
Perspectivas - 2º Trim. de 2026

15 de abril de 2026

Dr. Win Thin

Economista-Chefe

“É difícil fazer previsões, especialmente sobre o futuro.”

Yogi Berra

INTRODUÇÃO

Neste artigo de perspectivas para o 2º trimestre, atualizamos nossa visão sobre os seis temas que identificamos, no início deste ano, como os mais importantes para os mercados financeiros globais em 2026. Acima de tudo, o risco geopolítico é, atualmente, o fator de maior impacto para os mercados globais. No último relatório de Perspectivas Econômicas Globais (do original Global Economic Outlook) do FMI, publicado em abril, a instituição alertou que “as perspectivas globais se tornaram subitamente sombrias após a eclosão da guerra no Oriente Médio”. O fundo apresentou três cenários. O seu cenário-base parte da premissa de um conflito relativamente curto e de aumentos apenas moderados nos preços de energia para este ano. Nesse cenário, o FMI prevê um crescimento global de 3,1% neste ano, em comparação aos 3,3% estimados em janeiro.

Mantemos a visão de que, apesar dos percalços iniciais neste mais recente acordo de cessar-fogo de duas semanas, os Estados Unidos e o Irã encerrarão totalmente o conflito no 2º trimestre. Isso significaria que o cenário-base do FMI se confirmaria em sua maior parte, com poucos danos duradouros à economia global. O que deve emergir, então, após essa “névoa da guerra”, é um conjunto de fatores de longo prazo que consideramos amplamente positivos para o mercado de ações, negativos para o dólar e que impulsionam o movimento de inclinação da curva de juros.

Nas próximas semanas, ficaremos atentos a oportunidades para reafirmar nossas atuais teses macroeconômicas. Para os investidores globais, nossas projeções cambiais sugerem que os retornos em moeda local de investimentos na Europa, no Japão e nos mercados emergentes vão superar os dos Estados Unidos, assim como ocorreu em 2025.

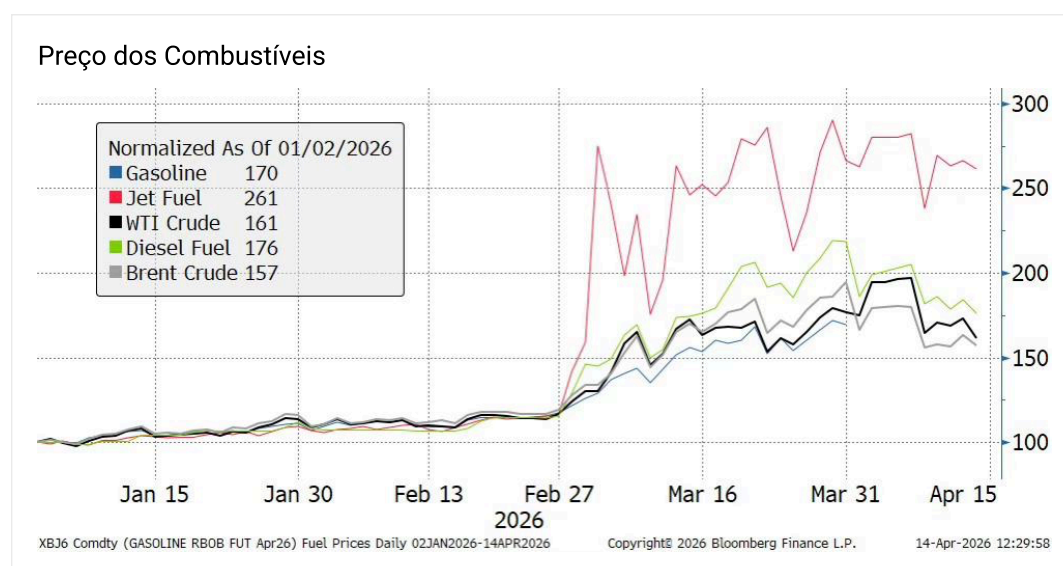
1. Tensões Geopolíticas

Sabíamos que os riscos geopolíticos teriam um peso enorme neste ano. No entanto, o aumento da hegemonia dos Estados Unidos no Hemisfério Ocidental (a chamada “Doutrina Donroe”), após a sua intervenção na Venezuela em janeiro, acabou ficando em segundo plano diante do ataque conjunto dos EUA e de Israel contra o Irã, em fevereiro. Esse ataque se tornou o evento político e econômico mais marcante de 2026.

Com o Paquistão atuando como mediador, os Estados Unidos e o Irã anunciaram um cessar-fogo de duas semanas em 7 de abril, poucas horas antes do prazo estabelecido pelos americanos. Trata-se, porém, de uma paz frágil, uma vez que Israel continua atacando alvos no Líbano. O Irã afirmou que esses ataques violam os termos do cessar-fogo e, por esse motivo, manteve o Estreito de Ormuz fechado. Apesar das tensões, os EUA e o Irã iniciaram negociações de paz em Islamabad. Contudo, após uma maratona de 21 horas, as conversas terminaram sem acordo. O Irã se mostrou aberto a novas tratativas, enquanto o presidente Trump anunciou um bloqueio do Estreito de Ormuz. Ainda assim, há relatos de que ambos os lados continuam tentando organizar uma segunda rodada de negociações na capital paquistanesa.

Apesar desses reveses, acreditamos que o fim do conflito com o Irã ocorrerá ainda no segundo trimestre. É verdade que os dois lados permanecem com posições muito distantes no momento; por isso, nossa expectativa é de que o cessar-fogo de duas semanas precise ser prorrogado. Contudo, avaliamos que nem o Irã nem os EUA desejam, de fato, que esse embate se estenda por muito tempo. Sendo assim, acreditamos que um cessar-fogo permanente seja alcançado até meados de maio. Caso isso se confirme, consideramos que dois a três meses de conflito representam um período curto o suficiente para que a economia global se recupere sem sofrer danos duradouros, o que estaria em linha com o cenário-base do FMI.

A China atua nos bastidores, mas acreditamos que o país contribuirá para colocar um fim ao conflito em maio. Relatos indicam que os chineses foram fundamentais para convencer o Irã a aceitar o cessar-fogo temporário, e avaliamos que eles continuarão desempenhando um papel construtivo no processo de paz. Além disso, vemos um acordo em maio como um cenário ainda mais provável devido ao fato de o presidente Trump ter remarcado sua cúpula, inicialmente planejada para março com o presidente chinês Xi Jinping, para os dias 14 e 15 de maio. O encontro foi adiado para que o líder americano pudesse se dedicar totalmente ao atual conflito no Oriente Médio.



2. Tarifas 2.0

A Suprema Corte dos Estados Unidos derrubou a maior parte das tarifas do presidente Trump no final de fevereiro. Ele prometeu manter sua política tarifária por outros meios e assinou rapidamente uma ordem executiva estabelecendo uma tarifa de 10% sobre todas as importações. Um dia depois, afirmou que a alíquota seria aumentada para 15%, mas a medida ainda não foi implementada.

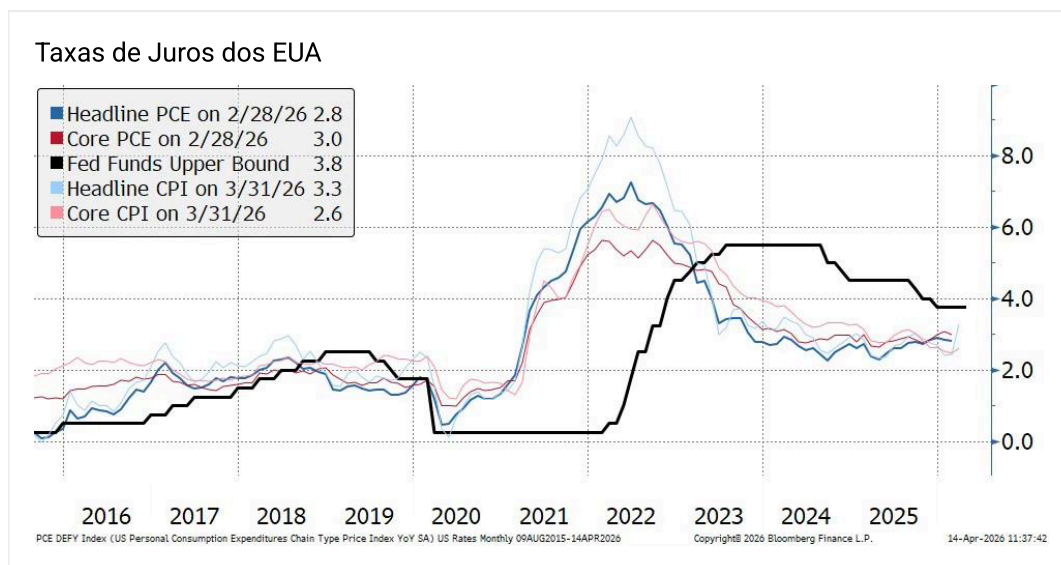
A tarifa de 10% foi aplicada com base na Seção 122 da Lei de Comércio de 1974, que permite ao presidente impor tarifas temporárias de até 15% por um prazo de até 150 dias “em situações de problemas estruturais nos pagamentos internacionais”. Isso incluiria “déficits expressivos e graves no balanço de pagamentos dos Estados Unidos”, bem como uma “desvalorização iminente e significativa do dólar”. Após os 150 dias, o Congresso precisaria aprovar qualquer prorrogação.

Como os EUA não enfrentam uma crise no balanço de pagamentos nem uma desvalorização iminente e expressiva do dólar, a expectativa seria de que as tarifas da Seção 122 fossem contestadas na Justiça. No entanto, esses questionamentos podem acabar sendo irrelevantes, uma vez que o curto período de 150 dias de vigência da medida provavelmente impedirá que qualquer ação legal avance nos tribunais a tempo. O secretário do Tesouro, Bessent, considera essas tarifas da Seção 122 temporárias, afirmando: “Veremos o que o Congresso fará, mas a Seção 122 provavelmente é uma ponte de cinco meses durante a qual serão feitos estudos sobre as tarifas da Seção 232 e da Seção 301. Portanto, trata-se mais de uma transição do que de uma medida permanente.”

A elevada incerteza no comércio exterior provavelmente continuará. Com certeza haverá contestações legais às tarifas da Seção 122, além de obstáculos jurídicos no processo de restituição. Até que as possíveis respostas sejam definidas e projetadas, o Fed ficará ainda mais confortável em manter sua atual postura de “esperar para ver”.

A longo prazo, parece claro que a decisão da Suprema Corte acabará resultando em uma alíquota tarifária média efetiva mais baixa para os EUA, o que se traduz em menores pressões inflacionárias causadas por tarifas. Incorporando as tarifas da Seção 122, o Laboratório de Orçamento de Yale (do original Yale Budget Lab) estima a alíquota efetiva atual em 11%. Esse valor está bem abaixo da alíquota efetiva de 16% (a mais alta desde 1936), que estava em vigor antes de as tarifas recíprocas serem derrubadas em fevereiro. A instituição também projeta que a alíquota efetiva cairia para 8,2% se as tarifas da Seção 122 perdessem a validade após o prazo de 150 dias.

No geral, alíquotas efetivas mais baixas são positivas para a economia, uma vez que as famílias terão mais renda disponível para consumo. O Fed pode retomar seu ciclo de corte de juros sentindo-se mais confiante de que os riscos inflacionários ligados às tarifas diminuirão, embora esse cenário tenha se tornado mais complexo devido à pressão inflacionária gerada pelo conflito com o Irã. Dito isso, continuamos acreditando que o Fed retomará o corte de juros no segundo semestre, movimento que seria positivo para o mercado de ações e negativo para o dólar, duas das nossas teses macroeconômicas que defendemos há bastante tempo.



3. Perspectivas Econômicas dos EUA Ficam Mais Incertas

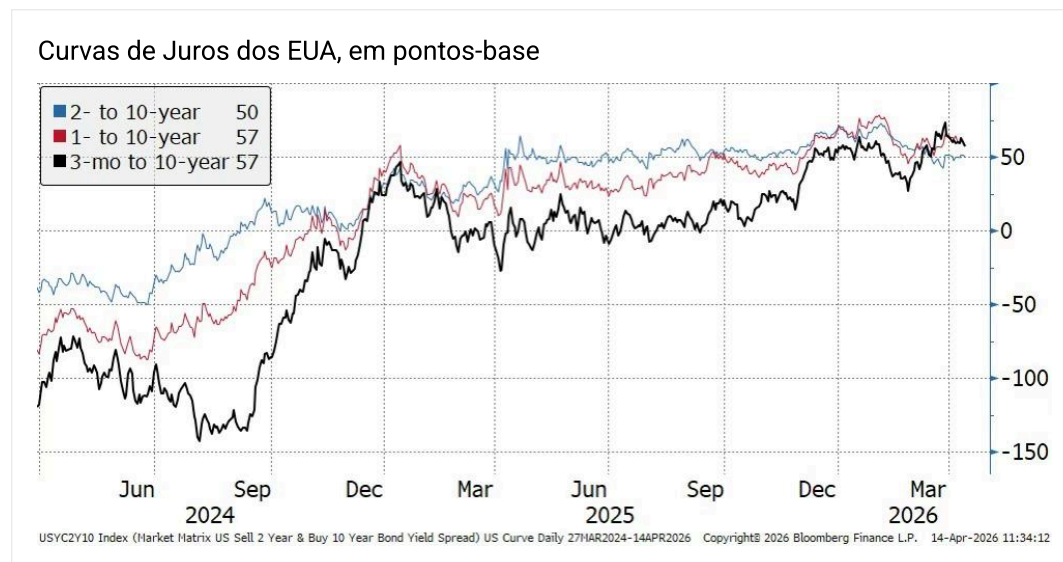
A economia dos Estados Unidos desacelerou significativamente no 4º trimestre. O crescimento de 0,5% em taxa anualizada com ajuste sazonal (SAAR) foi o mais fraco desde o 1º trimestre de 2025, embora isso tenha sido resultado, em grande parte, da paralisação do governo federal. No entanto, a recuperação no 1º trimestre parece ser pouco expressiva. Os dados preliminares do PIB do 1º trimestre serão divulgados em 30 de abril, e a estimativa de consenso da Bloomberg aponta atualmente para 2,3% (em taxa anualizada). Por outro lado, o modelo de projeção GDPNow do Fed de Atlanta estima um crescimento de 1,3% para o 1º trimestre, enquanto o modelo Nowcast, do Fed de Nova York, projeta uma expansão de 2,3%, ambos em taxa anualizada.

O consumo das famílias permaneceu surpreendentemente forte ao longo do ano passado, apesar das tarifas. Contudo, esse consumo desacelerou para 1,9% (taxa anualizada) no 4º trimestre, também o resultado mais fraco desde o 1º trimestre de 2025. Para o 1º trimestre deste ano, antecipamos uma desaceleração significativa do consumo devido a um maior enfraquecimento do mercado de trabalho, bem como à pressão sobre a renda real causada pela inflação mais alta. Para o 2º trimestre, essa pressão provavelmente continuará, já que os preços da energia permanecem elevados.

Em março, o Fed revisou a sua previsão de crescimento um décimo para cima: 2,4% em 2026, contra 2,1% em 2025. Em comparação, a projeção mais recente do FMI aponta para 2,3% em 2026, um pouco abaixo dos 2,4% estimados em outubro. A economia dos EUA conseguirá resistir diante de tanta incerteza? Vale lembrar que o consumo representa cerca de 70% da economia americana, enquanto o investimento em capital fixo responde por cerca de 20% do PIB. Embora o forte investimento em Inteligência Artificial possa ajudar a amortecer o impacto, é difícil ver como isso compensaria totalmente a fraqueza esperada no consumo, especialmente se não houver criação de empregos à medida que os orçamentos familiares são espremidos pelos preços mais altos de energia.

O risco de uma recessão continua sendo marginal. O consenso da Bloomberg aponta para uma probabilidade de 30% de recessão em 2026, acima dos 25% estimados no início deste ano. Embora continuemos preocupados com uma desaceleração, acreditamos que essas probabilidades exageram o risco de uma forte contração neste ano, especialmente agora que uma saída para o conflito com o Irã parece provável no 2º trimestre.

Além disso, se os riscos de recessão aumentarem de forma significativa, a expectativa é de que o Fed flexibilize a política monetária de forma mais agressiva. Isso porque, no fim das contas, continuamos acreditando que a instituição dará mais peso ao cumprimento de seu mandato de pleno emprego do que ao de estabilidade de preços. É essa visão que sustenta nossa projeção de um corte total de pelo menos 50 pontos-base nos juros em 2026. Esse valor é maior do que o precificado pelo mercado (que vê 40% de probabilidade de um corte de apenas 25 pontos-base) e também supera a mediana do Gráfico de Pontos do Fed, que indica apenas um corte de 25 pontos-base. Com os títulos de longo prazo provavelmente apresentando um desempenho inferior devido à inflação elevada, à incerteza fiscal e às preocupações com a independência do Fed, a curva de juros dos EUA deve retomar sua tendência de inclinação.



4. Os Ataques à Independência do Fed Continuam

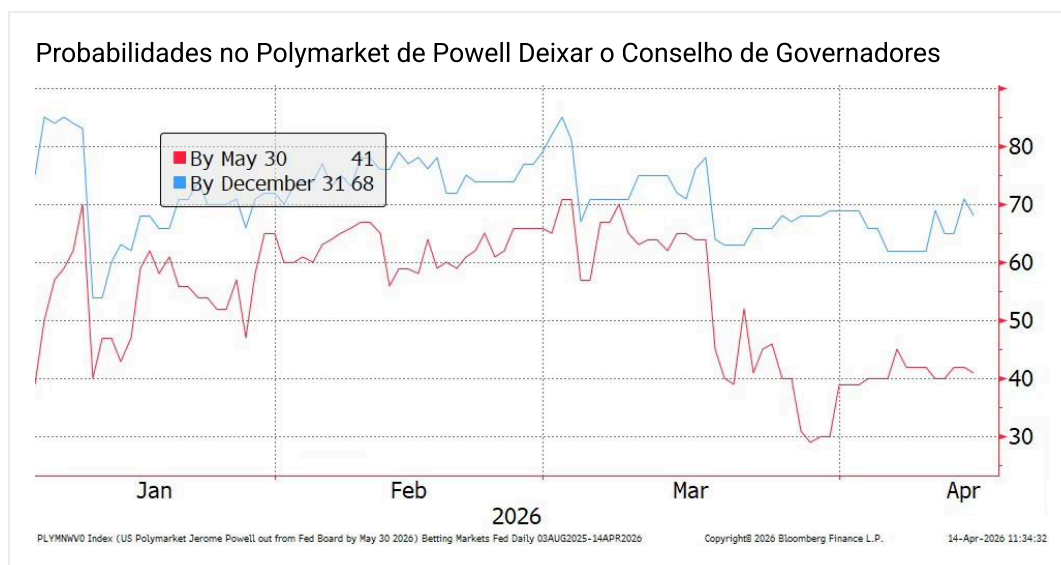
No mês passado, o juiz federal Boasberg manteve sua decisão de rejeitar as intimações entregues ao presidente do Fed, Jerome Powell, referentes à reforma da sede da instituição. Ele enfatizou que “o problema fundamental do governo é não ter apresentado absolutamente nenhuma evidência de fraude”. Um porta-voz da procuradora dos EUA, Pirro, declarou: “Certamente recorreremos da interferência do Judiciário em nosso acesso ao grande júri.” Qualquer recurso será inicialmente analisado pelo Tribunal de Apelações do Circuito de Washington, D.C.

Será que a promotoria realmente vai querer correr o risco de prolongar ainda mais esse processo? A posse de Kevin Warsh como presidente do Fed está prevista para meados de maio. Dizemos “prevista” porque, à medida que os ataques à independência do Fed continuam, o senador republicano Tillis prometeu bloquear todos os indicados à instituição até que as investigações sejam resolvidas.

Relatos indicam que a audiência de confirmação de Warsh perante o Comitê Bancário do Senado foi marcada para 21 de abril. Não acreditamos que a Casa Branca avançaria sem ter o apoio garantido de Tillis; portanto, só podemos supor que o senador recebeu alguma garantia de que a investigação sobre o Fed será discretamente encerrada. Diante da incerteza e dos riscos em andamento, no entanto, é possível que Warsh não seja confirmado até o término do mandato de Powell como presidente, em 15 de maio. O que isso significaria?

Durante sua coletiva de imprensa pós-decisão em março, Powell afirmou que, se isso acontecesse, ele permaneceria como presidente pro tempore (ou seja, interinamente) até que Warsh fosse confirmado. Embora incomum, isso já ocorreu em várias ocasiões. A mais recente foi em 1996, quando Alan Greenspan atuou como presidente interino de 3 de março a 20 de junho, enquanto aguardava a confirmação do Senado para um novo mandato.

Powell também revelou, na mesma coletiva, que permaneceria no Conselho do Fed enquanto a investigação continuasse. Ele não quis comentar sobre planos além disso. Seu mandato como diretor termina em 31 de janeiro de 2028, e é possível que ele permaneça no cargo até completá-lo. Embora isso seja altamente incomum, já aconteceu antes. A última vez foi em 1948, quando Marriner Eccles permaneceu como diretor até 1951, em um esforço para defender a independência do Fed em meio a crescentes tensões sobre a política monetária com o Departamento do Tesouro. Caso Powell renuncie ao cargo de diretor, o presidente Trump terá a oportunidade de nomear o seu substituto.



Enquanto o governo Trump continua seus esforços para pressionar Powell, também tem buscado outras formas de enfraquecer a independência do Fed. A Suprema Corte permitiu que a diretora do Fed, Lisa Cook, permanecesse em seu cargo até que o seu caso seja decidido. A corte ouviu os argumentos orais em janeiro, mas uma decisão final não é esperada antes do verão no Hemisfério Norte. A expectativa é de que a Suprema Corte decida a favor de Cook. Caso contrário, a perda explícita da independência do Fed provavelmente levaria a uma forte inclinação da curva de juros, além de intensificar a fraqueza do dólar.

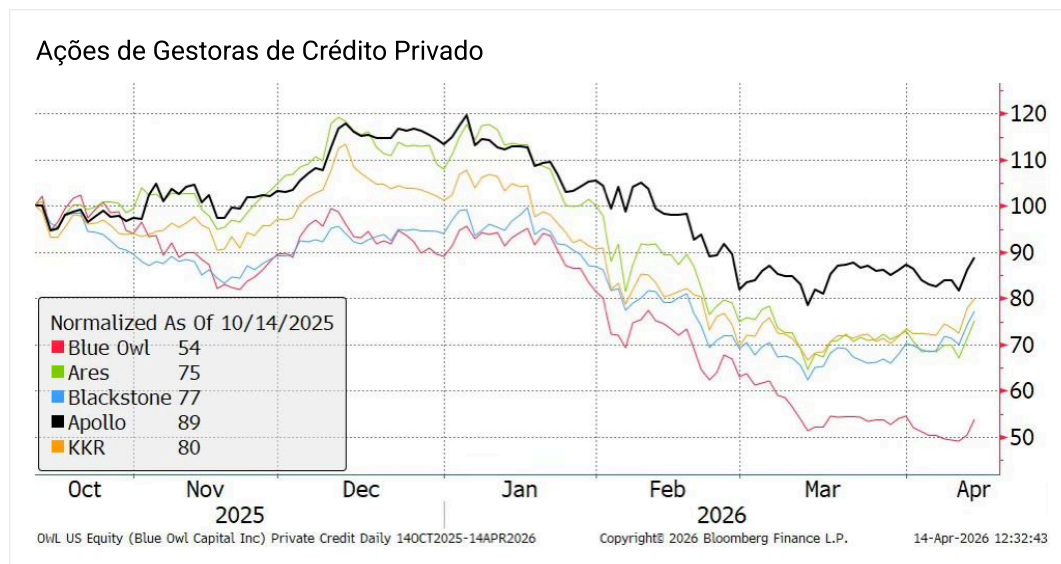
5. Mais Baratas Significam Mais Medo

Em outubro passado, o CEO do JPMorgan Chase, Jamie Dimon, alertou sobre os riscos do crédito privado de forma notória quando afirmou: “Meu sinal de alerta dispara quando coisas assim acontecem. Eu provavelmente não deveria dizer isso, mas onde você vê uma barata, provavelmente há outras... Todos deveriam estar avisados sobre isso.” Ele se referia, claro, aos dois credores de alto risco que quebraram. Em sua carta anual aos acionistas, publicada em abril, Dimon voltou a destacar os riscos do crédito privado, observando: “Nem todos que originam crédito são necessariamente bons nisso. Há muitos players que entraram tarde nesse jogo, e é de se esperar que alguns provedores de crédito façam um trabalho muito pior do que outros.”

Desde o alerta de Dimon em outubro, as taxas de inadimplência no crédito privado continuaram a subir. A Fitch estimou que a taxa de inadimplência acumulada em 12 meses chegou a 5,8% em janeiro, o nível mais alto desde o início da série histórica, em agosto de 2024. Historicamente, essa taxa tem girado em torno de 2% a 3%, mas alguns analistas do setor alertam que ela pode chegar a 15% durante o atual ciclo de crédito.

As crescentes preocupações se refletiram em pedidos de resgate cada vez maiores nos fundos de crédito privado, a ponto de muitos deles terem imposto travas aos saques (mecanismos conhecidos no mercado como gates). Isso pode ser comparado a uma corrida aos bancos, já que os fundos de crédito privado investem em ativos ilíquidos e de longo prazo, que são difíceis de vender quando as obrigações de curto prazo (os pedidos de resgate) aumentam rapidamente. Quanto maiores as restrições impostas aos saques, maior será a pressão acumulada.

Essas pressões por resgates provavelmente continuarão à medida que o estresse no mercado financeiro aumenta. Analistas calculam que há um enorme “muro de vencimentos” de US\$ 200 bilhões em títulos de alto rendimento e empréstimos alavancados no setor de SaaS (Software as a Service, ou Software como Serviço) que vencerão entre agora e 2028. Muitos desses negócios já estariam no vermelho devido à disrupção causada pela Inteligência Artificial. Como o crédito privado é, por definição, privado, os investidores têm recorrido à venda de ações de gestoras de recursos listadas em bolsa que possuem forte exposição a esse segmento. Desde o alerta de Dimon, em 14 de outubro, as ações dessas gestoras caíram acentuadamente, antes de se estabilizarem nos últimos dias.



Em seu mais recente Global Financial Stability Report (GFSR – Relatório de Estabilidade Financeira Global), publicado em abril, o FMI concentrou-se nos riscos à estabilidade financeira decorrentes do conflito com o Irã. O fundo demonstrou uma preocupação mais específica ao afirmar que “diversos canais de amplificação poderiam transmitir o estresse do mercado para uma instabilidade financeira mais ampla”. Com relação ao crédito privado, o FMI alertou que “sinais de maior inadimplência por parte dos tomadores de crédito nesse segmento poderiam desencadear preocupações mais amplas sobre o crédito corporativo, particularmente para empresas altamente alavancadas e sujeitas à disrupção causada pela Inteligência Artificial”. O fundo acrescentou ainda que “embora os descasamentos de liquidez no crédito privado pareçam limitados a estruturas semilíquidas, o que sugere um impacto sistêmico contido, os investidores aceleraram o ritmo de resgates, receosos com a piora na qualidade de crédito dos tomadores”.

No GFSR de outubro de 2025, o FMI já havia enfatizado que “ao contrário dos bancos, as instituições financeiras não bancárias operam, em sua maioria, sob uma regulação prudencial mais branda. Além disso, muitas oferecem transparência limitada sobre seus ativos, alavancagem e liquidez, o que torna a detecção de vulnerabilidades e interconexões muito mais difícil”. Nós concordamos com essa visão e esperamos que o FMI continue a focar nessa classe de ativos em seus próximos relatórios.

Reforçamos mais uma vez que nem nós, nem o FMI, estamos condenando o crédito privado como classe de ativos. Contudo, recomendamos cautela por parte dos investidores, já que o crédito privado nunca foi testado em um período prolongado de contração do ciclo de crédito. Se os EUA de fato enfrentarem uma desaceleração econômica neste ano, esperamos um aumento nas tensões nesse segmento. E, se essa desaceleração for mais profunda do que o previsto, então todos devemos estar preparados para uma verdadeira “corrida das baratas”.

6. Um Endividamento Ainda Excessivo

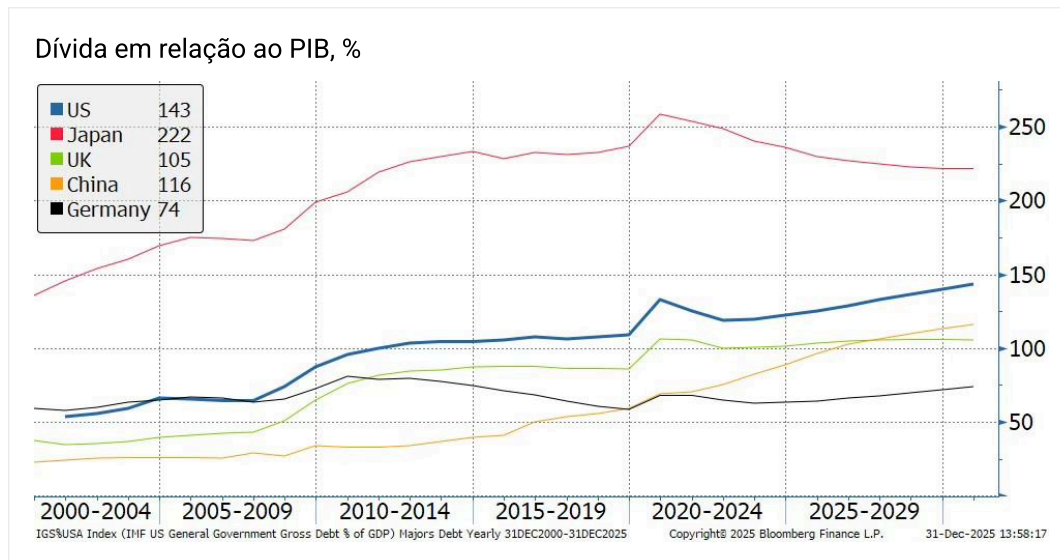
Além dos riscos crescentes de inflação, continuamos acreditando que as preocupações com a política fiscal em todo o mundo provavelmente manterão os juros dos títulos soberanos globais elevados na ponta longa da curva. Isso é particularmente verdadeiro para os EUA, já que a decisão da Suprema Corte contra as tarifas do IEEPA removeu uma importante fonte de arrecadação para o governo federal.

O Escritório de Orçamento do Congresso (CBO) estimou que a derrubada das tarifas do IEEPA resultará em uma perda de arrecadação totalizando US\$ 2 trilhões nos próximos dez anos. Vale lembrar que o CBO havia estimado anteriormente que as tarifas do IEEPA de Trump reduziriam os déficits orçamentários em cerca de US\$ 3 trilhões ao longo de dez anos, o que praticamente compensava os déficits adicionais resultantes da lei One Big Beautiful Bill Act (OBBBA) de 2024. Com as tarifas do IEEPA agora derrubadas, isso significa que cerca de dois terços dos déficits da OBBBA terão de ser financiados por medidas alternativas.

Até o momento, o CBO ainda não forneceu estimativas atualizadas para a arrecadação sob as novas tarifas da Seção 122. Quando essas estimativas forem divulgadas, suspeitamos que as projeções de déficit orçamentário e de dívida pública do CBO provavelmente serão revisadas significativamente para cima.

Em paralelo, o Comitê para um Orçamento Federal Responsável (do original Committee for a Responsible Federal Budget - CRFB) divulgou suas próprias estimativas. Primeiro, o CRFB concluiu que a derrubada das tarifas do IEEPA resultará em US\$ 1,7 trilhão de perda de arrecadação nos próximos dez anos.

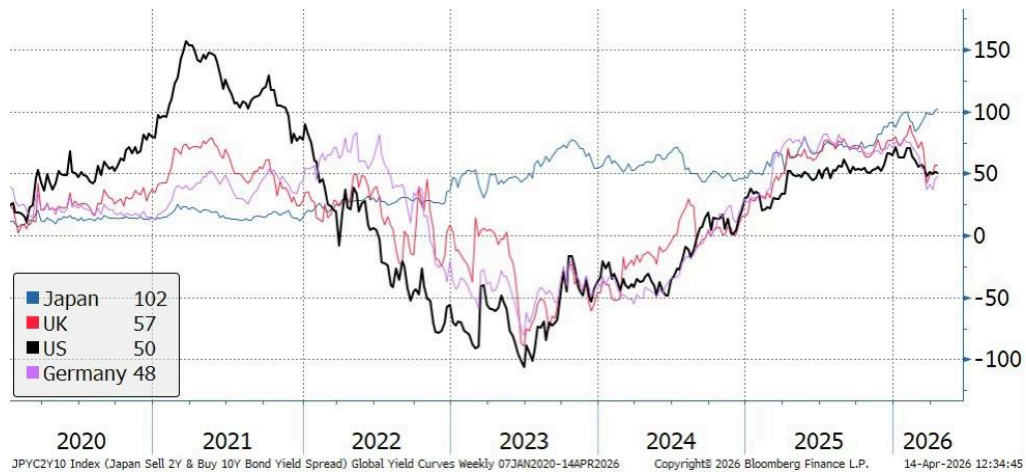
Quanto às novas tarifas da Seção 122, o CRFB observou que elas são temporárias (150 dias), mas acrescentou que, mesmo que fossem tornadas permanentes pelo Congresso (o que é altamente improvável), a arrecadação gerada ainda seria de apenas cerca de US\$ 925 bilhões em dez anos com uma alíquota de 10%, e US\$ 1,3 trilhão com uma alíquota de 15%. Assim, as receitas esperadas das tarifas da Seção 122 ficariam entre US\$ 400 bilhões e US\$ 800 bilhões abaixo das projetadas no IEEPA, dependendo da alíquota. Além disso, o CRFB estima que a relação dívida/PIB seria cinco pontos percentuais maior, chegando a 125% até 2036.



Outro risco fiscal está se formando a partir do conflito com o Irã. Isso ocorre porque muitos países estão adotando medidas para proteger os consumidores da alta nos preços da energia. Essas iniciativas incluem o aumento de subsídios e a redução de impostos sobre os combustíveis, ambos com impactos fiscais significativos caso as cotações de energia permaneçam elevadas por um período prolongado.

Com o mundo já sobrecarregado de dívidas e o risco de um aumento nas emissões de títulos públicos, é fácil entender por que a ponta longa das curvas de juros deve apresentar um desempenho inferior. Posturas mais inclinadas ao corte de juros por parte dos bancos centrais devem ancorar a ponta curta e, portanto, o movimento de inclinação da curva provavelmente continuará em 2026. Esse cenário, conhecido como bull steepening, costuma ser positivo para o mercado de ações, especialmente para bancos e outras instituições financeiras. Juros de curto prazo mais baixos nos EUA também devem impulsionar a bolsa e ajudar a compensar o provável impacto negativo do enfraquecimento do mercado de trabalho. Além disso, taxas menores devem manter a pressão de baixa sobre o dólar.

Curva de Rendimentos de 2 a 10 Anos, em pontos-base



MATRIZ DE PROJEÇÕES

	Atual	Final de 2026	Variação
Ações			
S&P 500	6967	7500	7.6%
NASDAQ	23639	25000	5.8%
DAX	24044	27000	12.3%
Nikkei	57877	62000	7.1%
MSCI EM	1547	1700	9.9%
Renda Fixa			
UST de 2 anos	3.7449	3.25	-0.49
UST de 10 anos	4.25	4.00	-0.25
Curva de 2 a 10 anos	0.50	0.75	0.25
Moedas			
EUR/USD	1.18	1.23	4.3%
USD/UPY	159	150	-5.6%
EUR/CHF	0.9212	0.9400	2.0%
	0.781009	0.764228	-2.1%
Commodities			
Ouro	4838	5000	3.3%
Petróleo Brent	95	75	-20.9%

Isenção de responsabilidade: O Bank of Nassau 1982 Ltd. ("BON") está registrado sob a Lei da Indústria de Valores Mobiliários de 2011 na Comissão de Valores Mobiliários das Bahamas (Registro nº. SIA-F083) e o Banco Central das Bahamas (Licença nº. LIC0117). Este documento é endereçado exclusivamente a clientes e parceiros do Bank of Nassau e não se destina a ser transmitido a terceiros. Este documento é fornecido apenas para fins informativos e ilustrativos. Não constitui uma solicitação ou oferta, solicitação ou recomendação de compra ou venda de investimentos ou outros instrumentos financeiros específicos. As informações contidas neste documento foram fornecidas apenas como um comentário geral e não constituem qualquer forma de aconselhamento financeiro regulamentado. Não leva em consideração os objetivos financeiros, a situação ou as necessidades de nenhuma pessoa.