

Cenário Mensal: Destrinchando as Projeções

Cenário Internacional - Estados Unidos

Atividade Econômica

Revisamos nossa projeção de 2,0% para 2,7% impulsionada pelo desempenho mais robusto da atividade econômica na segunda metade de 2025, que elevam o efeito de carregamento estatístico para 2026. Colaboram para essa elevação também a continuidade do efeito da valorização dos ativos sobre consumo das famílias de alta renda, o fluxo de investimentos em *datacenters* e inteligência artificial, bem como os estímulos fiscais, com maior restituição do imposto de renda entre o final de janeiro e a metade de abril.

PIB Estados Unidos - YoY - %

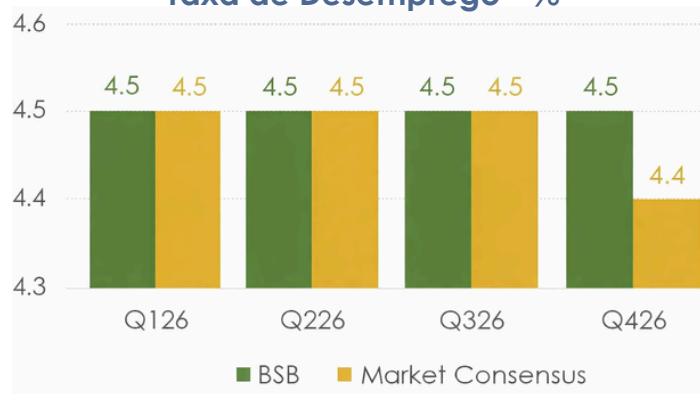


Fonte: BEA e Buysidebrazil.

Mercado de Trabalho

No mercado de trabalho, nossa projeção contempla variações da taxa de desemprego em torno de 4,4% a 4,5% ao longo do ano, ainda influenciada pela dinâmica imposta pela política de imigração, com baixa oferta de mão-de-obra e demanda ainda hesitante por parte dos empresários, investimentos maiores em IA e com ligeira melhora ao longo do ano influenciada pela atividade, mas com desempenho final ainda em torno de 4,5%, enquanto as projeções de mercado mostram uma trajetória mais constante ao longo do ano. Vale notar que a economia americana vem em um ritmo de criação de vagas em torno de 22 mil nos últimos meses, abaixo do payroll de equilíbrio estimado em cerca de 50 mil, aquele que estabiliza a taxa de desemprego. Isso implica que a economia precisa continuar crescendo acima do potencial para que essa taxa deixe de subir, o que é consistente com o nosso cenário de atividade mais forte.

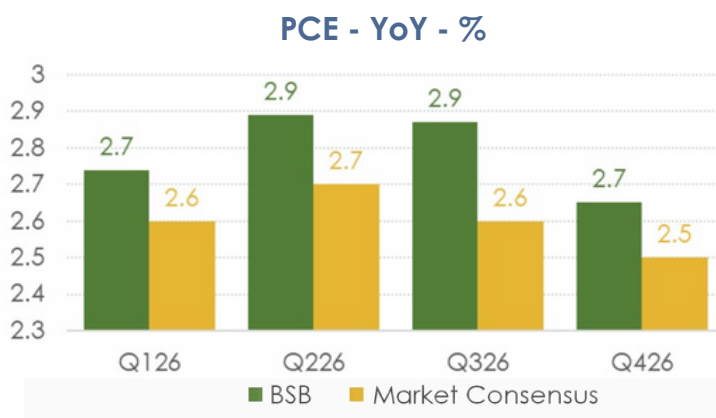
Taxa de Desemprego - %



Fonte: BLS e Buysidebrazil.

Inflação

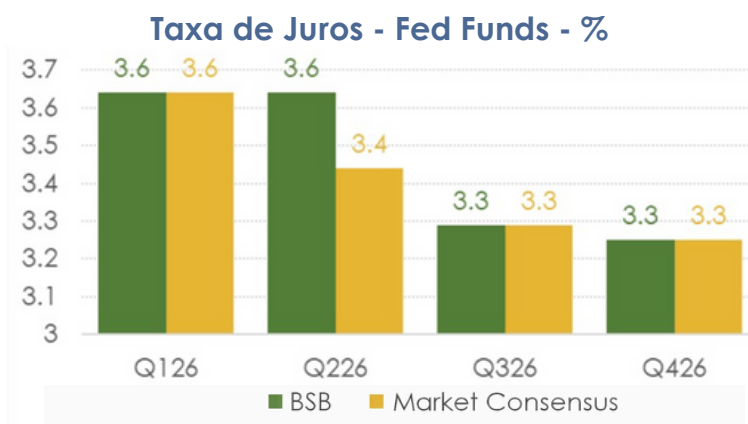
Essa combinação de atividade resiliente e um mercado de trabalho ainda apertado se reflete na dinâmica inflacionária. Na nossa leitura, a inflação encerra 2025 em um patamar mais alto do que o implícito no consenso, abrindo espaço para pressões adicionais no início de 2026, com repasses de custos possivelmente mais intensos, em linha com anedóticos de grandes redes varejistas, e com reajustes de serviços. Ao longo do ano, projetamos que o efeito das tarifas ganhe tração e atinja seu pico por volta do meio do ano. Em relação ao consenso, a divergência decorre sobretudo (i) do nosso cenário de atividade mais forte, (ii) da avaliação de que o mercado subestima a persistência dos repasses associados às tarifas e (iii) do nosso diagnóstico sobre como o *Federal Reserve* vem ponderando, na prática, o seu duplo mandato de inflação e desemprego.



Fonte: BLS e Buysidebrazil.

Política Monetária

Em relação às *Fed Funds*, vale lembrar que o banco central americano opera sob um mandato duplo e que o “desconforto” da autoridade monetária pode ser aproximado por uma função de perda que combina, com pesos, os desvios da inflação em relação à meta e do desemprego em relação à sua taxa natural. No nosso cenário, a taxa terminal em 2026 é essencialmente a mesma do consenso. A diferença está menos no “quanto” e mais no “quando” começa o ciclo. Entendemos que a gestão atual atribui peso relativamente maior aos riscos de deterioração do mercado de trabalho, aceitando conviver por mais tempo com inflação acima da meta para reduzir a probabilidade de uma alta mais expressiva no desemprego. Com a posse de Warsh, esperamos que o início dos cortes seja no começo do terceiro trimestre. Mesmo com inflação ainda elevada, o novo presidente teria o papel de coordenar e formar consenso entre os dirigentes para retomar o afrouxamento. Em outras palavras, convergimos para o mesmo nível final, mas com um início mais tardio.



Fonte: FED e Buysidebrazil.

Cenário Doméstico

Atividade Econômica

Para o PIB, nossa projeção em 2026 coincide com a mediana do mercado segundo o Focus, em 1,8%, embora com diferenças relevantes de trajetória e ponto de partida. Vale destacar que ambas as projeções estão acima da estimativa divulgada pelo Banco Central no Relatório de Política Monetária (RPM) de dezembro, que apontava crescimento de 1,6% para 2026. Essa diferença em relação ao BCB se explica principalmente pela nossa avaliação mais otimista para o setor agropecuário, enquanto a diferença de composição em relação ao Focus decorre da nossa visão de um carregamento estatístico menor vindo de 2025.

Em relação ao mercado, nosso principal diferencial está na avaliação de um crescimento mais moderado da atividade no final de 2025. Projetamos alta de 2,2% no ano, ante 2,3% no Focus, refletindo um desempenho mais fraco da indústria e uma moderação no setor de serviços. Esse ponto de partida mais baixo implica que, em 2026, esperamos uma desaceleração mais gradual da atividade econômica do que a embutida nas projeções do mercado, assumindo maior resiliência dos setores de serviços e agropecuária no início do ano.

Pelo lado do agronegócio, os dados do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola, do IBGE, indicam uma safra de grãos ligeiramente inferior em 2026 em relação a 2025, embora ainda com recorde na produção de soja. Esse cenário sustenta um crescimento da agropecuária acima do projetado pelo mercado no primeiro semestre, ainda que abaixo do observado em 2025. Além disso, os efeitos iniciais da reforma do Imposto de Renda devem impulsionar o setor de serviços na primeira metade do ano, com perda gradual de fôlego ao longo do segundo semestre. Esse conjunto de fatores reforça nossa visão de uma desaceleração mais moderada e distribuída ao longo do ano.

PIB Brasil - Acum. 4t - %

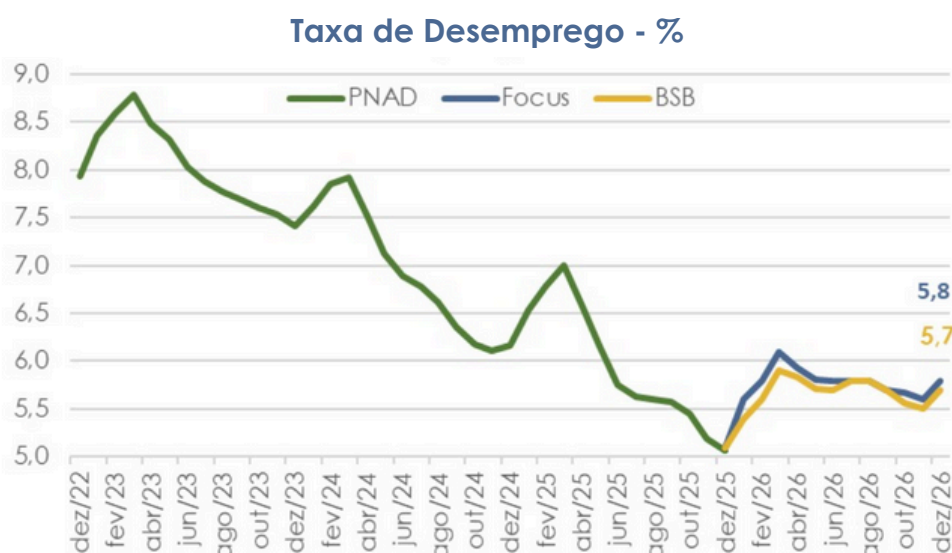


Fonte: IBGE, BCB e Buysidebrazil.

Mercado de Trabalho

Consistente com a moderação da atividade, tanto nossa avaliação quanto a do mercado indicam que o mercado de trabalho deverá seguir em um processo de desaceleração gradual em 2026, após atingir um nível historicamente baixo ao final de 2025. A mediana das projeções do Focus para a taxa de desemprego medida pela PNAD aponta para 5,8%, enquanto trabalhamos com uma estimativa ligeiramente inferior, de 5,7%.

Essa diferença decorre de alguns fatores. Nossa projeção pressupõe um afrouxamento mais intenso do mercado de trabalho no início do ano, refletindo a defasagem em relação à atividade econômica, que já apresenta sinais mais claros de desaceleração. O Focus, por sua vez, parece projetar um ajuste mais linear, sem capturar plenamente a sazonalidade e os efeitos defasados da política monetária restritiva sobre a demanda por trabalho. Ao longo do segundo semestre, contudo, esperamos uma leve recomposição, sustentada por efeitos sazonais, estímulos associados ao período eleitoral e pela resiliência do setor de serviços. Esse conjunto de fatores sustenta uma taxa de desemprego marginalmente inferior à projetada pelo mercado em 2026 e, em média, abaixo do nível observado em 2025.



Fonte: IBGE, BCB e Buysidebrazil.

Fiscal

No campo fiscal, a tabela abaixo apresenta as nossas estimativas para o resultado primário do Governo Central e as compara com as rubricas da Lei Orçamentária Anual de 2026, a LOA. Em relação ao governo, projetamos R\$ 30 bilhões a menos de receitas, explicados principalmente por uma diferença de R\$ 26,8 bilhões na nossa estimativa para as novas medidas de arrecadação apresentadas pelo governo. As maiores divergências, medidas como diferença entre a nossa projeção e a do governo para cada item, vêm de medidas de defesa comercial (R\$ 7 bilhões), revisão de benefícios tributários via PLP 182 e PLP 128 (R\$ 10 bilhões) e maior controle de compensações tributárias (R\$ 8 bilhões). Além disso, trabalhamos com um crescimento do PIB inferior ao utilizado na LOA, o que também reduz a receita projetada.

Do lado das despesas, estimamos R\$ 22 bilhões a mais do que o governo, com destaque para a rubrica de outras despesas obrigatórias, em especial BPC/LOAS e créditos extraordinários, que respondem por R\$ 19 bilhões dessa diferença. No caso do BPC/LOAS, os erros de previsão têm se acumulado nos últimos anos, refletindo o crescimento do número de beneficiários associado à expansão de concessões via judicialização.

Com esse quadro, projetamos déficit primário de 0,55% do PIB, já incorporando um desconto de R\$ 10 bilhões por provável “empoçamento”, fenômeno recorrente que tem ajudado o governo a cumprir a meta. Nessa configuração, após considerar os abatimentos legais, o esforço necessário para atingir o centro da meta de 2026 seria da ordem de R\$ 50 bilhões, o que nos parece improvável. Como o governo foi autorizado a perseguir o piso da meta, esse esforço cai para algo próximo de R\$ 15 bilhões, o que consideramos factível e mais provável de se materializar via receitas extraordinárias.

Tabela I: Primário do GC

Rubrica	LOA 2026		BSB 2026		BSB - LOA	
	R\$ Bi.	% PIB	R\$ Bi.	% PIB	R\$ Bi.	% PIB
Receita Primária Total	3198	23,1	3168	23,9	-30	0,7
Transferências aos Estados e Municípios	607	4,4	615	4,6	8	0,2
Receita Primária Líquida de Transferências	2591	18,7	2553	19,2	-38	0,5
Despesa Primária Total	2614	18,9	2636	19,9	22	1,0
Benefícios Previdenciários	1122	8,1	1133	8,5	10	0,4
Pessoal e Encargos Sociais	457	3,3	439	3,3	-18	0,0
Outras Despesas Obrigatórias	421	3,0	444	3,3	23	0,3
Despesas Sujeitas à Programação Financeira	614	4,4	620	4,7	7	0,2
RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL (I)	-23	-0,17	-83	-0,63	-60	-0,46
Empoçamento (II)	0	0,00	10	0,08	10	0,08
PRIMÁRIO CORRIGIDO (III = I + II)	-23	-0,17	-73	-0,55	-50	-0,38
Descontos legais (IV)	58	0,42	58	0,44	0	0,02
PRIMÁRIO APÓS DESCONTOS (V = III + IV)	35	0,25	-15	-0,12	-50	-0,36
Centro da meta (VI)	34	0,25	34	0,25	0	0,00
ESFORÇO (VII = VI - V)	0	0,00	50	0,37	50	0,38

Fonte: MPO e Buysidebrazil.

Câmbio

Partindo do cenário externo para os preços de ativos, a revisão do nosso cenário para Fed Funds reduz o risco de choques na curva de juros americana e, conseqüentemente, de movimentos defensivos mais fortes no dólar. Ainda assim, nossa visão de dólar mais fraco está menos ligada ao ciclo de juros e mais ao pano de fundo geopolítico. O aumento das tensões globais, a maior cautela em concentrar posições em ativos americanos e o avanço gradual da diversificação de portfólios vêm reduzindo a força do dólar como ativo de proteção automática, fazendo com que a moeda reaja menos a ruídos de curto prazo.

Nesse contexto, projetamos o câmbio em R\$ 5,40/US\$ ao final de 2026, abaixo do consenso de mercado (R\$ 5,50). A diferença de 10 centavos reflete essencialmente a nossa leitura de que o mercado ainda embute um prêmio de risco elevado para o real, ancorado em incertezas fiscais e políticas que, até aqui, não se materializaram na magnitude temida. A melhora gradual do risco-país, um cenário ainda favorável para commodities e o diferencial de juros ainda atrativo tendem a sustentar fluxos mais construtivos para o Brasil, o que deve manter o câmbio abaixo de R\$ 5,30 no primeiro semestre. Já no quarto trimestre, a incerteza eleitoral pode gerar alguma depreciação, mas entendemos que esse movimento tende a ser mais contido do que o atualmente precificado.

Taxa de Câmbio - Fim do Período - R\$



Fonte: BCB e Buysidebrazil.

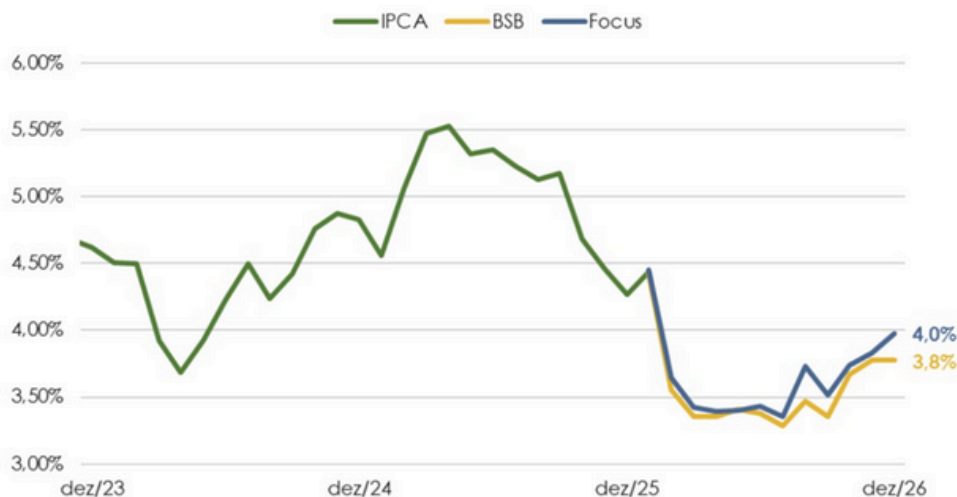
Inflação

Esse cenário cambial mais construtivo contribui diretamente para a nossa projeção de IPCA em 3,8% em 2026, abaixo do consenso de mercado (4,0%), em linha com nossa leitura de um cenário externo e cambial mais favorável do que o atualmente embutido nas expectativas. A revisão incorpora tanto o efeito direto da redução recente dos preços da gasolina quanto um repasse cambial mais benigno ao longo do horizonte, especialmente sobre bens industriais e alimentação no domicílio, em um ambiente de real menos pressionado.

Entendemos que o mercado ainda atribui peso excessivo a riscos altistas pontuais, como a volatilidade dos preços de alimentos, sem capturar plenamente os efeitos defasados da apreciação cambial e da desaceleração gradual da atividade. Em outras palavras, a diferença de 10 pontos-base em relação ao consenso decorre menos de uma divergência sobre a dinâmica de serviços e mais da nossa avaliação de que o repasse cambial benigno e a queda de administrados terão impacto maior do que o precificado.

No caso de serviços, reconhecemos que a desinflação tende a ocorrer de forma mais lenta, em função de um mercado de trabalho ainda aquecido e de pressões salariais persistentes. Ainda assim, avaliamos que a moderação gradual da atividade, combinada à menor inércia inflacionária e a um câmbio mais comportado, deve contribuir para uma desaceleração progressiva desse segmento ao longo do ano. Além disso, a normalização das cadeias de oferta, a menor pressão sobre bens industriais e a dinâmica mais benigna de preços administrados reforçam um conjunto de vetores que aponta para baixo a inflação. Assim, embora persistam incertezas no curto prazo, o balanço de riscos permanece inclinado para baixo.

IPCA - Acum. em 12 meses - %

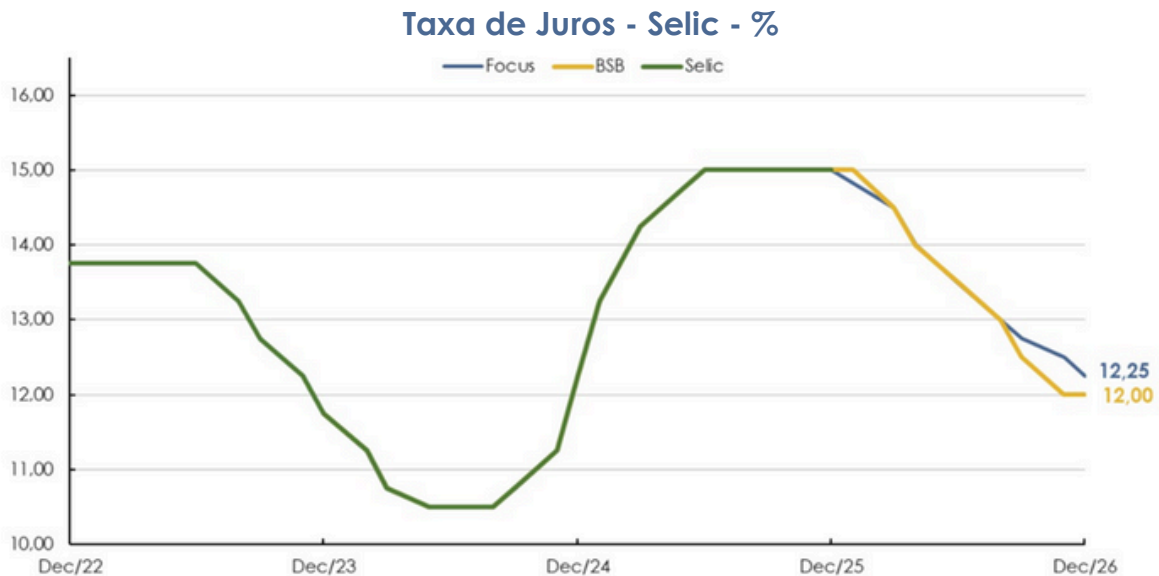


Fonte: IBGE, BCB e Buysidebrazil.

Política Monetária

Tendo em vista os elementos discutidos acima, projetamos a Selic em 12,00% ao final de 2026, abaixo da mediana do mercado (12,25%). Essa projeção é consistente com o nosso cenário de inflação em trajetória mais comportada, câmbio menos pressionado e atividade em moderação, fatores que reduzem a assimetria altista para a política monetária. Nesse ambiente, abre-se espaço para uma flexibilização mais intensa do que a atualmente precificada.

Nesse contexto, avaliamos como plausível o início do ciclo de cortes já em março, com um ajuste inicial de 50bps, ritmo que consideramos compatível com a estratégia de cautela e serenidade enfatizada pelo Banco Central. Reconhecemos que o processo de nomeação de novos diretores pode gerar ruído no curto prazo e alguma volatilidade nas expectativas, configurando um risco para o cenário. Ainda assim, entendemos que a condução da política monetária deve seguir ancorada nos dados e na preservação da credibilidade institucional, limitando o impacto dessas incertezas sobre a trajetória de juros. Diferentemente do mercado, que ainda embute uma postura mais conservadora, acreditamos que, à medida que se confirme o cenário benigno para inflação, câmbio e atividade, a autoridade monetária terá maior conforto para conduzir a Selic a um nível terminal mais baixa.



Fonte: BCB e Buysidebrazil.

Projeções

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIB - Brasil (%)	1,2	-3,3	4,8	3,0	2,9	3,4	2,2	1,8
Taxa de Desemprego (média, %)	12,0	13,8	13,2	9,3	8,0	6,6	5,6	6,4
IPCA (%)	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	4,3	3,8
Taxa Selic (final de período, %)	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	12,00
Taxa de Câmbio (final de período, R\$/US\$)	4,03	5,20	5,58	5,22	4,84	6,19	5,50	5,40
Transações Correntes (US\$ bil)	-68,0	-28,2	-46,4	-53,6	-28,6	-66,2	-68,8	-74,9
Transações Correntes (% PIB)	-3,6	-1,7	-2,9	-2,8	-1,4	-3,0	-3,0	-3,3
Balança Comercial - BCB (US\$ bil)	26,5	32,4	36,4	44,2	80,5	66,2	60,0	53,6
Investimento Direto Estrangeiro (US\$ bil)	69,2	37,8	46,4	87,2	62,0	71,1	77,7	75,0
Investimento Direto Estrangeiro (% PIB)	3,7	2,6	2,8	4,5	2,8	3,2	3,4	3,3
Resultado Primário do Governo Central (% PIB)	-1,3	-9,8	-0,4	0,5	-2,3	-0,4	-0,4	-0,6
Dívida Pública Bruta (% PIB)	74,4	86,9	77,3	71,7	74,3	76,1	78,7	83,7
PIB - Estados Unidos (%)	2,5	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	1,7	2,0
PCE - Estados Unidos (%)	1,4	1,1	4,1	6,6	3,8	2,5	3,5	2,8
Fed Funds (final do período, %)	1,75	0,25	0,3	4,0	5,5	4,5	3,75	3,25

Our team

Andrea Bastos Damico
Chief Economist and CEO
andrea@buysidebrazil.com

Rafaela de Sousa
Economist
rafaela@buysidebrazil.com

Marcelo Alonso
Economist
marcelo@buysidebrazil.com

Mirella Hirakawa
Research Coordinator and
Partner
mirella@buysidebrazil.com

Rita Milani
Economist
rita@buysidebrazil.com

Henrique Miareli
Economist
henrique@buysidebrazil.com

