

CENÁRIO GLOBAL El Niño, risco de elevação dos juros pelo Fed e *boom* de IA serão os principais temas do 2º semestre

QUEDA DOS PREÇOS DE PETRÓLEO

O acordo parcial de meados de junho representou certo fim ao conflito EUA e Irã, ainda que existam diversos pontos com negociações em curso. Com a retomada dos fluxos de oferta os países do Golfo, os preços do petróleo sofreram queda substancial. A cotação atual está próxima de US\$ 70 o barril, apenas cerca de 10% em relação ao patamar médio de janeiro deste ano. No petróleo, portanto, o choque foi praticamente revertido. Considerando a curva futura, quase todos os horizontes se encontram ao redor do mesmo patamar de US\$ 70.

Contudo, ainda existem consequências do conflito. Em especial, nos derivados de petróleo, que seguem com cotações muito superiores às do início do ano. Nos EUA, a gasolina e diesel seguem 50% e 40% acima do patamar de janeiro (preços ao produtor). O diferencial entre os preços dos derivados e do petróleo (a margem de refino) deverá levar algum tempo para voltar ao padrão normal. A explicação para esse diferencial ainda elevado envolve uma combinação de fatores: estoques internacionalmente baixos e perda de capacidade de refino nos países do Golfo e na Rússia, elemento mais relevante no atual contexto. Os danos às refinarias russas em decorrência do conflito com a Ucrânia têm resultado, inclusive, em restrições à oferta interna de combustíveis no país. Vale lembrar que a Rússia é um grande exportador de petróleo e derivados, o que pode representar um novo choque sobre a oferta global e impedir a normalização dos preços internacionais dos combustíveis. Assim, o diferencial de preços dos derivados e do petróleo poderá levar mais alguns meses e poderá depender da evolução desse novo capítulo do conflito Rússia e Ucrânia.

RISCOS VINDOS DO EL NIÑO

Do ponto de vista de choques sobre a oferta, o risco de um fenômeno El Niño também tem ganhado espaço. Em junho, a ocorrência do fenômeno foi confirmada; a dúvida agora é sobre sua intensidade nos próximos meses. As previsões dos especialistas em clima indicam que será um fenômeno de “forte” a “super forte”. Como se sabe, o El Niño tende a provocar alterações relevantes no regime de chuvas e temperatura em diversas regiões do mundo. O principal risco sob a perspectiva global é de eventuais pressões sobre os preços de alimentos, contemplando uma variedade de diferentes tipos de produtos que podem ser afetados em cada região.

NOVO PRESIDENTE DO FEDERAL RESERVE

A chegada do novo presidente do Fed, Kevin Warsh, também marcou uma postura bastante diferente daquela que se esperava. A expectativa dos mercados era que Warsh poderia mostrar maior flexibilidade com a inflação e ser mais permeável a pressões políticas. Aparentemente, o risco de entrar para a história de forma desfavorável como um novo Arthur Burns levou o novo presidente do Fed a adotar uma estratégia oposta: assumiu com uma mensagem de “perseguir a meta de inflação de 2% a qualquer custo”, implementou mudanças imediatas na forma de comunicação e sinalização do Fed e instituiu grupos de trabalho para analisar um plano razoavelmente amplo de reforma da política monetária americana. Na forma de condução da política monetária, a principal mudança sugerida é atribuir mais peso à inflação. Se estivesse em vigor no ano passado, essa nova estratégia seria incompatível com as reduções de juros realizadas no final do ano passado, uma vez que foram motivadas exclusivamente pelo risco de aumento do desemprego.

Em relação à comunicação, a mudança também teve efeito imediato: **remover o peso do chamado *forward guidance***. O novo presidente é contrário ao comprometimento do comitê, ainda que de forma condicional, com as decisões futuras da política monetária. O grupo de trabalho formado sobre o tema provavelmente terá o papel de recomendar o fim do “Resumo de Projeções Econômicas” que o Fed apresenta a cada duas reuniões. Os outros grupos de trabalho voltados para temas de “reforma” do processo atual terão o papel de: (1) rever o uso e construir um plano para o balanço de ativos do Fed (atualmente ainda bastante excessivo, em US\$ 6,7 trilhões); (2) realizar recomendações para o Fed e outras agências do governo sobre a melhoria de indicadores econômicos (acurácia e tempestividade, principalmente); (3) rever o arcabouço de política monetária dos EUA, talvez o aproximando do padrão em outros países. Um último grupo de trabalho não terá objetivo de discutir reformas do funcionamento atual da política monetária, mas sim o tema conjuntural da Inteligência Artificial. O grupo estudará o tema já bastante debatido entre especialistas sobre as consequências para a produtividade, o emprego, a inflação e demais aspectos macroeconômicos.

INVESTIMENTOS EM INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL

Outro destaque do segundo semestre será a evolução do *boom* de investimento em Inteligência Artificial. Os projetos de investimento seguem em expansão, mas o principal interesse não estará nisso. O foco principal será o desempenho das receitas das empresas provedoras de serviços de IA, o que é necessário para justificar o enorme volume de investimento dos últimos anos. Além disso, novidades nos modelos de IA e nos supercomputadores utilizados também prometem representar mais um salto nessa tecnologia. Por enquanto, a perspectiva é que o ciclo atual siga a passos largos.

CENÁRIO BRASIL Apesar da reversão do choque do petróleo, espaço para corte de juros segue limitado

REVERSÃO DO CHOQUE DE PETRÓLEO Como argumentamos anteriormente, a maior parte do choque sobre o preço internacional do petróleo foi revertida. No Brasil, a adoção de medidas fiscais (subsídios) conteve quase a totalidade do impacto sobre os preços domésticos dos combustíveis, que permaneceram estáveis ao longo de praticamente todos os meses do conflito. Uma parcela menor do subsídio sobre o diesel já foi revertida, mas o fato de os preços dos derivados estarem descolados do preço do petróleo impede, neste momento, a remoção mais substancial dos subsídios domésticos sobre combustíveis. Nosso cenário considera, em linhas gerais, que sua eventual redução ocorrerá apenas à medida que os preços internacionais dos derivados recuem. Isso significa que os preços na bomba permaneceriam estáveis nos patamares atuais.

A reversão do choque do petróleo, apesar da situação ainda desfavorável dos preços internacionais de derivados, representa um evento favorável para a política monetária. Contudo, outras forças, tanto novas quanto já presentes, limitam o espaço para um ciclo de corte de juros mais profundo.

EL NIÑO COMO RISCO PARA INFLAÇÃO E RESERVATÓRIOS Entre os riscos novos está a consolidação do choque climático do El Niño. Para o Brasil, existem dois principais impactos que devem ser monitorados: (1) sobre a produção de alimentos; e (2) sobre os níveis dos reservatórios hídricos, para geração de energia elétrica. O El Niño em geral está associado a um excesso de chuvas no Sul e Sudeste, instabilidade climática no Centro-Oeste e seca no Nordeste. Para a produção agrícola, a principal pressão potencial é sobre os preços dos alimentos in natura. As safras do Sul de trigo e arroz também podem ser impactadas. Entre os grãos mais representativos para a safra brasileira, a safra de soja do Centro Oeste, a ser colhida no início de 2027, poderia ser prejudicada pela instabilidade climática. Em relação aos reservatórios, existe um risco mais regional do que nacional. A possível redução das chuvas no Nordeste poderia levar a níveis mais baixos dos reservatórios na região. No Norte, pode haver algum deslocamento da sazonalidade. De outro lado, no Sul, a pluviometria acima do normal seria favorável. Tendo em vista o nível atual dos reservatórios dentro da normalidade, os riscos para os preços de energia elétrica são relativamente baixos ou moderados.

ESTÍMULOS ADICIONAIS À ATIVIDADE

Do lado de forças mais relacionadas à economia, a adoção de estímulos adicionais à atividade vindas da política fiscal e parafiscal representa o maior desafio para a política monetária. Em especial, a ampliação ou criação de novos programas de crédito tem ganhado destaque no conjunto desses estímulos. O Banco Central ressaltou, em sua comunicação mais recente, tais estímulos dentre os fatores de risco de alta em seu balanço de riscos. Nos próximos trimestres, a não repetição desses estímulos será um fator contracionista para a atividade econômica, mas, no presente momento, conferem resiliência adicional ao quadro de economia aquecida.

INFLAÇÃO DE CURTO PRAZO

Do ponto de vista da dinâmica de curto prazo da inflação, avaliamos que o pior momento de transmissão do choque do petróleo sobre o núcleo da inflação tenha ficado para trás. Nos próximos meses, a inflação em alguns itens sensíveis aos produtos químicos deverá recuar (produtos de higiene pessoal e limpeza, por exemplo). Com isso, a média dos núcleos de inflação deverá se estabilizar e gradualmente sofrer redução nos próximos meses. Claro, a dinâmica da inflação total no final deste ano dependerá de forma relevante do El Niño. De fato, o maior potencial de impacto é sobre a inflação do início de 2027.

CONTINUIDADE CICLO DE CORTE DA SELIC

A nosso ver, esse contexto é compatível com a continuidade do ciclo de redução da taxa Selic pelas duas próximas reuniões, mas com a cautela de passos de 25 pb e interrupção no nível de 13,75%. De um lado, a reversão do choque do petróleo representa o fim de um risco importante para o Banco Central. De outro lado, a deterioração das expectativas de inflação e o nível desconfortável da inflação corrente, ainda que com alguma queda dos núcleos no horizonte de curto prazo, mantêm sob risco a convergência da inflação para patamar mais próximo da meta de inflação. O choque do El Niño também justifica dose de cautela. Evidentemente, é um choque de oferta, mas que ocorre em um momento de inflação já acima do teto da meta e com uma economia aquecida que amplia a transmissão de choques para outros bens e serviços (o chamado efeito secundário). Ao longo de 2027, avaliamos que esse contexto sofrerá mudanças relevantes e poderá permitir uma reabertura do ciclo de corte de juros.

**PROJEÇÕES MACRO
ECONÔMICAS
BRADESCO ASSET**

	2023	2024	2025	2026E	2027E
PIB (% ao ano)	3,2%	3,4%	2,3%	2,0%	1,5%
IPCA (% a.a.)	4,6%	4,8%	4,3%	5,4%	4,4%
IGP-M (% a.a.)	-3,2%	6,6%	-1,0%	6,1%	4,8%
Taxa Selic (final do ano)	11,75%	12,25%	15,00%	13,75%	11,75%
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)	-27,0	-65,3	-66,7	-58,8	-72,0
Saldo de Conta Corrente (% PIB)	-1,2%	-3,0%	-2,9%	-2,5%	-2,7%
Resultado Primário Consolidado (% PIB)	-2,3%	-0,4%	-0,6%	-0,4%	-0,5%
Dívida Líquida (% PIB)	60,4%	61,3%	65,3%	69,4%	74,1%
Dívida Bruta (% PIB)	73,8%	76,3%	78,7%	82,9%	86,8%
Fed Funds (limite inferior, final do ano)	5,25%	4,25%	3,50%	3,50%	3,50%
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, inflação pressionada manterá o Fed com discurso mais duro, mas sem a necessidade de elevação de juros. Após um 1º semestre de inflação mais alta, repercutindo em parte os choques de tarifas e petróleo, o nosso cenário contempla uma desinflação suficiente para evitar o aumento de juros precificado pelo mercado nos próximos meses. Para 2026, projetamos o núcleo de inflação (PCE) encerrando o ano com elevação de 3,2% e uma taxa de desemprego em 4,5%. Diante do discurso mais duro com a inflação e perseguição da meta de 2%, retiramos do nosso cenário a expectativa de dois cortes de 25 pb no próximo ano. Com isso, a taxa de juros deverá permanecer no intervalo entre 3,75% e 3,50% até o final de 2027.

O Banco Central Europeu deverá manter os juros estáveis em 2,25% neste ano, após elevação em junho. Com a queda do preço do petróleo, a ausência até agora de efeitos secundários do choque de energia já observado e os cenários disponibilizados pelo BCE, entendemos que a necessidade de novas altas de juros se reduziu. Ainda assim, é importante monitorar o desempenho da inflação corrente, bem como das expectativas nos próximos meses.

A projeção de crescimento do PIB da China para 2026 foi mantida em 4,7%, ainda que desequilíbrio entre oferta e demanda siga elevado. Os dados do segundo trimestre têm apontado para uma desaceleração importante do consumo interno, ao passo que as exportações seguem muito fortes, concentradas em itens ligados à tecnologia principalmente. do crescimento e não deve adotar estímulos significativos. Acreditamos que essa diferença de ritmos continuará presente e, por ora, o governo tem relevado tolerância à moderação

No Brasil, mantivemos projeção de crescimento do PIB em 2,0% neste ano. O início deste ano mostrou um quadro ainda aquecido, com reaceleração do componente do produto sensível à política monetária e avanço do consumo das famílias. Avaliamos que isso se deve em parte às novas regras do imposto de renda e aos estímulos parafiscais. O crédito tem surpreendido ao mostrar avanço das concessões acima do esperado neste momento do ciclo de aperto monetário, o que pode ser apenas parcialmente explicado por novas modalidades. Por fim, o mercado de trabalho segue aquecido, com sinais apenas incipientes de moderação da geração de emprego formal. Em suma, em um cenário ainda caracterizado por medidas de estímulo à atividade, esperamos moderação do crescimento neste ano. Para 2027, a piora de condições financeiras e mudança do ciclo de crédito deverão levar a uma desaceleração do PIB para 1,5%.

O quadro inflacionário ainda demanda cautela, com nova revisão para cima da projeção do IPCA de 2026, para 5,4%. A principal alteração foi a incorporação de um cenário de El Niño moderado/forte, ainda sujeito à elevada incerteza, mas com potencial de pressionar os preços de alimentos ao longo do segundo semestre. Ao mesmo tempo, a inflação de serviços segue resiliente, embora com sinais incipientes de acomodação no segundo trimestre. Em sentido contrário, a recente queda dos preços do petróleo, associada ao fim da guerra, levou à revisão da nossa premissa de Brent de US\$ 85 para US\$ 80/barril no final do ano, e deixa um viés baixista à projeção. Ainda assim, os núcleos seguem em níveis elevados, indicando uma inflação persistente.

No setor externo, não alteramos nossas principais projeções. Apesar da queda mais pronunciada do que imaginávamos dos preços de combustíveis, o saldo comercial de 2026 deve se manter elevado, contribuindo para a redução do déficit em conta corrente para 2,5% em 2026. A depreciação recente do real, mais uma vez em grande medida reflete o fortalecimento global do dólar, que está associado à postura mais dura do novo presidente do Fed. Ainda assim, mantemos a projeção de câmbio em R\$/US\$ 5,10 no fim do ano e R\$/US\$ 5,20 em 2027.

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\$ 61 bilhões para R\$ 55 bilhões. Para fins de meta, o governo deve encerrar este ano com saldo positivo de R\$ 9 bilhões, acima do limite inferior da meta, que é de neutralidade. Em termos de dívida, projetamos que a relação dívida/PIB seguirá em trajetória de alta, atingindo 82,9% do PIB. Para 2027, no entanto, o desafio de alcance da meta se mantém, com uma estimativa de resultado primário para fins de meta deficitário em R\$ 6 bilhões, cerca de R\$ 30 bilhões abaixo do piso inferior da meta.

PERSPECTIVA **MACRO**

Julho de 2026

**MARCELO CIRNE
DE TOLEDO** Economista-chefe
marcelo.toledo@bradescoasset.com.br

**DANIEL
CASULA** *daniel.casula@bradescoasset.com.br*

**FABIANA
D'ATRI** *fabiana.datri@bradescoasset.com.br*

**GIANCARLO
RUGGIERO** *giancarlo.ruggiero@bradescoasset.com.br*

**HUGO RIBAS
DA COSTA** *hugo.costa@bradescoasset.com.br*

**SARAH
BRETONES** *sarah.paula@bradescoasset.com.br*

**THOMAS
PIRES** *thomas.pires@bradescoasset.com.br*



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

Material produzido em 07/07/2026 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.

