

Atualização de Cenário

Riscos Recompostos

- **Revisamos marginalmente nosso cenário, preservando a expectativa de crescimento ainda resiliente em 2026, sustentado pelo impulso fiscal que mantém o consumo elevado, bem como exportações favoráveis, com desaceleração mais evidente em 2027.**
- **O cenário externo tornou-se mais restritivo, refletindo um Federal Reserve mais cauteloso, enquanto a normalização dos preços do petróleo reduziu parcialmente as pressões sobre a inflação doméstica.**
- **Elevamos nossa projeção para a Selic, refletindo expectativas de inflação mais elevadas, um impulso à atividade mais persistente e um ambiente externo mais desafiador, mantendo praticamente inalteradas as demais projeções.**

 [Macro Brasil Santander](#)

Nossa revisão incorporou mudanças marginais às premissas macroeconômicas, preservando nosso cenário-base para a economia brasileira, mas alterando a composição dos principais vetores de risco.

No cenário internacional, a economia americana continua resiliente, com mercado de trabalho sólido, atividade consistente e inflação acima da meta, reforçando uma postura mais cautelosa do Federal Reserve. Esse ambiente mantém as condições financeiras globais restritivas, fortalece o dólar e amplia os desafios para economias emergentes. Em contrapartida, revisamos para baixo nossa trajetória para os preços do petróleo, refletindo a normalização das condições de oferta. Embora continuemos projetando commodities em níveis relativamente elevados, sustentadas pelos riscos climáticos associados ao El Niño e pela demanda estrutural por metais industriais, a queda do petróleo reduziu parte das pressões inflacionárias.

No cenário doméstico, mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB em 1,8% para 2026 e revisamos 2027 de 1,0% para 1,3%, refletindo uma desaceleração menos intensa da demanda doméstica do que a anteriormente esperada. A atividade permanece resiliente no curto prazo, sustentada pelo consumo das famílias, pelas exportações e pelos efeitos remanescentes do impulso fiscal, enquanto o mercado de trabalho mostra sinais graduais de acomodação e o crédito, especialmente no segmento livre, passa a refletir de forma mais clara a transmissão da política monetária restritiva. Mantivemos também uma avaliação favorável para o setor externo, com superávit comercial robusto, perspectiva positiva para os volumes exportados das principais commodities brasileiras e melhora gradual do déficit em conta corrente ao longo do horizonte.

Nesse contexto, reduzimos nossa projeção para o IPCA de 2026 de 5,2% para 5,0%, refletindo menores pressões sobre combustíveis, bens industriais e custos logísticos, enquanto mantivemos inalterada nossa avaliação para 2027 em 4,0%, uma vez que os riscos associados ao câmbio, ao mercado de trabalho e aos impactos do El Niño sobre os preços de alimentos permanecem relevantes. Essa recomposição do balanço de riscos levou à revisão para cima de nossa trajetória esperada para a Selic, refletindo condições financeiras externas mais restritivas, expectativas de inflação ainda elevadas e um impulso para-fiscal persistente sobre a atividade. Mantivemos, por fim, nossas projeções fiscais, com receitas sustentadas pela resiliência da economia e expectativa de cumprimento da meta deste ano, embora a trajetória da dívida pública continue desafiadora.

GLOBAL

Nos Estados Unidos, o mercado de trabalho deixou de dar sinais claros de enfraquecimento e mostrou melhora na margem. O *payroll* de maio criou 172 mil vagas, elevando a média de 2026 para 114 mil por mês, após apenas 10 mil em 2025. Ao mesmo tempo, a inflação segue acima da meta: o PCE avançou 4,1% e o núcleo, 3,4%. Na última reunião, o FOMC manteve a taxa em 3,50%-3,75%, mas a retirada do *forward guidance* aumentou a incerteza sobre a reação do Fed. A atividade também mostrou resiliência, com alta de 0,9% nas vendas no varejo e avanço de 0,3% do consumo real das famílias em maio. Ainda assim, persistem sinais de cautela: a renda real perde força, os salários crescem abaixo da inflação e a taxa de poupança caiu para 3,0%. Diante desse quadro, mantemos a projeção para a taxa de juros em 3,50%-3,75% e para o crescimento da economia em 2,2% em 2026.

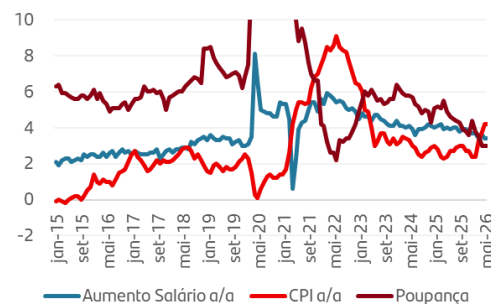
COMMODITIES

Os mercados de *commodities* continuam sendo influenciados por riscos geopolíticos e climáticos ao longo de 2026/27. Mais recentemente, uma postura mais *hawkish* do Fed também tem pressionado os preços. Nas agrícolas, os fundamentos de grãos ainda apontam para condições de oferta relativamente confortáveis. No entanto, o evento de *El Niño* em 2026/27 aumenta o risco de disrupções climáticas em importantes regiões produtoras do mundo, da América do Sul ao Sudeste da Ásia. Como resultado, vemos riscos assimétricos de alta para diversas *commodities* agrícolas. Em energia, expectativas de retomada do fluxo de petróleo levaram os preços de volta aos níveis de fevereiro. Revisamos nossa projeção para o Brent para US\$ 80/barril (de US\$ 90/barril) no 2S26, e vemos maior demanda precaucional de países por estoques estratégicos. Também esperamos uma recuperação das importações chinesas de petróleo, que caíram recentemente. Em metais, seguimos construtivos em relação aos metais industriais, sustentados pela demanda estrutural ligada à IA, eletrificação e infraestrutura. No geral, continuamos projetando preços mais altos para as *commodities* tanto em 2026 quanto em 2027.

BALANÇO DE PAGAMENTOS

O déficit em conta corrente em 12 meses está em 2,6% do PIB em maio. O superávit comercial tem aumentado apesar do forte crescimento das importações. Diante da nossa revisão para baixo dos preços do petróleo em 2026, reduzimos o valor das exportações de petróleo, mas os volumes exportados das principais *commodities* brasileiras continuam com perspectiva positiva, sustentados pela elevada produção agrícola e de petróleo. Também esperamos que os preços das *commodities* agrícolas se recuperem ao longo de 2026–27, em meio a riscos climáticos relacionados ao *El Niño*. Enquanto isso, o déficit da conta de serviços permanece estruturalmente elevado, refletindo em grande parte o consumo crescente de serviços digitais no exterior, ao passo que as remessas de lucros e dividendos continuam pressionando a conta de renda primária. Na conta financeira, fluxos de entrada têm contribuído para a continuidade da acumulação de reservas internacionais. Projetamos que o déficit em conta corrente melhore para 2,2% do PIB no fim de 2026 e 1,8% do PIB no fim de 2027.

Figura 1. Salário, CPI e Taxa de Poupança dos EUA



Fontes: Bloomberg, Santander

Figura 2. Projeções para CRB e componentes

Fim de período	2023	2024	2025	2026e	2027e
BCOM Agri	373	344	351	344	383
BCOM Energia	338	340	333	376	351
BCOM Metais	253	276	315	337	354
BCOM	478	505	591	630	652
a/a	2023	2024	2025	2026e	2027e
BCOM Agri	-12%	-8%	2%	-2%	11%
BCOM Energia	-23%	0%	-2%	13%	-7%
BCOM Metais	-13%	9%	14%	7%	5%
BCOM	-11%	6%	17%	7%	4%

Fontes: BCB, Santander

Figura 3. Transações correntes vs. IDP (USD bi)

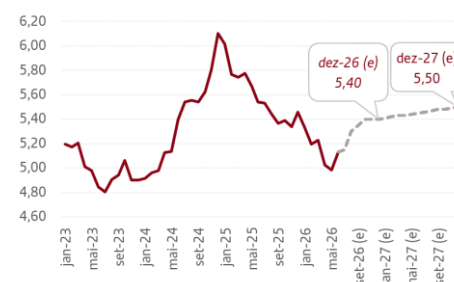
	2023	2024	2025	2026e	2027e
Transações correntes	-25	-65	-67	-57	-38
Balança comercial	92	66	60	75	80
Exportações	344	340	351	358	365
Importações	252	274	291	283	285
Serviços	-40	-54	-51	-55	-50
Transporte	-13	-15	-14	-14	-13
Viagens internacionais	-8	-11	-12	-14	-13
Aluguel de equipamentos	-9	-11	-12	-13	-10
Serv. de prop. intelectual	-5	-9	-11	-13	-11
Telecom., comp. e info.	-6	-7	-8	-9	-9
Outros	1	-1	7	8	6
Renda primária	-79	-81	-81	-80	-71
Lucros & Dividendos	-50	-51	-54	-52	-45
Juros	-25	-27	-24	-25	-23
Outras rendas	-4	-4	-4	-3	-3
Renda secundária	3	5	6	3	3
IDP Líquido	37	48	48	50	50
NFE (=necessidade / +=excesso)	13	-18	-19	-7	12

Fontes: Bloomberg, Santander

TAXA DE CÂMBIO

Desde meados de maio, o real se depreciou frente ao dólar, revertendo parte dos ganhos acumulados no início do ano. O movimento foi impulsionado principalmente por fatores externos, especialmente pelo fortalecimento do dólar, com a alta do DXY em meio a um Fed mais *hawkish*, juros americanos mais elevados e menores expectativas de afrouxamento monetário no curto prazo. Esse reajuste global pressionou amplamente as moedas emergentes, e o real acompanhou o movimento mais geral de valorização do dólar. Os fundamentos domésticos permaneceram relativamente favoráveis, com diferenciais de juros reais ainda atrativos e contas externas resilientes. Embora o Banco Central tenha dado continuidade ao ciclo de afrouxamento monetário, o ritmo e a comunicação seguiram cautelosos o suficiente para preservar diferenciais de juros reais atrativos. As preocupações fiscais continuam sendo uma vulnerabilidade importante no médio prazo, especialmente à medida que a incerteza política aumenta gradualmente à frente. Mantemos nossas projeções em BRL 5,40/USD no 4T26 e BRL 5,50/USD no 4T27.

Figura 4. Trajetória mensal para USD/BRL



Fontes: BCB, Santander

POLÍTICA FISCAL

Mantivemos nossas projeções fiscais nesta revisão. Seguimos avaliando que as receitas devem continuar apresentando bom desempenho, sustentadas pela resiliência da atividade e com o petróleo permanecendo como o principal fator de suporte no curto prazo. Nesse contexto, consideramos mais provável o cumprimento da banda da meta de resultado primário deste ano (+0,25% do PIB $\pm$ 0,25 p.p.), embora nossa projeção permaneça de um déficit primário de 0,5% do PIB para o setor público consolidado. Para 2026, seguimos estimando um impulso fiscal em torno de 1,5% do PIB, ainda mais concentrado no 1S26, o que deve continuar sustentando o crescimento do PIB. Já para 2027, esperamos um impulso fiscal próximo da neutralidade, compatível com um ajuste fiscal da ordem de 0,5% do PIB. Em relação à dívida pública, projetamos a dívida bruta em pouco menos de 84% do PIB ao final de 2027, ainda pressionada por um déficit nominal próximo de 9% do PIB.

Figura 5. Resultado do setor público (% PIB)



Fontes: BCB, Santander

ATIVIDADE – PIB

Mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB em 1,8% em 2026; os dados mais recentes de atividade seguem amplamente alinhados à nossa avaliação de que o crescimento mais forte estará concentrado no 1S26. Esse desempenho tem sido sustentado pela resiliência do consumo das famílias, pela antecipação dos gastos fiscais e por uma contribuição mais robusta das exportações. Para 2027, revisamos nossa projeção de crescimento para 1,3%, ante 1,0% anteriormente, antecipando uma desaceleração menos intensa dos componentes ligados à demanda doméstica. Ainda assim, ainda esperamos uma moderação da atividade à medida que os efeitos defasados da política monetária restritiva e o esforço fiscal esperado passem a exercer maior pressão sobre a economia. Em linhas gerais, o cenário permanece consistente com uma desaceleração gradual. Ao mesmo tempo, seguem relevantes, ao longo do horizonte de projeção, os riscos associados às condições financeiras, à resiliência do mercado de trabalho e ao desempenho do setor agropecuário.

Figura 6. Crescimento do PIB (% anual)

	Projeções PIB			
	2024	2025	2026e	2027e
Agropecuária	-3,7	11,7	0,1	1,0
Indústria	3,1	1,4	1,7	1,5
Serviços	3,8	1,8	2,0	1,0
Consumo	5,1	1,3	2,3	1,3
Governo	2,0	2,1	2,2	0,5
Investimentos	6,9	2,9	-1,2	1,0
Exportações	2,8	6,2	5,4	2,0
Importações	15,6	4,5	3,8	1,0

Fontes: IBGE, Santander

ATIVIDADE – MERCADO DE TRABALHO

Mantivemos nossas projeções para o mercado de trabalho, com a taxa de desemprego dessazonalizada encerrando 2026 em 5,7% e subindo gradualmente para 6,4% ao final de 2027. Para a massa salarial, projetamos crescimento real médio de 5,4% em 2026 e 4,5% em 2027. A divulgação mais recente da PNAD reforçou os sinais de acomodação gradual do mercado de trabalho, com geração de empregos mais moderada, desaceleração do emprego em termos anuais e perda de fôlego da renda real e da massa salarial. Ainda assim, o desemprego permanece em níveis historicamente baixos, a taxa de participação segue estável e a força de trabalho continua resiliente, indicando que o ajuste tende a ser gradual. Os efeitos defasados da política monetária restritiva, a desaceleração da atividade e a redução esperada do impulso fiscal devem moderar a demanda por trabalho e a dinâmica salarial ao longo do horizonte de projeção. Ainda assim, começam a surgir riscos de uma desaceleração da massa salarial mais intensa do que a incorporada em nosso cenário-base.

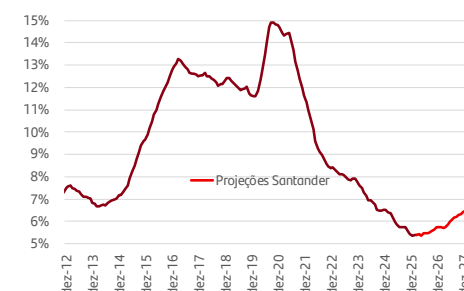
ATIVIDADE – CRÉDITO

Revisamos nossa projeção de crescimento do crédito em 2026 de 9,5% para 9,0%, refletindo uma desaceleração mais intensa do que a esperada no crédito livre às empresas, cuja expansão projetada passou de 6,1% para 4,0%. A revisão reforça nossa avaliação de que as condições monetárias restritivas vêm exercendo impacto crescente sobre a dinâmica do crédito, especialmente nos segmentos mais sensíveis aos juros. No crédito direcionado, reduzimos a projeção para as famílias de 10,1% para 8,5% e elevamos a das empresas de 12,0% para 15,0%. Como esses movimentos se compensam, mantivemos a projeção para o crédito direcionado total em 10,8%. Assim, o cenário atualizado aponta para uma expansão mais moderada do crédito em 2026. Os riscos permanecem concentrados no crédito livre, mais sensível ao ambiente de juros elevados, enquanto o crédito direcionado deve continuar mostrando maior resiliência.

INFLAÇÃO

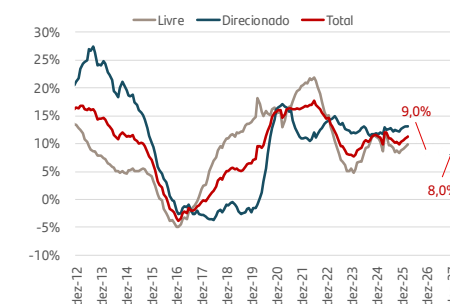
Reduzimos nossa projeção para o IPCA de 2026 para 5,0% (de 5,2%) e mantivemos a estimativa para 2027 em 4,0%. A revisão reflete a incorporação de uma trajetória mais baixa para os preços do petróleo, reduzindo pressões sobre bens industriais, combustíveis, fretes e fertilizantes. Além disso, os níveis atuais do petróleo e a possibilidade de devolução de parte da alta dos combustíveis na primeira metade do ano mantêm o balanço de riscos para o IPCA de 2026 inclinado para baixo, mesmo considerando eventual redução da subvenção aos combustíveis. Nosso cenário já incorpora os efeitos de um El Niño forte, com impactos concentrados sobre os preços de alimentos in natura. Assim, a inflação de alimentação no domicílio acelera até fevereiro de 2027 e desacelera na sequência. Para 2027, fizemos apenas ajustes marginais, já que menor inércia de 2026 e Selic mais elevada compensam, em grande medida, os efeitos do petróleo. Os principais riscos seguem sendo a taxa de câmbio, a desaceleração da atividade e pressões do mercado de trabalho sobre os custos.

Figura 7. Taxa de desemprego (% , dessaz)



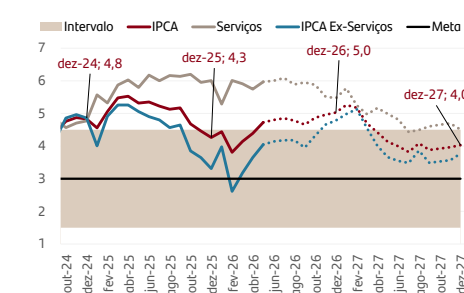
Fontes: BCB, Santander

Figura 8. Renda disponível e crédito (mm3m, % a/a)



Fontes: BCB, Santander

Figura 9. Projeção de IPCA (% a/a)

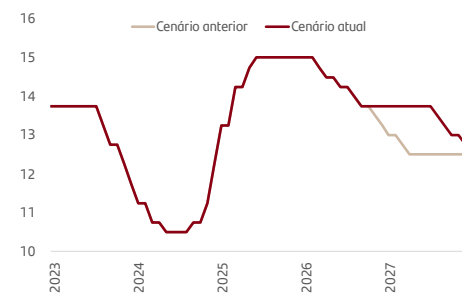


Fontes: IBGE, BCB, Santander.

POLÍTICA MONETÁRIA

O último Relatório de Política Monetária reforçou nossa percepção de que o Copom trabalha, a princípio, com uma trajetória de juros intermediária entre a implícita no Boletim Focus e uma pausa antecipada por período prolongado da Selic. Ao utilizar a curva do Focus no Cenário de Referência (13,75% ao final de 2026 e 12,0% ao final de 2027 à época), o Banco Central projeta inflação de 3,2% no 1T28 e de 3,1% na segunda metade de 2028, sugerindo que uma trajetória menos expansionista do que a estimada pelos analistas seria suficiente, no modelo do BCB, para assegurar a convergência da inflação à meta. Em nosso cenário, contudo, um câmbio mais depreciado, novas revisões altistas das expectativas de inflação e um maior impulso parafiscal sobre a atividade (concentrado em 2027) tendem a limitar esse espaço. Assim, revisamos nossa projeção para a Selic para 13,75% ao final de 2026 (ante 13,25%) e 12,75% ao final de 2027 (ante 12,50%).

Figura 10. Projeção da taxa Selic (% a.a.)



Fontes: BCB, Santander

Figura 11. Projeções macro do Santander para o Brasil – resumo

Variáveis macroeconômicas		Anterior		Atual
PIB(%)	2026E	1,8	▬	1,8
	2027E	1,0	▲	1,3
IPCA (%)	2026E	5,2	▼	5,0
	2027E	4,0	▬	4,0
Selic (% fim de período)	2026E	13,25	▲	13,75
	2027E	12,50	▲	12,75
Taxa de câmbio - R\$/US\$ (fim de período)	2026E	5,40	▬	5,40
	2027E	5,50	▬	5,50
Saldo em Transações Correntes (% PIB)	2026E	-2,2	▬	-2,2
	2027E	-1,8	▬	-1,8
Primário do Setor Público (% PIB)	2026E	-0,5	▬	-0,5
	2027E	-0,6	▬	-0,6
Primário Gov. Central - p/ meta fiscal (% PIB)	2026E	0,1	▬	0,1
	2027E	-0,1	▬	-0,1
Dívida Bruta do Governo Geral (% PIB)	2026E	83,7	▬	83,7
	2027E	88,8	▬	88,8

Fonte: Santander.

 Nota: Nossas projeções anteriores são de 15 de maio de 2026. [Disponível aqui](#)

Brasil Macroeconomics. Disclaimer

Disclaimer Geral

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui relatório de análise para os fins da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Seu único propósito é fornecer informações macroeconômicas e não constitui, nem deve ser interpretado como, uma oferta ou solicitação de oferta para compra de valores mobiliários. Pode conter informações sobre eventos futuros, e essas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores além de nossa capacidade de controlar ou estimar com precisão, como condições de mercado, ambiente competitivo, variações cambiais e de inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais, e outros fatores que podem diferir materialmente dos projetados. As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Embora todas as medidas razoáveis tenham sido tomadas para garantir que as informações aqui contidas não sejam incertas ou enganosas no momento de sua publicação, a integridade, confiabilidade, completude ou precisão dessas informações não é garantida. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste material refletem única e exclusivamente nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem aviso prévio, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas no momento de sua emissão, conforme estabelecido neste documento.

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes decorrentes do uso deste relatório. Este material não considera os objetivos, a situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer investidor em particular. Investidores potenciais devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação de investir em títulos, outros investimentos ou estratégias de investimento discutidas neste documento, e devem compreender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Ao acessar este material, você declara e confirma que entende os riscos relacionados aos mercados abordados neste documento e às leis da sua jurisdição sobre a prestação e venda de produtos de serviços financeiros. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter essas informações para seu uso exclusivo. Reservamo-nos o direito de comprar ou vender os títulos mencionados a qualquer momento. Essas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como uma garantia de desempenho futuro. O Banco Santander (Brasil) S.A. não tem a obrigação de publicar qualquer revisão ou atualização dessas projeções e estimativas diante de eventos ou circunstâncias que possam ocorrer após a data deste documento. Qualquer destinatário deste relatório nos EUA (exceto um corretor-dealer registrado ou um banco atuando como corretor-dealer) que deseje realizar qualquer transação em qualquer título aqui discutido deve entrar em contato e realizar as ordens nos Estados Unidos com a Santander US Capital Markets LLC, que, sem de forma alguma limitar o exposto anteriormente, assume a responsabilidade (somente para os fins e dentro do significado da Regra 15a-6 da Lei de Valores Mobiliários dos EUA de 1934) por este relatório e sua disseminação nos Estados Unidos. Este relatório não se destina à distribuição a qualquer pessoa que não seja um investidor profissional, e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio e autorização expressa do Banco Santander (Brasil) S.A.

© 2026 por Banco Santander (Brasil) S.A. Todos os direitos reservados.