
Perspectivas para 2026

1 de janeiro de 2026

Dr. Win Thin

Economista-Chefe



“É difícil fazer previsões, especialmente sobre o futuro.”

Yogi Berra

INTRODUÇÃO

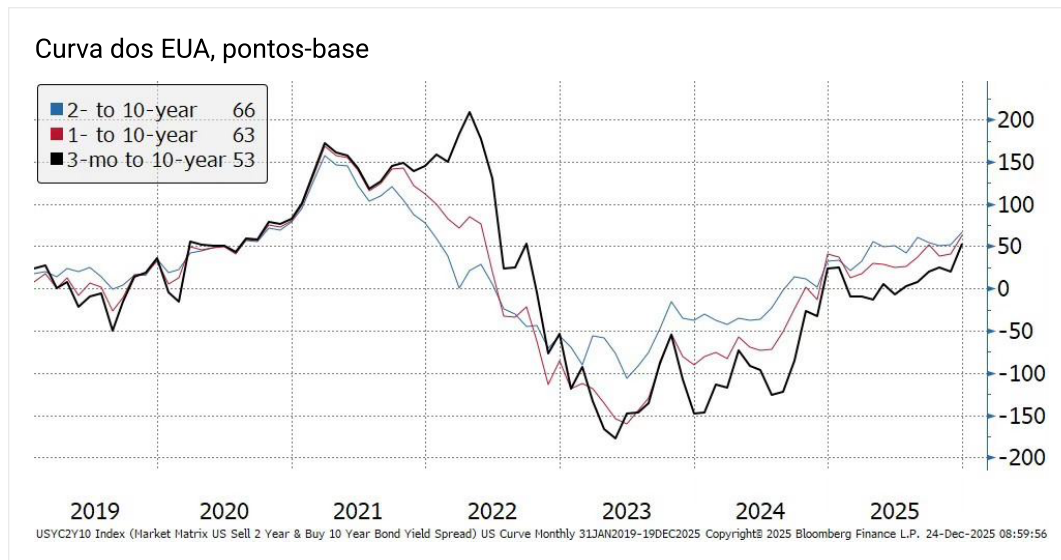
Apesar do forte desempenho da economia dos EUA em 2025, iniciaremos 2026 com muitas questões em aberto. Será que essa superioridade norte-americana continuará? Ou o excepcionalismo dos EUA irá se dissipar? Neste artigo de perspectivas para 2026, identificamos o que acreditamos serem os seis temas mais importantes para os mercados financeiros globais. O que emerge desse exercício é uma narrativa amplamente positiva para ações, negativa para o dólar e uma visão mista para a renda fixa, que deve continuar alimentando a estratégia de inclinação da curva de juros.

No fim das contas, esperamos que os eventos de 2026 aumentem a volatilidade do mercado, mas não devem alterar as tendências atuais. Assim, usaríamos qualquer movimento de preços relacionado a eventos como oportunidades para reafirmar nossas atuais projeções macroeconômicas. Para investidores globais, nossas perspectivas de câmbio sugerem que os retornos em moeda local provenientes de investimentos na Europa, Japão e Mercados Emergentes superarão aqueles nos Estados Unidos, assim como ocorreu em 2025.

1. Legalidade Tarifária

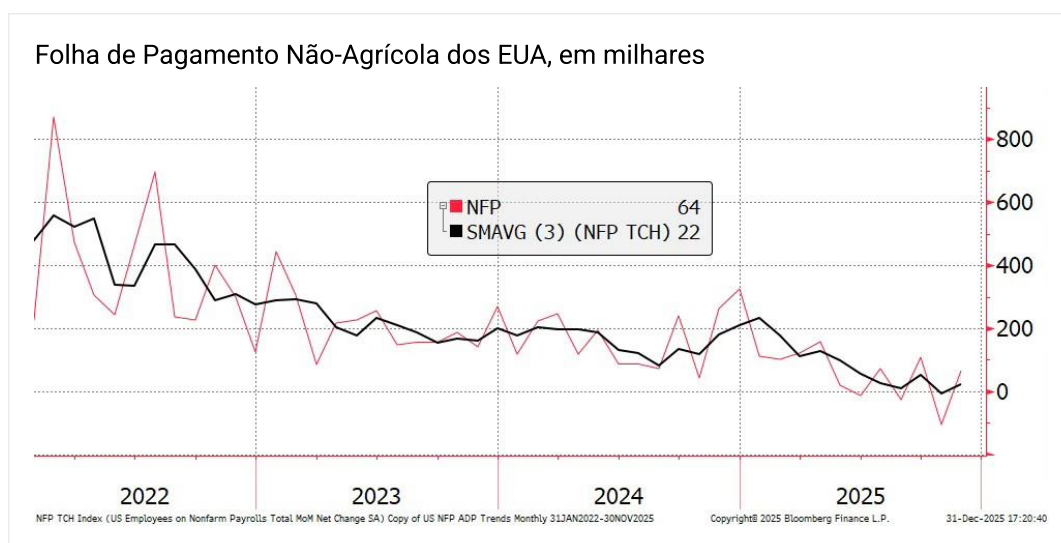
Até o momento desta redação, a Suprema Corte dos Estados Unidos ainda não emitiu sua decisão sobre a legalidade das tarifas recíprocas da administração Trump. As argumentações orais começaram em novembro e esperávamos uma decisão relativamente rápida, antes do fim do ano. No entanto, essa decisão parece ter sido adiada para 2026.

Dada a atual deferência da Suprema Corte dos Estados Unidos à autoridade executiva, esperamos que ela decida a favor da continuidade do regime tarifário vigente. Isso também já está precificado pelos mercados. Caso ocorra uma rejeição inesperada das tarifas recíprocas do presidente Trump, esperaríamos então uma depreciação significativa do dólar, já que o Federal Reserve provavelmente reduziria as taxas de juros de forma mais agressiva ante a ausência de riscos inflacionários relacionados às tarifas. Além disso, os rendimentos na ponta longa da curva norte-americana provavelmente subiriam acentuadamente para refletir os riscos fiscais de perder US\$ 300 bilhões em receita tarifária anual. Dessa forma, o movimento de inclinação da curva se aceleraria.



2. Perspectiva Econômica dos EUA

O crescimento do PIB dos EUA foi forte em 2025, em grande parte devido ao enorme investimento em Inteligência Artificial. O consumo pessoal também permaneceu surpreendentemente robusto. Para 2026, antecipamos uma desaceleração significativa do consumo devido ao enfraquecimento contínuo do mercado de trabalho. A criação de vagas nos EUA praticamente estagnou, com ganhos na Folha de Pagamento Não-Agrícola totalizando apenas 119 mil desde maio. Nos sete meses anteriores a maio, os ganhos totais da Folha de Pagamento Não-Agrícola vieram um milhão acima, atingindo 1,119 milhão. Se concordarmos com a afirmação do presidente do Fed, Jerome Powell, de que a Folha de Pagamento Não-Agrícola mensal está sendo superestimada em 60 mil, então os EUA provavelmente perderam mais de 300 mil empregos desde maio.



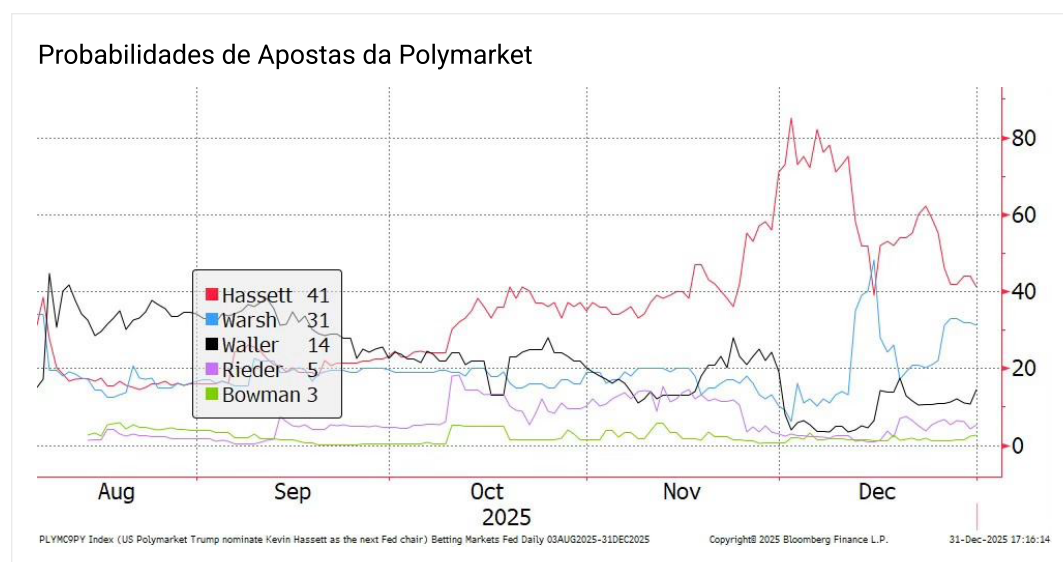
O Federal Reserve espera que o crescimento aumente para 2,3% em 2026, quando em 2025 a estimativa foi de 1,7%. Será isso possível? Lembre-se de que o consumo representa cerca de 70% da economia dos EUA. Compare isso com o investimento em ativos fixos, que responde por aproximadamente 20% do PIB. Embora o forte investimento em Inteligência Artificial possa ajudar a amortecer o impacto, é difícil imaginar que consiga compensar totalmente a fraqueza esperada no consumo à medida que o desemprego aumenta.

A recessão continua sendo um risco de cauda. O consenso da Bloomberg vê 30% de probabilidade de uma recessão em 2026. Embora continuemos preocupados com uma desaceleração, acreditamos que essas probabilidades superestimam o risco de uma forte contração neste ano. Além disso, se os riscos de recessão aumentarem de forma significativa, nossa expectativa seria que o Federal Reserve flexibilizasse a política monetária de maneira mais agressiva. Isso porque, no fim das contas, continuamos acreditando que o Fed dará mais ênfase ao cumprimento de seu mandato de pleno emprego do que ao de estabilidade de preços. Essa visão sustenta nossa projeção de 75 a 100 pontos-base de afrouxamento do Fed em 2026, em comparação com o preço de mercado de 50 pontos-base e o gráfico de pontos do Fed de apenas 25 pontos-base. Com a ponta longa da curva provavelmente apresentando desempenho inferior devido à inflação acima da meta e preocupações com a independência do Fed (ver abaixo), a curva dos EUA provavelmente continuará se inclinando.

3. A Independência do Fed

Devemos descobrir quem será indicado para substituir Jerome Powell como presidente do Federal Reserve no início de 2026. O mandato de Powell como presidente termina em maio e, portanto, é provável que tenhamos um “presidente paralelo” por quase seis meses, questionando Powell a cada passo.

Depois que o presidente Trump disse em novembro que já sabia quem seria sua escolha, as probabilidades nos mercados de apostas de que seria o diretor do NEC, Kevin Hassett, dispararam para cerca de 80%. No entanto, em dezembro surgiram relatos de que as entrevistas ainda estavam em andamento, com Trump afirmando que tanto Hassett quanto o ex-governador Keven Warsh eram “grandes candidatos”. As chances de Warsh aumentaram enquanto as de Hassett caíram, mas ambas já se normalizaram e Hassett continua sendo o favorito. Acreditamos que a maioria dos participantes do mercado provavelmente preferiria o governador Christopher Waller em vez dos dois Kevins, mas ainda acreditamos que Trump acabará escolhendo Hassett, que, assim como o governador Stephen Miran, mostrou ser “extremamente expansionista”, disposto a cortar juros de forma agressiva, exatamente como Trump deseja.



Há uma possibilidade improvável de que Powell permaneça até o fim de seu mandato como governador, em janeiro de 2028. Embora isso seja altamente incomum, já aconteceu antes. Se Powell realmente permanecer, isso complicaria as coisas, já que o presidente do Federal Reserve deve ser escolhido entre os membros do Conselho de Governadores. Como resultado, esperamos que o presidente Trump indique Hassett para substituir o governador Miran quando o mandato de Miran terminar neste mês de janeiro. Dessa forma, Hassett poderá ser nomeado presidente caso Powell decida permanecer como governador. Se Powell deixar o Conselho, então Miran estará à espera para assumir essa vaga de governador.

É óbvio que ter dois membros ativos do gabinete passando para o Fed claramente desfoca as linhas da independência do banco central. Basta olhar para os votos do governador Miran para cortar 50 pontos-base em cada reunião de setembro, outubro e dezembro para ter uma ideia do que Hassett provavelmente defenderia como presidente. No entanto, acreditamos que a independência do Fed sobreviverá em última instância, já que o presidente do Fed é apenas um membro do Comitê Federal de Mercado Aberto, responsável pelas decisões. Outra razão pela qual a independência deve sobreviver é que os indicados por Trump em sua primeira administração (Christopher Waller e Michele Bowman) não divergiram junto com Miran, o que interpretamos como uma demonstração explícita de independência. Por fim, ficamos encorajados pelo fato de que o Conselho de Governadores acaba de confirmar por unanimidade os doze presidentes regionais do Fed para novos mandatos de 5 anos, em vez de tentar alterar sua composição.

Dito isso, acreditamos que haverá uma mudança mais expansionista no Federal Reserve em 2026. Não apenas pela chegada de Hasset, mas também entre os presidentes regionais do Fed que se tornarão votantes em 2026. Os novos votantes do FOMC estão divididos entre dois contracionistas (Hammack e Logan) e dois expansionistas (Kashkari e Paulson), enquanto os votantes que estão saindo (Goolsbee, Collins, Musalem e Schmid) são todos contracionistas. Essa é mais uma razão por trás de nossas expectativas mais expansionistas de cortes de juros pelo Fed em 2026.

Enquanto a administração Trump ainda tenta minar a independência do Fed, a Suprema Corte permitiu que a governadora do Fed, Lisa Cook, permanecesse em seu cargo até o julgamento do seu caso em janeiro. Vale destacar que antigos integrantes da cúpula econômica (incluindo os ex-presidentes do Fed Greenspan, Bernanke e Yellen), que serviram a presidentes de ambos os partidos, apresentaram um parecer amicus curiae (amigo da corte) argumentando que permitir que Trump demitisse Cook “exporia o Federal Reserve a influências políticas, corroendo assim a confiança pública na independência do Fed e colocando em risco a credibilidade e a eficácia da política monetária dos EUA.” Concordamos e esperamos que a Suprema Corte também o faça. Caso contrário, a perda explícita da independência do Fed provavelmente levaria a uma acentuada inclinação da curva, bem como a uma intensificação da fraqueza do dólar.

4. Mais baratas

Depois que vários credores de alto risco ligados ao crédito privado quebraram no ano passado, o CEO do JP Morgan Chase, Jamie Dimon, comentou em tom de brincadeira: “Minha antena se levanta quando coisas assim acontecem. E provavelmente eu não deveria dizer isso, mas quando você vê uma barata, provavelmente há mais... Todos deveriam ser alertados sobre isso.” Concordamos plenamente.

Grande parte dessa apreensão decorre do fato de que o crédito privado é, por natureza, bastante opaco. Além disso, não é regulado e, portanto, a escala e o volume de alavancagem podem crescer inadvertidamente a níveis perigosos. Também houve relatos de que os principais bancos estão investindo em crédito privado, o que abre a possibilidade de que um evento nesse mercado se propague para o sistema financeiro mais amplo.

O crescimento do crédito privado tem sido notável. Estimativas da indústria sugerem que o crédito privado já dobrou de tamanho, passando de menos de US\$ 1 trilhão em 2010 para mais de US\$ 2 trilhões atualmente. Vale destacar que o uso do crédito privado aumentou significativamente após a Grande Crise Financeira, à medida que regulamentações mais rígidas para os bancos foram implementadas, o que, por sua vez, abriu espaço para que credores não bancários preenchessem as lacunas resultantes no mercado de empréstimos.

Em seu último Relatório de Estabilidade Financeira Global de outubro, o FMI alertou que “credores não bancários, especialmente fundos de crédito privado, cresceram rapidamente nos últimos anos, aumentando os riscos para a estabilidade financeira porque são menos transparentes e não tão firmemente regulados.” A agência destacou especificamente que “ao contrário dos bancos, os não bancários, em sua maioria, operam sob uma regulação prudencial mais branda. Além disso, muitos fornecem divulgação limitada de seus ativos, alavancagem e liquidez, tornando mais difícil detectar vulnerabilidades e interconexões.”

Nem nós nem o FMI estamos condenando o crédito privado como uma classe de ativos. No entanto, o crédito privado nunca foi testado por uma desaceleração ou recessão econômica prolongada. A recessão causada pela COVID foi relativamente breve, já que o Fed injetou enormes quantidades de liquidez ao mesmo tempo em que o mundo reabriu rapidamente. Se os EUA de fato enfrentarem uma desaceleração neste ano, então esperaríamos maiores pressões sobre o crédito privado. Se essa desaceleração for mais profunda do que o esperado, então todos devemos estar preparados para uma verdadeira debandada de baratas.

5. Tensões Geopolíticas

Sabíamos que provavelmente veríamos surtos contínuos de riscos geopolíticos elevados em 2026. Só não esperávamos isso no terceiro dia.

Após a escalada da retórica, ameaças e ações militares limitadas contra barcos, petroleiros e outras instalações venezuelanas, os EUA lançaram um ataque em grande escala e removeram o presidente Maduro. Ele e sua esposa estão sendo levados para os EUA para enfrentar acusações criminais que incluem narcoterrorismo. O presidente Trump disse que os EUA “governariam” o país durante um período de transição, mas não está claro até que ponto os EUA estão dispostos a comprometer forças para realmente manter o controle do país.

Não há consenso sobre quem pode suceder Maduro como presidente. A vice-presidente Delcy Rodríguez é, constitucionalmente, a próxima na linha de sucessão e Trump disse que ela lideraria enquanto "fizer o que quisermos." No entanto, ela é leal a Maduro e já acusou os EUA de invadirem a Venezuela sob falsos pretextos, enquanto afirma que Maduro ainda é o presidente. Embora Rodríguez e outros líderes de alto escalão tenham prometido desafiar os EUA e permanecer no poder, ainda não está claro se contam com o apoio das forças armadas venezuelanas.

Vale ressaltar que Trump também disse que o país não deveria ser liderado pela líder da oposição Maria Corina Machado, que ainda não retornou à Venezuela após receber o Prêmio Nobel da Paz no mês passado. Por sua vez, ela afirmou que o candidato apoiado por ela nas eleições de 2024, Edmundo González, deveria assumir o poder, mas ele está exilado na Espanha.

Analistas políticos vêm prevendo o retorno da Doutrina Monroe há vários anos, e agora estamos vendo isso acontecer. Lembre-se de que a Doutrina Monroe de 1823 tinha como objetivo deter qualquer influência estrangeira no Hemisfério Ocidental, dando aos EUA carta branca para impor sua vontade à América Central e do Sul por séculos. Embora originalmente destinada a limitar as potências coloniais europeias neste hemisfério, a interpretação atual da Doutrina Monroe é, provavelmente, uma resposta à crescente presença da China na região. De fato, houve relatos de vários projetos chineses nos setores de petróleo, mineração e infraestrutura venezuelanos.

Enquanto isso, Trump disse que as empresas petrolíferas americanas entrariam no país. Se for o caso, podemos esperar um aumento nos investimentos na envelhecida infraestrutura de extração e refino de petróleo da Venezuela, que poderia devolver o país aos seus níveis máximos de produção de quase 4 milhões de barris por dia durante seus dias de glória da OPEP, no início dos anos 1970, contra menos de 1 milhão de barris por dia atualmente. Embora isso provavelmente leve anos para ser concluído, um aumento significativo na produção eventualmente ajudaria a empurrar os preços do petróleo para baixo, o que sempre foi uma das promessas marcantes de Trump.

Ressaltamos que o governo Trump já agiu para apoiar o presidente argentino Milei, após punir o Brasil por processar o ex-presidente Bolsonaro. Trump já acusou o presidente colombiano Petro de envolvimento no tráfico de drogas e acabou de alertar a presidente Sheinbaum que "algo terá que ser feito em relação ao México." Cuba também está na mira, como alertou o secretário de Estado Rubio: "Olha, se eu morasse em Havana e trabalhasse no governo, eu estaria preocupado." Por outro lado, Chile e Peru parecem estar seguros, já que ambos são liderados por governos de direita.

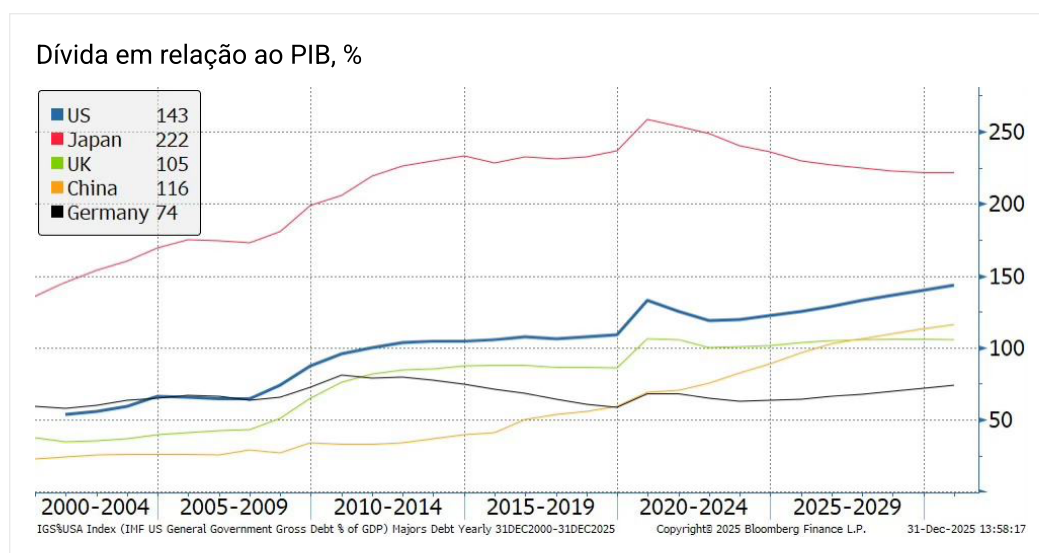
Olhando além do Hemisfério Ocidental, muitos já sugeriram a possibilidade de que o mundo se fragmentaria em esferas de influência. Há um argumento de que isso já está acontecendo, já que os EUA asseguram uma influência crescente sobre as Américas, enquanto abrem mão da influência sobre a Europa para a Rússia e a influência sobre a Ásia para a China.

Acreditamos que a lição mais importante das ações dos EUA na Venezuela é que elas podem inaugurar um longo período de hostilidades em todo o mundo. Enquanto os mercados estão sempre preparados para um confronto contínuo no Estreito de Taiwan, tememos que o presidente Xi possa se sentir encorajado a tomar Taiwan pela força, em vez de pela diplomacia. Em outros lugares, o presidente russo Putin pode estar mais encorajado a manter as áreas na Ucrânia que ele já tomou e talvez até mirar nos outros países da Europa Oriental enquanto busca retomar à força a antiga URSS. Como resultado, não vemos muita probabilidade de outras grandes vitórias diplomáticas para o presidente Trump em 2026 e, em vez disso, vemos riscos geopolíticos bastante altos.

No entanto, apesar dos inúmeros riscos geopolíticos que se acumulam, não esperamos nenhum impacto econômico ou de investimento duradouro proveniente dessas tensões. Em vez disso, apenas reconhecemos que esses tipos de eventos de aversão ao risco tendem a provocar desajustes periódicos nos mercados financeiros globais. Se for o caso, os investidores devem estar preparados para aproveitar quaisquer movimentos de contratendência a fim de aumentar as posições existentes baseando-se na solidez dos fundamentos econômicos.

6. Dívidas Demais

As preocupações com a política fiscal em todo o mundo devem manter as taxas dos títulos soberanos globais elevadas na ponta longa. Todas as principais economias estão inundadas de dívida e a questão contínua é: quanto é demais? Como mostra o gráfico, a maioria das grandes economias possui relações dívida/PIB bem acima de 100% e em crescimento. A exceção notável aqui é o Japão, mas ele só apresentou melhorias modestas a partir do nível elevado acima de 250%.



Apesar do forte crescimento econômico e das receitas adicionais provenientes das tarifas, os EUA provavelmente verão uma deterioração contínua nas perspectivas fiscais, devido ao aumento dos custos de juros e ao crescimento explosivo dos pagamentos obrigatórios. O consenso da Bloomberg projeta que o déficit orçamentário como proporção do PIB aumentará para -6,4% em 2026, a partir de uma expectativa de -6,0% em 2025, apesar de um crescimento nominal do PIB que provavelmente ficará próximo de 5%. Se o crescimento econômico dos EUA desacelerasse significativamente em 2026, o déficit se ampliaria ainda mais. Há também riscos fiscais elevados decorrentes de uma possível reversão, pela Suprema Corte, das tarifas recíprocas do presidente Trump, o que abriria um buraco adicional de US\$ 300 bilhões no orçamento anual.

A China está iniciando outra rodada de apoio fiscal à economia em 2026. O país anunciou planos para aumentar os gastos do governo. O ministro das Finanças, Lan, destacou que “uma política fiscal mais proativa será refletida não apenas na escala de financiamento, mas, mais importante, na melhoria da eficiência e da eficácia de como os recursos são utilizados.” Em referência às preocupações existentes com a dívida, Lan prometeu acelerar os esforços para resolver os riscos associados ao endividamento “oculto” fora do balanço por parte de cidades e províncias.

As perspectivas fiscais da zona do euro foram obscurecidas pela incerteza política na França, onde o governo atual não conseguiu, novamente, aprovar um orçamento para 2026. Para evitar uma paralisação no estilo dos EUA, o governo foi obrigado a recorrer a um projeto especial que permite prorrogar os valores existentes de impostos e gastos. A França ainda terá que aprovar um orçamento no próximo ano e, portanto, as pressões fiscais certamente reaparecerão. A boa notícia é que, apesar dos problemas contínuos na França, vemos poucas evidências de risco de contágio para o restante da zona do euro, já que os spreads periféricos em relação à Alemanha permanecem bastante estreitos.

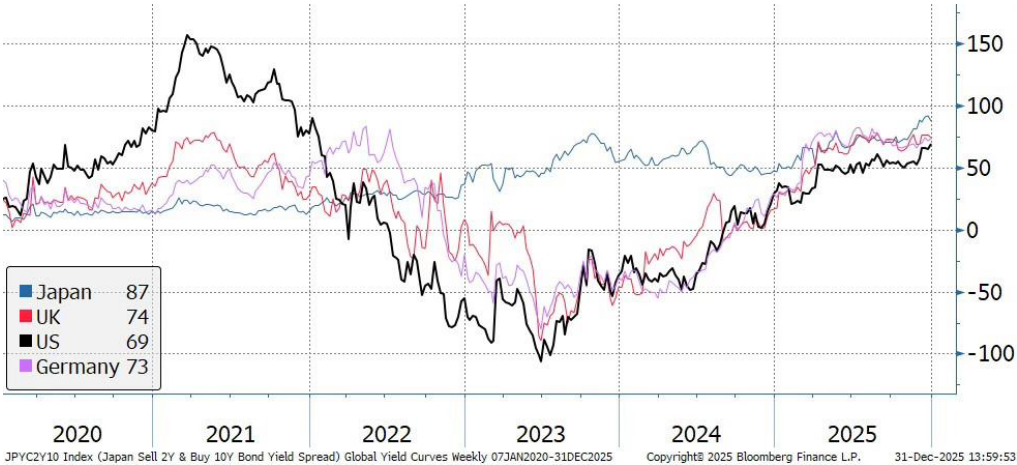
Outro momento de crise completa ao estilo Liz Truss para o Reino Unido foi evitado no Orçamento de Outono. O chanceler Reeves fez pouca coisa para enfrentar os problemas fiscais de longo prazo, mas fez menos ainda para acalmar os mercados. Em algum momento de 2026, acreditamos que as fragilidades fiscais do Reino Unido voltarão a ser expostas. Vale destacar que os custos de empréstimo do Reino Unido já estão mais altos do que estavam durante a liquidação sob Truss, o que é uma das principais razões pelas quais a sustentabilidade fiscal está sendo colocada em dúvida.

Por fim, a primeira-ministra do Japão, Takaichi, pode também enfrentar seu próprio momento ao estilo Liz Truss. Em seu curto tempo no poder, ela já apresentou um plano fiscal extraordinário composto por JPY 17,7 trilhões em gastos dentro de um pacote total de estímulo de JPY 21,3 trilhões. Autoridades reconheceram que isso exigiria emissão adicional de títulos do governo japonês para financiar o plano. Além disso, Takaichi está reforçando a expansão fiscal, já que relatos sugerem que ela anunciará um orçamento recorde totalizando JPY 122,3 trilhões para o exercício fiscal de 2026. Isso representa um aumento de mais de 6% em relação ao orçamento de JPY 115,2 trilhões para o exercício fiscal de 2025 e será parcialmente financiado por um aumento planejado de JPY 29,6 trilhões na emissão de títulos do governo japonês.

Com o mundo imerso em dívidas, é bastante fácil entender por que a ponta longa das curvas provavelmente terá desempenho inferior. Políticas acomodatórias dos bancos centrais devem ancorar a ponta curta e, portanto, o acentuamento da curva provavelmente continuará em 2026. Esse chamado bull steepening é tipicamente positivo para os mercados de ações, especialmente para bancos e outras instituições financeiras. Taxas de juros de curto prazo mais baixas nos EUA também devem impulsionar as ações e ajudar a compensar o provável impacto negativo do enfraquecimento do mercado de trabalho. Taxas mais baixas também devem manter a pressão descendente sobre o dólar.

Temos uma última palavra de alerta que se conecta às nossas preocupações anteriores sobre os mercados privados opacos: não é apenas com a dívida pública que devemos nos preocupar. Isso porque grande parte do investimento em IA está sendo financiado por emissão de dívida corporativa. Empresas de infraestrutura de IA emitiram quase US\$ 125 bilhões em novas dívidas neste ano, com mais por vir no próximo. As quantias massivas necessárias para construir essa infraestrutura são maiores do que o fluxo de caixa livre dessas empresas e, portanto, elas não têm escolha senão emitir dívida. Devemos também levar em consideração o financiamento fora do balanço que muitas dessas empresas de IA têm utilizado. Um método popular é a criação, por essas empresas, dos chamados Special Purpose Vehicles (SPVs, ou em português, Sociedades de Propósito Específico), que firmam parcerias com fundos de capital privado e assumem essa dívida. Este é mais um exemplo de por que continuamos preocupados com os mercados privados opacos.

Curvas de rendimento de 2 a 10 anos, pb



MATRIZ DE PROJEÇÕES

	Atual	Final de 2026	Variação
Ações			
S&P 500	6846	7500	9.6%
NASDAQ	23242	25000	7.6%
DAX	24490	27000	10.2%
Nikkei	50339	55000	9.3%
MSCI EM	1404	1600	13.9%
Renda Fixa			
UST de 2 anos	3.473	2.75	-0.72
UST de 10 anos	4.17	3.75	-0.42
Curva de 2 a 10 anos	0.69	1.00	0.31
Moedas			
EUR/USD	1.17	1.23	4.8%
USD/UPY	156	150	-4.1%
EUR/CHF	0.9307	0.9400	1.0%
Commodities			
Ouro	4319	4750	10.0%
Petróleo Brent	61	55	-9.6%

Isenção de responsabilidade: O Bank of Nassau 1982 Ltd. ("BON") está registrado sob a Lei da Indústria de Valores Mobiliários de 2011 na Comissão de Valores Mobiliários das Bahamas (Registro nº. SIA-F083) e o Banco Central das Bahamas (Licença nº. LIC0117). Este documento é endereçado exclusivamente a clientes e parceiros do Bank of Nassau e não se destina a ser transmitido a terceiros. Este documento é fornecido apenas para fins informativos e ilustrativos. Não constitui uma solicitação ou oferta, solicitação ou recomendação de compra ou venda de investimentos ou outros instrumentos financeiros específicos. As informações contidas neste documento foram fornecidas apenas como um comentário geral e não constituem qualquer forma de aconselhamento financeiro regulamentado. Não leva em consideração os objetivos financeiros, a situação ou as necessidades de nenhuma pessoa.