publicação, ainda que haja concordância de que os juros permanecerão em patamar restritivo.

Estimamos que a **taxa de juros real** encerre 2026 próxima de 8%, acima da taxa neutra calculada pelo Banco Central, de 5%, e da mediana das estimativas de mercado, de 6%, no Questionário Pré-Copom de dezembro de 2025.

Taxa básica de juros - Selic
(% a.a.)



Vale destacar que a **taxa neutra de mercado** avançou de 3% em agosto de 2021 para 6% em 2025, movimento consistente com a alta do DI x Pré de 10 anos, que passou de 10,23% para 13,71%.

Esse aumento embutido nos preços reflete a deterioração fiscal pós-pandemia e está diretamente relacionado à elevação da taxa neutra estimada pelo mercado. Nos últimos anos, observamos estímulos fiscais significativos, que sustentaram **crescimento acima do esperado e uma inflação de demanda persistente**.

Caso surjam sinais concretos de ajuste fiscal após as eleições, **o espaço para cortes poderá ser maior do que projetamos**, o que também deve se refletir em queda relevante nos juros futuros.

06. Crédito

2025 foi um ano **desafiador** para o mercado de crédito brasileiro

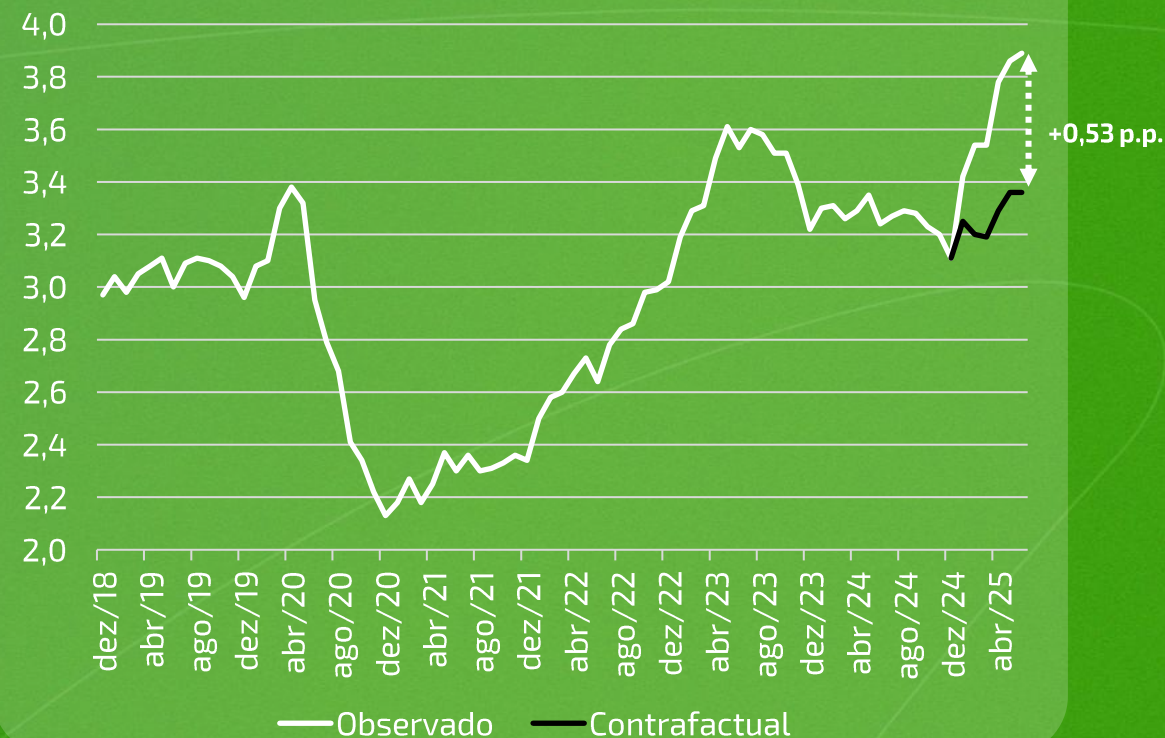


No ano de 2025, além de registrar a elevação da taxa Selic para o maior patamar dos últimos 19 anos, o **mercado de crédito brasileiro** também teve de se **adaptar** a mudanças regulatórias, com a implementação de **nova metodologia de cálculo de inadimplência** para as instituições bancárias.

A **alta da Selic** por si só já importaria dificuldades de expansão do crédito com **elevação das taxas médias de juros e com impacto em aumento na inadimplência**. Essa situação foi agravada pela normativa trazida pelo BC (**IFRS9**), que fez com que contratos antes considerados como perdas fossem mantidos por mais tempo no saldo da carteira ativa. Isso teve **desdobramentos para o cômputo da inadimplência**, fazendo com que as instituições aumentassem os recursos provisionados.

Estudo do BCB estima que **cerca de 70% do aumento da inadimplência do SFN está associado aos efeitos da mudança regulatória**. Esse resultado foi obtido através de uma análise contrafactual, onde os créditos em atrasos seguiriam os mesmos prazos prévios à alteração da regulação.

Inadimplência total SFN
(% carteira ativa)



*"(...) Mesmo ao se considerar a série contrafactual, **nota-se que a inadimplência teria apresentado aumento em 2025, reforçando que outros fatores também contribuíram para a alta** – como esperado, tendo em vista o ciclo de aperto da política monetária."*

Após elevação da Selic, mercado de crédito deve ingressar em nova fase

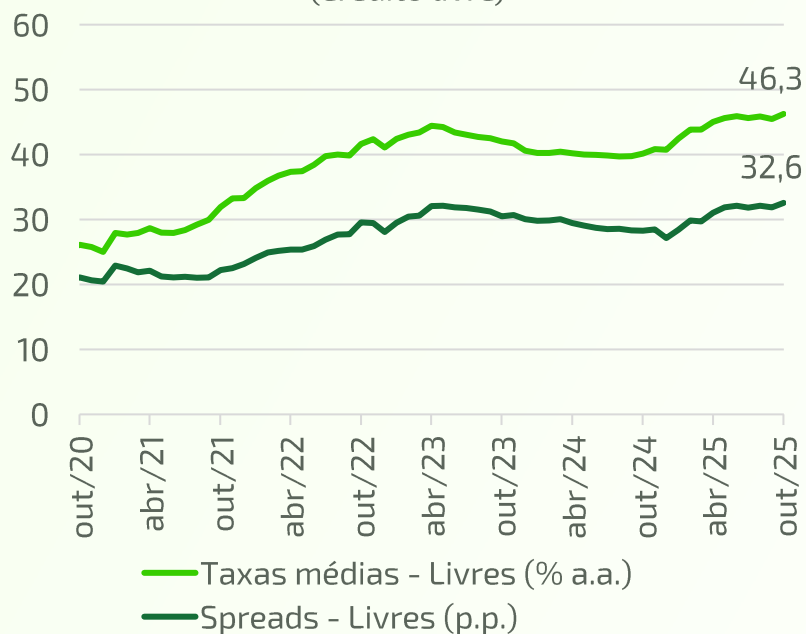


Mercado parece já ter ajustado as taxas de juros e spread ao novo patamar de taxa de juros. Aumentos na taxa média, a partir de agora, devem refletir mudanças no mix de produtos na carteira, ligado principalmente a linhas mais emergenciais.

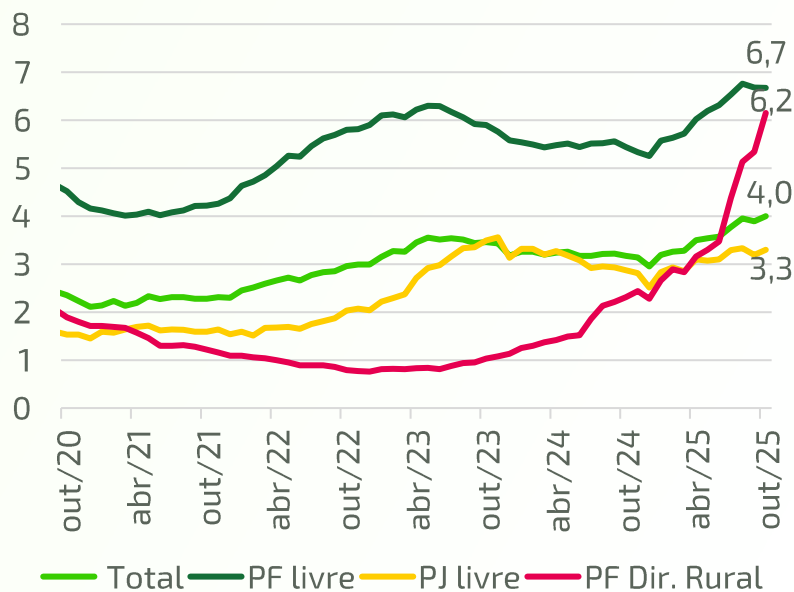
Nesse ciclo, até o momento, a inadimplência do segmento PF avançou mais do que o PJ, em linha com o elevado grau de endividamento das famílias. O direcionamento rural acelera também por conta da desaceleração na originação.

A desaceleração na carteira PF tem sido mais lenta. Isso pode ser consequência do momento do mercado de trabalho, do crescimento da renda. O presidente do BC, em palestra, apontou que a entrada de novos players tem sustentado a oferta para PF.

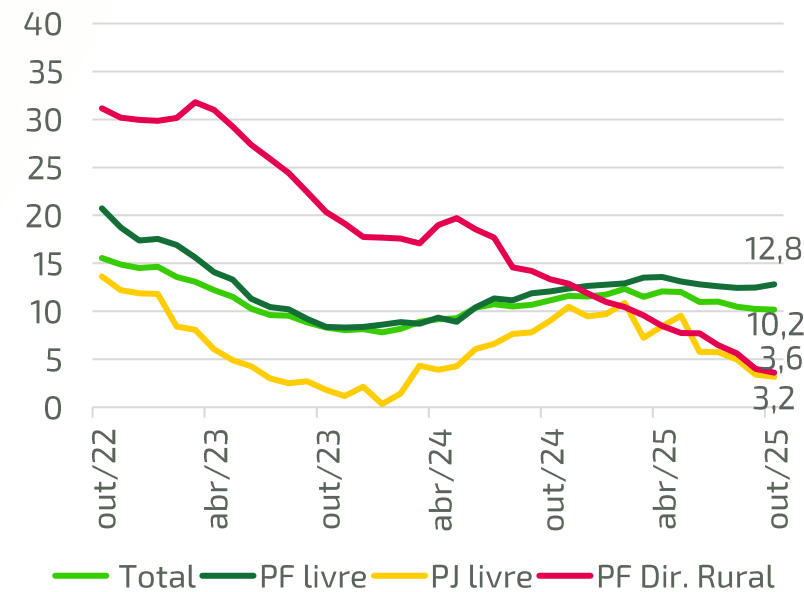
Taxas de Juros Médias e Spreads (Crédito livre)



Inadimplência (% da carteira de crédito livre)



Saldo da carteira de crédito (Var. % a/a)



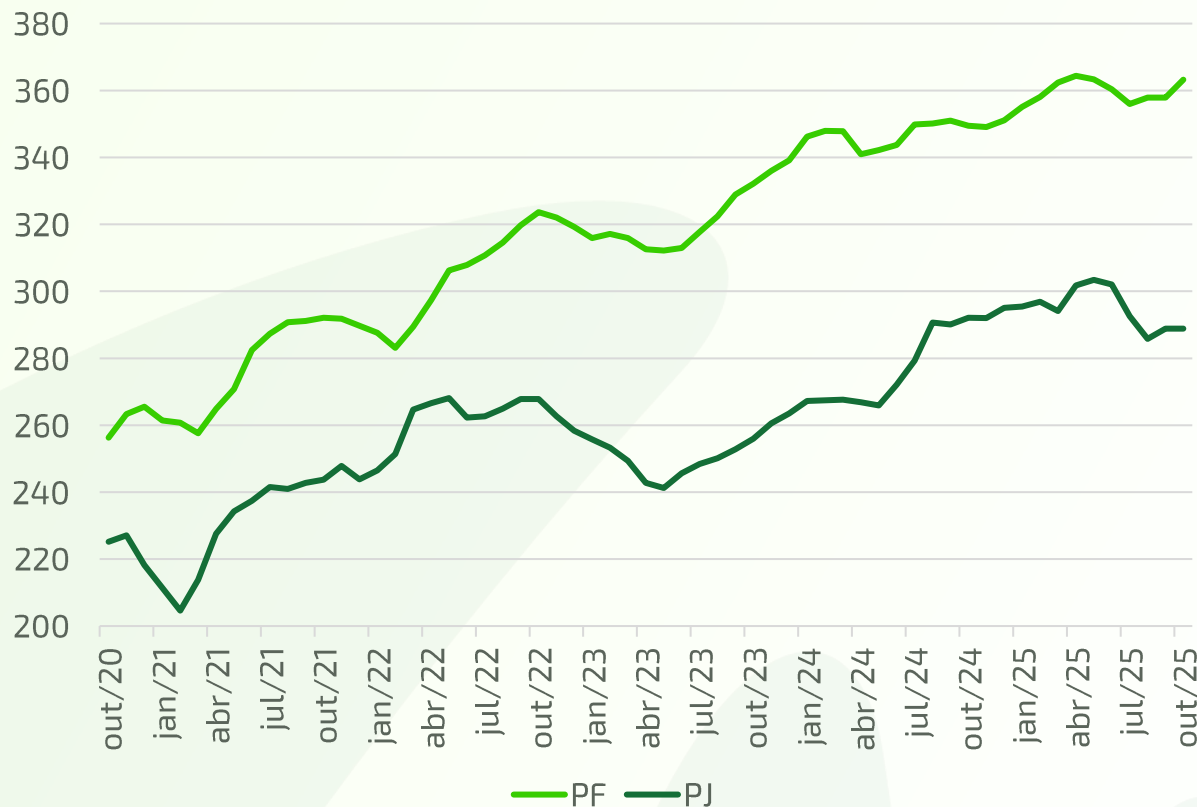
As modalidades PF Direcionado Rural, PF Livre e PJ Livre do SFN são as que mais se aproximam do recorte PF Agro, PF Urbano e PJ utilizados pelo Sicredi, respectivamente.

Taxa de juros em alto patamar em 2025 não limitou crescimento das concessões



Concessões de crédito

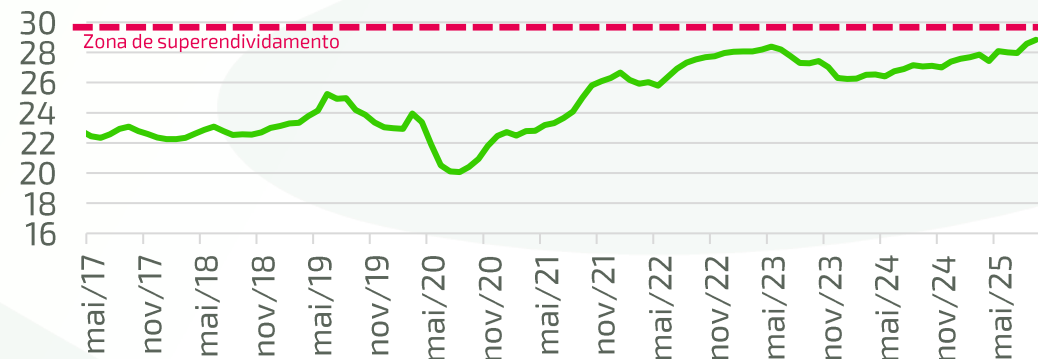
(R\$ bilhões out/25, com ajuste sazonal, MM3M)



Mesmo que a taxa Selic tenha ficado em 15% a.a. durante grande parte de 2025, **as concessões para o público PF continuaram a crescer** ao longo do ano.

Uma conjunção de fatores explica tal fenômeno: baixo desemprego, contínua elevação do poder de compra dos trabalhadores através dos reajustes de salário mínimo acima da inflação, elevação do número de pessoas endividadas e aumento do endividamento das famílias. Ainda que os dois primeiros fatores continuem em 2026, o **endividamento das famílias** se encontra muito próximo do nível de **superendividamento** (28,8% vs. 30,0%), o que pode limitar a expansão das concessões em 2026.

Comprometimento da renda com serviços da dívida (% da renda mensal)

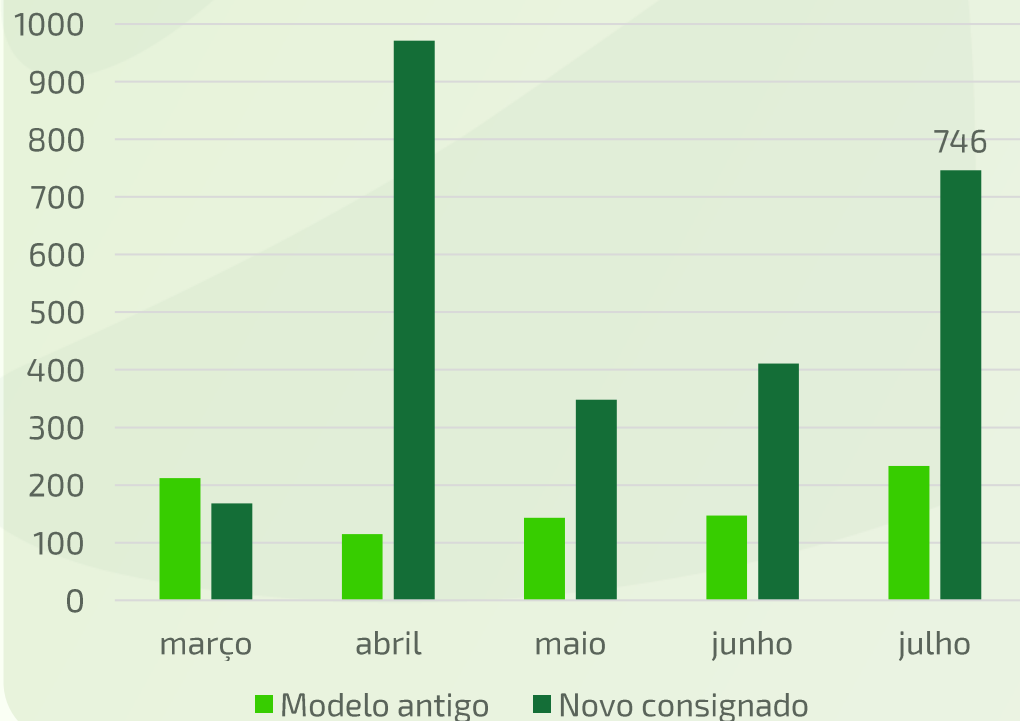


Novo crédito consignado privado

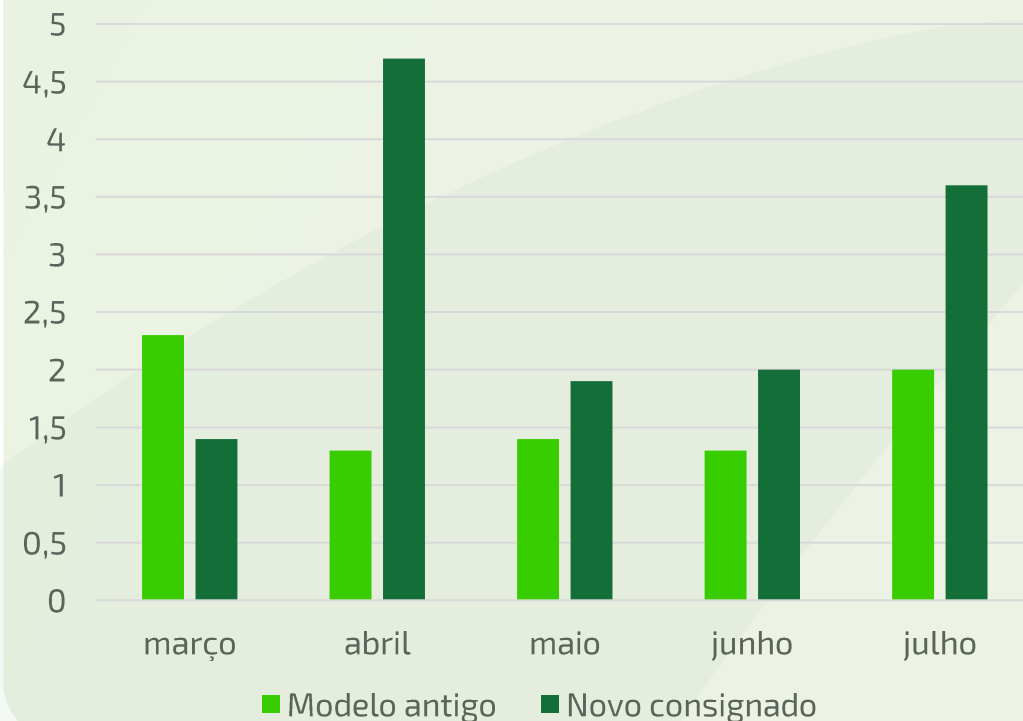
O novo consignado privado, cuja MP 1.292 fora editada em março, ampliou a abrangência e facilitou o acesso à modalidade. No novo modelo, não são necessários convênios entre instituições financeiras e empregadores, o que aumenta o mercado e a competição entre as instituições financeiras.

Estudo do BCB aponta que as concessões atingiram R\$21,9 bilhões de março a julho, dos quais R\$13,6 bilhões são referentes ao novo consignado. Além disso, os tomadores do novo crédito consignado são menos escolarizados e têm menos tempo de trabalho, o que aponta que o novo modelo pode ter dado acesso à crédito para quem estava mais fora do mercado de crédito.

Quantidade de tomadores
(milhares)



Concessões
(R\$ bilhões)

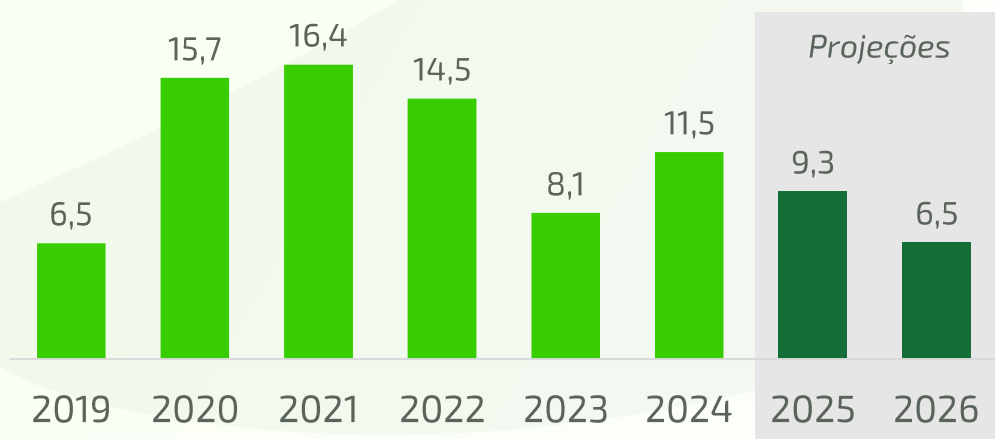


Desafios de 2025 devem ser minimizados em 2026

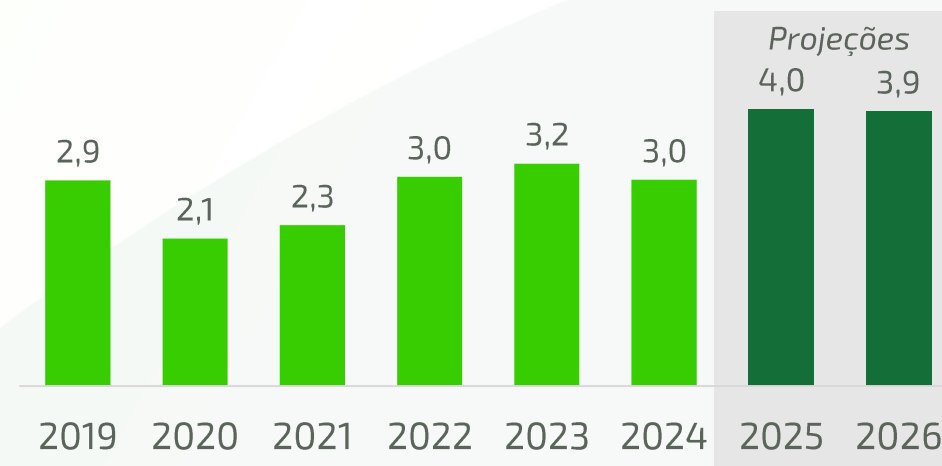
Em 2025, o mercado de crédito apresentou dificuldades com a taxa Selic no patamar de 15% a.a. por grande parte do ano. Os **saldos da carteira de crédito** desaceleraram, e as **taxas de inadimplência** cresceram tanto por causa da própria dinâmica do mercado, quanto pela implementação do IFRS9.

Para **2026**, projetamos **desaceleração adicional no saldo da carteira de crédito**, mas com **estabilização da inadimplência**. Ainda que o ciclo de cortes da Selic se inicie no 1º trimestre, seus efeitos no mercado de crédito levam de três a quinze meses para se materializarem. Com isso, a atividade econômica e o crédito podem crescer, mas a recuperação nos indicadores do SFN tende a ser lenta.

Saldo da carteira de crédito SFN
(var. anual - %)



Inadimplência SFN (%)



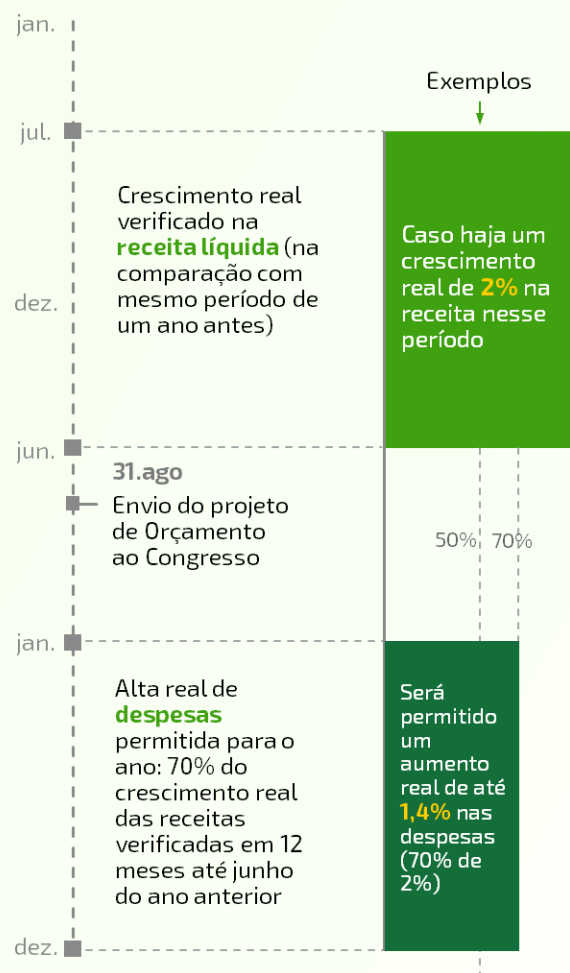
07.

Contas públicas

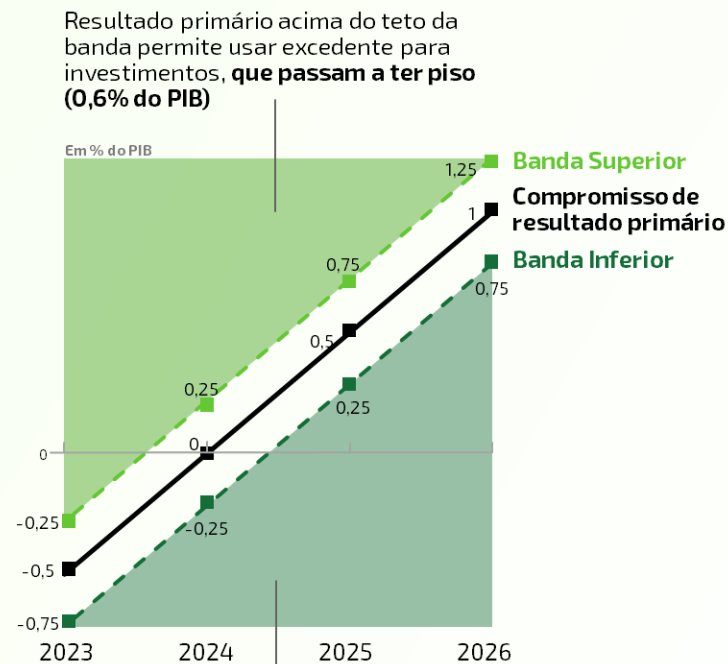


No que consiste o Arcabouço Fiscal?

a. Crescimento anual do gasto



b. Resultado primário



Se o aumento de receitas e a redução de despesas resultarem em primário **abaixo da banda**, o limite de alta de gastos cai de 70% para 50% da variação real das receitas

c. Limites para o crescimento anual do gasto



Desde 2024, as contas públicas operam sob o **Novo Arcabouço Fiscal**, aprovado em 2023. A regra combina **metas de resultado primário** (com bandas de $\pm 0,25\%$ do PIB) e um **limite para despesas**, que cresce anualmente conforme o cumprimento da meta e a variação das receitas do ano anterior.

Se a meta for cumprida, o limite aumenta em **IPCA + 70% da variação real das receitas**; no caso de descumprimento, o limite para o crescimento das despesas é **IPCA + 50%**, além da ativação de **gatilhos** que restringem gastos, como contratação de pessoal e reajustes salariais. Há um **piso de 0,6% acima do IPCA** e um **teto de 2,5% acima do IPCA**, garantindo crescimento real das despesas, mas inferior ao das receitas, o que, em tese, permitiria superávits e maior sustentabilidade da dívida.

Na prática, isso não tem ocorrido devido à **exclusão de gastos do limite** (Fundeb, fundos constitucionais...) e da **meta** (precatórios, ajuda ao RS, tarifaço...). Essas exceções reduzem a efetividade do arcabouço em gerar superávits, aumentando a preocupação com a trajetória da dívida. Por isso, analistas têm dado maior peso a um indicador menos sujeito a manipulação: a **dívida bruta do governo geral**, que se tornou **referência** para avaliar a **solvência fiscal**.

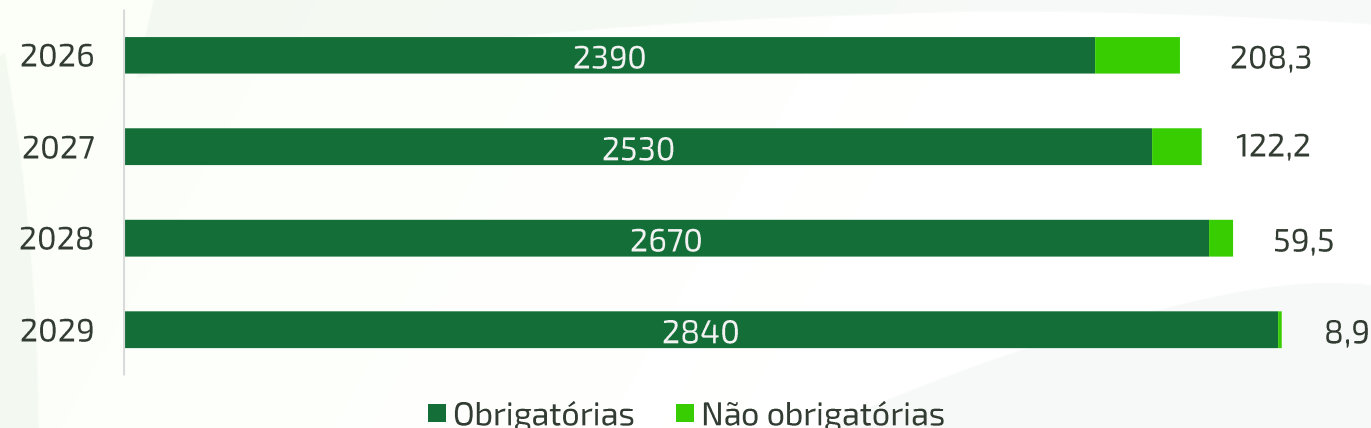
Como o Arcabouço Fiscal funciona na prática?

O Novo Arcabouço Fiscal também traz **implicações importantes para a governança da execução orçamentária**. A cada dois meses, a Secretaria de Orçamento Federal (Ministério do Planejamento) e a Secretaria do Tesouro Nacional (Ministério da Fazenda) divulgam o **Relatório Bimestral de Receitas e Despesas**, que avalia se a arrecadação e a execução das despesas estão em conformidade com a Lei Orçamentária.

Quando há projeção de **descumprimento do limite de despesas**, geralmente por aumento inesperado de gastos obrigatórios, como Previdência ou BPC, **o governo deve bloquear parte das despesas não obrigatórias (discricionárias)**. Como esses aumentos costumam ser permanentes, os bloqueios raramente são revertidos ao longo do ano.

Por outro lado, se houver risco de **descumprimento da meta de resultado primário**, normalmente por frustração de receitas, o governo realiza **contingenciamento das despesas discricionárias**, que pode ser desfeito caso a arrecadação surpreenda positivamente.

Despesas do Governo Central (R\$ bilhões)

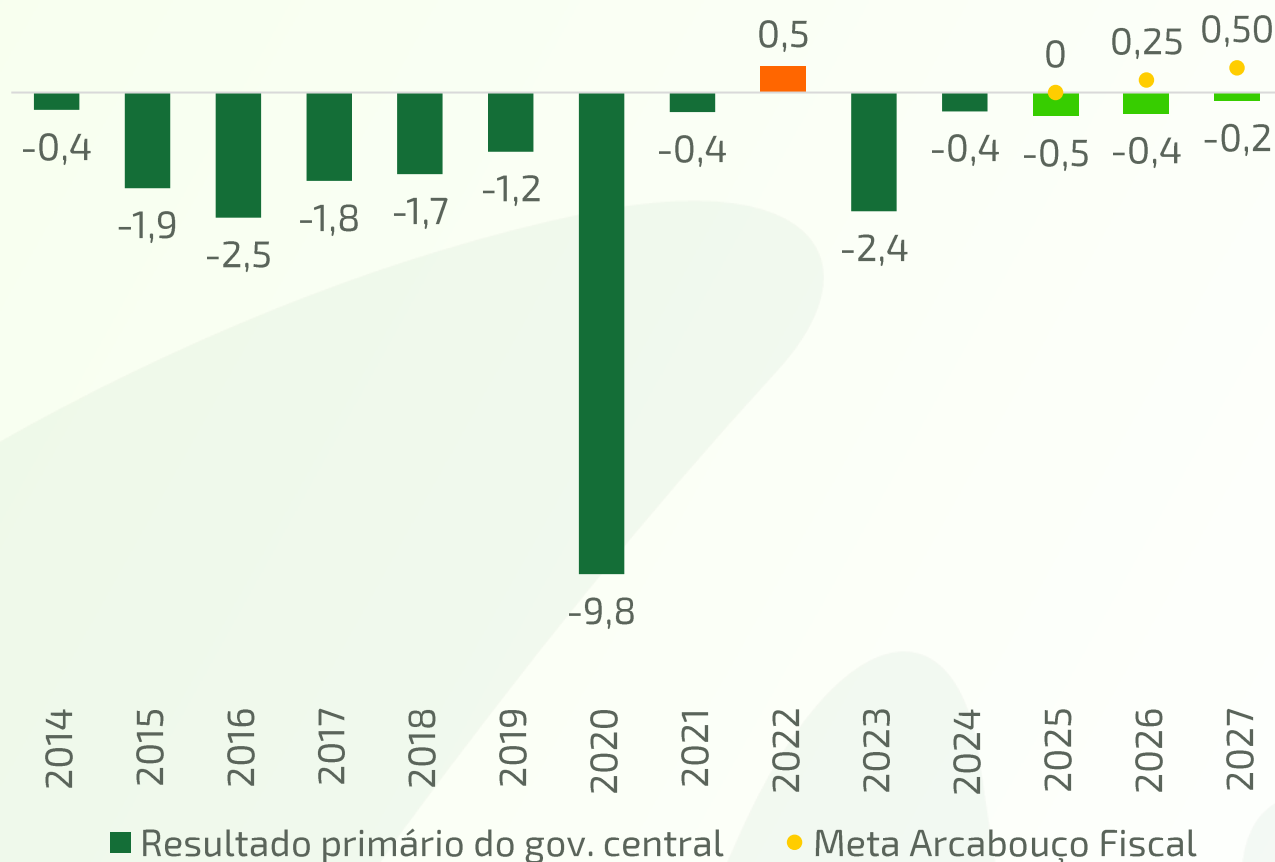


Nessa dinâmica, as **despesas discricionárias são**, portanto, **a principal variável de ajuste do governo para as regras fiscais**. O governo pode bloquear ou contingenciar até **25% do valor previsto no Orçamento**. Se essas despesas chegarem a zero, o governo perde o já limitado grau de liberdade e capacidade de implementar políticas públicas, incorrendo no risco de paralisação da máquina pública (*shutdown*).

Segundo projeções do Ministério do Planejamento (e nossas), mantido o ritmo atual de crescimento das despesas obrigatórias, **as discricionárias podem cair a quase zero em 2029**, comprometendo governança e execução de políticas.

O cenário fiscal é marcado por um **descumprimento formal das metas de primário**, mas dentro da banda permitida ao considerar exceções

Resultado primário do governo central
(% do PIB)



Após déficit primário de **0,4% do PIB em 2024**, projetamos novos **déficits em 2025 (-0,5%) e 2026 (-0,4%)**, abaixo das respectivas metas do arcabouço fiscal (0% e 0,25%).

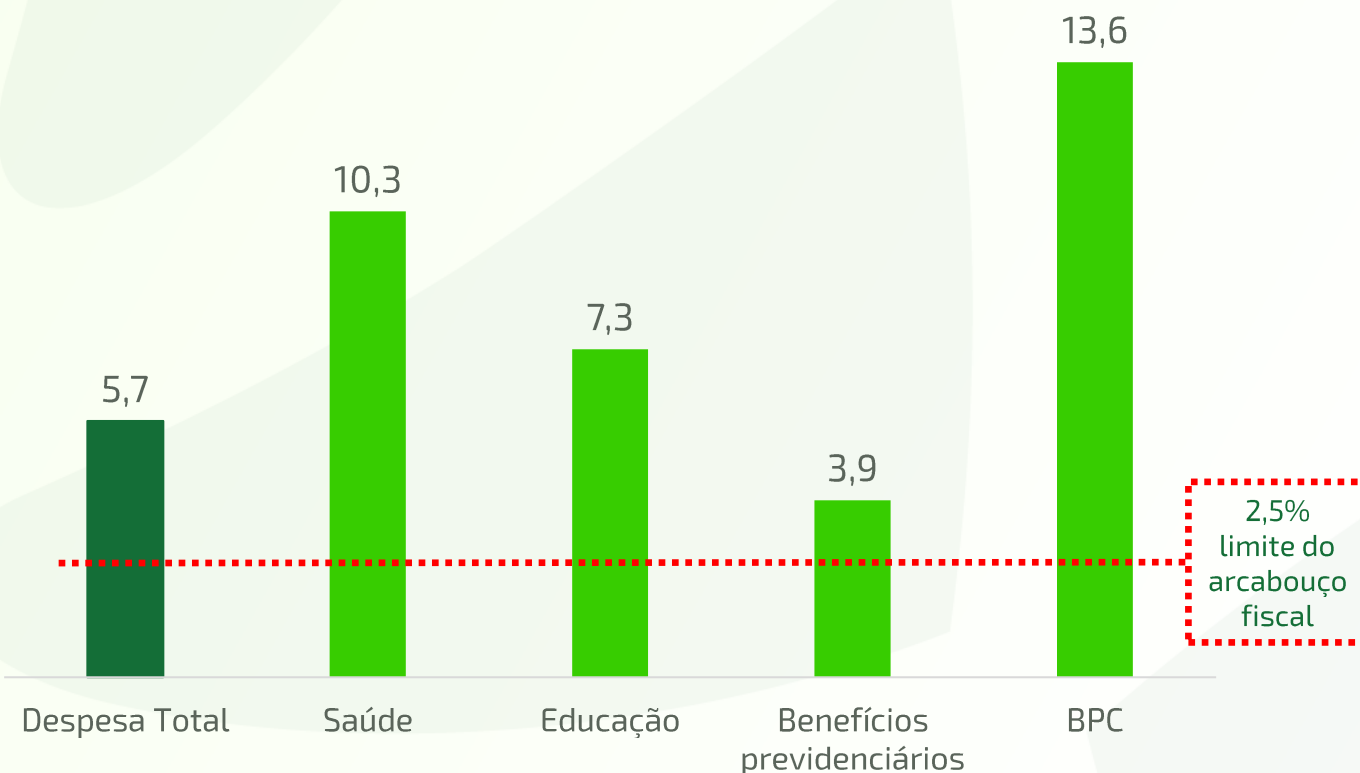
Apesar do descumprimento, os gatilhos previstos nas regras do arcabouço não estão sendo acionados, pois parte das despesas (como precatórios) é excluída do cálculo, ao mesmo tempo em que a meta admite bandas de $\pm 0,25\%$ do PIB. Com isso, **as metas ajustadas são -0,6% (R\$75,8 bi) em 2025 e -0,5% (R\$57,8 bi) em 2026**. Por esta razão, estimamos que o governo deve contingenciar **apenas na medida suficiente** para cumprir a meta na banda inferior.

Para 2026, estimamos **crescimento real de receita de 2% e R\$68 bi em receitas não recorrentes** (IOF, venda de ativos, revisão de benefícios tributários, etc.). Do lado das despesas, projetamos **contingenciamento de R\$40 bi**, sujeito a risco de não execução em ano eleitoral, com possíveis implicações para o quadro fiscal em 2027.

Crescimento das despesas obrigatórias pressiona investimentos e exige **ajuste estrutural no orçamento**



Crescimento médio real das despesas em 2023 e 2024 (%)



Após atingir 19,5% do PIB em 2023 e 18,8% em 2024, a **despesa** deve representar **18,7% do PIB em 2025** e **18,5% em 2026**.

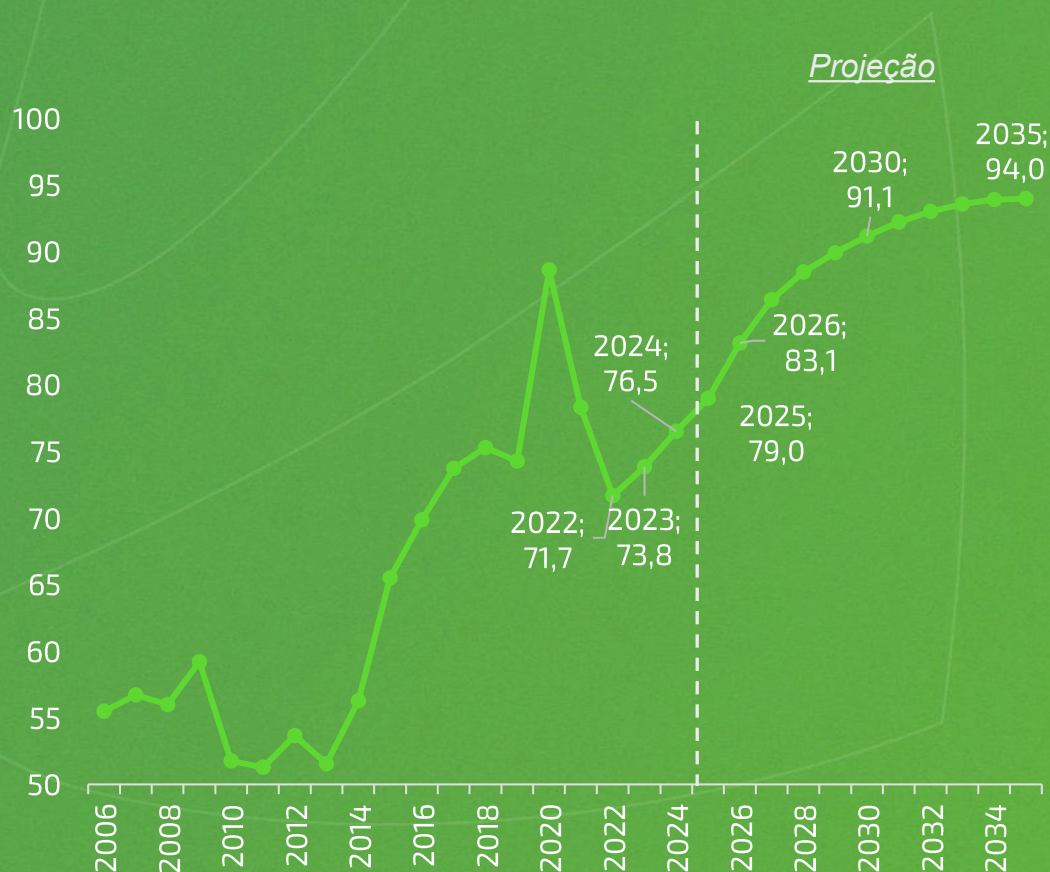
O arcabouço fiscal, mesmo que descumprido, evidencia o problema de algumas **despesas obrigatórias** (saúde, educação, previdência), que vêm crescendo **acima do limite do arcabouço**. Esse avanço **pressiona as despesas discricionárias** (como investimentos), pois o ajuste recai sobre elas. Segundo o Ministério do Planejamento, mantida essa tendência, **as discricionárias podem chegar a praticamente zero em 2029**.

Consideramos esse cenário improvável, pois governos dificilmente abrirão mão de políticas públicas, majoritariamente financiadas por despesas discricionárias. Assim, **será necessário um ajuste estrutural nas despesas obrigatórias em breve**. Esse tema deve ganhar relevância no debate eleitoral, com expectativa de algum endereçamento após as eleições, independentemente do vencedor.

Com 'contornos' ao arcabouço, a dívida pública é o indicador relevante para avaliar a situação fiscal do país



Dívida bruta do governo geral (% do PIB)



O fato de o arcabouço fiscal não garantir superávits primários para sustentar a dívida, somado ao grande número de despesas fora do limite, fez com que a **dívida bruta do governo geral (DBGG)** se tornasse o principal indicador da saúde fiscal do país.

Após encerrar **2024** em **76,5% do PIB**, a DBGG deve atingir cerca de **79,0% em 2025**, refletindo o déficit primário projetado (-0,5% do PIB) e o elevado custo de financiamento do Tesouro. Somente nos 12 meses até outubro, foram pagos **R\$ 987,2 bilhões em juros**, equivalentes a **7,9% do PIB**, devido ao patamar elevado da Selic e ao prêmio de risco associado à capacidade do governo honrar seus compromissos.

Para 2026, projetamos a DBGG em 83,1% do PIB, considerando novo déficit (-0,4% do PIB) e juros ainda altos. **A Selic média deve cair de 14,5% em 2025 para 13,0% em 2026**, o que tende a aliviar a despesa com juros. Contudo, esse efeito será gradual, pois títulos emitidos a taxas atuais continuarão no passivo, mantendo o custo médio elevado por algum tempo. Esse cenário reforça a importância da trajetória da dívida como referência para avaliar a solvência fiscal.

► Estímulos fiscais já aprovados para 2026 ou com alguma chance de aprovação



Estímulos já aprovados (impacto estimado em 2026):

- Isenção de IR para quem ganha até 5mil (~R\$ 35,4 bi)
- MCMV para a classe média (até R\$ 30 bi)
- Novo crédito consignado para CLT (~R\$ 26,8 bi)
- MCMV para reformas de residência (até R\$ 30 bi)
- Gás para Todos (R\$ 5,1 bi)
- Pé de meia (R\$ 12,5 bi)

Estímulos não confirmados mas que ainda *podem* vir:

- Crédito para aquisição de motocicletas (?)
- Reajuste do Bolsa Família (?)



Como vai funcionar a transição da reforma tributária do consumo?

Cronograma da transição do sistema tributário para os contribuintes

2024	2026	2027	2029
- Promulgação da PEC 45 - Aprovação da legislação complementar	- Início da vigência da CBS (alíquota de 0,9%) - Início da vigência do IBS (alíquota de 0,1%)	- Extinção do PIS, Cofins e IPI - Início da vigência do IS e da Cide sobre produtos incentivados da ZFM - CBS passa a incidir com alíquota cheia	- Alíquotas do ICMS e ISS reduzidas em 10% - Aumento da alíquota do IBS de forma a compensar a redução na receita de ICMS/ISS
2030	2031	2032	2033
- Alíquotas do ICMS/ISS reduzidas em 20% - Aumento da alíquota do IBS de forma a compensar a redução na receita de ICMS/ISS	- Alíquotas do ICMS/ISS reduzidas em 30% - Aumento da alíquota do IBS de forma a compensar a redução na receita de ICMS/ISS	- Alíquotas do ICMS/ISS reduzidas em 40% - Aumento da alíquota do IBS de forma a compensar a redução na receita de ICMS/ISS	- Extinção do ICMS e ISS - IBS passa a vigorar com alíquota cheia

A reforma tributária terá duas transições: **para contribuintes** (2026 a 2032) e **para governos** (2029 a 2078).

Para os contribuintes, os impostos atuais (ICMS e ISS) serão extintos em 2032, mas os novos tributos começam antes. Em **2026**, o sistema antigo coexistirá com o novo, pois a **CBS** (para União) e o **IBS** (para estados e municípios) serão aplicados com alíquota teste, calibrando a arrecadação.

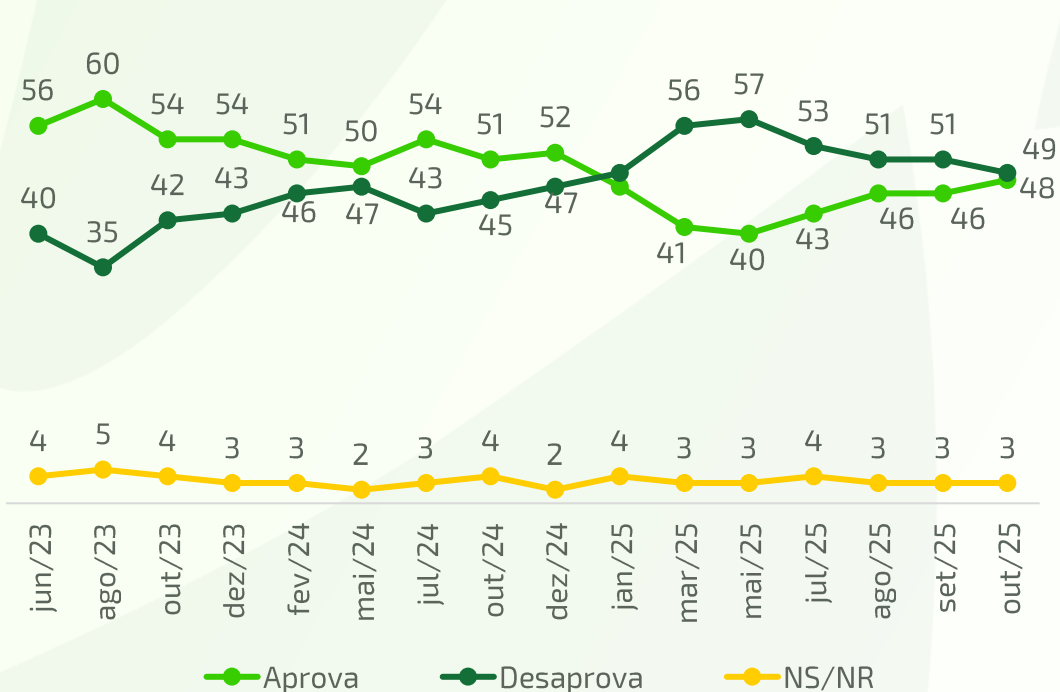
Em 2027, inicia-se a substituição gradual: primeiro os tributos federais (PIS, Cofins e IPI) serão extintos à medida que a CBS assume alíquota cheia. A partir de 2029, ICMS e ISS começam a ser trocados pelo IBS, que cresce proporcionalmente até atingir alíquota cheia em 2033, quando os impostos antigos desaparecem. Importante: a reforma não deve elevar a carga tributária, apenas mudar a forma de cobrança.

Para os governos, a transição será mais longa: a arrecadação migrará da origem para o destino de forma gradual até 2078, sem impacto para o consumidor. Durante esse período, um Comitê Gestor administrará a arrecadação e a distribuição das receitas, garantindo equilíbrio entre União, estados e municípios.

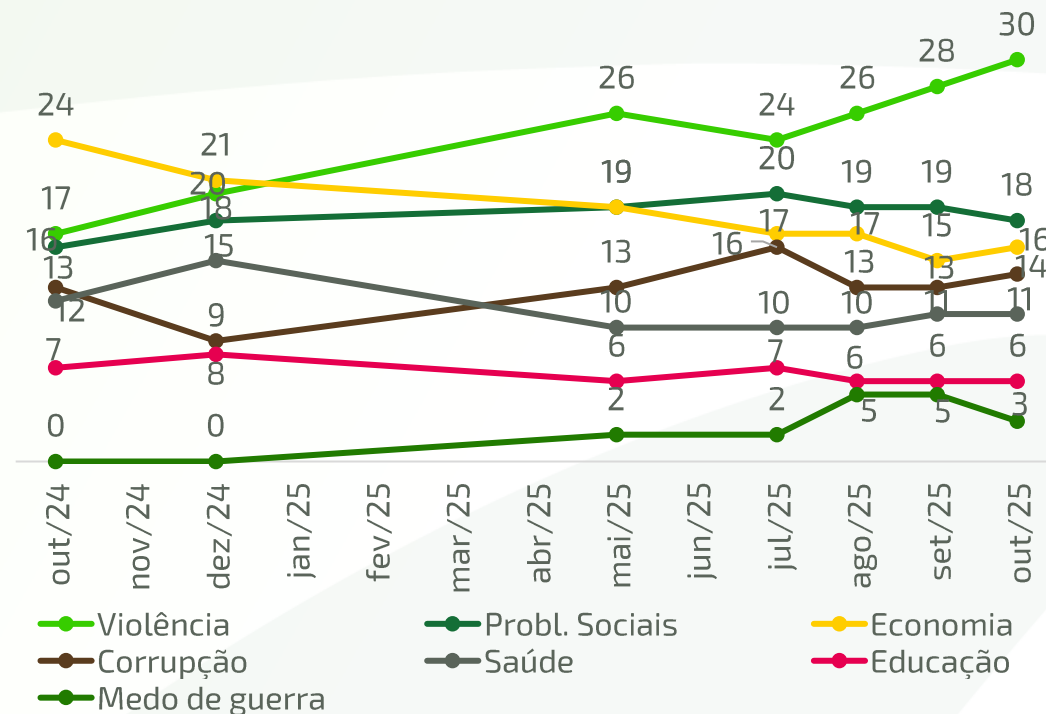
Eleição presidencial de 2026 tende a, novamente, ser decidida por pequena margem



Aprovação do governo (%)



Maiores preocupações dos eleitores (%)

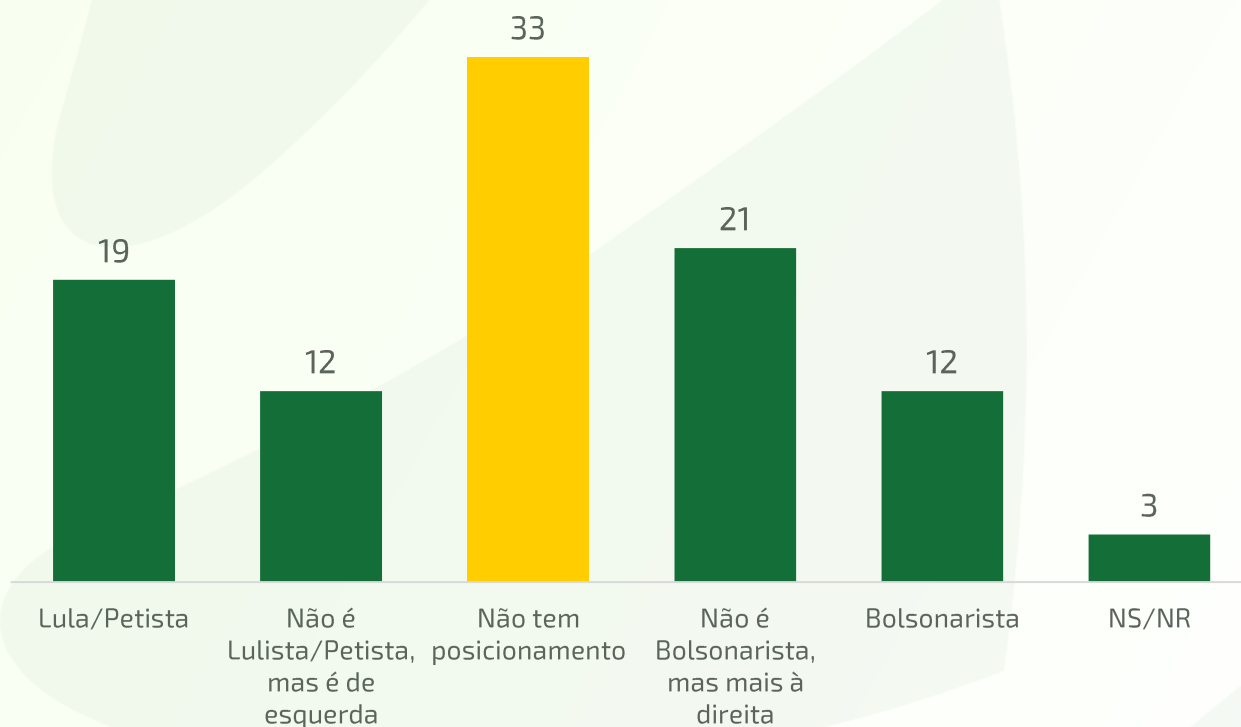


Os indicadores de aprovação do governo e principais preocupações dos eleitores sugerem uma **eleição disputada em 2026**. Por um lado, a aprovação de 48% coloca o **governo atual com probabilidade razoável de reeleição** (acima de 50%, segundo modelo da consultoria Ipsos com mais de 400 eleições ao redor do mundo). Por outro lado, o fato da **principal preocupação dos eleitores – a segurança/violência** – ser um tema de maior apelo à oposição do que ao governo, **diminui essa probabilidade** e torna a eleição mais disputada. De acordo com a consultoria Eurasia, o candidato mais identificado com a principal preocupação dos eleitores costuma vencer em 85% das vezes.

Eleitores de centro, sem posicionamento ideológico definido, tendem a ser decisivos nas eleições



Na escala de posições políticas, em qual grupo você se encaixa?



Eleitores **sem um posicionamento político definido entre direita e esquerda tendem a definir o resultado no segundo turno**. A aparição de diversas candidaturas de oposição com baixa rejeição e conhecimento entre os eleitores, tende a dificultar a estratégia do incumbente.

Em que pese as discussões sobre as eleições de 2026 já estarem presentes, o desfecho dependerá de diversos elementos:

- O quanto o **mercado de trabalho** vai desacelerar?
- A **inflação de alimentos** vai continuar controlada?
- Qual o desfecho do **embate comercial com os EUA**?
- **Qual será o tema da Eleição** e qual candidato será o mais capaz de canalizar esse anseio?

A **depende do tema que dominar o debate eleitoral** (por exemplo: violência, soberania nacional, problemas sociais, etc.) **determinados candidatos e espectros políticos podem se favorecer**.

► O desafio do ajuste fiscal na passagem de 2026 para 2027

O Brasil precisará realizar um ajuste nas contas públicas nos próximos anos, responsabilidade que caberá ao próximo governo.

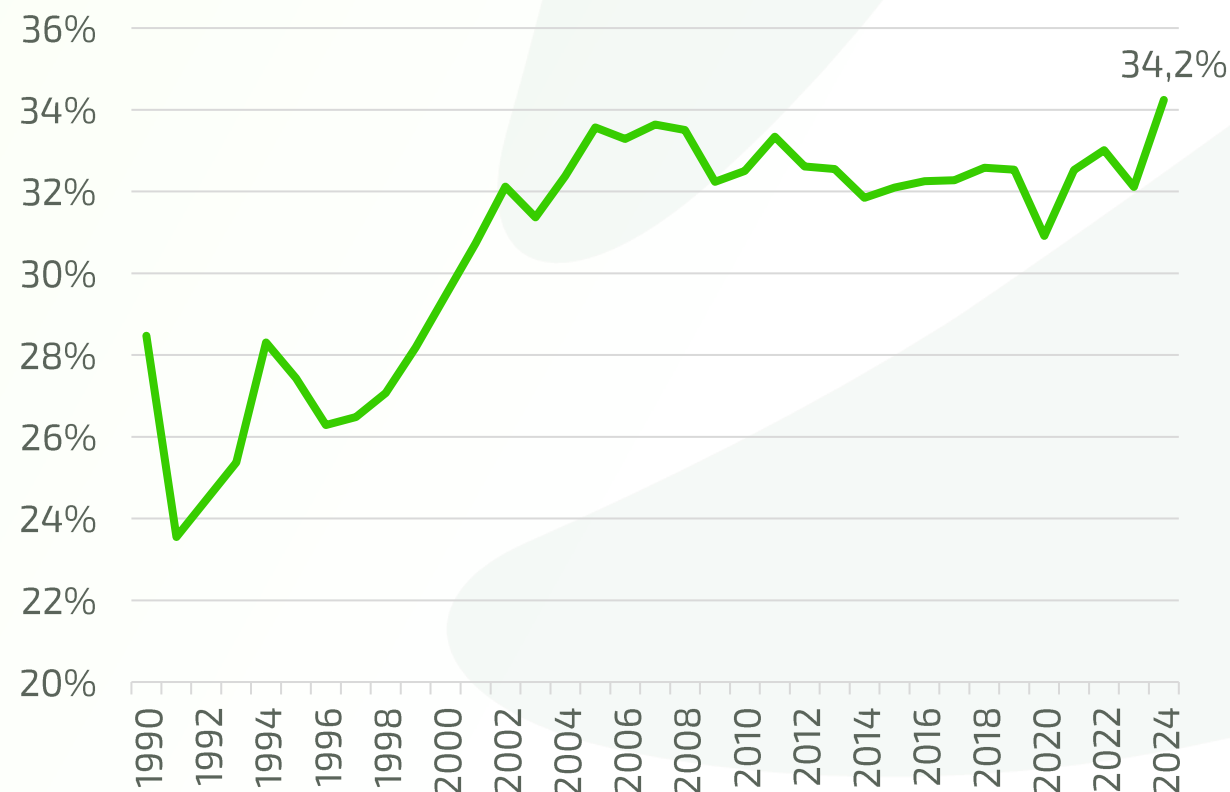
A transição de 2026 para 2027 deve ser marcada por muitas expectativas sobre a **forma como esse ajuste será acordado e implementado**.

Existem **três caminhos para efetuar um ajuste** que reduza o crescimento da dívida pública: **pela maior inflação, pelo aumento dos impostos ou pela redução dos gastos**.

A **maneira como o tema fiscal será abordado durante o período eleitoral é importante**, pois pode resultar em um ajuste mais gradual, **sem causar uma forte desvalorização cambial ou elevação acentuada da taxa de juros de longo prazo**.

O **risco de mais aumentos da carga tributária pode afetar negativamente a confiança dos investidores**, desestimular investimentos e comprometer o crescimento econômico.

Carga Tributária Bruta (% do PIB)





SELIC

2023	2024	2025	2026
11,75%	12,25%	15,0%	12,50%



PIB

2023	2024	2025	2026
3,3%	3,4%	2,3%	2,0%



IPCA

2024	Nov-25	2025	2026
4,8%	4,5%	4,3%	4,0%



TAXA DE CÂMBIO (R\$/US\$)

2024	Nov-25	2025	2026
6,19	5,33	5,40	5,60

Conte com a gente!



Clique e confira todos os nossos conteúdos e materiais.



analise_economica@sicredi.com.br



18 de dezembro de 2025



Sicredi

Disclaimer: Esse documento foi produzido pela Gerência de Finanças Corporativas e Economia do Banco Cooperativo Sicredi S.A. e tem por objetivo fornecer informações de indicadores econômicos. Ressaltamos, no entanto, que as análises bem como as projeções contidas refletem a percepção da Gerência de Finanças Corporativas e Economia no momento em que o texto é produzido, podendo ser alteradas posteriormente. O Banco Cooperativo Sicredi S.A. não se responsabiliza por atos/decisões tomadas com base nos dados divulgados nesse relatório.