



CARTA DE CONJUNTURA – JANEIRO/2026

Incertezas na economia mundial e seus impactos no Brasil

A partir do ano passado, novas incertezas estão sendo geradas na economia mundial e começam a produzir movimentos importantes dos agentes econômicos para se protegerem de possíveis cenários adversos. Nesta Carta, são examinadas duas dessas incertezas, associadas à: (a) dívida federal e déficit dos EUA; (b) a bolha especulativa no setor de tecnologia. Na sequência, a posição do Brasil neste contexto será analisada.

Duas outras incertezas de primeira ordem compõem o quadro geral: a guerra tarifária criada por Trump e a ofensiva EUA/Israel contra o Irã, que não serão tratadas aqui.

O Quadro 1 mostra o desequilíbrio orçamentário federal dos EUA em 2025. Várias fontes norte-americanas preveem que este quadro deteriore nos próximos 10 anos, com a expansão da dívida para a faixa de 120% do PIB. O pacote fiscal do governo Trump do ano passado, que reduziu impostos, além da escalada de gastos militares, tende a agravar esta situação. Este cenário tem as seguintes consequências. Em primeiro lugar, o risco percebido sobre os ativos norte-americanos tem levado bancos centrais e fundos privados a diversificarem suas carteiras contra o dólar a favor de outros ativos. No caso dos bancos centrais, tem havido um movimento significativo de aquisição de ouro para compor suas reservas. Do lado dos investidores privados (fundos de pensão e de investimento), o movimento tem sido na direção de ativos alternativos, como títulos e ações de países emergentes, por exemplo, o que explica o *boom* nas bolsas de valores mundo afora e a desvalorização do dólar no mercado mundial.

Em segundo lugar, o risco-EUA é incorporado às taxas de juros de mercado, encarecendo a rolagem da dívida norte-americana. Além disso, cria-se resistência à redução das taxas de juros na economia, mesmo com a inflação caminhando para a meta dos 2% ao ano. É provável que a economia norte-americana tenha que conviver com taxas reais de juro mais altas do que nos anos que sucederam a crise financeira de 2008. A saída desta grave situação — o Brasil é um exemplo extremo — é reverter o déficit primário, hoje de 3,1% do PIB, para o equilíbrio ou mesmo superávit, o que não parece estar nos planos do governo Trump.

Quadro 1
Déficit e dívida federal dos EUA em 2025

	US\$ bilhões	% do PIB
PIB	30.400	
Dívida	30.300	100
Déficit nominal	1.800	5,9
Primário	950	3,1
Juros	850	2,8

Em terceiro lugar, como resultado dessa diversificação de portfólios, tem havido uma tendência à queda da participação do dólar nas reservas mundiais. Em 1999, ano do lançamento do euro, o dólar representava 71% das reservas, contra apenas 56% em 2025. É provável que a tendência de queda se mantenha nos próximos anos.

Os bancos centrais têm aumentado a participação do ouro em suas reservas, hoje ao redor de 20% (a preços de 2024). O Quadro 2 mostra os principais detentores de reservas-ouro no mundo. Países como Polônia, China, República Checa e outros tem sido sistemáticos compradores de ouro no mercado. O resultado dessa política, ao lado da própria demanda do setor privado, foi uma valorização de perto de 400% do ouro nos últimos 3 anos — cerca de 200% da prata no mesmo período — como se pode ver no Gráfico 1 abaixo.

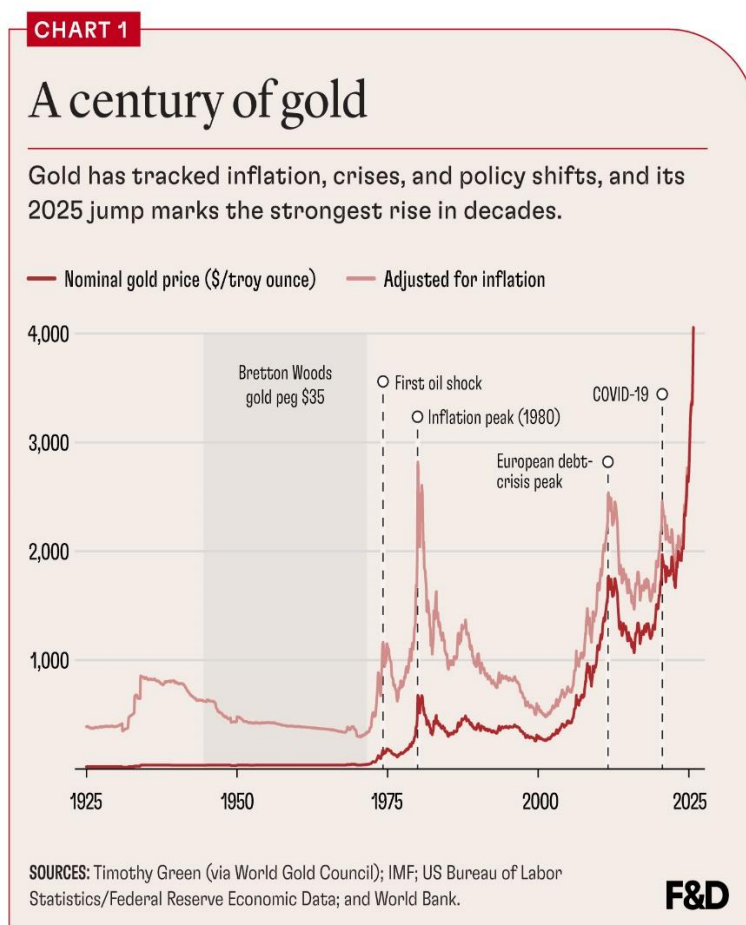
Quadro 2
Reservas em ouro dos bancos centrais
(janeiro de 2026)

	Toneladas	% das reservas totais	Valor atual (1) (US\$ bilhões)
Total (exceto FMI)	33.186		4.776
EUA	8.134	72	1.171
Alemanha	3.351	70	483
Itália	2.452	67	353
França	2.437	65	351
Rússia	2.333	28	336
China	2.280	5	328
Suíça	1.040	8	150
Outros	11.159		1.604
FMI	2.814		405
Total geral	36.000		5.181

(1) Avaliado a US\$ 4.166/oz.

Estima-se que o total do ouro produzido na história seja de 216 milhões de toneladas e que as reservas abaixo do solo sejam da ordem de 133 milhões de toneladas, o que atesta a grande escassez deste ativo. A produção anual tem sido de 3,6 mil toneladas ou cerca de 1,6% do estoque existente. Fica claro assim que qualquer aumento da incerteza na economia mundial pode levar a grandes elevações do preço de mercado do metal, como ocorreu nos últimos anos.

Gráfico 1
O preço do ouro no último século

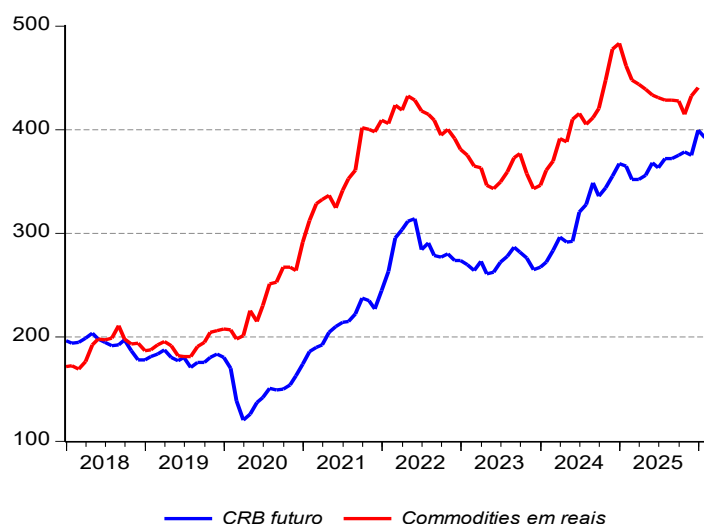


O movimento de diversificação de portfólios, em face das incertezas na economia, tem se espalhado também para outras commodities, quando vistas como ativos alternativos. O Gráfico 2 apresenta a evolução de preços das commodities em geral, medidos pelo *CRB futuro* (em dólares) e o preço médio em reais apurado pelo Banco Central do Brasil. Deve-se notar a valorização de cerca de 100% ocorrida no período da pandemia (2020-21), a redução moderada posterior e o novo *rally* dos últimos dois anos. O índice hoje é cerca de 30% superior ao pico da pós-pandemia, a despeito do fato de que o crescimento da economia mundial (e do volume de comércio) ser pouco superior a 3% ao ano.

Observe-se também que o índice de preços em reais acompanha de perto o índice em dólares, como se deve esperar. A queda de 2025 deveu-se totalmente à valorização do real frente ao dólar, o que tem ajudado em muito o esforço da política monetária para reduzir a taxa de inflação.

Gráfico 2

Índice do preço médio de commodities em US\$ e em R\$



A segunda fonte de incerteza na economia global é a bolha especulativa que parece estar se formando no mercado de ações dos EUA, devido às expectativas otimistas no setor de tecnologia, especialmente ligadas aos maciços investimentos em inteligência artificial. Um exemplo é a NVIDIA, cujo valor de mercado subiu de US\$ 360 bilhões em dezembro de 2024 para US\$ 4 trilhões em janeiro de 2026 (+1.100%), algo em torno de 1,8 vezes o PIB brasileiro. As três maiores (NVIDIA, Apple e Microsoft) representam hoje 4,8 vezes o PIB brasileiro. O fenômeno tem sido comparado com a “bolha” da internet nos anos 90.

A percepção de risco crescente inerente a esses processos especulativos tem tido efeitos similares ao problema da dívida federal norte-americana, ou seja, um movimento de diversificação de portfólios. Isso explica o *boom* das bolsas de valores dos países emergentes no último ano e parte da elevação dos preços de commodities, especialmente dos metais nobres. Historicamente, o rompimento de uma “bolha” geralmente leva a algum tipo de crise que, dependendo de sua intensidade, pode afetar o setor real da economia. Entretanto, ainda é cedo para avaliar a extensão da inevitável acomodação dos mercados.

O Brasil não está preparado para enfrentar as prováveis consequências dessa acomodação, principalmente devido à fragilidade de sua situação fiscal. O intenso ritmo de aumento da despesa real (e da receita real) federal nos últimos 3 anos gerou um elevado “risco fiscal”, que pode ser medido pelo fato de que o Governo Federal vem pagando taxas reais de juro de longo prazo de 7% ou mais ao ano sobre sua dívida, o que por sua vez implica na explosividade da relação dívida-PIB. O país contratou uma crise fiscal que, dependendo da intensidade do solavanco da economia mundial, pode produzir uma nova crise interna. Muito irá depender do imprescindível ajuste fiscal a ser feito em 2027.