
BRASILPREV

Uma empresa BB Seguros

Carta do Gestor



Cenário Macroeconômico

No mês de março, o destaque no noticiário global ficou por conta dos conflitos no Oriente Médio. Havia uma sinalização inicial, das autoridades norte-americanas, de que as operações militares seriam encerradas em três ou quatro semanas, o que não se confirmou até o momento. O preço do petróleo tem atingido níveis bastante elevados, diante das restrições logísticas de escoamento no Estreito de Ormuz. Apesar das iniciativas de liberação de estoques estratégicos da commodity, por parte de países desenvolvidos, as cotações majoradas já se fazem sentir na rotina de consumidores e empresas em todo o planeta, levando alguns governos a recomendarem ou implementarem ações de racionamento de energia.

Historicamente, choques de oferta de petróleo geram impactos altistas para a inflação e baixistas para a atividade econômica. No entanto, a economia global hoje é muito menos dependente da *commodity* do que foi nos anos 1970, quando ocorreram dois choques. Choques temporários costumam levar as cotações do barril para patamares bem mais elevados do que estavam anteriormente, mas a volta também costuma ser muito rápida, quando olhamos o histórico das últimas décadas. No contexto atual, há duas dúvidas relevantes: (i) a cotação atual, em torno de US\$ 102/barril, já está acomodada ou vai ainda mais longe – chegamos a observar, nas últimas semanas, cotações em torno de US\$ 120/barril; e (ii) haverá, após o encerramento dos conflitos, mudanças estruturais no patamar de preços, como ocorreu depois de 1973 – por conta de bombardeios a instalações petrolíferas no Golfo Pérsico?¹

¹ Mudanças estruturais no preço do petróleo ocorreram depois de 1973 por conta do maior poder de barganha da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e da incorporação de prêmios de risco. Se por um lado o cartel do petróleo é hoje muito menos poderoso do que no passado, por outro, não podemos descartar um maior e permanente prêmio e risco geopolítico nas negociações da commodity. Antes dos conflitos, as cotações estavam entre US\$ 60 e US\$ 70/barril, compatíveis com os fundamentos. Talvez estejamos falando de patamares maiores, ainda que abaixo dos vigentes atualmente, como embutido nas curvas de preços futuros, que apontam para US\$ 80/barril vários trimestres à frente.

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



Fonte: BIS, BLS, Bloomberg | Elaboração: Brasilprev

Não temos, neste momento, sequer ideia de quando os conflitos serão encerrados ou quando o fluxo de petróleo será normalizado. De todo modo, o *timing* de encerramento da guerra, sob a ótica norte-americana, precisa ser analisado à luz de vários eventos relevantes, como o encontro de Trump com Xi Jinping (em meados de maio), a Copa do Mundo (entre junho e julho), as comemorações dos 250 anos de independência dos EUA (julho) e as eleições de meio de mandato (novembro). A eventual manutenção dos conflitos, diante da desaprovação do eleitor norte-americano, poderá gerar impactos negativos sobre a popularidade presidencial e, conseqüentemente, sobre os resultados eleitorais.² Também é importante lembrar que, em todos os itens nos quais o mandatário dos EUA é avaliado, o que está com pior avaliação é justamente em inflação, na percepção da população. Os dados mais recentes de inflação já estão

² Estudo da Brookings, de agosto de 2025, aponta que o partido do presidente dos EUA costuma perder força nas eleições de meio de mandato. Isso ocorreu em 20 de 22 eleições desde 1938. Trump, que assumiu com maioria nas duas casas do Congresso, já tinha uma expectativa de perda de maioria na Câmara. Agora, o que se coloca é o risco de perda de maioria também no Senado, a depender da evolução do cenário. O estudo está em: <https://www.brookings.edu/articles/what-history-tells-us-about-the-2026-midterm-elections/>

capturando a alta dos combustíveis, a despeito dos EUA serem exportadores líquidos de petróleo e não mais importadores líquidos, como ocorreu nos anos 1970.

Do ponto de vista da política monetária, os bancos centrais não reagem aos impactos diretos de choques de oferta, mas sim aos seus efeitos secundários, por exemplo, sobre as expectativas de inflação e demais preços na economia. Várias autoridades monetárias, nesse sentido, já começaram a adotar um discurso de maior cautela diante das incertezas e, em casos com o da Noruega, a sinalizar que o próximo movimento de juros deve ser o de alta.

No caso específico do Fed, não se discute um movimento tão forte como o de meados de 1981, com o juro próximo a 20%. Naquele momento, além da maior dependência de petróleo, havia uma visão de maior ênfase do banco central norte-americano em atividade econômica do que em inflação, em um contexto de menor independência da autoridade monetária em relação à Casa Branca no final dos anos 1970.³ Não estamos falando, agora, de algo similar. Cada momento histórico tem as suas particularidades, ainda que vários eventos em comum possam se repetir. O Fed atual corre riscos de enfraquecimento da sua independência, mas isso não é algo já consumado. Ao mesmo tempo, o juro se mantém, como a própria instituição aponta, moderadamente acima do nível neutro, ou seja, está em terreno contracionista. Há incertezas sobre o que ocorrerá na transição de Jerome Powell para Kevin Warsh, em meados de maio, mas cada vez mais, o mercado enxerga menor espaço para quedas adicionais de juros, pelo menos no curto prazo.

Avaliamos que há duas histórias para os bancos centrais como um todo. A primeira contempla instituições com políticas monetárias com juros no nível neutro ou bem próximos desse patamar estimado. É o caso do Fed e do BCE, dentre outros. O Japão, é um caso à parte, pois ainda tem juro não tão restritivo. Neste caso, a comunicação tende a ser mais dura em relação ao choque do petróleo, o que pode levar a um apertamento de altas futuras das taxas. A segunda história está relacionada a bancos centrais que mantém juros restritivos, como é o caso do Brasil. Aqui, há espaço para queda, que pode, contudo, ser menor do que a prevista antes do choque.

³ Esse tema é abordado por Ben Bernanke no capítulo 2 do livro “A Política Monetária do Século XXI: da Grande Inflação à Covid-19”, editora Alta Cult.

Será muito relevante, para a política monetária futura, acompanharmos o que ocorrerá com a política fiscal. Essa relação já é importante em condições normais, mas tende a ganhar força em momentos como o atual, de pressão por maiores gastos públicos, inclusive para minimizar impactos potencialmente baixistas sobre a atividade econômica. O menor espaço para o multilateralismo global tende a levar a maiores gastos fiscais com defesa, como já se observa em várias geografias. Ademais, o envelhecimento populacional e a descarbonização da economia são temas recorrentes nessa discussão de elevação das dívidas governamentais em todo o mundo.

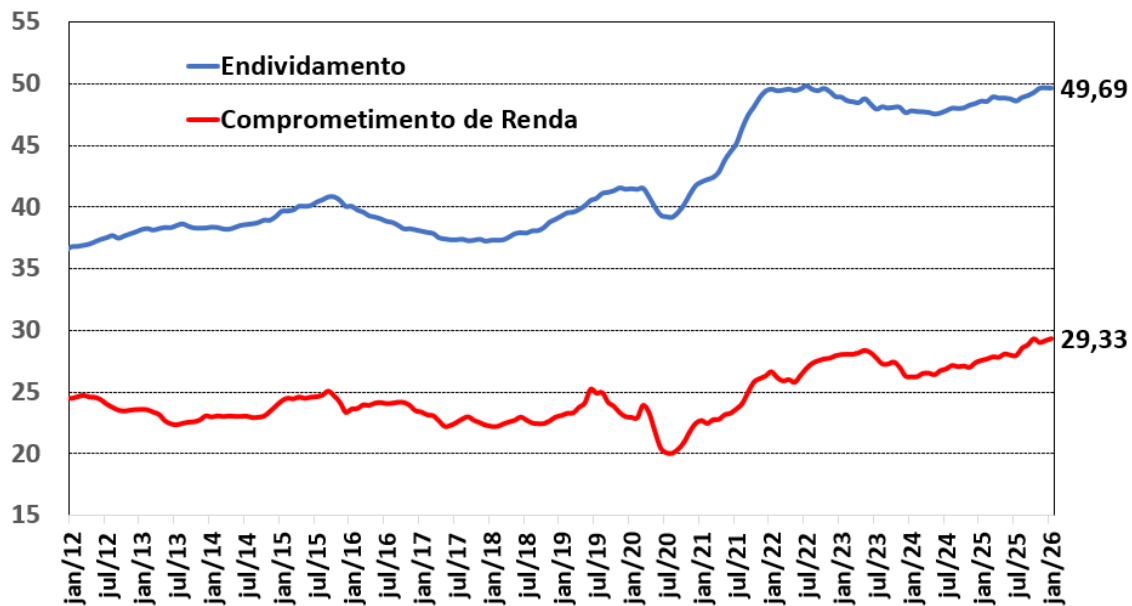
No âmbito doméstico, devemos notar que os impactos do choque de preços do petróleo também têm aspectos positivos para a economia brasileira, o que ocorre pela arrecadação fiscal (pela participação do Governo como acionista majoritário de empresa petrolífera), pelas contas externas (dado que o petróleo bruto está ganhando maior participação na nossa pauta exportadora) e no PIB como um todo. As elasticidades, nos três casos, são pequenas, porém positivas diante de alta de preços da *commodity*. Entretanto, esses cálculos não levam em conta os efeitos do potencial menor crescimento global para a economia brasileira. Também devemos levar em conta, claro, a reação de consumidores e empresas diante da alta de preços na economia, bem como a reação da política monetária.

Os dados mais recentes têm reforçado a percepção de retomada da economia neste início de 2026, comparativamente ao observado no segundo semestre de 2025. Como temos apontado em edições anteriores desta Carta, há vários estímulos vigentes na economia que explicam essa recuperação. Contudo, o próprio Banco Central apontou, no último Relatório de Política Monetária (RPM) que há dúvidas sobre quanto a economia crescerá na margem. Os resultados podem ser mais fracos ou mais robustos a depender, inclusive, da forma como se dessazonaliza o indicador do PIB. E isso é importante para pensarmos em fechamento ou abertura do hiato de produto e, conseqüentemente, sobre vetores desinflacionários à frente. Até o momento, a redução de pressão de preços teve mais a contribuição do câmbio e de alimentos do que do hiato de produto, sobretudo em termos de consumo de serviços.

Ao mesmo tempo, cada vez mais há preocupações com a situação financeira das famílias, diante dos elevados endividamento e comprometimento de renda. De fato, mesmo com o

mercado de trabalho ainda aquecido – apesar dos sinais de moderação –, o consumo não parece crescer no mesmo ritmo, mesmo com a isenção de IRPF a pessoas com renda até R\$ 5 mil por mês. Uma possível explicação para isso é justamente a situação financeira das famílias, como um todo. Avaliamos que este é um tema que tende a ficar cada vez mais relevante nas discussões macroeconômicas, ao longo dos próximos meses.

Gráfico 2: Endividamento e comprometimento de renda das famílias, % da renda



Fonte: Banco Central | Elaboração: Brasilprev

No que tange à inflação, os dados mais recentes vieram pressionados, mas ainda não refletindo, totalmente, os efeitos da alta de preços de combustíveis. Esse é um risco relevante para os próximos dados. O noticiário já está bastante carregado com informações sobre alta de preços de derivados de petróleo no mercado doméstico e mesmo falta desses insumos em algumas regiões do país. Olhando para a política monetária, entretanto, avaliamos que ainda há espaço para o Banco Central continuar diminuindo o grau de restritividade da economia, de forma muito moderada e cautelosa.

Em nossa análise, na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de março, havia espaço para queda da Selic em 50 pontos-base, para 14,5%, mas o movimento realizado, de recuo de apenas 25 pontos-base, é compreensível diante do elevado grau de incerteza do ambiente atual, como já mencionado. E é exatamente essa a tônica que marcou a comunicação do colegiado, no dia da decisão, na ata do Copom e no RPM. As projeções de inflação do BC, para o horizonte de política monetária, estão em 3,3%, acima, portanto da meta (3,0%). Olhando para além desse horizonte, ou seja, para 2028, a projeção da instituição oscilou de 3,0% para 3,1%. É uma oscilação pequena e, para horizontes tão longos, dentro da margem de erro.

Contudo, já começamos a observar, também, um movimento altista nas projeções capturadas pelo Focus, para inflação e juros nos próximos anos. Esse é um ponto de alerta para a autoridade monetária, que deixou as portas abertas para “ajustes” na “calibragem” da política monetária. Acreditamos que, neste momento, o Copom seguirá cauteloso, mas que continuará sinalizando haver espaço para queda de juros nos próximos meses. Para a reunião de 29/04, o mais provável, hoje, é de outro corte de 25 pontos-base da Selic. Havendo a dissipação das incertezas e riscos relacionados aos conflitos no Oriente Médio, o espaço para uma aceleração no ritmo de cortes será maior, mas acreditamos que a régua para um ritmo acima de 50 pontos-base é, neste contexto atual, mais elevada. Continuamos, por ora, trabalhando com Selic de 12,5% ao final de 2026, enquanto esperamos uma maior visibilidade do cenário.

Tabela 1: Cenário macroeconômico Brasilprev

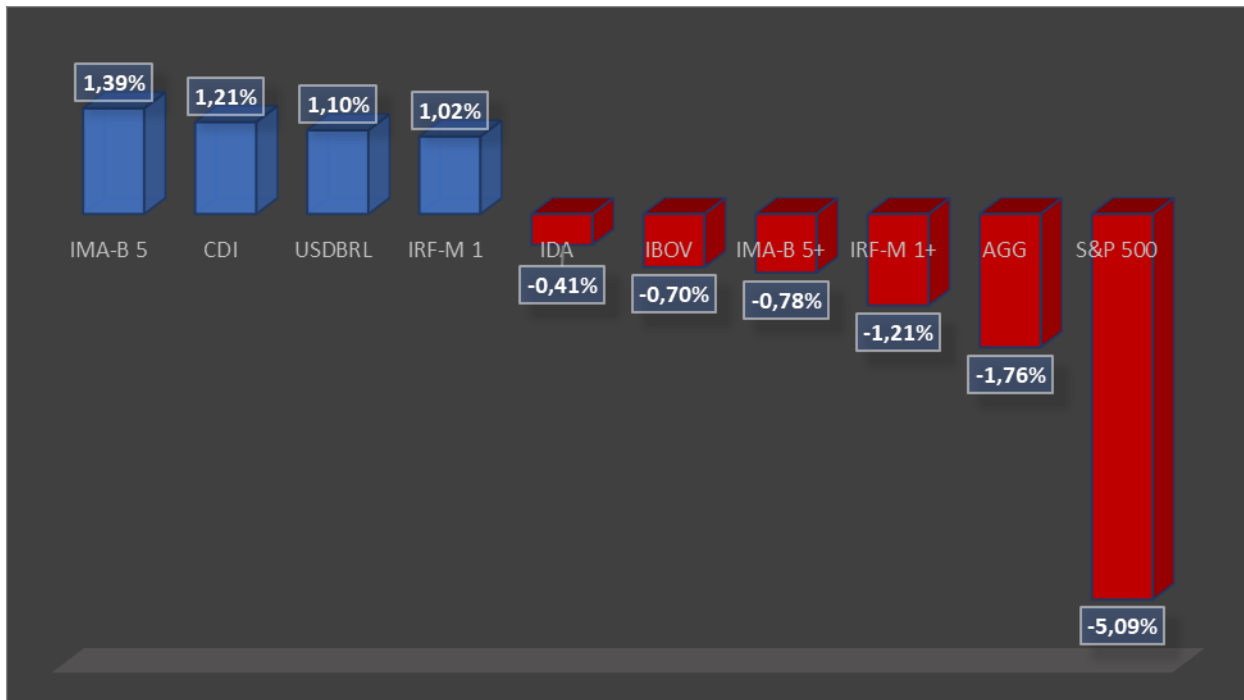
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIB (% ao ano)	-3,3	4,8	3,0	2,9	3,4	2,3	2,0
Taxa de desemprego (% médio)	13,7	14,0	9,6	7,7	6,6	5,6	5,5
IPCA (% ao ano)	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	4,3	4,5
IGP-M (% ao ano)	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	-1,0	3,8
Câmbio (R\$/US\$, final de período)	5,20	5,58	5,22	4,84	6,19	5,50	5,40
Selic (% ao ano, final de período)	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	12,50

Elaboração: Brasilprev

Alocação

O mês de março levou os mercados a reavaliarem seus cenários-base, saindo de um contexto de rotação de investimentos para um ambiente de *risk-off*. Os ganhos expressivos observados anteriormente nas bolsas globais e o fechamento das curvas de juros foram revertidos, à medida que os investidores se desfizeram de suas posições diante das incertezas quanto ao andamento do conflito no Oriente Médio.

Gráfico 3: Rentabilidade dos principais ativos financeiros em março/2026



Fonte: Economática | Elaboração Brasilprev

No mercado de juros americano, observou-se um movimento de *flattening* da curva, com os vértices mais curtos das *Treasuries* passando a precificar a manutenção da *fed funds rate* por um período mais prolongado. Após esse episódio de estresse, entendemos que há prêmio relevante na curva, desde que o conflito não se estenda. Por ser uma condicional ainda incerta,

optamos por manter uma posição neutra na classe de ativos, ainda que com um viés levemente mais construtivo em relação aos meses anteriores.

A aversão ao risco penalizou principalmente os ativos de renda variável. Ainda assim, avaliamos que a tese do excepcionalismo corporativo americano permanece. Nossa postura, no entanto, tende a seguir mais defensiva no curto prazo, monitorando pontos de entrada mais atrativos.

Embora o Brasil tenha sido relativamente menos afetado nesse ambiente, uma vez que a alta do petróleo tende a beneficiar as contas públicas, o desmonte generalizado de posições acabou impactando os mercados emergentes como um todo. A curva de inflação implícita de dois anos apresentou uma elevação de aproximadamente 100 pontos-base, levando a curva de juros nominal a reprecificar o ciclo de cortes, com a taxa terminal passando de 12% para patamares próximos a 14% ao final de 2026.

Após esse movimento, a curva de juros como um todo parece bastante atrativa. O Banco Central deu início ao ciclo de flexibilização monetária e sinalizou a possibilidade de acelerar o ritmo dos cortes, a depender da resolução do conflito externo. Além disso, os sinais de desaceleração da atividade econômica doméstica têm se tornado cada vez mais evidentes, reforçando a necessidade de um afrouxamento monetário adicional. Mantemos preferência por títulos prefixados de prazos curtos e intermediários, em função do aumento exagerado da inflação implícita.

Após dois meses de desempenho robusto da bolsa brasileira, já havíamos reduzido nossas exposições, a fim de realizar ganhos, movimento que protegeu nossos portfólios diante da eclosão do conflito. Seguimos com uma estratégia mais seletiva e posicionamento ainda neutro em relação ao índice Ibovespa.

Tabela 2: Posicionamento por fatores de risco para abril de 2026