

CENÁRIO GLOBAL Incerteza sobre choque de oferta de petróleo e derivados segue como tema central

BAIXA VISIBILIDADE NO CONFLITO O termo “incerteza” tem sido usado quase constantemente desde o início do conflito do Irã, mais de dois meses atrás. Talvez seja adequado um contexto inicial para explorarmos porque mesmo dezenas de especialistas, como por exemplo aqueles reunidos em Washington por conta das reuniões do FMI, têm dificuldade de realizar previsões confiáveis. Do lado dos EUA, a falta de clareza sobre os objetivos estratégicos, decisões bastante centralizadas em poucos integrantes do governo e a situação política interna (especialmente as eleições para o Congresso no segundo semestre) complicam a avaliação de qual será o caminho a ser seguido nas negociações. Em relação ao Irã, o fato de o país ser fechado há muitos anos, a baixa visibilidade sobre a situação interna atual pela dificuldade de acesso a informações e incompreensão sobre a nova reconfiguração de forças políticas internas torna quase impraticável para os especialistas visualizarem os incentivos e estratégias adiante.

RETOMADA LENTA DO FLUXO EM ORMUZ No momento, o acordo de cessar fogo segue válido e a expectativa é que deverá perdurar. A reabertura do fluxo de petróleo, contudo, depende de dois temas que têm provocado grande impasse: (1) o tema de armamentos nucleares; (2) o controle do Estreito de Ormuz. Se é que possível apontar para um cenário consensual, podemos dizer que a visão do momento é que haja algum tipo de acordo até o final de maio. Se isso for confirmado, o prazo para um retorno dos fluxos e da produção da região do Golfo é entre 2 e 3 meses. Crescentemente, contudo, se pondera um cenário no qual não haja normalização completa dos fluxos mesmo em um horizonte de 6 ou 9 meses. Eventualmente, podemos observar algo semelhante ao que ocorreu no Canal de Suez: o conflito no Mar Vermelho do final de 2023 levou a uma queda permanente do trânsito pelo canal. Claro, naquele caso há rotas alternativas mais evidentes. De todo modo, é possível vislumbrar um cenário no qual os fluxos em Ormuz retornem para apenas 50% ou 75% do observado antes do conflito.

PANORAMA DE MEDIDAS FISCAIS

Do lado da reação da política fiscal ao choque do petróleo, o mantra repetido entre ministros das finanças ao longo das reuniões do FMI recomendava medidas “focalizadas, temporárias e sob medida”. Focalizadas no sentido de buscarem amortecer os impactos de preços e disponibilidade de combustíveis apenas para a parcela mais vulnerável da economia (entre as famílias ou empresas). A recomendação que sejam medidas temporárias decorre do receio de repetição de padrões normalmente observados, quando subsídios públicos são criados e depois há muita dificuldade de removê-los. Ou seja, as medidas deveriam prever, logo de início, um prazo para terminarem. Por último, a recomendação para os países criarem medidas “sob medida” tem como objetivo adaptar as reações para a realidade de cada país. A exposição de cada país ao choque depende de sua matriz de energia, sua dependência externa, as condições iniciais da economia, a disponibilidade de estoque e outros fatores. Fato é que praticamente todos os países têm adotado um conjunto de medidas. As mais frequentes são reduções de impostos sobre combustíveis (de forma a amortecer o impacto de preços) e criar planos para reforçar a segurança no abastecimento (liberação de estoques ou ações para economia de combustíveis).

BANCOS CENTRAIS EM ALERTA

Em relação à política monetária, os bancos centrais estão alertas, mas não parecem efetivamente dispostos a atuar com aperto das taxas de juros. A preocupação é com o efeito secundário do choque de petróleo para outros produtos e com o risco de desancoragem das expectativas de inflação. Os bancos centrais não desejam repetir o erro da pandemia e considerar que o choque será temporário e sem implicações duradouras. De outro lado, avaliam que o contexto é diferente: em geral, as taxas de juros estão mais alinhadas com o nível neutro, as economias estão relativamente pouco aquecidas ou desaquecidas e não há uma grande onda de estímulos fiscais. A conclusão é que os bancos centrais, em geral, ficarão parados. Aqueles que pretendiam iniciar um ciclo de cortes, como no caso do Banco Central da Inglaterra, cancelaram suas pretensões. Poucos mantiveram os planos pré-conflito, como no caso do México (cortou o juro de 7,00% para 6,75% como pretendido originalmente e indicou nova redução para 6,50%). Em alguns casos, o risco de um ciclo de elevação é mais concreto ou foi reforçado, como no caso da Colômbia (que já havia iniciado um ciclo de alta por conta de um grande impulso fiscal).

CENÁRIO BRASIL Mudança de foco da política fiscal para cenário de choque mais prolongado e redução do espaço para o ciclo de juros

IMPACTO FISCAL DAS MEDIDAS

No Brasil, a extensão da duração do choque de oferta de petróleo e a incerteza sobre sua evolução resultaram em uma mudança relevante no plano de enfrentamento da crise. A postura inicialmente adotada foi utilizar a política fiscal para amortecer o aumento de preços internacionais nos combustíveis, tendo um horizonte curto (2 meses). Mais recentemente, houve nova proposta para prever medidas até o final do ano e que terão como fonte de recursos o aumento da arrecadação do Governo Federal com royalties e outras receitas ligadas à indústria de petróleo. Isso foi feito por meio de um projeto de lei complementar que ainda precisará ser aprovado pelo Congresso. Até o momento, as medidas fiscais tiveram como foco o diesel e, em menor medida, o GLP. Contudo, é bastante provável que haja redução do imposto sobre a gasolina, de forma a compensar o aumento esperado de preços do combustível na refinaria nas próximas semanas. Ao todo, estimamos que a redução de impostos e o subsídio no conjunto dos combustíveis poderá requerer cerca de R\$ 12 bilhões mensais a partir de maio. Em alguma medida, ao longo do 2º semestre será necessário reverter as medidas fiscais, removendo os subsídios e retornando os impostos para o patamar pré-choque do petróleo.

DESAFIO DE RETIRAR AS MEDIDAS

A história mostra que retornar os impostos após sua redução é sempre um processo difícil. Do ponto de vista do resultado primário, o impacto tenderá a ser moderadamente negativo, uma vez que o Governo Federal se beneficiará do aumento da arrecadação com royalties e outras receitas do setor de petróleo. À medida que o petróleo recue, essa arrecadação também cairá e será necessário ajustar ao mesmo tempo os subsídios e impostos sobre combustíveis. A médio prazo, o impacto sobre o resultado primário dependerá da combinação do novo preço de equilíbrio do petróleo e de qual será a configuração de impostos sobre combustíveis em 2027.

IMPACTO NA INFLAÇÃO

Apesar das medidas para amortecer os impactos da elevação dos preços do petróleo e derivados, há impactos relevantes sobre a inflação. No varejo (preços “na bomba”), houve aumento de cerca de 20% e 7% do diesel e da gasolina. Na comparação internacional, foram incrementos contidos (nos EUA, por exemplo, a gasolina subiu aproximadamente 40%). De fato, o que mais tem chamado atenção nos indicadores de inflação no varejo (IPCA) e atacado (IGP-M) é a disseminação dos aumentos de preços fora dos combustíveis. Produtos químicos, fertilizantes, materiais de construção, tecidos e outros produtos apresentaram elevação relevante no atacado. O mesmo pode ser

observado no IPCA, como também demonstra a elevação dos núcleos de inflação, que agora se encontram ao redor de 5% em termos anualizados nos últimos 3 meses.

ALIMENTOS TAMBÉM PRESSIONAM

Ainda sobre a inflação, alimentos têm exibido pressões relevantes. Em alguma medida, isso reflete o aumento do custo de transporte (diesel). É improvável que já seja possível atribuir esses aumentos ao impacto dos fertilizantes. Isso nos remete a uma segunda discussão. Além do choque do petróleo, estamos passando por um período de aumento da inflação de alimentos. Em parte, é uma normalização após o período de ligeira deflação atípica observado até recentemente (o grupo de alimentação apresentou deflação de 0,1% em 12 meses até fevereiro). Nos últimos dois meses, em março e abril, houve uma reversão importante, com incrementos difusos nos alimentos. Como dissemos, uma parte se deve ao choque do petróleo, mas isso não parece explicar toda a reversão. Nos mercados internacionais, também tem havido aumento de preços mais relacionados aos riscos climáticos, além das pressões decorrentes dos preços de fertilizantes e transporte.

O resultado do choque do petróleo, somado a pressões específicas nos alimentos, foi uma surpresa de cerca de 0,9 pp no IPCA e 2,6 pp no IGP-M no período fevereiro-abril em relação ao esperado no início do ano. Refletindo essas pressões, as expectativas de inflação também subiram e se encontram próximas de 5% para 2026 e 4% para 2027.

COPOM COM "CALIBRAÇÃO" CAUTELOSA

Para a política monetária, tem sido um desafio conduzir um ciclo de redução de juros exatamente no momento no qual há um grande choque sobre a inflação (talvez seja mesmo adequado dizer que temos dois choques, um de grande proporção no petróleo e outro mais modesto na alimentação). Normalmente, bancos centrais não reduzem a taxa de juros em momentos nos quais há aumento significativo da inflação corrente e das expectativas, partindo de níveis já acima da meta. A estratégia do Banco Central tem reagido a esse desafio: o ciclo tem progredido com passos de 25 pb, ao invés do passo originalmente planejado de 50 pb. Em sua última reunião, na qual a Selic foi reduzida para 14,50%, o Copom também sinalizou que o tamanho total do ciclo será menor do que o planejado e o esperado atualmente pelo mercado. A Selic precisará, com base nas hipóteses atuais, ficar acima de 13% ao final do ano. Claro, muita coisa pode mudar nos próximos meses em relação à situação global do petróleo. No momento, entretanto, o Banco Central precisa trabalhar com um cenário imperfeito e sua sinalização é de que a "calibração" será ainda mais cautelosa.

**PROJEÇÕES MACRO
ECONÔMICAS
BRADESCO ASSET**

	2023	2024	2025	2026E	2027E
PIB (% ao ano)	3,2%	3,4%	2,3%	1,8%	1,5%
IPCA (% a.a.)	4,6%	4,8%	4,3%	4,9%	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%	13,50%	11,00%
R\$/US\$ média do ano	4,99	5,39	5,59	5,12	5,15
R\$/US\$ final do ano	4,85	6,19	5,50	5,10	5,20
Saldo de Conta Corrente (US\$ bi)	-27,1	-66,2	-69,0	-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%	-0,5%	-0,6%
Dívida Líquida (% PIB)	60,4%	61,3%	65,3%	69,4%	73,2%
Dívida Bruta (% PIB)	73,8%	76,3%	78,7%	83,5%	87,6%
Fed Funds (final do ano)	5,50%	4,50%	3,75%	3,75%	3,25%
PIB Global	3,3%	3,2%	3,3%	2,8%	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 3,1%, 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 diante do aumento dos preços dos combustíveis. Esperamos expansão do PIB inferior a 1% em 2026 e as diversas sondagens – conhecidas recentemente – apontam para perda rápida de tração da economia. A inflação já começou a refletir a alta do petróleo e de derivados. Segundo resultado prévio de abril, a inflação ao consumidor subiu para 3,0%, considerando o índice cheio, e o núcleo cedeu discretamente para 2,2%, considerando a comparação interanual.

Nesse ambiente, o Banco Central Europeu tem sido cauteloso, indicando os riscos baixistas para a atividade e os altistas para a inflação, que se intensificaram nos últimos meses. Acreditamos que o BCE irá acomodar o choque sem alterar a taxa de juros. Ainda assim, em um cenário em que os conflitos no Oriente Médio se estendam por um período mais prolongado, não podemos descartar uma elevação dos juros.

A economia chinesa encerrou o primeiro trimestre com crescimento robusto de 5%, em linha com nossa projeção de expansão de 4,7%. O dinamismo seguirá dependente das exportações, embora se observe alguma melhora dos investimentos, especialmente em infraestrutura. Ao mesmo tempo a agenda de longo prazo segue muito pautada pela tecnologia, pela melhora da indústria e pela busca da autossuficiência (energética e tecnológica). 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, voltamos a projetar crescimento de 1,8% do PIB neste ano. 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 parafiscais. 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.

Seguimos esperando uma inflação mais pressionada em 2026 em função de uma elevação mais persistente dos preços do petróleo no mercado global. Esse choque impõe riscos altistas relevantes para a inflação, com impactos que tendem a se estender para além do curto prazo. No momento, já observamos efeitos significativos sobre os preços dos combustíveis, além de sinais iniciais de maior espalhamento para outros itens da cesta. No caso dos bens industriais, que ainda apresentam uma alta relativamente contida, o encarecimento do petróleo e de seus derivados deve gerar pressões adicionais ao longo do ano. Já os alimentos, que passaram a mostrar uma dinâmica menos favorável mais recentemente, muito por questões climáticas, também devem ser pressionados pelo aumento do custo do frete e de fertilizantes, aparecendo como um risco altista em nosso cenário.

Diante disso, revisamos novamente nossa projeção para o IPCA, que deverá subir 4,9% neste ano.

Em relação às contas externas, mantemos nossas estimativas para o déficit em transações correntes e para o saldo comercial, porém reduzimos nossa projeção para a taxa de câmbio para R\$/US\$ 5,10. Os dados recentes continuam indicando um saldo comercial elevado em 2026, impulsionado pelas exportações de combustíveis e derivados. Diante desse cenário, mantivemos a estimativa de superávit comercial em US\$ 78 bilhões e, consequentemente, o déficit em transações correntes em 2,3% do PIB em 2026. Os investimentos diretos no país seguem robustos, tendo superado o déficit em transações correntes nos últimos meses. Além dessa robustez, o Brasil tem se mostrado mais atrativo ao fluxo de investimentos em portfólio em relação à maioria dos países emergentes, em função de juros ainda elevados e de sua posição como grande exportador de commodities. No que se refere à taxa de câmbio, a recente apreciação do real frente ao dólar, a nosso ver, reflete: (i) o enfraquecimento recente do dólar em relação às moedas globais e (ii) a percepção de que o país deve atravessar de forma relativamente favorável o atual cenário de restrição global na oferta de combustíveis. Somado a um cenário mais positivo para os investimentos no país, revisamos nossa projeção para a taxa de câmbio em 2026 de R\$/US\$ 5,30 para R\$/US\$ 5,10 e, em 2027, para R\$/US\$ 5,20.

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\$ 61 bilhões. Para fins de meta, o governo deve encerrar este ano com saldo positivo de R\$ 3 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 83,5% do PIB.

PERSPECTIVA **MACRO**

Maio de 2026

MARCELO CIRNE DE TOLEDO	Economista-chefe <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>
VINICIUS MULATO	<i>vinicius.mulato@bradescoasset.com.br</i>



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

Material produzido em 30/04/2026 às 15h00

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.

