

NATTOS CAPITAL | necton
Assessoria de Investimentos | Uma empresa BTG Pactual

Conjuntura Econômica

Junho de 2026

Índice

03	Cenário Internacional
04	Incertezas sobre o conflito EUA x Irã
05	Guerra Comercial e Tecnológica
06	Cenário das Commodities
08	Cenário Brasileiro
09	Riscos fiscais no cenário doméstico
11	Perspectivas e Cenários
14	Expectativas

Escrito por:

Willian Souza

Head de Economia Nattos Capital



NATTOS CAPITAL | necton
Assessoria de Investimentos Uma empresa BTG Pactual

Cenário Internacional

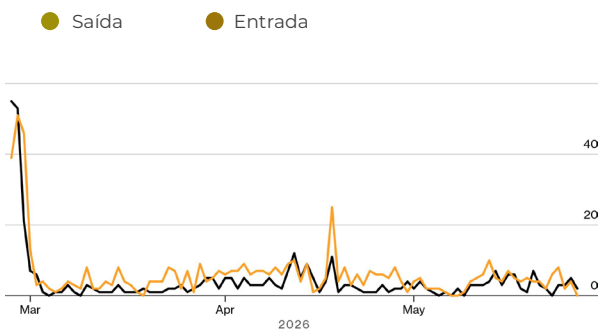
7

• 1.1 Contexto Internacional

O conflito iniciado em 28 de fevereiro, quando Estados Unidos e Israel lançaram ataques ao Irã na Operação Fúria Épica, completa agora três meses e permanece como o principal vetor de incerteza econômica global, mesmo com um cessar-fogo formalmente vigente desde 8 de abril. A trégua tem sido sistematicamente violada por ambas as partes desde o primeiro dia. O Exército americano voltou a atacar posições iranianas esta semana, justificando as ações como "legítima defesa", enquanto o governo afirma que as negociações avançam.

Os motivos principais do impasse são conhecidos: o Irã se recusa a transferir seu urânio enriquecido ao exterior, uma exigência americana, e insiste que qualquer discussão sobre seu programa nuclear só ocorrerá depois do encerramento formal da guerra. Trump, por sua vez, reiterou que só aceitará um acordo que garanta que o Irã "jamais tenha uma arma nuclear".

• **Gráfico 1 - Tráfego de Ormuz**
Número de navios comerciais que passam pelo Estreito de Ormuz



Senadores republicanos seguem pressionando publicamente contra qualquer concessão.

China e Catar tentam garantir o cumprimento do cessar-fogo e auxiliar diplomaticamente. O Irã sinalizou a intensão de restaurar o tráfego comercial pelo Estreito de Ormuz aos níveis pré-guerra em até um mês, derrubando o preço do gás natural europeu 5% em um único pregão, ilustrando a sensibilidade dos mercados a qualquer ruído gerado por qualquer uma das partes. A dimensão econômica do conflito é visível: o FMI revisou para baixo a projeção de crescimento global, cortando 0,2 p.p com base no cenário otimista de um conflito de curta duração. A inflação global foi revisada para cima, com 0,6 p.p a mais do que os projetados antes da guerra. O Fundo alertou que, num cenário adverso com choque energético persistindo em 2027 e bancos centrais sendo forçados a subir juros, o crescimento global poderia recuar para 2,0% a 2,5%, território de recessão para boa parte das economias avançadas.

Diante do choque, os bancos centrais das economias avançadas mantiveram a cautela que já caracterizava o início do ano. Fed, ECB, Bank of England e Bank of Canada seguiram em compasso de espera, e a sinalização migrou: onde havia dois cortes de juros precificados para 2026 nos EUA, o mercado agora atribui menos de 3% de probabilidade de qualquer corte nas reuniões restantes do ano, com parcela crescente dos investidores já cogitando uma alta. O Banco do Japão e o Reserve Bank of Australia sinalizaram maior probabilidade de aperto. O risco de estagflação voltou ao centro do debate, na mesma combinação que caracterizou os anos 1970 e que os formuladores de política monetária passaram as décadas seguintes tentando afastar.

• 1.2 Contexto Internacional

No campo tarifário, o quadro permanece em aberto e acrescenta uma camada de risco à leitura macro. O DXY opera em patamar inferior ao de janeiro de 2025, reflexo de expectativas de crescimento mais fraco nos EUA, aversão ao risco institucional e apostas de que o novo comando do Fed pode eventualmente ceder à pressão política por cortes. Trump têm estendido o prazo para imposição de tarifas de 50% à União Europeia. O Secretário do Tesouro sinalizou que as tarifas gerais, suspensas pela Suprema Corte no início do ano, podem retornar a partir de julho. A combinação de choque energético persistente com novo fôlego na guerra comercial é o risco que o cenário de janeiro não contemplava e que começa a ganhar corpo.



Foto: REUTERS/Kent Nishimura

Tarifas, sanções e restrições a investimentos continuam sendo utilizadas como ferramentas de política externa, transformando a regulação financeira em instrumento de concorrência geopolítica. O ouro, beneficiado pela desdolarização, instabilidade e busca por proteção, segue em patamares muito superiores aos do ano passado. O euro segue sustentado pelo diferencial de juros e pela percepção de que o BCE manterá postura mais rígida que o Fed, agora sob a liderança de Warsh, indicado por Trump.

• 1.3 Guerra Comercial e Tecnológica

A tecnologia está no centro da disputa comercial entre Estados Unidos e China: de um lado, proibições, liberações e tarifas sobre o uso e a venda de semicondutores e softwares, de outro, expansão da produção local, subsídios governamentais e mais controle do governo sobre as atividades, com o objetivo de reduzir a dependência externa. Washington e Pequim tentam se posicionar na vanguarda da nova corrida tecnológica, e para isso precisam impedir que o adversário seja mais rápido, mais eficiente e mais econômico no desenvolvimento.

Por trás desse conflito tecnológico, há uma corrida de capital sem precedentes. Os cinco maiores hyperscalers americanos: Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta e Oracle, comprometeram centenas de bilhões de dólares apenas em 2026, praticamente o dobro dos níveis de 2025 e um montante comparável ao PIB de grandes países. Algumas dessas empresas chegaram a emitir dívidas de 100 anos para financiar a expansão. No primeiro trimestre, o gasto de capital em IA foi responsável pela maior parte do crescimento do PIB americano, segundo estimativas privadas. Para o mercado, esse capex é o contrapeso da guerra do Irã: enquanto o choque energético deprime as expectativas de atividade, o boom de infraestrutura de IA sustenta os múltiplos das bolsas americanas e, por extensão, o apetite global por risco.

A incerteza dessa nova realidade se dá tanto no campo geopolítico quanto nos balanços: por enquanto, investidores suportam prejuízos bilionários em troca de uma esperada supremacia tecnológica no futuro. Resta saber se todo esse apetite ao risco se manterá caso a economia global mergulhe em dias mais difíceis que os atuais.

• 1.4 Cenário de Commodities

• Petróleo e Gás

A EIA (EUA) elevou sua projeção para o preço médio do Brent em 2026 para US\$ 96/barril, contra uma previsão de US\$ 79 em março. A OPEP cortou sua projeção de crescimento da demanda global de petróleo, citando o impacto do conflito nos fluxos de comércio.

Para o Brasil, o quadro segue sendo de duplo impacto: como exportador líquido de petróleo o país colhe ganhos reais nos termos de troca e na receita de royalties. Do lado doméstico, a defasagem entre os preços internacionais e os praticados nas bombas de gasolina e diesel brasileiras segue crescendo com o Brent acima de US\$ 99, aprofundando o dilema da Petrobras em ano eleitoral. Manter os preços represados protege o consumidor no curto prazo, mas corrói as margens da estatal e, no limite, cria distorções de abastecimento. Reajustar tem custo político que o governo teme enfrentar a poucos meses das eleições.

Os estoques de gás na União Europeia estão bem abaixo da média dos últimos anos para este período do ano, abaixo do que seria necessário para uma reconstrução confortável antes do inverno do hemisfério norte. A China restringiu exportações de derivados, o Japão acionou reservas estratégicas junto à AIE, e a Tailândia ativou plano de contingência. Se o Estreito de Ormuz permanecer parcialmente bloqueado até o inverno, a Europa pode enfrentar restrições de fornecimento, cenário que seria economicamente devastador para a Alemanha, ainda em processo lento de recuperação industrial.

• Metais Preciosos

O ouro se mantém em patamares superiores, consolidando-se como o ativo de proteção dominante do ciclo. O metal atingiu máxima histórica de US\$ 5.595 em janeiro de 2026, antes da guerra, e recuou durante o conflito num movimento que parece contraintuitivo, mas tem explicação: o choque energético forçou liquidação de ativos em vários mercados para cobertura de perdas, e os juros reais americanos subiram com a perspectiva de inflação mais persistente, reduzindo o custo de oportunidade de manter ouro. Desde o cessar-fogo, o metal voltou a se firmar.

Os motivos estruturais para a demanda por ouro permanecem intactos: bancos centrais de economias emergentes seguem diversificando reservas para longe do dólar, e o ouro ultrapassou o euro como segundo maior ativo de reserva global em 2025. Casas como UBS projetam retomada para US\$ 5.900/onça até o final de 2026, sustentada por riscos de estagflação, geopolítica e compras soberanas contínuas. O cobre, por sua vez, voltou a subir com o otimismo com as negociações de paz e tightening (aperto) de estoques: o conflito gerou escassez de enxofre, com cerca de um terço do suprimento global vindo do Golfo, o que reduziu a disponibilidade de ácido sulfúrico e, por extensão, a produção de cobre beneficiado em algumas refinarias.

- **Minério de Ferro**

O minério de ferro atingiu a máxima desde maio de 2025, sustentado por recomposição de estoques nas siderúrgicas chinesas e por escassez pontual de minério de alto teor nos portos. Esse movimento, contudo, não altera o quadro estrutural: a produção e o consumo aparente de aço na China recuaram no primeiro trimestre em termos anuais, os estoques nos portos seguem elevados, e as entidades setoriais do país pedem cortes de produção para reduzir o excesso de oferta. O setor de construção civil, principal motor da demanda por minério, permanece deprimido, com os estímulos de Pequim ainda insuficientes para reverter a tendência. O aumento esperado das compras indianas de minério em 2026 oferece algum alívio marginal, mas não resolve a questão estrutural enquanto a China não encontrar um modelo de crescimento menos dependente de infraestrutura de concreto e aço.



NATTOS CAPITAL
Assessoria de Investimentos

necton
Uma empresa BTG Pactual

Cenário Brasileiro

2

• 2.1 Brasil entre amortecedores e riscos fiscais

O Brasil, apesar das dificuldades internas, mantém posição relativamente privilegiada no contexto externo adverso. O real mostrou resiliência frente a seus pares emergentes, com apreciação expressiva em relação ao patamar registrado no início do conflito, em março. Essa valorização reflete a melhora nos termos de troca decorrente do petróleo elevado, o diferencial de juros que ainda favorece o real frente às moedas de economias desenvolvidas, e a entrada de capital externo atraído pela combinação de carry trade elevado com exposição ao petróleo. O FMI revisou a projeção de PIB brasileiro de 1,6% para 1,9% em 2026, com parte relevante da melhora associada ao setor petrolífero e ao ganho de termos de troca.

Exportador líquido de petróleo, o Brasil deve observar um aumento pela demanda da sua produção em virtude do conflito no Oriente Médio, especialmente por parte da China, que busca fontes alternativas ao petróleo do Golfo. Com isso, há melhora na balança comercial e na entrada de dólares, um canal positivo para o câmbio que reforça os amortecedores do país frente ao choque externo. O desemprego segue próximo das mínimas históricas, e os indicadores de emprego formal não mostram arrefecimento consistente. Esse mercado de trabalho resiliente sustenta o consumo das famílias, mas também dificulta a desinflação dos serviços, componente mais inercial da inflação, que encerrou 2025 acima de 6% ao ano.

O choque do petróleo, contudo, inverteu o balanço de riscos inflacionários com força. O Copom reduziu a Selic em 0,25 ponto percentual na reunião de abril, de 14,75% a.a para 14,50% a.a, a segunda queda consecutiva do ciclo iniciado em

março após a taxa ter permanecido em 15% por quase um ano. Na ata, o comitê abandonou qualquer sinalização prospectiva, afirmando que a magnitude e a direção do ciclo serão determinadas "ao longo do tempo", à medida que novas informações forem incorporadas às análises. O recado é de que o BC não está comprometido nem com a continuidade nem com o encerramento dos cortes, e que a evolução do conflito geopolítico é a variável externa dominante. O comitê alertou ainda para o risco de "desancoragem adicional das expectativas de inflação para horizontes mais longos, em particular para o ano de 2028".

As projeções do mercado refletem esse ambiente. O Focus de meados de maio elevou a estimativa do IPCA de 2026 para 4,91%, a nona alta consecutiva e já acima do limite de tolerância da meta de inflação. O próprio modelo de referência do Banco Central passou a projetar IPCA de 4,6% para o ano. As expectativas do Focus para 2027 estão em 4,0%, também acima da meta, sinalizando que a pressão inflacionária não é lida pelo mercado como pontual. A Selic terminal esperada pelo mercado permanece em 13% ao fim de 2026, patamar significativamente mais restritivo do que o projetado no início do ano.

A defasagem no preço dos combustíveis segue crescendo, aprofundando o dilema da Petrobras em ano eleitoral. O ganho fiscal extraordinário com o petróleo, em royalties e participações especiais, estimado em dezenas de bilhões, oferece alguma margem para medidas de mitigação, seja via corte de impostos, subvenções ou subsídios. O governo federal deve utilizar parte desse ganho para atenuar a pressão sobre os combustíveis. Mas essa medida não resolve o problema estrutural: o crescimento dos gastos públicos, segue incompatível com a estabilização da dívida no longo prazo, que caminha rapidamente para patamares próximos a 90% do PIB. Sem reformas que reduzam o ritmo de expansão das despesas, o custo da dívida pode reacender o debate sobre dominância fiscal, um cenário onde o BC perde o controle sobre a inflação, com a trajetória do IPCA dependendo mais do quadro fiscal do que da política monetária. Os dados de atividade do primeiro trimestre mostram retomada modesta, com destaque para a indústria de transformação e o setor de petróleo e gás. O viés de alta nas estimativas de PIB depende do cenário externo: uma desaceleração global mais intensa, precipitada por manutenção do petróleo elevado ou reimposição de tarifas americanas, poderia eliminar boa parte do impulso esperado.

• 2.2 Impactos do Cenário Eleitoral

A dinâmica é conhecida: em anos eleitorais, o câmbio tende a ser o primeiro canal de transmissão da incerteza política. O real opera hoje sustentado pelo diferencial de juros e pelo petróleo elevado, mas qualquer sinalização de afrouxamento fiscal por parte dos pré-candidatos pode desfazer rapidamente parte dessa valorização. A principal incerteza se dá no campo fiscal: o vencedor da eleição manterá o gradualismo fiscal, forçando o Copom a manter

juros mais altos por mais tempo, ou optará por um ajuste mais forte, desacelerando mais rapidamente a atividade econômica? Nesse contexto, a PEC que reduz a jornada de trabalho de 44 para 40 horas e extingue a escala 6x1, se torna mais uma variável de incerteza. A proposta, enviada em abril pelo governo, e que tramita em regime de urgência, prevê a transição em duas etapas: queda para 42 horas logo após a aprovação e para 40 horas um ano depois, sem redução salarial. O setor produtivo estima aumento de 22% no custo da hora trabalhada; a CNI projeta perda de até R\$ 77 bilhões no PIB caso não haja ganhos de produtividade equivalentes. Do outro lado, alguns pesquisadores argumentam que o impacto sobre custos operacionais ficaria abaixo de 1% na indústria e no comércio, com potencial de geração de até 4,5 milhões de empregos e ganho de produtividade de 4%. O debate é genuinamente técnico, político e ideológico ao mesmo tempo, e as projeções dependem criticamente de uma premissa que não se resolve no Congresso: se as empresas conseguirem reorganizar turnos e absorver custos sem demitir ou repassar preços. O texto votado tornou ainda mais rígida a legislação trabalhista, adicionando regras diretamente na Constituição e se sobrepondo a acordos individuais e coletivos. O risco de um choque de preços aumentou, e a proximidade com o calendário eleitoral torna difícil a rejeição da proposta.

O timing é delicado. A aprovação em ano eleitoral, com mercado de trabalho próximo ao pleno emprego e inflação de serviços resistente, adiciona pressão de custo num momento em que o Copom já opera com margem estreita. Se a PEC for aprovada e os reajustes de custo se transmitirem aos preços, o BC terá mais um vetor inflacionário para monitorar, exatamente quando o segundo semestre pede cautela redobrada.

• 2.3 Perspectivas e Riscos

O cenário base trabalha com acordo de paz EUA-Irã sendo fechado ao longo de junho, com reabertura gradual e controlada do Estreito de Ormuz no segundo trimestre e Brent convergindo para o intervalo de US\$ 90–100. A inflação global permanece pressionada no primeiro semestre, com arrefecimento apenas no segundo, a depender da velocidade de reabertura de Ormuz e da recuperação da capacidade de GNL do Catar. Os bancos centrais das economias avançadas mantêm cautela; a reimposição de tarifas americanas a partir de julho, caso se confirme, adiciona uma camada de incerteza que pode atrasar o ciclo de afrouxamento global. O Copom promove corte de 0,25 p.p para 14,25% a.a em junho, com espaço para cortes adicionais condicionado à trajetória do petróleo, do câmbio e da inflação de serviços.

Risco 1: Colapso das negociações

a combinação de ataques militares contínuos com negociações paralelas é instável por definição. Um incidente de maior escala no Estreito, afundamento de petroleiro, uso de mina, ataque a base americana, poderia colapsar o armistício e empurrar o Brent novamente acima de US\$ 120–130. Nesse cenário, a estagflação global se consolida, e os bancos centrais das economias avançadas perdem o espaço que tinham para cortar juros. Para os emergentes, a combinação de inflação mais alta e juros mais altos nos EUA é diretamente devastadora, dificultando a capacidade do Brasil em atrair capitais através de carry trade, por exemplo.

Risco 2: FOMC sob Warsh

Kevin Warsh assumiu o Fed com o mandato implícito de Trump por afrouxamento, mas enfrenta um FOMC profundamente fragmentado. Dos 12 membros votantes em abril, quatro dissentiram: a maior divisão desde 1992. Três queriam retirar o viés de afrouxamento do comunicado; um, Miran, queria corte imediato. Qualquer percepção de que Warsh vai ceder à pressão política e cortar juros prematuramente, num ambiente de inflação americana bem acima da meta, poderia desancorar expectativas inflacionárias globalmente e pressionar os ativos emergentes. O risco oposto, um FOMC mais hawkish que o esperado, com membros votando por alta, também está na mesa e seria ainda mais perturbador para os mercados.

Risco 3: Combustíveis e IPCA no Brasil

com o Brent em patamares elevados, a defasagem na bomba atinge níveis politicamente difíceis de sustentar. Qualquer ajuste tem custo político ou fiscal em ano eleitoral. A combinação de IPCA projetado acima do teto da meta, Selic ainda restritiva e eleições em outubro estreita progressivamente o espaço de manobra do Copom no segundo semestre e antecipa o debate sobre o perfil fiscal do próximo governo. As incertezas sobre candidaturas e plataformas já começam a se refletir nos prêmios dos títulos de longo prazo.

Risco 4: Tarifas e fragmentação comercial

a sinalização de reimposição das tarifas americanas a partir de julho adiciona ao choque energético um eventual choque de demanda global, combinação particularmente adversa. Para o Brasil, que havia se beneficiado da queda para a tarifa geral de 10% após a derrubada das tarifas recíprocas pela Suprema Corte americana, a reimposição de sobretaxas adicionais representaria reversão de um ganho relevante. A imprevisibilidade das políticas comerciais de Trump segue como fator estrutural de volatilidade para o planejamento das exportações brasileiras.

• 2.4 Expectativas



Reunião do COPOM

Probabilidades para 17 JUN

-0,25 p.p.

EXPECTATIVA DE CORTE
DA SELIC PARA **14,25% AO ANO**

Fonte: B3 e Valor Data



Reunião do FOMC

Probabilidades para 17 JUN

Manutenção

EXPECTATIVA DE
MANUTENÇÃO EM **3,50% A**
3,75%

Fonte: CME FedWatch

BTG Pactual

	2026	2027
PIB % ao ano	1,94%	1,63%
Taxa de Desemprego % ao final do ano	5,36%	5,72%
Investimentos % ao ano	-1,33%	0,42%
Exportações % ao ano	2,52%	1,64%
IPCA % ao ano no fim do período	4,90%	4,20%
Meta da Taxa Selic % no fim do período	13,00%	10,50%
Balança Comercial US\$ bilhões	US\$ 81,20	US\$ 81,10
Taxa de Câmbio R\$/US\$ no fim do período	R\$ 5,20	R\$ 5,10
Resultado Primário % do PIB	-0,40%	-0,20%
Dívida Bruta % do PIB	80,60%	83,90%

Relatório Focus

	2026	2027
PIB % ao ano	1,90%	1,70%
Taxa de Desemprego % ao final do ano	5,50%	6,00%
IPCA % ao ano no fim do período	4,31%	3,84%
Meta da Taxa Selic % no fim do período	13,25%	11,25%
Balança Comercial US\$ bilhões	US\$ 70,00	US\$ 75,50
Taxa de Câmbio R\$/US\$ no fim do período	R\$ 5,16	R\$ 5,25
Resultado Primário % do PIB	-0,50%	-0,40%
Dívida Bruta % do PIB	83,30%	87,00%

Atualizado em: 05/06/2026

NATTOS CAPITAL

Assessoria de Investimentos

necton
Uma empresa BTG Pactual



Nattos Investimentos Ai LTDA, inscrita sob o CNPJ nº 56.545.272/0001-21 é uma empresa de assessoria de investimento devidamente registrada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), na forma da Resolução CVM 178. Atuando no mercado financeiro como preposto do Banco BTG Pactual S/A, o que pode ser verificado através do site da ANCORD (<https://www.ancord.org.br/certificacao-e-credenciamento/>) ou através do site da Necton Investimentos (<https://www.necton.com.br/seja-parceiro/>). O Banco BTG Pactual S/A é instituição financeira integrante do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários, atuando como intermediário das operações de seus clientes. Na forma da legislação da CVM, o assessor de investimento não pode administrar ou gerir o patrimônio de investidores, pois é um preposto do intermediário e depende da autorização prévia do cliente para realizar operações no mercado financeiro. Na realização de operações com derivativos, existe a possibilidade de significativas perdas patrimoniais, inclusive, superiores aos valores investidos. A assessoria pode exercer outras atividades relacionadas ao mercado financeiro, de capitais, securitário e de previdência e capitalização, que podem ou não ser em parceria com o BTG Pactual ou demais instituições, e que podem ou não ser realizadas pela mesma pessoa jurídica da assessoria. Especificamente quanto às atividades de gestão, consultoria e análise de valores mobiliários, estas podem vir a ser desempenhadas por empresas do grupo e nunca pela própria assessoria de investimentos, considerando que são atividades conflitantes e que exigem segregação. O investimento em ações é um investimento de risco e rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. Para reclamações, favor contatar a Ouvidoria do Banco BTG Pactual S/A no telefone nº 0800-722-0048. Para acessar nossa lista de sócios, clique aqui: <https://www.necton.com.br/escritorios>. Demais atividades, produtos e serviços relacionados aos mercados financeiro, de capitais, securitário, de previdência e de capitalização podem, ou não, ser realizados em parceria com o BTG Pactual ou com demais instituições. Especificamente quanto às atividades de gestão, consultoria e análise de valores mobiliários, estas podem ser desempenhadas por empresas do grupo, nunca pela própria assessoria de investimentos, considerando que são atividades conflitantes e não podem ser exercidas de forma concomitante com a de assessoria de investimentos.