
BRASILPREV

Uma empresa BB Seguros

Carta do Gestor



Cenário Macroeconômico

Os conflitos no Oriente Médio continuam dominando o noticiário, mas ainda sem uma definição efetiva. Ao mesmo tempo, índices de preços em vários lugares do planeta têm registrado pressões mais significativas, derivadas da alta dos preços do petróleo e seus derivados, além de impactos secundários do choque, por exemplo, sobre as expectativas de médio prazo para a inflação e outros preços. Nesse sentido, os discursos dos bancos centrais foram endurecidos ao longo de maio, sugerindo que o espaço para afrouxamento monetário adicional está mais restrito. À medida que as eleições legislativas nos EUA se aproximam, aumentam as expectativas de uma definição para encerrar a guerra, diante dos riscos de impactos políticos dos conflitos na tomada de decisão do eleitor norte-americano.

Em maio, os dados de atividade econômica ainda resiliente e de inflação mais pressionada nos EUA levaram a uma reprecificação sobre a trajetória da política monetária. No início de junho, os mercados futuros apontaram para probabilidade conjunta em torno de 50% para uma ou duas elevações de juros até dezembro. Essa percepção tem sido corroborada por discursos mais fortes de alguns dirigentes do Fed. No final de maio, por exemplo, Christopher Waller mudou o seu discurso, afirmando que não vê perspectivas de enfraquecimento futuro do mercado de trabalho nos próximos meses e que a inflação será a força dominante para a sua decisão individual sobre a política monetária.¹ Essa mudança ocorre em um momento de transição no comando do banco central norte-americano, com a posse de Kevin Warsh realizada em maio. As atenções se voltam, agora, para eventuais mudanças propostas pelo novo *chairman* em termos de estratégia comunicacional do Fed. Ademais, é natural em momentos de transição dessa natureza que ocorra um período de aprendizagem dos mercados sobre o perfil do presidente do banco central mais relevante do mundo, ainda mais diante dos riscos de ingerência política sobre a trajetória de juros. No médio prazo, as atenções estarão voltadas para os temas do balanço do Fed e do mandato dual.²

¹ O referido discurso de Waller, que vinha manifestando preocupação majoritária com o mercado de trabalho nos últimos meses, pode ser lido em <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20260522a.htm>.

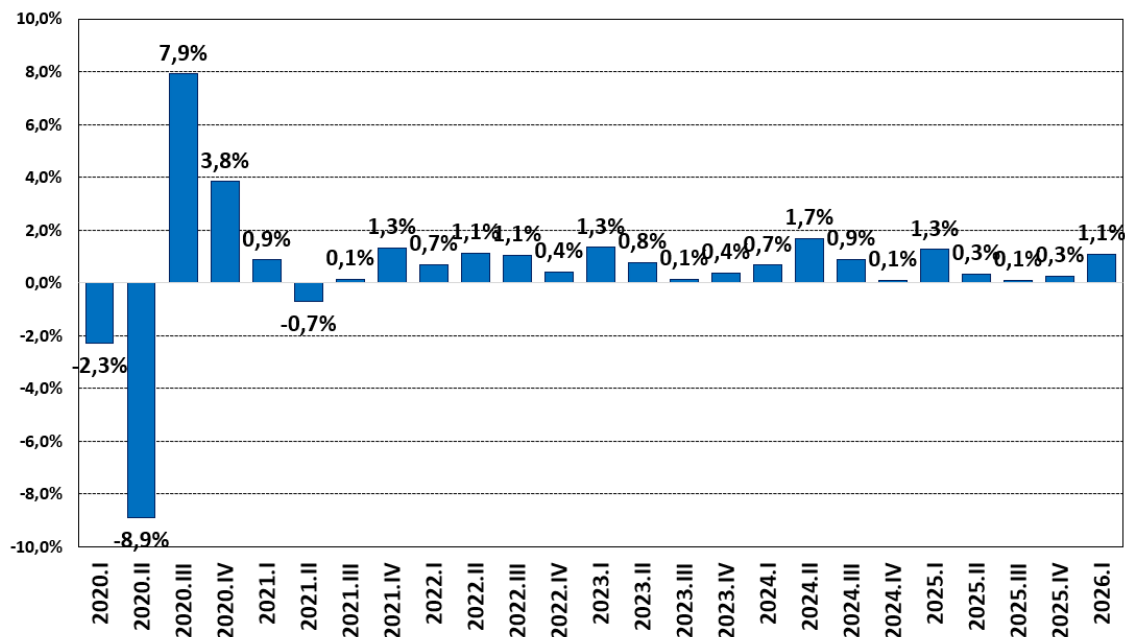
² Um dos dois assessores indicados por Warsh, Paul Winfree, defendeu em 2023 a extinção do mandato duplo do Fed, que passaria a ser focado apenas em inflação. Essa defesa foi feita no capítulo 24 de um livro, que pode ser acessado em https://thestennetreport.github.io/project_2025/chapter_by_chapter_breakdowns.html.

Como temos apontado em edições prévias desta Carta, outros bancos centrais continuam adotando discursos mais duros em relação aos riscos inflacionários potencializados pelos impactos do choque recente do petróleo. Deveremos observar altas de juros em breve na Área do Euro e no Japão e sinalizações nessa direção em outros países. Por mais que o livro-texto aponte que os bancos centrais não devem reagir a choques primários de oferta, temos visto, de forma generalizada que já há contágio para os demais preços e para as expectativas inflacionárias. Esse quadro tende a se agravar quanto mais tempo a guerra no Oriente Médio for mantida, ou seja, quanto mais tempo observarmos interrupção física do preço do petróleo. Ao mesmo tempo, para o pós-guerra, ainda persistem dúvidas sobre qual será o novo patamar de preços da commodity, certamente, maior do que o observado no final de fevereiro, em torno de US\$ 70/barril.

Esse quadro de possível aperto das condições financeiras globais tem sido potencializado pela piora fiscal observada em vários países.³ De fato, maio trouxe elevação mais relevante de juros de longo prazo em várias economias, o que tende a aumentar os custos de financiamento de governos e do setor privado, levando à desaceleração econômica e retroalimentando a piora da trajetória dívida/PIB. A popularização da inteligência artificial (IA), por sua vez, tende a produzir impactos ambíguos sobre a inflação. Embora seja plausível argumentar que, no longo prazo, os ganhos de produtividade associados a essa tecnologia exerçam um efeito desinflacionário, no curto prazo observa-se um aumento da demanda — e, portanto, pressões inflacionárias — por recursos naturais como energia, água (necessária para o resfriamento de *data centers*) e minerais raros. Esse descompasso entre os efeitos de curto e longo prazos amplia os desafios enfrentados pela política monetária.

No Brasil, o PIB do primeiro trimestre de 2026 registrou alta de 1,1% na margem, após a relativa estabilidade registrada nas três leituras anteriores (média de 0,2%). Esse resultado, que veio apenas pouco acima do esperado (alta de 1,0%), levou a expansão acumulada em quatro trimestre a 2,1%, a menor desde o primeiro trimestre de 2021, o que evidencia uma trajetória de desaceleração. Trata-se de um movimento necessário, mas não suficiente por si só, para desinflacionar ainda mais a economia brasileira. Ao mesmo tempo, o *carry-over* para 2026 é de 1,4%, o que nos sugere uma expansão estimada para o ano em torno de 2,0%, que é a nossa projeção.

³ Em meados de maio, um leilão de títulos de 30 anos do Tesouro dos EUA saiu com taxa acima de 5,0%, a mais elevada desde 2007.

Gráfico 1: Crescimento trimestral do PIB no Brasil, em %

Fonte: IBGE

Elaboração: Brasilprev

A expansão do PIB entre janeiro e março foi muito impulsionada pelos bons desempenhos da (i) agropecuária, favorecida pela soja e a pecuária; e (ii) indústria, cuja recuperação no período foi concentrada na extrativa mineral e na construção civil, com a indústria de transformação ainda com desempenho fraco. O setor de serviços, por sua vez, apresentou desaceleração, oscilando de 0,7% entre outubro e dezembro para 0,5% no dado reportado.

Sob a ótica da demanda, a expansão da massa salarial e do crédito no período tiveram papel relevante na aceleração do consumo das famílias, o que foi complementado pela isenção do imposto de renda para quem ganha até R\$ 5 mil por mês. Não avaliamos que a forte aceleração do consumo, registrada no primeiro trimestre, seja uma tendência, sob um contexto de forte endividamento das famílias e política monetária ainda restritiva. Já o desempenho dos investimentos, que apresentaram alta de 3,5%, deve ser lido com cautela, pois apenas devolveu a queda mais forte observada na leitura anterior. De fato, o nível da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) continua igual ao observado um ano atrás. Enquanto os gastos do Governo mantêm a tendência de desaceleração, o setor externo subtrai 1,1 pp do crescimento, fruto

da queda das exportações e da alta mais expressiva dos desembarques. Ademais, a variação de estoques contribuiu com 0,9 pp para o dado agregado, depois de três trimestres consecutivos de contribuição negativa.

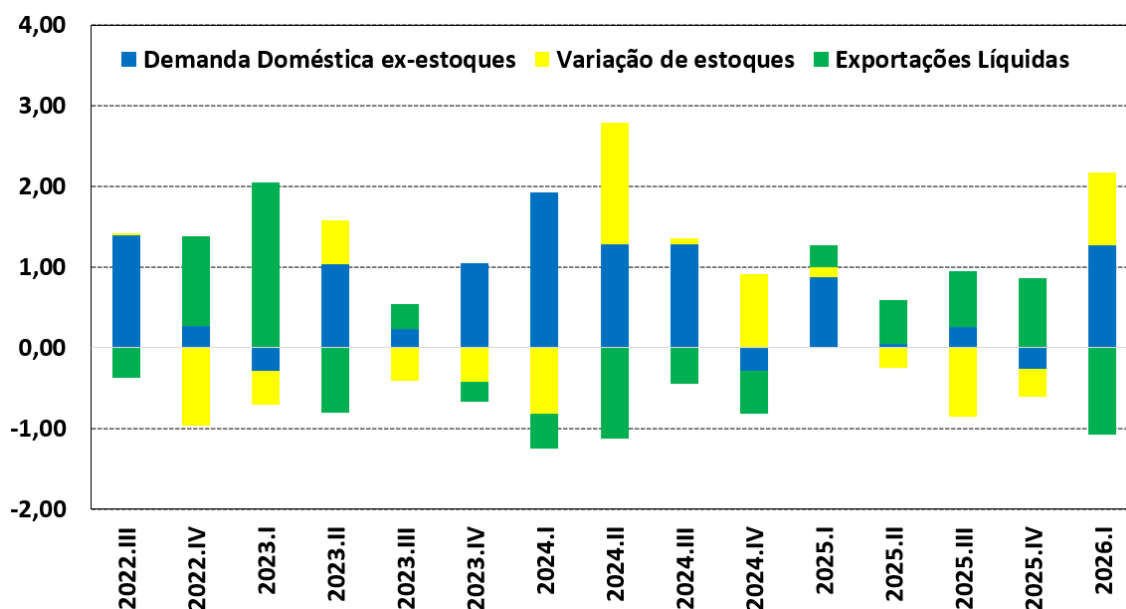
Tabela 1: Variação trimestral do PIB, na margem

	VARIÇÃO TRIMESTRAL DO PIB						
	2024.III	2024.IV	2025.I	2025.II	2025.III	2025.IV	2026.I
PIB	0,9%	0,1%	1,3%	0,3%	0,1%	0,3%	1,1%
Agro	0,4%	-2,5%	15,8%	-2,1%	0,0%	0,1%	2,0%
Indústria	0,7%	0,4%	0,1%	0,6%	0,6%	-0,7%	1,0%
Serviços	0,8%	0,1%	0,3%	0,6%	0,3%	0,7%	0,5%
Consumo	1,4%	-0,5%	0,3%	0,5%	0,0%	0,2%	1,0%
Governo	0,5%	-1,0%	1,5%	0,0%	1,3%	0,9%	0,4%
Investimentos	2,0%	1,5%	2,3%	-1,8%	0,2%	-3,4%	3,5%
Exportações	-1,3%	-2,3%	4,9%	1,0%	3,8%	3,7%	-1,7%
Importações	1,4%	0,8%	3,5%	-2,1%	-0,1%	-1,1%	4,4%
Absorção Doméstica							
Com estoques	1,38%	0,64%	1,00%	-0,21%	-0,59%	-0,61%	2,18%
Sem estoques	1,31%	-0,29%	0,88%	0,05%	0,26%	-0,26%	1,28%

Fonte: IBGE

Elaboração: Brasilprev

Gráfico 2: Contribuições das demandas doméstica e externa para o crescimento trimestral do PIB, em ponto percentual



Fonte: IBGE**Elaboração: Brasilprev**

Olhando para frente, a nossa já mencionada projeção para 2026, de 2,0%, contempla desaceleração do crescimento do PIB para algo mais próximo a 0,3% a 0,6% por trimestre. Por mais que existam estímulos em curso (mercado de trabalho ainda aquecido, programas de renegociação de dívidas, liberação de mais recursos para o crédito imobiliário), avaliamos que a política monetária ainda restritiva e o elevado endividamento das famílias tendem a amenizar tais estímulos. No mercado de trabalho, já há sinais mais evidentes de moderação na expansão da população ocupada, reforçando a nossa percepção, em um contexto no qual vários setores empresariais têm apresentado deterioração da situação financeira.

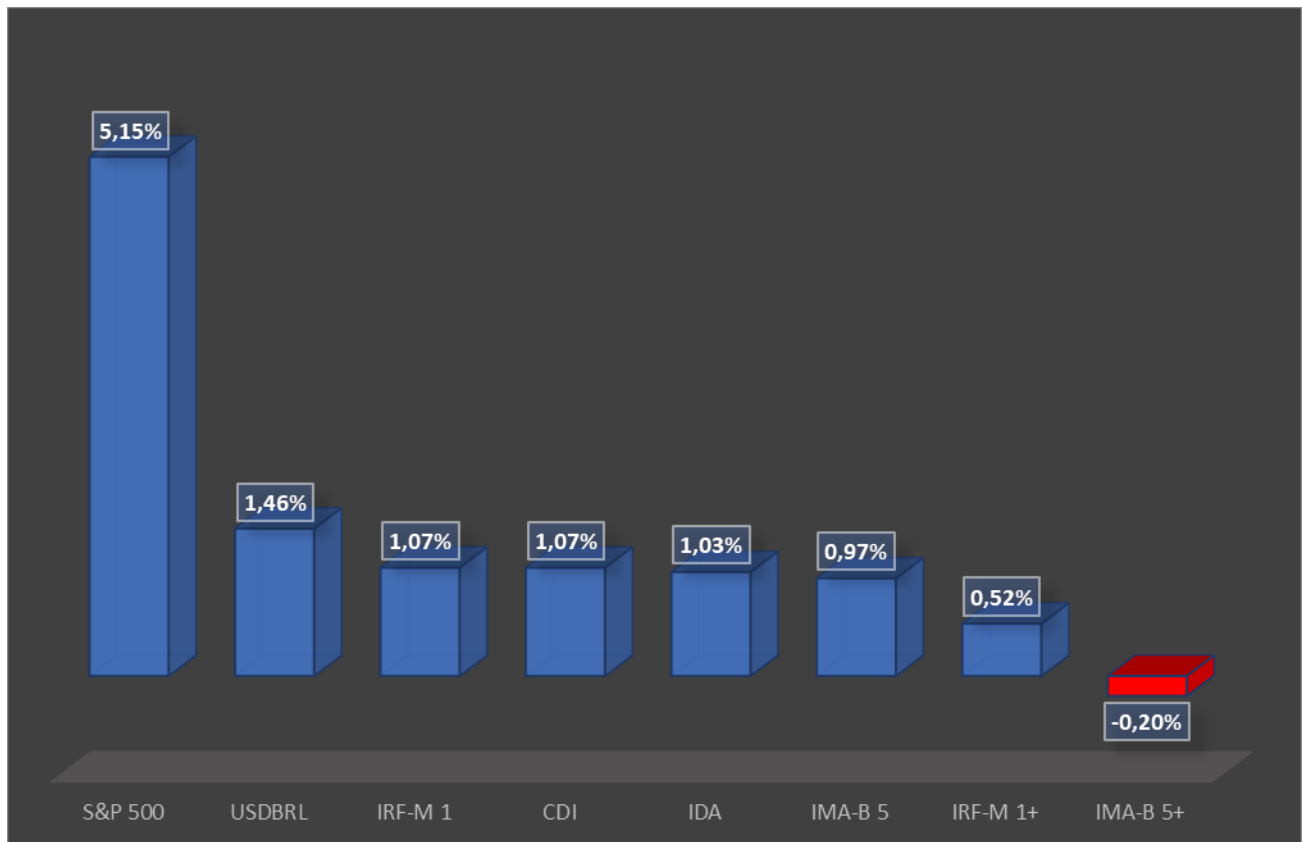
A inflação, sem dúvida, continua sendo um tema de preocupação no cenário atual. Os dados mais recentes de preços ao produtor até apresentaram algum arrefecimento, mas as aberturas setoriais mostram pressões relevantes em segmentos diversos, que tendem a repassá-las adiante, na cadeia produtiva. Na ponta ao consumidor, O IPCA de abril e o IPCA-15 de maio trouxeram aberturas revelando aceleração em preços de alimentos (impactos de fretes) e de serviços. Ao mesmo tempo, as expectativas de inflação capturadas na Pesquisa Focus continuam registrando piora para 2026, mas alguma interrupção da deterioração em horizontes mais ampliados.

Nesse contexto, os desafios para a política monetária brasileira continuam relevantes. Continuamos trabalhando com quedas de 25 pontos-base em cada uma das cinco reuniões remanescentes do Comitê de Política Monetária (Copom) em 2026. Se esse cenário se materializar, teremos a Selic em 13,25% no final do ano. Contudo, reconhecemos que há, neste momento, uma assimetria na qual o risco de interrupção do ciclo de queda de juros é maior do que o risco de aceleração nesse ritmo de flexibilização. Enquanto isso, o Banco Central tende a continuar com discurso cada vez mais cauteloso, devendo subir o seu tom na comunicação da reunião que ocorrerá em meados de junho. É bem verdade que a política monetária continua restritiva e que, neste momento, não há expectativa de convergência rápida para o patamar neutro, mas estamos diante de riscos que sugerem um grau muito elevado de conservadorismo. A evolução dos conflitos no Oriente Médio tem papel crucial para isso, mas no final das contas, o que importará mesmo para o Comitê é a convergência da inflação na direção da meta no horizonte relevante da política monetária. Enquanto essa convergência não estiver clara, a autoridade monetária tende a ser mais cautelosa.

Alocação

O prolongamento dos conflitos no Oriente Médio e a deterioração do cenário inflacionário global trouxeram elevada volatilidade aos ativos ao longo de maio. Apesar do cessar-fogo e da queda do petróleo, dados econômicos mais fortes ao redor do mundo têm reacendido preocupações quanto à persistência da inflação, reduzindo o espaço para cortes de juros pelos bancos centrais.

Gráfico X: Rentabilidade dos principais ativos financeiros em maio/2026



Fonte: Bloomberg | Elaboração Brasilprev

No Brasil, até meados do mês, observamos um estresse relevante nos títulos prefixados de vértices curtos, acompanhado de forte abertura da inflação implícita. Diante desse

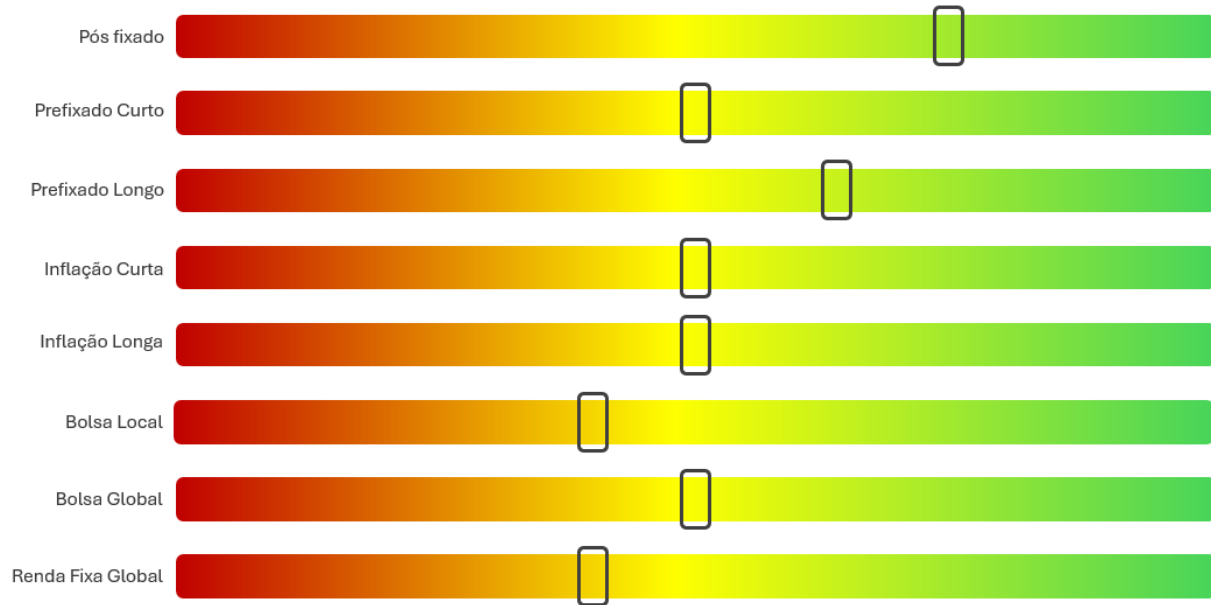
movimento, optamos por reduzir nossa exposição em NTN-Bs e migrar parcialmente para prefixados curtos, buscando capturar uma possível correção na curva. A estratégia se mostrou acertada, no entanto, enxergamos os próximos dias com cautela, diante das incertezas em relação à continuidade do ciclo de ajuste da taxa de juros pelo Banco Central.

Nos vértices intermediários, ainda enxergamos prêmio, dada a defasagem dos efeitos da política monetária sobre a atividade econômica, mas entendemos que o cenário tem se deteriorado consistentemente, o que reforça a necessidade de maior prudência nas próximas semanas, com potencial redução em nosso posicionamento.

No mercado de renda variável brasileiro, o Ibovespa deu continuidade ao movimento observado no fim de abril, marcado pela reversão do fluxo estrangeiro. O investidor global segue priorizando ativos ligados à tese de tecnologia e, dada a baixa representatividade desse setor na bolsa local, houve uma saída significativa de recursos, próxima a R\$15 bilhões ao longo do mês. Aproveitamos essa correção para realizar alocações pontuais, mas o aumento da volatilidade e das incertezas reduziu a atratividade da classe, a despeito de preços mais descontados. Assim, diminuimos a exposição e mantemos uma visão mais cautelosa para a bolsa doméstica.

Em contraste com os demais mercados, a bolsa americana apresentou desempenho positivo em maio, com o S&P 500 renovando máximas históricas. A narrativa de excepcionalismo americano e o protagonismo do setor de tecnologia voltaram a ganhar força, impulsionados por uma temporada de resultados robusta. Após esse rali, entretanto, os múltiplos encontram-se esticados, em um ambiente ainda permeado por incertezas. Diante disso, optamos por reduzir a exposição à classe, tanto para realização de ganhos quanto para ajuste do risco dos portfólios.

Por fim, o mercado de *treasuries* americanas segue em processo de reprecificação ao longo de toda a curva, refletindo uma postura mais *hawkish* do Fed, somada a preocupações fiscais. Nesse contexto, mantemos viés altista para as taxas de juros e posicionamento *underweight* na classe.

Tabela X: Posicionamento por fatores de risco para junho de 2026*Elaboração Brasilprev*