
BRASILPREV

Uma empresa BB Seguros

Carta do Gestor



Cenário Macroeconômico

Ainda temos muitas questões em aberto relacionadas à guerra envolvendo EUA e Israel, de um lado, e Irã, de outro. Por exemplo, (1) qual será o fôlego do Irã no conflito diante de apoio militar, porém sem envolvimento direto, de China e Rússia; (2) qual é o risco de envolvimento outros países da região, muitos dos quais têm bases militares norte-americanas em seus territórios; (3) qual é o objetivo final de Israel em um contexto de eleições locais e enfraquecimento político de Netanyahu; (4) qual será o nível de apoio à Casa Branca em contexto de questionamentos sobre o poder do presidente de iniciar uma guerra sem a autorização do Congresso e com risco de repique inflacionário – tema em que Trump é pior avaliado pelo eleitor – derivado do preço do petróleo; (5) o que virá, em termos de negociações, com a nova liderança iraniana, em um momento no qual o regime está sendo questionado internamente.

Neste momento de elaboração da Carta do Gestor, os preços dos ativos reagem na direção esperada, diante da maior aversão global ao risco: forte alta de preços de petróleo e do ouro e apreciação do dólar contra uma cesta de moedas (DXY). Ainda assim, olhando para frente, o cenário mais provável é o de um conflito limitado. Essa percepção está sustentada nas declarações iniciais do presidente Trump, de que estará aberto ao diálogo, bem como nos alertas militares, do lado norte-americano, sobre os riscos de um envolvimento mais prolongado no conflito.¹ De fato, as experiências anteriores de incursões militares dos EUA no Iraque e no Afeganistão geraram custos elevados em termos de vidas e não resultaram no que se esperava. Ademais, dada a importância estratégica do Estreito de Ormuz no mercado global de petróleo, um conflito mais prolongado também não interessaria à China, principal mercado consumidor do petróleo iraniano.

Considerando-se os canais meramente econômicos da guerra, podemos citar a maior aversão ao risco, mas principalmente, o petróleo e seus impactos sobre demais preços da economia e expectativas de inflação. Os fundamentos continuam impondo limites para uma alta

¹ Vide, por exemplo, matérias do The Wall Street Journal, de 23 de fevereiro, em <https://www.wsj.com/politics/national-security/pentagon-flags-risks-of-a-major-operation-against-iran-1c7e9939> e de 1º de março, em https://www.wsj.com/world/middle-east/u-s-races-to-accomplish-iran-mission-before-munitions-run-out-c014acbc?mod=WTRN_pos1.

mais expressiva das cotações do petróleo, pois a oferta tende a crescer mais do que a demanda em 2026 e 2027, mas sabemos que em momentos de muita incerteza, os preços podem apresentar movimentos de *overshooting*. Historicamente, choques de oferta, como é o caso atual, têm efeitos inflacionários em um primeiro momento, mas também recessivos no médio prazo, ao impactarem a renda disponível dos consumidores. De todo modo, este é um ponto de alerta no contexto atual, no qual os bancos centrais enfrentam dificuldades em levar a inflação para as suas metas.

Gráfico 1: cotação do preço do petróleo Brent, a preços de março de 2026, US\$/barril



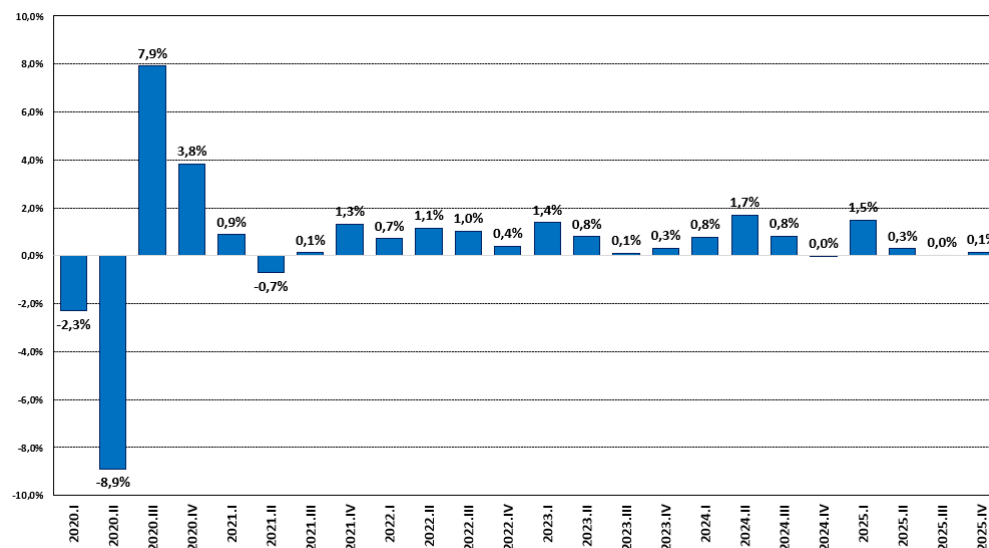
Fonte: BIS, Bloomberg | Elaboração: Brasilprev

Um eventual choque mais intenso do preço do petróleo iria, neste momento, potencializar os impactos inflacionários da guerra comercial. Tema que voltou à tona após a Suprema Corte dos EUA suspender as tarifas baseadas na Lei de Poderes Econômicos de Emergência Internacional. Tarifas embasadas em outras leis, como a de segurança nacional, foram mantidas. Ao mesmo tempo, o governo norte-americano anunciou nova tarifa global de 10% utilizando outras leis como base legal. Esse tema deverá continuar gerando incertezas nos próximos trimestres, sendo acompanhado com atenção pelos banqueiros centrais, sobretudo dos EUA.

O Fed, por sinal, continua sinalizando predisposição muito limitada em reduzir os juros na reunião do FOMC de março. Se por um lado a atividade econômica norte-americana continua robusta, por outro, os riscos ao mercado de trabalho ainda estão presentes, até mesmo em um contexto de mudanças estruturais, com ganhos de produtividade decorrentes da IA. Continuamos avaliando que há espaço para mais uma queda de juros, no máximo duas, ao longo deste ano, mas reconhecemos que a sucessão de Jerome Powell, em meados de maio, será relevante e pode trazer alguma volatilidade maior nos mercados de juros. Kevin Warsh assumirá a presidência do Fed em um contexto de discussões sobre ganhos de produtividade e impactos de médio prazo sobre a inflação e, consequentemente, sobre o juro neutro na economia.

No Brasil, o PIB do quarto trimestre de 2025 registrou alta de 0,1% na margem, após a estabilidade registrada na leitura anterior (revisada de 0,1%). Esse resultado, que veio alinhado ao esperado, levou a expansão acumulada de 2025 a 2,3%, a menor desde 2019. Trata-se de uma desaceleração necessária, mas não suficiente por si só, para desinflacionar ainda mais a economia brasileira. Os deflatores do PIB, do consumo das famílias e dos investimentos corroboram esse processo de redução de pressões inflacionárias. Ao mesmo tempo, o *carry-over* para 2026 é de apenas 0,2%, o menor desde 2016.

Gráfico 2: Crescimento trimestral do PIB no Brasil, em %



Fonte: IBGE | Elaboração: Brasilprev

A expansão do PIB entre outubro e dezembro foi muito impulsionada pela agropecuária e pelo setor de serviços, que registrou alta de 0,8% na margem após vários trimestres de expansão mais baixa. No caso do setor terciário, porém, há diferenças setoriais relevantes. Enquanto as atividades financeiras e de informação e comunicação cresceram em ritmo mais robusto, o comércio e o segmento de transportes apresentaram contração. O recuo na atividade industrial, por sua vez, só não foi mais intenso por conta do bom desempenho da indústria extrativa.

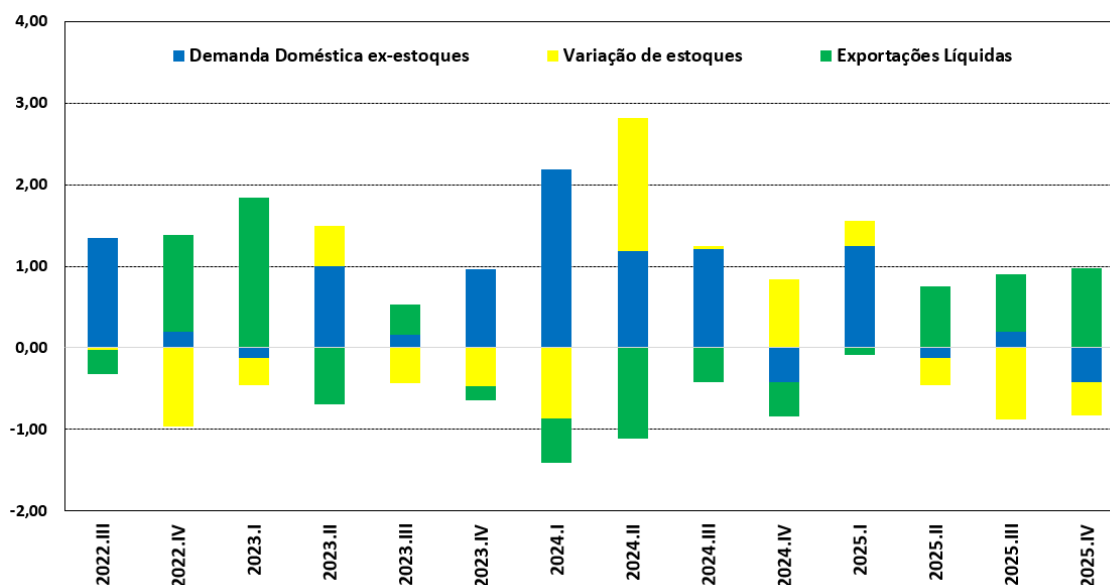
Sob a ótica da demanda, os impactos defasados da política monetária restritiva se fizeram sentir com mais evidência. A demanda doméstica apresentou contração, impulsionada pelos desempenhos fracos do consumo das famílias – que não cresceu no segundo semestre inteiro de 2025 – e da formação bruta de capital fixo, cuja contração de 3,5% na margem foi a maior desde o segundo trimestre de 2021. Assim, o que permitiu uma expansão ainda positiva na divulgação do agregado do PIB foi o setor externo, que aumentou a sua contribuição ao longo do ano passado. Essa contribuição no quarto trimestre é fruto da queda das importações – em linha com fraco desempenho dos investimentos e do consumo – e alta das exportações, a despeito do cenário de maior desafio com tarifas globais.

Tabela 1: Variação trimestral do PIB, na margem

	VARIAÇÃO TRIMESTRAL DO PIB						
	2024.II	2024.III	2024.IV	2025.I	2025.II	2025.III	2025.IV
PIB	1,7%	0,8%	0,0%	1,5%	0,3%	0,0%	0,1%
Agro	-0,9%	0,6%	-2,2%	14,9%	-1,8%	0,3%	0,5%
Indústria	0,5%	0,7%	0,4%	0,1%	0,6%	0,7%	-0,7%
Serviços	0,9%	0,9%	0,1%	0,3%	0,6%	0,3%	0,8%
Consumo	1,0%	1,3%	-0,8%	0,7%	0,5%	-0,1%	0,0%
Governo	1,1%	0,5%	-1,0%	1,4%	0,1%	1,3%	1,0%
Investimentos	2,3%	1,8%	1,6%	3,1%	-2,5%	0,1%	-3,5%
Exportações	1,5%	-1,3%	-2,2%	4,3%	1,7%	3,6%	3,7%
Importações	8,8%	1,2%	0,2%	4,9%	-2,5%	-0,3%	-1,8%
Absorção Doméstica							
Com estoques	2,88%	1,27%	0,43%	1,57%	-0,46%	-0,68%	-0,83%
Sem estoques	1,21%	1,23%	-0,42%	1,25%	-0,12%	0,20%	-0,43%

Fonte: IBGE | Elaboração: Brasilprev

Gráfico 3: Contribuições das demandas doméstica e externa para o crescimento trimestral do PIB, em ponto percentual



Fonte: IBGE | Elaboração: Brasilprev

Considerando-se vários indicadores antecedentes, como os produzidos pelas sondagens da Fundação Getúlio Vargas (FGV), avaliamos que haverá retomada do crescimento neste primeiro semestre do ano, o que é compatível com vários estímulos no radar, como temos apontado em nossas publicações. Trata-se de um risco a ser monitorado pela autoridade monetária.

No que tange à inflação, o dado de fevereiro do IPCA-15 registrou alta de 0,84%, muito acima das estimativas, de 0,56%. Essa surpresa negativa, contudo, deve ser relativizada, pois é explicada, majoritariamente, por alta de preços de passagens aéreas, muito além do que o esperado para o período. De todo modo, o quadro inflacionário ainda demanda cautela, uma vez houve aceleração dos núcleos na leitura do indicador, os preços de serviços continuam em patamar bastante elevado, sobretudo os mais relacionados ao mercado de trabalho, e as expectativas continuam desancoradas, apesar da melhora recente, mais concentrada em 2026.

Os membros do Comitê de Política Monetária têm enfatizado que o Banco Central não olha para um dado pontual apenas. As decisões de política monetária levam em conta o cenário como um todo, bem como os riscos percebidos para o horizonte relevante de impacto dos juros.

Nesse sentido, a despeito do aumento recente das incertezas no cenário global e da aceleração prevista para a economia, não acreditamos que o Comitê mudará o seu plano de voo anunciado em janeiro, que prevê iniciar o ciclo de afrouxamento em março, na mesma data de reunião do FOMC. Contudo, acreditamos que essas incertezas maiores tendem a elevar a régua para eventuais movimentos de aceleração dos cortes à frente, pelo menos em um primeiro momento, mantendo o discurso de cautela por parte do Comitê. Nosso cenário contempla quedas consecutivas de 50 pontos-base por reunião, chegando a 12,50% ao final deste ano. O enfraquecimento do dólar, se retomado após a dissipação de incertezas geopolíticas, poderá ajudar bastante no atingimento da inflação à meta de 3,0% nos próximos trimestres, o que é sujeito a ajustes fiscais críveis que sejam anunciados em 2027.

Tabela 2: Cenário macroeconômico Brasilprev

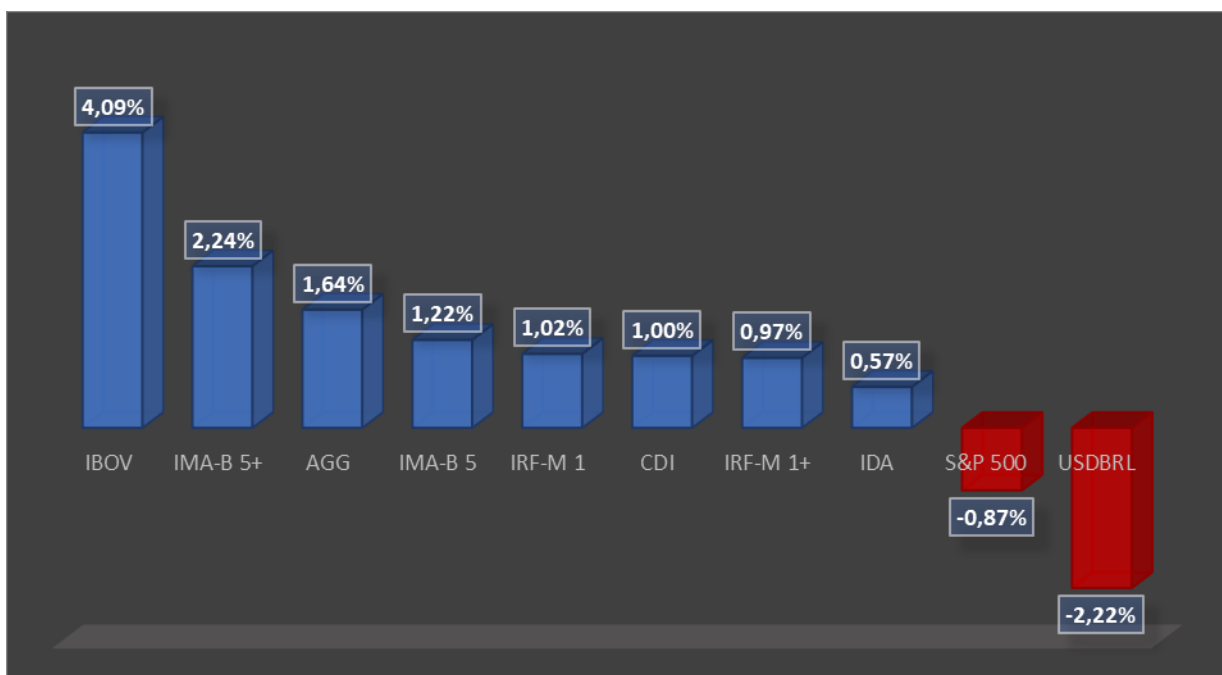
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIB (% ao ano)	-3,3	4,8	3,0	2,9	3,4	2,3	1,9
Taxa de desemprego (% médio)	13,7	14,0	9,6	7,7	6,6	5,6	5,5
IPCA (% ao ano)	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	4,3	4,0
IGP-M (% ao ano)	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	-1,0	3,4
Câmbio (R\$/US\$, final de período)	5,20	5,58	5,22	4,84	6,19	5,50	5,30
Selic (% ao ano, final de período)	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	12,50

Elaboração: Brasilprev

Alocação

O mercado financeiro em fevereiro deu continuidade ao movimento observado no mês anterior, com o dólar novamente se enfraquecendo globalmente em função da rotação nos fluxos de investimentos e com as ações americanas encerrando o mês em terreno negativo. A performance dos ativos, no entanto, foi limitada pelo aumento das tensões geopolíticas.

Gráfico 4: Rentabilidade dos principais ativos financeiros em fevereiro/2026



Fonte: Economática | Elaboração Brasilprev

Dado que o cenário doméstico não teve grandes alterações ao longo do mês, mantivemos nossa convicção de renda fixa nos prefixados de vencimentos intermediários, que continuaram o movimento de fechamento. Ao final do mês, no entanto, o IPCA-15 de fevereiro mais forte do que o esperado, somado à intensificação das incertezas relacionadas ao conflito no Oriente Médio, levou a curva de juros a devolver parte dos cortes anteriormente precificados para este ano. Aproveitamos esse movimento para também adotar posições aplicadas nos vértices curtos.

Considerando que estamos em um ano eleitoral e que o ambiente externo segue carregado de incertezas quanto à continuidade da guerra e seu impacto na curva longa de juros

americanos, avaliamos que a assimetria de risco nos papéis mais longos permanece pouco atrativa. O mesmo raciocínio se aplica aos títulos indexados à inflação, que se valorizaram ao longo do mês. Diante disso, reduzimos ainda mais nossas exposições nesse segmento, migrando para vértices curtos e intermediários, que apresentam níveis mais interessantes.

Na bolsa brasileira, observamos mais um movimento expressivo de entrada de capital estrangeiro, que teve papel relevante na valorização dos principais nomes do Ibovespa, especialmente entre as *blue chips*. Apesar do tom amplamente favorável que caracterizou grande parte de fevereiro, a transição para março trouxe um ambiente mais desafiador, diante da escalada das tensões geopolíticas. Assim, adotamos uma postura mais prudente, reduzindo a exposição ao índice e adotando maior seletividade, com preferência por setores mais defensivos.

No exterior, o pano de fundo macroeconômico americano, com atividade ainda resiliente, ofereceu suporte a setores como energia e materiais. Por outro lado, incertezas sobre a sustentabilidade das margens de lucro das empresas de tecnologia resultaram em correções ao longo do mês. Apesar desse movimento, avaliamos que os fundamentos permanecem construtivos e ampliamos nossa alocação na classe.

Tabela 3: Posicionamento por fatores de risco para março de 2026

