

Cenário Mensal: Destrinchando as Projeções

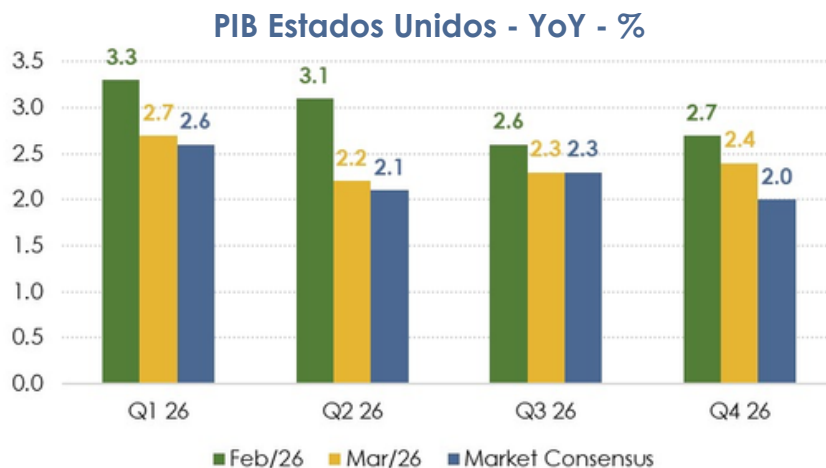
Cenário Internacional - Estados Unidos

Atividade Econômica

Revisamos nossa projeção de crescimento norte-americano para 2026 de 2,7% para 2,4%, incorporando dois fatores principais. De um lado, o carregamento estatístico deixado pelo 4T25 ficou mais fraco, com a segunda revisão do BEA confirmando expansão de apenas 0,7% anualizado. De outro, o conflito no Oriente Médio deve pressionar os custos de energia, reduzir a renda real das famílias e enfraquecer a confiança de empresários e consumidores.

O caminho trimestral sugere uma trajetória em “U”, com perda de fôlego mais intensa no primeiro semestre, levando o PIB a recuar para 2,2% no Q2. O Q2 deve concentrar a fase mais aguda desse ajuste, pois o choque energético comprime a renda disponível das famílias, a incerteza geopolítica afeta as decisões de investimento e o consumo de serviços começa a sentir os efeitos dos preços mais altos dos combustíveis. A partir desse momento, projetamos uma recuperação gradual, com o crescimento avançando para 2,3% no Q3 e 2,4% no Q4.

No segundo semestre, a retomada deve seguir apoiada nos mesmos vetores estruturais que já havíamos destacado em fevereiro, entre eles o investimento em infraestrutura de inteligência artificial e *datacenters*, o efeito riqueza sobre o consumo das famílias de alta renda e o impulso ainda remanescente do estímulo fiscal. A esse quadro de recuperação se soma a dissipação parcial do choque energético.

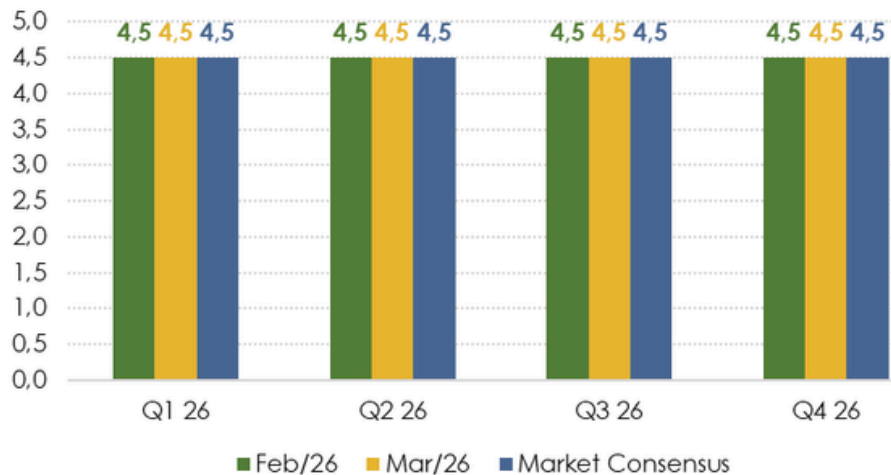


Fonte: BEA e Buysidebrazil.

Mercado de Trabalho

Mantemos nossa projeção de desemprego estável em 4,5% ao longo de todo o horizonte de projeção, em linha com o consenso de mercado. A natureza do choque atual — relacionado principalmente ao aumento dos custos de energia e ao consequente aperto das condições financeiras — tende a ocorrer mais por meio de uma desaceleração da demanda do que por uma contração abrupta da atividade. Assim, o ajuste no mercado de trabalho deve ocorrer principalmente via redução no ritmo de contratações e queda nas vagas em aberto, e não por meio de demissões em larga escala. Embora setores mais intensivos em energia e transporte possam registrar ajustes pontuais, o emprego em setores de serviços deve sustentar a taxa de desemprego próxima de 4,5% ao longo do ano.

Taxa de Desemprego - %



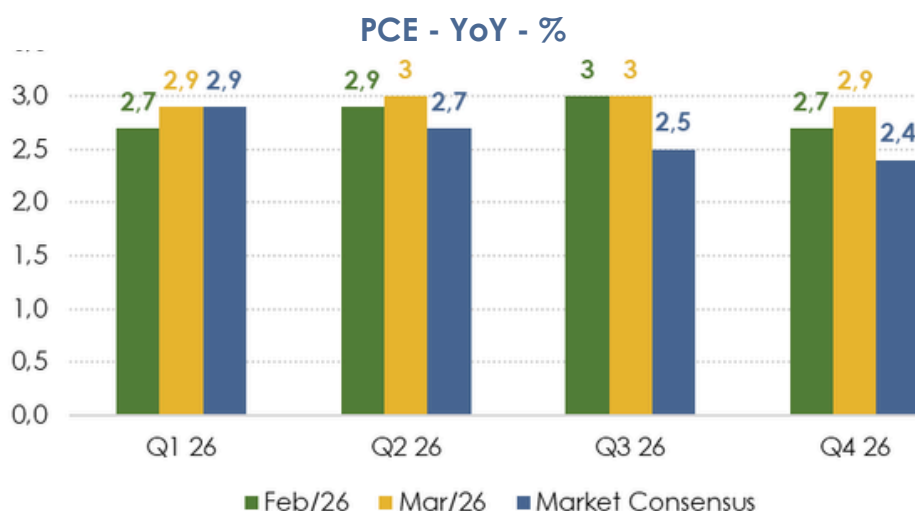
Fonte: BLS e Buysidebrazil.

Inflação

A dinâmica inflacionária ao longo de 2026 deve seguir marcada por um processo de desinflação gradual, mas ainda influenciado por pressões de custos, sobretudo ligadas à energia, às tarifas e ao transporte de mercadorias. Mesmo em um cenário de atividade um pouco mais moderada, esses fatores tendem a gerar repasses ao longo da cadeia produtiva, afetando primeiro os bens e, com defasagem, a inflação de serviços.

Nesse contexto, nossas estimativas indicam que, partindo de um nível de US\$ 70 por barril, cada aumento de US\$ 10 no preço do Brent gera um impacto de aproximadamente 0,2 p.p. sobre o *Core PCE* ao longo dos trimestres seguintes, refletindo efeitos diretos e também de segunda ordem. Esse efeito, combinado ao repasse das tarifas e à inércia inflacionária do setor de serviços, contribui para um processo de desinflação mais lento do que o antecipado pelo consenso.

Em relação ao consenso de mercado, nossa projeção mais alta para o *Core PCE* decorre principalmente de três fatores: (i) efeitos indiretos de custos, em especial energia e tarifas, ainda não totalmente incorporados nas projeções; (ii) inércia inflacionária no setor de serviços; (iii) desaceleração gradual da atividade, insuficiente para produzir queda rápida das pressões inflacionárias. Esse ambiente deve levar o Federal Reserve a manter a taxa de juros em patamar restritivo por mais tempo, já que, mesmo com a moderação do crescimento, a inflação subjacente deve permanecer acima da meta ao longo de 2026.



Fonte: BLS e Buysidebrazil.

Política Monetária

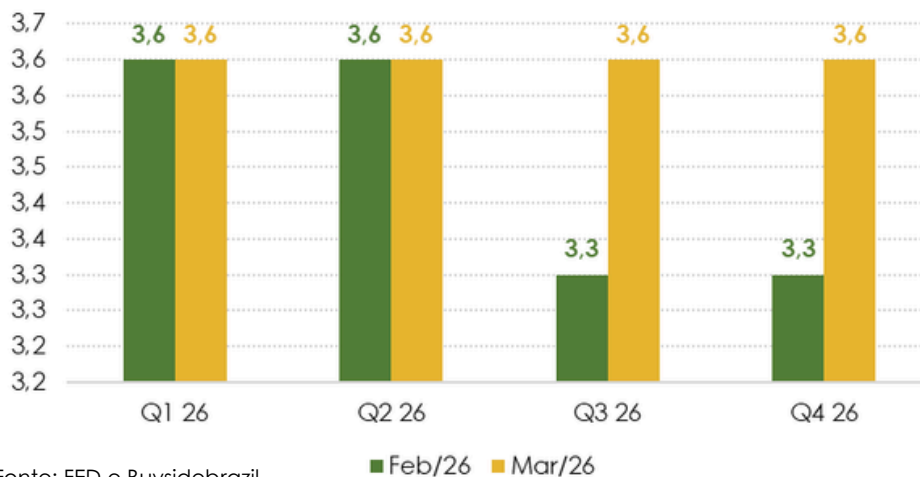
Revisamos nossa projeção de *Fed Funds* para 3,75% ao final de 2026. Na reunião de março, o *FOMC* manteve a taxa inalterada no intervalo de 3,50%–3,75%, e o *dot plot* revelou uma divisão crescente entre os membros: 14 dos 19 participantes passaram a projetar entre zero e um corte para o ano, com a mediana sinalizando apenas um ajuste.

Nossa leitura é mais conservadora do que a própria mediana do *FOMC*. Com o *Core PCE* iniciando o ano em 2,9%, avançando para 3,0% ao longo da metade do ano e encerrando 2026 ainda próximo de 2,9%, avaliamos que a autoridade monetária não terá conforto para iniciar um ciclo de afrouxamento em nenhum momento do horizonte.

A alta recente dos preços de energia torna a condução da política monetária mais desafiadora para o *Federal Reserve*. Mesmo que o impacto direto desse movimento sobre a inflação cheia tenda a perder força com o tempo, a preocupação central está na possibilidade de repasses para os componentes subjacentes e, sobretudo, na contaminação das expectativas de inflação. Trata-se de um choque de oferta adverso que, ao mesmo tempo, comprime a renda real das famílias e enfraquece o ritmo de atividade, enquanto eleva a inflação no horizonte mais curto. Com isso, o banco central passa a enfrentar uma combinação menos favorável entre controle inflacionário e sustentação do crescimento.

Nesse contexto, o *Federal Reserve* tende a adotar uma postura de maior cautela, mantendo a taxa de juros em patamar restritivo por mais tempo, até que haja evidências mais claras de convergência da inflação subjacente. Nossa projeção de manutenção da taxa ao longo de todo o horizonte reflete esse ambiente em que a inflação permanece acima da meta e a atividade desacelera apenas gradualmente, não gerando deterioração suficiente do mercado de trabalho que justifique o início de um ciclo de afrouxamento.

Taxa de Juros - Fed Funds - %



Fonte: FED e Buysidebrazil.

Cenário Doméstico

Atividade Econômica

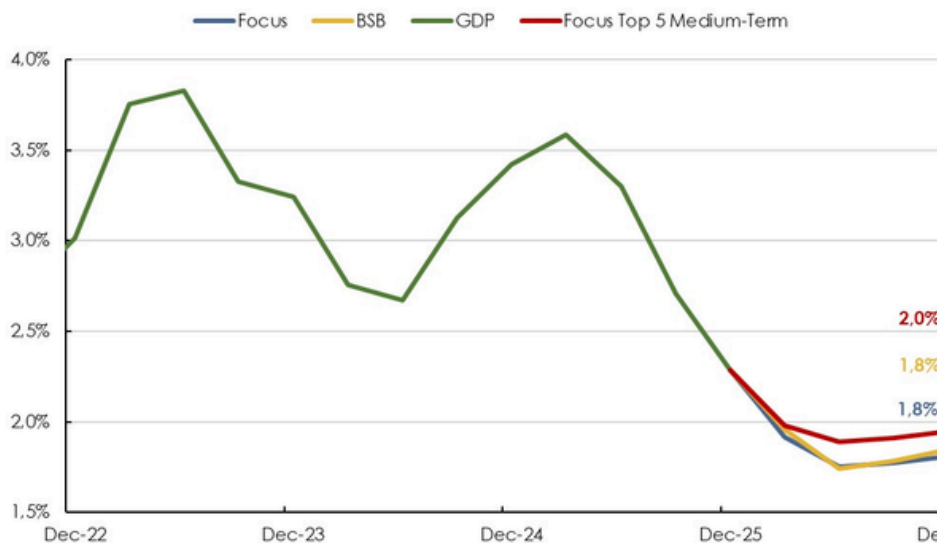
Nossa projeção para o PIB em 2026 permaneceu inalterada em relação ao último relatório, com crescimento anual de 1,8%. No Focus, a mediana também não mudou, embora o Top 5 de Médio Prazo ainda sugira um viés altista. Vale notar que tanto a nossa projeção quanto a do mercado seguem acima da estimativa divulgada pelo Banco Central no Relatório de Política Monetária de março, que aponta crescimento de 1,6% para 2026. Essa diferença decorre principalmente de uma perspectiva mais favorável para os setores agropecuário e industrial.

No caso da agropecuária, os dados do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola do IBGE apontam para uma safra de grãos ligeiramente menor em 2026 na comparação com 2025, embora com produção recorde de soja. Esse quadro sugere um desempenho do setor um pouco melhor do que o incorporado pelo Banco Central para o primeiro semestre. A própria autoridade monetária revisou para cima sua projeção após as leituras mais fortes da Conab e do IBGE para a safra, embora ainda trabalhe com um nível de atividade inferior ao observado em 2025.

Ao mesmo tempo, parte da sustentação da atividade deve vir dos setores mais sensíveis à renda e ao investimento. Os efeitos iniciais da reforma do Imposto de Renda tendem a favorecer o setor de serviços na primeira metade do ano, enquanto os estímulos à construção civil, como a expansão do Minha Casa Minha Vida e o avanço das obras de infraestrutura, também devem oferecer suporte adicional à economia. Nossa leitura, porém, continua sendo a de perda gradual de fôlego na segunda metade do ano, o que reforça a perspectiva de uma desaceleração mais moderada e distribuída ao longo de 2026.

Essa leitura relativamente mais construtiva, no entanto, não se traduziu em uma projeção mais elevada para o crescimento de 2026 porque a alta recente do preço do petróleo configura um choque de oferta com efeito potencialmente baixista sobre a atividade. Esse novo vetor adiciona incerteza ao cenário e reduz parte do risco altista associado à resiliência de agropecuária e aos setores sensíveis à renda e ao investimento. Por isso, optamos por manter nossa projeção de crescimento em 1,8%, agora com um balanço de riscos mais equilibrado para os dois lados. Antes da guerra, a assimetria era predominantemente altista.

PIB Brasil - Acum. 4t - %



Fonte: IBGE, BCB e Buysidebrazil.

Mercado de Trabalho

Para 2026, tanto nossa avaliação quanto a do mercado apontam para um processo de desaceleração gradual do mercado de trabalho após uma taxa de desemprego em nível historicamente baixo observada ao final de 2025. Ainda assim, essa desaceleração deve ser mais limitada do que projetávamos anteriormente. Revisamos nossa projeção para a taxa de desemprego no fim de 2026 de 5,7% para 5,3%, o que indica um mercado de trabalho mais aquecido do que o esperado em fevereiro. Em linhas gerais, essa revisão vai na mesma direção da observada nas expectativas de mercado, com o Focus passando de 5,8% para 5,6%, enquanto o Top 5 de médio prazo manteve projeção de 5,4%.

A revisão da nossa projeção reflete, em primeiro lugar, uma perda de fôlego menos intensa no início do ano, em linha com os dados mais fortes observados nos primeiros meses e com a leitura ainda favorável das sondagens. Ao longo do primeiro semestre, a taxa de desemprego deve subir de forma mais pronunciada por conta da sazonalidade. No segundo semestre, porém, esse mesmo fator tende a atuar em sentido oposto, favorecendo alguma melhora. Esse movimento também deve ser sustentado por estímulos associados ao ciclo eleitoral, pela resiliência do setor de serviços e pela continuidade de programas governamentais, em especial os incentivos à construção civil, que já mostram resultados.

Quando se passa da leitura de fim de ano para a média anual, o quadro também aponta para um mercado de trabalho um pouco mais aquecido do que o projetado anteriormente. Projetamos taxa média de desemprego de 5,5% em 2026, abaixo dos 5,6% do Top 5 de médio prazo do Focus. Ainda assim, esse resultado permanece compatível com alguma acomodação em relação a 2025. A diferença é que, no ano passado, a média foi pressionada por um início de ano com desemprego mais elevado, enquanto em 2026 partimos de um nível mais baixo, o que por si só contribui para uma média anual inferior.



Fonte: IBGE, BCB e Buysidebrazil.

Fiscal

Revisamos nosso cenário fiscal para 2026 à luz do 1º relatório bimestral de avaliação de receitas e despesas. A **Tabela I** compara as três fotografias disponíveis: a LOA aprovada em dezembro, o 1º bimestral publicado pelo governo e o nosso cenário BSB 2026. A principal divergência segue sendo a despesa. Projetamos R\$ 2.650 bilhões em despesas primárias, acima tanto da LOA (R\$ 2.613,5 bi) quanto do 1º bimestral (R\$ 2.636,8 bi). Nossas projeções para as obrigatórias, em R\$ 2.404,1 bilhões, superam em R\$ 11,4 bilhões o limite de R\$ 2.392,7 bilhões imposto pelo arcabouço fiscal, o que exigiria bloqueios adicionais de mesma magnitude em discricionárias ao longo do ano. O faseamento do cronograma de empenho, que deixou R\$ 43,4 bilhões não distribuídos entre novembro e dezembro, funciona como colchão para acomodar esses ajustes, em linha com o padrão dos anos anteriores.

Essa leitura mais pessimista para a despesa reflete nossa visão de que o ambiente político de 2026, marcado por instabilidade e pela proximidade das eleições, tende a pressionar o gasto para cima. Soma-se a isso o fato de que a alta do petróleo, ao gerar percepção de folga fiscal, eleva a probabilidade de novas despesas ao longo do ano. Com essas premissas, seguimos projetando resultado primário do Governo Central de -0,55% do PIB (R\$ -75,0 bi), o que implica um esforço residual de cerca de R\$ 11,6 bilhões para atingir o piso da meta fiscal.

Tabela I: Primário do GC

Discriminação	LOA 2026		Avaliação 1º bimestre 2026		BSB 2026		BSB - 1º bimestral 2026	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
1. Receita Primária Total	3.198,1	23,1	3.197,5	23,5	3.200,0	23,5	2,5	0,0
2. Transferências por Repartição de Receita	607,5	4,4	620,6	4,6	625,0	4,6	4,4	(0,0)
3. Receita Líquida de Transferências (1) - (2)	2.590,6	18,7	2.576,9	18,9	2.575,0	18,9	(1,9)	0,0
4. Despesas Primárias	2.613,5	18,9	2.636,8	19,4	2.650,0	19,5	13,2	0,1
Obrigatórias	2.373,2	17,2	2.392,1	17,6	2.404,1	17,7	12,0	0,1
Discricionárias do Poder Executivo (já considerado o bloqueio)	240,3	1,7	244,7	1,8	245,9	1,8	1,2	0,0
5. Resultado Primário do Governo Central (3) - (4)	(22,9)	(0,2)	(59,8)	(0,4)	(75,0)	(0,6)	(15,2)	(0,2)
6. Dedução EC 136 e LCs 221 e 223/2025	57,8	0,4	63,4	0,5	63,4	0,5	—	(0,0)
7. Resultado Primário do Governo Central após Dedução (5) + (6)	34,9	0,3	3,5	—	(11,6)	(0,1)	(15,1)	(0,1)
8. Meta Fiscal (art. 2º, caput, LDO 2026)	34,3	0,2	34,3	0,2	34,3	0,3	—	0,1
9. Limite Inferior da Meta Fiscal (art. 2º, § 1º, II, LDO 2026)	—	—	—	—	—	—	—	—
10. Espaço (+) / Ajuste (-) para o Limite Inferior da Meta (7) - (9)	34,9	0,3	3,5	—	(11,6)	(0,1)	(15,1)	(0,1)

Fonte: MPO e Buysidebrazil.

Do lado das receitas, o principal vetor de melhora vem da exploração de recursos naturais. Construímos um modelo de sensibilidade que decompõe o impacto da alta do petróleo em quatro componentes diretos de arrecadação. São eles os royalties, a participação especial, o IRPJ/CSSL das petrolíferas e o lucro em óleo da União comercializado pela PPSA nos contratos de partilha do pré-sal. Nosso cenário base anterior trabalhava com câmbio a R\$ 5,40 e Brent a US\$ 70, premissa próxima da grade atualizada da SPE no 1º bimestral (US\$ 73,09). Com o barril operando consistentemente acima de US\$ 85 nas últimas semanas e chegando a superar US\$ 100, passamos a considerar um cenário de Brent de US\$ 85, mantendo o mesmo câmbio de R\$ 5,40. Nessa migração, a receita adicional estimada em relação ao nosso cenário anterior é da ordem de R\$ 35 bilhões, considerando apenas os quatro efeitos diretos.

Esse número, contudo, é bruto. Estimamos que aproximadamente metade, cerca de R\$ 17,5 bilhões, fique efetivamente com o Governo Central, contribuindo para a receita líquida da União. Trata-se de um auxílio fiscal relevante, que pode viabilizar tanto o cumprimento do piso da meta quanto financiar novas medidas mitigadoras dos efeitos inflacionários da própria alta do petróleo. O **Heatmap I** abaixo ilustra a sensibilidade da receita total da União a diferentes combinações de câmbio e preço do barril.

Heatmap I : Delta de Arrecadação Total (R\$ Bilhões)

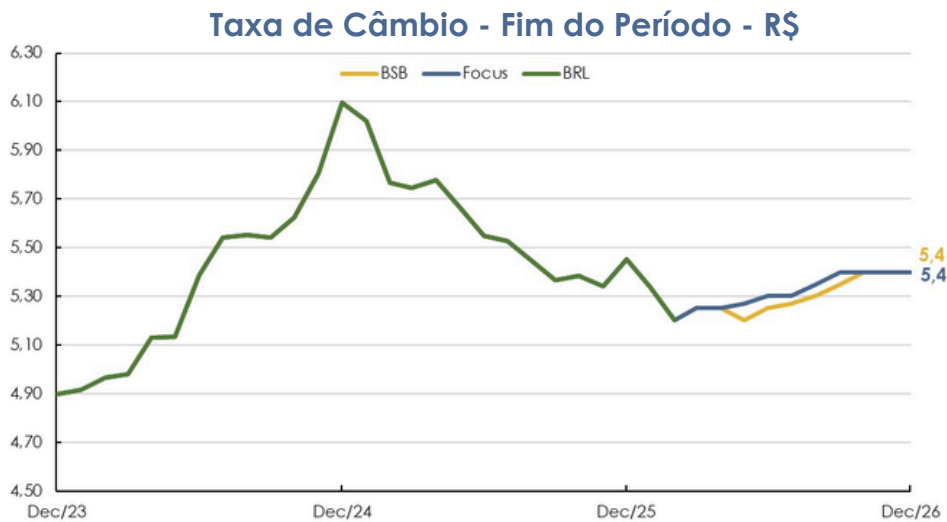
âmbio (R\$) \ Brent (US\$/bbl) →	60	70	80	90	100	110	120
5,00	-32,0	-12,5	6,9	26,3	45,7	65,1	84,6
5,10	-29,2	-9,4	10,4	30,2	50,0	69,8	89,6
5,20	-26,5	-6,3	13,9	34,1	54,3	74,5	94,7
5,30	-23,7	-3,1	17,5	38,0	58,6	79,2	99,8
5,40	-21,0	0,0	21,0	42,0	62,9	83,9	104,9
5,50	-18,2	3,1	24,5	45,9	67,2	88,6	110,0
5,60	-15,5	6,3	28,0	49,8	71,5	93,3	115,0
5,70	-12,7	9,4	31,6	53,7	75,8	98,0	120,1
5,80	-10,0	12,5	35,1	57,6	80,1	102,7	125,2
5,90	-7,2	15,7	38,6	61,5	84,4	107,4	130,3
6,00	-4,5	18,8	42,1	65,4	88,7	112,0	135,4

Cabe notar que nossas estimativas são conservadoras em pelo menos três dimensões. Não incluímos o efeito sobre dividendos da Petrobras à União, não capturamos o ágio do petróleo brasileiro sobre o Brent e tampouco modelamos efeitos indiretos. A conclusão é que o petróleo não resolve o fiscal sozinho, mas auxilia consideravelmente no curto prazo. Nosso balanço de riscos hoje pende na direção de um resultado fiscal melhor do que o projetado, tanto porque a receita pode surpreender positivamente em relação às nossas premissas conservadoras, quanto porque parte da pressão por novos gastos que incorporamos ao cenário pode não se concretizar integralmente.

Câmbio

No ambiente atual de maior incerteza geopolítica, o real tem apresentado desempenho relativamente melhor do que seus pares, mesmo com a elevação da aversão a risco global. Esse comportamento reflete, em grande medida, a posição do Brasil como exportador líquido de commodities, o que atua como amortecedor em episódios de alta do petróleo e melhora dos termos de troca. Assim, apesar do conflito ainda em curso e com elevado grau de incerteza, avaliamos que o câmbio tende a permanecer mais comportado no curto prazo, especialmente ao longo do primeiro semestre, com viés de apreciação na margem.

Apesar desse pano de fundo, mantemos nossa projeção para o câmbio em R\$ 5,40/US\$ ao final de 2026, em linha com o mercado. Embora o cenário de curto prazo sugira espaço para uma taxa mais apreciada, optamos por incorporar na projeção um prêmio de risco associado ao ciclo eleitoral doméstico, que tende a ganhar relevância ao longo do segundo semestre. Dessa forma, reconhecemos um viés baixista no curto prazo, mas entendemos que a incerteza política deve limitar uma apreciação mais persistente da moeda ao longo do horizonte.



Fonte: BCB e Buysidebrazil.

Inflação

Revisamos nossa projeção de IPCA para 4,3% em 2026 (de 3,9%), incorporando a piora recente nos preços de combustíveis e de alimentação no domicílio. Nesse momento, nossa estimativa se encontra acima do Focus (4,21%), mas avaliamos que há margem para revisões adicionais nos próximos dias, refletindo um cenário em que o conflito geopolítico se prolonga mais do que o inicialmente esperado. Entendemos que essa pressão deve se concentrar nos próximos meses, refletindo tanto os efeitos do choque de petróleo quanto os repasses já em curso para alimentos, mas tende a perder força ao longo do segundo semestre, à medida que esses choques se dissipem. Ainda assim, os impactos devem ser capturados na inflação acumulada do ano, ainda que de forma mais concentrada nesses componentes mais voláteis.

Apesar desse movimento no curto prazo, avaliamos que o cenário inflacionário segue relativamente construtivo na margem. Caso se materialize um câmbio mais apreciado do que o incorporado em nosso cenário, no qual mantemos a taxa em R\$ 5,40, vemos espaço para uma dinâmica mais benigna em bens industriais e alimentação, com efeitos que tenderiam a aparecer ainda neste ano. Esses impactos, contudo, seriam mais plenamente refletidos via inércia ao longo de 2027, contribuindo para uma composição mais favorável à frente.

IPCA - Acum. em 12 meses - %



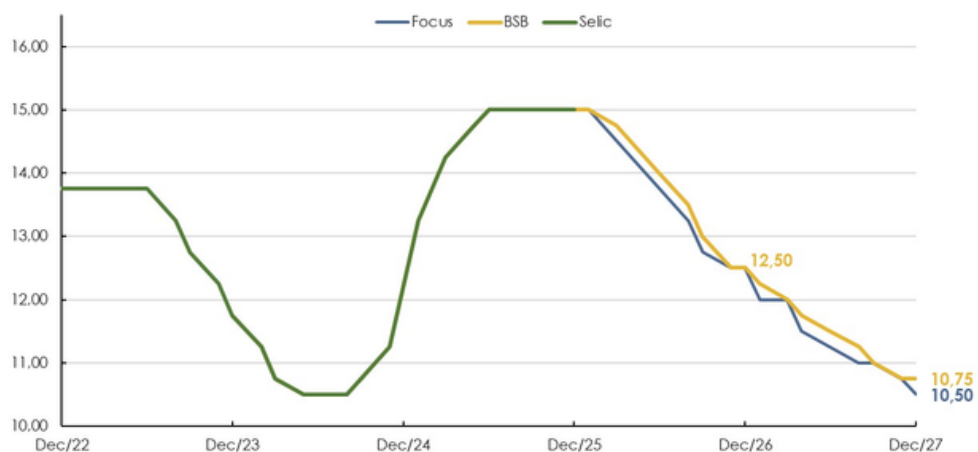
Fonte: IBGE, BCB e Buysidebrazil.

Política Monetária

No cenário de política monetária, revisamos nossa projeção para a Selic ao final de 2026 para 12,50% (de 12,00%), em linha com a mediana do mercado. A mudança reflete, principalmente, a incorporação de um cenário geopolítico mais adverso e persistente, que tem se traduzido especialmente em pressões adicionais sobre os preços de combustíveis. Esse ambiente eleva a incerteza sobre a trajetória inflacionária e piora o balanço de riscos no curto prazo, exigindo uma resposta mais contracionista da política monetária. Diante da revisão altista para o IPCA, avaliamos que a taxa terminal precisa ser mais elevada para assegurar a convergência da inflação no horizonte relevante, especialmente considerando a difusão dos choques e seus efeitos sobre as expectativas.

Nesse contexto, e diante de um ambiente ainda marcado por elevada incerteza, o Banco Central deve manter uma postura cautelosa e fortemente dependente dos dados, calibrando o ritmo e a magnitude dos ajustes de acordo com a evolução do cenário. Projetamos que a Selic encerre 2026 em 12,50% e passe a recuar ao longo de 2027, atingindo 10,75% ao final do período, à medida que o cenário inflacionário se torne mais benigno. A consolidação desse quadro abriria espaço para um ciclo mais consistente de flexibilização monetária, com reflexo na melhora das expectativas.

Taxa de Juros - Selic - %



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

