

CENÁRIO GLOBAL Abril será um mês crítico para a economia real em relação à disponibilidade de combustíveis globalmente

Existe, no momento, certa dissonância entre os preços dos ativos (mais bem comportados) e os riscos presentes para a economia real global (em situação de maior estresse). A diferença é que os preços dos ativos dependem do comportamento futuro da economia, em alguns casos sobre perspectivas de muitos anos adiante (como no caso de ações), enquanto a economia real depende do presente.

COMPORTAMENTO DOS ATIVOS De um lado, os preços dos ativos enxergam uma situação na qual dentro de alguns meses haverá razoável normalidade da oferta global de petróleo, derivados, gás natural e outros produtos atualmente com restrições decorrentes do conflito no Oriente Médio. Os contratos futuros de petróleo revelam essa situação: preços acima de US\$ 120 para o petróleo Brent no curto prazo, caindo para US\$ 80 ao longo do segundo semestre. No caso dos contratos de diesel (especificamente para o mercado europeu), a curva futura está ainda mais “negativamente inclinada” (ou em *backwardation*, expressão utilizada no mercado de commodities) com o preço spot 80% acima do preço para contratos com entrega no final do ano. Isso explica por que a maior crise da história de oferta de petróleo, mesmo superior ao choque de 1973, resultou em queda de apenas 5,5% do índice de ações MSCI Mundo. Avaliando o índice S&P e o MSCI Euro como representativos do mercado dos EUA e da Europa, respectivamente, as quedas foram semelhantes: 5,2% e 7,2%. Foram correções relevantes nos preços, mas longe de caracterizarem uma crise.

MOVIMENTO DAS MOEDAS As moedas também apresentaram comportamento bastante ordenado nesse período turbulento do conflito. As piores moedas apresentaram desvalorização entre 2% e 5%, com desempenhos bastante aderentes aos fundamentos de cada país, mostrando que não houve um processo generalizado de aversão ao risco. De um lado, os países produtores de energia ou com ampla garantia de suprimento tiveram pequena desvalorização ou estabilidade em relação ao dólar. Esse é o caso do Brasil, China e Canadá, por exemplo. Países com aumentos de juros também tiveram melhor desempenho de suas moedas (Austrália e Colômbia). Países com maior fragilidade por conta da dependência de importação de petróleo e derivados registram depreciações maiores de suas moedas, como no caso do Chile, África do Sul e Nova Zelândia.

BANCOS CENTRAIS Em relação às curvas de juros, houve movimentos relevantes, especialmente nas taxas mais curtas. As taxas de juros têm reagido ao risco que o choque de preços provoque efeitos secundários sobre a inflação em diversas economias, movimento reforçado pela memória da pandemia.

Os bancos centrais também têm adotado, em geral, mensagens mais cautelosas. Por enquanto, a estratégia envolve muito mais evitar uma desancoragem das expectativas de inflação. Os bancos centrais aguardarão, em sua maioria, o desfecho do conflito para avaliar a necessidade de recalibragem de suas taxas de juros. Essa postura tem sido explicitada, por exemplo, pelo Fed. Em condições usuais, a política monetária reage apenas aos efeitos secundários dos choques, mas mesmo essa avaliação ainda não é possível, uma vez que a intensidade e duração do choque primário ainda não são conhecidas. Alguns bancos centrais seguiram com sua estratégia inalterada, como no caso do México, movimento que foi interpretado como polêmico e arriscado.

ECONOMIA REAL

Na economia real, o presente importa mais do que o futuro, nesse momento. Obviamente, as pessoas precisam chegar aos seus locais de trabalho, as cargas precisam ser entregues e as máquinas precisam operar de forma contínua. O problema não é tanto o preço dos combustíveis, mas o fato que há escassez real de combustíveis no mundo. Claro, os preços elevados revelam a escassez, mas há um equilíbrio complexo de ser reestabelecido entre oferta e demanda apenas pelo canal do preço e, assim, há filas. Simplesmente não existe oferta suficiente para atender a mesma demanda global que existia antes do conflito. Os países menos desenvolvidos da Ásia e da África têm sido bastante atingidos, mas há problemas mesmo em países desenvolvidos. A Austrália atravessa uma crise de fornecimento há algumas semanas, uma vez que depende de importações de derivados, apesar de ser grande exportadora de gás natural. A liberação efetiva de estoques públicos de petróleo tem suprido parte da restrição da oferta, mas não compensa plenamente a necessidade de petróleo bruto. Além disso, os países do Golfo também são grandes produtores de derivados de petróleo, o que tornou a restrição de oferta mais apertada em alguns mercados específicos (caso do diesel e combustível para aviação).

NORMALIZAÇÃO LENTA

Prospectivamente, essa dissonância entre os preços dos ativos e da economia real tenderá a se manter por mais algum tempo. Um encerramento do conflito provocará intensa e imediata reação dos preços dos ativos. De outro lado, mesmo com o fim do conflito, a regularização dos fluxos globais de produção e comércio de petróleo e derivados levará algo como dois meses para ocorrer. Uma inteira recuperação da produção e exportação dos países do Golfo não ocorrerá, uma vez que houve perda de capacidade de produção e que, provavelmente, o fluxo de comércio sofrerá disrupção por um longo período. Um paralelo poder ser feito com o fluxo de comércio pelo Mar Vermelho, que não retornou aos níveis anteriores ao conflito do final de 2023.

CENÁRIO BRASIL Choque do petróleo traz desafio adicional para o ciclo de ajuste da política monetária

Como argumentamos anteriormente, a economia doméstica é resiliente à crise internacional do petróleo por sua baixa dependência das importações de energia. Contudo, os efeitos sobre a inflação são inevitáveis, mesmo que haja amortecedores do impacto por meio de impostos, subsídios ou outros tipos de defasagens no repasse dos preços internacionais para os locais. Isso se torna ainda mais importante quando temos em conta que o ciclo de “calibração” da política monetária foi iniciado em março e os fundamentos são compatíveis com sua continuidade adiante. Mas o ritmo e a intensidade de curto prazo da queda de juros poderão ainda ser ainda mais cautelosos como consequência da continuidade do conflito no Oriente Médio.

RESILIÊNCIA DO REAL O real tem se mantido entre as moedas com melhor comportamento frente ao dólar nessas últimas semanas, registrando até mesmo apreciação em relação ao período pré-conflito. A posição superavitária da balança comercial em petróleo e derivados e a geração de energia elétrica por fontes renováveis explica esse desempenho favorável. Isso significa que o aumento dos preços internacionais de petróleo e derivados: (i) provoca incremento do saldo comercial; (ii) tem limitadas repercussões sobre a atividade doméstica; e (iii) mantém os fluxos de capitais bem-comportados. Pela ótica do investidor internacional, o país ganha pontos pela independência na oferta de energia.

IMPACTO NOS PREÇOS Contudo, o impacto sobre os preços domésticos tem ocorrido e terá continuidade nas próximas semanas, representando um choque significativo para a inflação no curto prazo. Afinal, mesmo com estabilidade (caso da gasolina) ou baixo incremento de preços (caso do diesel) na maior parte do refino doméstico, a comunicação entre o mercado doméstico e internacional ocorre por meio do comércio exterior. Ainda que tenha sido estabelecido subsídio no refino do diesel e os impostos federais tenham sido reduzidos a zero para os preços pagos pelo consumidor – medida também observada em outros países – a elevação de preços internacionais tem sido bastante substancial, com altas ao redor de 100% para a gasolina e o diesel (referência EUA, por exemplo). Assim, ainda que haja amortecedores e defasagem na transmissão de preços para o mercado local, o impacto será inevitável. Mesmo considerando uma possível redução de impostos federais sobre a gasolina, caso o preço do petróleo siga acima de US\$ 90 nos próximos meses, o IPCA deverá sofrer impacto de cerca de 1 ponto percentual no segundo trimestre em relação às projeções pré-conflito. Com o mercado de trabalho ainda aquecido, como mostram os dados recentes, é provável que boa parte desse impacto seja convertido em reajustes salariais mais elevados.

Abril de 2026

RISCO PARA ATIVIDADE ECONÔMICA

Do ponto de vista da atividade, o principal risco a ser monitorado adiante será em relação à disponibilidade de importações de diesel. Como se sabe, cerca de 25% da demanda interna é suprida pelas importações, especialmente provenientes dos EUA e Rússia. Nesse momento, há uma disputa intensa por esse produto globalmente e o país também estará nessa corrida para garantir a oferta de maio e junho.

POLÍTICA MONETÁRIA

O Banco Central já reagiu ao choque do petróleo em sua última reunião, optando por iniciar o ciclo com um passo de 25 pb ao contrário de sua indicação anterior de 50 pb. A sinalização atual do Copom é clara no sentido de avaliar que há condições de prosseguir com o ciclo de ajuste da taxa de juros, tendo em vista o nível bastante restritivo atual e os sinais de alguma moderação do crescimento econômico nos últimos meses, além, é claro, da gradual queda da inflação. A próxima reunião do Comitê ocorrerá apenas no final de abril (dia 29), o que garantirá tempo adicional para que se avalie as consequências do choque atual sobre a oferta global de energia. Um eventual fim do conflito seria relevante do ponto de vista de redução da incerteza, mesmo que o prazo para regularização da produção e fluxos de comércio seja de meses e não semanas. O passo mais provável, nesse cenário de encerramento do conflito até o final do mês, seria uma redução adicional de 25 pb. Em caso de escalada do conflito e, conseqüentemente, das restrições de oferta global de energia, o Copom poderia optar pela manutenção da taxa Selic. Avaliamos que mesmo nesse cenário a sinalização seria apenas de uma pausa, com o ciclo de ajuste sendo provavelmente retomado nas reuniões seguintes.

PROJEÇÕES MACRO
ECONÔMICAS
BRADESCO ASSET

	2023	2024	2025	2026E	2027E
PIB (% ao ano)	3,2%	3,4%	2,3%	1,6%	1,5%
IPCA (% a.a.)	4,6%	4,8%	4,3%	4,7%	3,9%
IGP-M (% a.a.)	-3,2%	6,6%	-1,0%	5,2%	4,0%
Taxa Selic (final do ano)	11,75%	12,25%	15,00%	12,75%	11,00%
R\$/US\$ média do ano	4,99	5,39	5,59	5,24	5,41
R\$/US\$ final do ano	4,85	6,19	5,50	5,30	5,50
Saldo de Conta Corrente (US\$ bi)	-27,1	-66,2	-68,8	-55,8	-72,0
Saldo de Conta Corrente (% PIB)	-1,2%	-3,0%	-3,0%	-2,3%	-2,7%
Resultado Primário Consolidado (% PIB)	-2,3%	-0,4%	-0,6%	-0,4%	-0,6%
Dívida Líquida (% PIB)	60,4%	61,3%	65,3%	69,8%	73,8%
Dívida Bruta (% PIB)	73,8%	76,3%	78,7%	83,7%	88,1%
Fed Funds (final do ano)	5,50%	4,50%	3,75%	3,75%	3,50%
PIB Global	3,3%	3,2%	3,3%	2,5%	3,0%

Fontes: IBGE, BCB, MDIC, FMI e Bradesco Asset

COMENTÁRIOS
SOBRE AS
PROJEÇÕES

Nos EUA, cenário de petróleo mais alto tornará o Fed ainda mais cauteloso. Assumindo que os preços do barril do petróleo permanecerão próximos de US\$ 100 até o final de junho, com queda ao longo do segundo semestre para um valor mais próximo de US\$ 80, o núcleo de inflação do PCE deve ter alta de 3,4%, ante 2,8% anteriormente. Essa maior pressão inflacionária deverá postergar o corte de juros pelo Fed para 2027, com a taxa de juros se mantendo no intervalo entre 3,75% e 3,50% em 2026. Em um ambiente de elevada incerteza, reconhecemos que uma piora mais forte do emprego poderá forçar uma redução de juros mais tempestiva pelo Fed.

Choque dos preços de energia traz novos desafios para a Área do Euro. As tendências mais favoráveis para o crescimento e o processo de desinflação foram revertidos, ao menos parcialmente, diante do aumento dos preços dos combustíveis. Após crescer o PIB da região crescer 1,4% no ano passado, esperamos expansão inferior a 1% em 2026. A inflação já começou a refletir a alta do petróleo e de derivados. Segundo resultado prévio de março, a inflação ao consumidor subiu 2,5% e 2,1%, considerando a comparação interanual do índice cheio e do núcleo, respectivamente.

Nesse ambiente, o Banco Central Europeu deve ser bastante cauteloso e monitorará de perto as expectativas de inflação. Em um cenário em que os conflitos no Oriente Médio que estendam por um período mais prolongado, a rápida e expressiva aceleração da inflação levará o Banco Central Europeu a subir a taxa de juros para 2,5%.

A economia chinesa ajustou a meta de crescimento para um intervalo entre 4,5% e 5,0% em 2026, sem recorrer a estímulos agressivos, em linha com nossa projeção de expansão de 4,7%. O dinamismo seguirá dependente das exportações, embora se espere alguma melhora dos investimentos, especialmente em infraestrutura. Os desafios permanecem elevados, com ajuste do setor imobiliário, restrições fiscais dos governos locais e fragilidade do consumo das famílias. Os preços dos combustíveis mais elevados devem pressionar a inflação, especialmente no atacado. A política econômica tende a ser calibrada para sustentar a atividade, em um ambiente em que as tensões com os EUA sigam contidas e os impactos do aumento do preço de energia, por ora, são limitados.

No Brasil, projetamos crescimento de 1,6% do PIB neste ano. Mesmo sem mudanças relevantes de fundamentos em relação ao último cenário, a menor estimativa incorpora o impacto do choque de petróleo. Apesar de os dados do final do ano passado terem indicado desaceleração heterogênea entre os setores da economia, esperamos uma expansão próxima a 1% na margem no primeiro trimestre deste ano, em parte influenciada por mudanças de padrão sazonal das séries e em parte favorecida pelas novas regras do imposto de renda e pelos estímulos para fiscais. O crédito, principal canal de transmissão da política monetária, tem surpreendido ao mostrar avanço das concessões acima do esperado neste momento do ciclo de aperto monetário, o que pode ser apenas parcialmente explicado pelos novos modelos de crédito consignado privado e de financiamento habitacional. Por fim, o mercado de trabalho, tradicionalmente defasado ao ciclo de atividade, segue aquecido, com sinais apenas incipientes de moderação da geração de emprego formal.

Passamos a esperar uma inflação ainda mais pressionada em 2026, em função do prolongamento do conflito no Oriente Médio e da elevação mais persistente dos preços do petróleo no mercado global. Esse choque impõe riscos altistas relevantes sobre combustíveis e fretes, com impactos que tendem a se estender além do curto prazo. Embora a alta dos preços de alimentos e bens industriais siga contida, o encarecimento do petróleo e de seus derivados também deve gerar pressões sobre esses grupos ao longo do ano.

A inflação de serviços, que ainda se mantinha como ponto de atenção, também é impactada para cima, por exemplo, através da pressão vinda das passagens aéreas. Diante disso, revisamos novamente nossa projeção para o IPCA, que deverá subir 4,7% neste ano.

Em relação às contas externas, reduzimos a nossa estimativa para o déficit em transações correntes, refletindo o cenário mais positivo para as exportações de petróleo e derivados. Incorporando o cenário de preços de petróleo mais elevados até o final do segundo trimestre, revisamos nossas estimativas para o saldo comercial para US\$ 78 bilhões e, consequentemente, nosso déficit em transações correntes para 2,3% do PIB em 2026. Do lado da fonte de financiamento desse déficit, os investimentos diretos no país seguem robustos, superando o déficit em transações correntes nos últimos meses. Em relação à taxa de câmbio, a recente apreciação do real frente ao dólar, mesmo diante do aumento na aversão ao risco por conta dos conflitos no Oriente Médio, e a expectativa mais favorável para as exportações brasileiras nos levaram a revisar nossa projeção para 2026 de R\$/US\$ 5,35 para R\$/US\$ 5,30.

Com crescimento mais forte, o governo deverá entregar o resultado primário dentro do intervalo da meta em 2026. Diante da expectativa de uma desaceleração contida da atividade e de uma maior arrecadação líquida com petróleo, reduzimos a nossa estimativa de déficit primário do governo central, de R\$ 69 bilhões para R\$ 66 bilhões. Para fins de meta, o governo deve encerrar este ano com saldo negativo de R\$ 2 bilhões, demandando um leve ajuste das despesas e/ou aumento das receitas para alcançar ao menos o limite inferior da meta, que é de neutralidade. Em termos de dívida, projetamos que a relação dívida/PIB seguirá em trajetória de alta, atingindo 83,7% do PIB.

PERSPECTIVA **MACRO**

Abril de 2026

MARCELO CIRNE DE TOLEDO	Chief-Economist <i>marcelo.toledo@bradescoasset.com.br</i>
DANIEL CASULA	<i>daniel.casula@bradescoasset.com.br</i>
FABIANA D'ATRI	<i>fabiana.datri@bradescoasset.com.br</i>
GIANCARLO RUGGIERO	<i>giancarlo.ruggiero@bradescoasset.com.br</i>
HUGO RIBAS DA COSTA	<i>hugo.costa@bradescoasset.com.br</i>
SARAH BRETONES	<i>sarah.paula@bradescoasset.com.br</i>
THOMAS PIRES	<i>thomas.pires@bradescoasset.com.br</i>
VICTORIA MARIA SANTOS	<i>victoria.m.santos@bradescoasset.com.br</i>
VINICIUS MULATO	<i>vinicius.mulato@bradescoasset.com.br</i>



Tel: 11 3847-9171
economia@assetbradesco.com.br

Material produzido em 06/04/2026 às 16h00

As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste relatório constituem o nosso julgamento e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio, assim como as perspectivas para os mercados financeiros, que são baseadas nas condições atuais de mercado. Acreditamos que as informações apresentadas aqui são confiáveis, mas não garantimos a sua exatidão e informamos que podem estar apresentadas de maneira resumida. Este material não tem intenção de ser uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro. Material produzido pela **Bradesco Asset Management**, empresa responsável pela gestão de recursos de terceiros do Banco Bradesco S.A.

