



Samuel Pessôa

Pesquisador associado do
FGV IBRE

Ponto de Vista

O ano começou mais forte do que se imaginava

A tabela 1 a seguir apresenta o desempenho da economia brasileira no primeiro trimestre de 2026. A base de comparação é o primeiro trimestre de 2025. Na primeira coluna temos o cenário que o FGV IBRE tinha no final de dezembro de 2025. Na segunda coluna, os valores divulgados pelo IBGE em 29 de maio passado.

Lê-se, no meio da tabela, na 10ª linha, o crescimento da economia toda, ou seja, do produto interno bruto (PIB). Da primeira linha até a nona, lê-se o desempenho da economia pelos diversos componentes da demanda agregada. Nas linhas da tabela abaixo do PIB, lê-se o desempenho da economia pela ótica dos componentes da oferta agregada.

O ano começou e houve uma clara surpresa positiva de crescimento sobre o que esperávamos no final de 2025. Esperávamos que

o crescimento no primeiro trimestre de 2026, tendo como base de comparação o primeiro trimestre de 2025, fosse de 1,4%, e foi de 1,8%, isto é, 0,4 ponto percentual maior.

A surpresa positiva de crescimento foi no consumo das famílias, 1,7% em vez de 1,4%; no consumo do governo, 2,8% em vez de 2%; nas exportações, 7,4% em vez de 0%; e nas importações, 1,2% em vez de 2,3%. Ou seja, tanto a demanda por consumo quanto a demanda externa explicaram a surpresa de crescimento. A surpresa ainda não foi maior pois o investimento surpreendeu na direção contrária: recuou 1,4% quando, no final de 2025, esperávamos estabilidade.

Tudo indica que a política monetária está cumprindo o seu papel de esfriar a demanda agregada. Se o consumo está mais forte, mesmo com os juros nas alturas, é porque



diversas políticas têm sido criadas para sustentar a demanda em ano eleitoral. Voltarei a este ponto na segunda metade da coluna.

De fato, apesar de termos sido surpreendidos pelo maior consu-

mo, tanto privado quanto público, essa surpresa foi compensada pela surpresa negativa no investimento, de sorte que não houve surpresa na demanda interna privada: esperávamos crescimento

de 1,1%, como foi divulgado. O investimento mais fraco gerou uma menor importação, em relação ao projetado em dezembro de 2025. Não obstante, houve surpresa positiva na construção civil, item da oferta agregada, que contribuiu para que a queda do investimento não fosse ainda maior.

Ainda olhando pela ótica da oferta agregada, a indústria de transformação apresentou crescimento menor do que esperávamos, recuo de 0,9% ante previsão de crescimento de 1,1%. Em linha com o maior crescimento do consumo, houve surpresa positiva nos serviços, principalmente em outros serviços. Esperávamos crescimento de 1,7% ante o crescimento efetivo de 2,4%, surpresa de 0,7 ponto percentual.

Moral da história, claramente o crescimento da economia no primeiro trimestre de 2026 surpreendeu para maior, em que pese o menor investimento do que o projetado. Ou seja, a política monetária tem feito o seu papel, mas o consumo continua surpreendendo. A renda deve estar crescendo mais do que se imaginava.

De fato, levantamento que temos feito, que consolida os dados de renda da pesquisa por amostra de domicílios do IBGE com os dados de crédito do BC, sugere que, desde o último trimestre de 2025, o crédito tem impulsionado o con-

Tabela 1: Desempenho da economia brasileira no primeiro trimestre de 2026 – %

Atividades	Cenário em dezembro de 2026	Divulgação
PIB ex agro	1,6	2
PIB demanda	0,9	2,2
Demanda interna privada	1,1	1,1
Demanda interna	1,3	1,3
Consumo das famílias	1,4	1,7
Consumo do governo	2	2,8
Investimento	0	-1,4
Exportação	0	7,4
Importação	2,3	1,2
PIB	1,4	1,8
Agropecuária	0,5	0,7
Indústria	2,7	1,6
Extrativa	12,4	13,1
Transformação	1,1	-0,9
Eletricidade e outros	0	-1,7
Construção civil	-0,3	1,3
Serviços	1,6	2,1
Comércio	0,7	1
Transporte	1,2	0,7
Serviços de informação	4	7,6
Intermediação financeira	0,9	2,8
Aluguéis	2,1	2,9
Outros serviços	1,7	2,4
Administração pública	1,9	1,1
Imposto	0,9	1,9

O ciclo de queda da Selic foi revisto. Se, no início do ano, esperava-se queda da Selic de 3 pontos percentuais, de 15% para 12%, hoje tudo sugere que a Selic será reduzida de mais 0,25 ponto percentual, para 14,25%

sumo. A consolidação das duas bases de dados permite construir a estatística do crescimento da massa salarial real modificada para incorporar o balanço das famílias com os bancos. Nesse balanço, entram com sinal positivo todos os novos créditos concedidos e com sinal negativo todos os pagamentos feitos pelas famílias aos bancos em função de serviço e amortização das dívidas. Essa estatística, a renda real modificada pelo balanço das famílias com os bancos, apresentava crescimento próximo de zero no final do terceiro trimestre de 2025, ante o mesmo período do ano anterior. No início do segundo trimestre de 2026, essa mesma estatística já rodava a 6%.

Um conjunto de medidas sem impacto direto sobre o superávit primário, a maior parte delas medidas de crédito, tem sustentado o consumo mesmo com juros tão elevados. A tabela 2 abaixo apresenta o elenco de medidas com essas características. Algumas medidas expansionistas, como o programa Gás do Povo, não foram incluídas pois têm impacto primário. Na tabela, na primeira coluna, temos o nome do programa; na segunda coluna, o início do programa; e na terceira coluna, a variação da execução em 2026 em comparação com a execução em 2025. Essa variação nos fornece uma ideia do impulso fiscal adicional, isto é, do impacto sobre a

Tabela 2: Medidas sem impacto direto sobre o superávit primário

Programa	Status	Orçamento (R\$ bi)	Δ 2/-26 (R\$ bi)
Isenção IRPF/imposto sobre altas rendas	Início: jan/26	31	31
Move Brasil 1 e 2 (caminhões)	Jan-abr/26 e mai-ago/26	31,2	29,7
Consignado	Início: mai/25	-	24
Novo Modelo de Crédito Imobiliário	Início: out/25	37,2	22,3
Desenrola 2.0 + FGTS	Início: maio/26	23,2	10,5
Reforma Casa Brasil	Início: nov/25	40	12,9
Move Aplicativo	Início: jul/26	30	7,4
MCMV – Faixa 3 e 4	Início obras: 1S26 (faixa 4)/2S26 (faixa 3)	50	6,5
Luz do Povo	Início: jul/25	13	4,3
Saque FGTS	Saques: jan/26, fev/26, mai/26	16,2	4,2
Restrições Saque Aniversário	Início: nov/25	-	-12,5
TOTAL		271,8	140,2

demanda agregada em 2026 em excesso ao impacto do mesmo programa em 2025. Temos R\$ 140 bilhões somente com medidas sem impacto primário. As estimativas de impacto em 2026, em excesso ao impacto em 2025, foram feitas pelo meu colega do BTG Fábio Serrano, em função do cronograma de cada programa.

A lista de programas é longa. O primeiro item é a mudança da tabela do IRPF compensada pelo imposto sobre as altas rendas. Como o imposto reduz a renda de pessoas ricas que não sofrem restrições de crédito, não reduzirá o consumo dessas pessoas. Por outro lado, a mudança da tabela do IRPF elevará a renda disponível para o consumo de famílias com restrições de crédito – elevará seu consumo, portanto. O segundo item, programa Move Brasil, disponibilizará recursos para a renovação da frota de caminhões. Esse programa é complementado pelo Move Aplicativo, que atenderá os motoristas de táxi e aplicativos. Não está na lista, mas o governo começa a discutir um programa com o mesmo desenho para os motociclistas entregadores. A lista ainda deverá crescer até as eleições.

Todo esse impulso a mais sobre a demanda gera aceleração do crescimento, como vimos com a surpresa de atividade no primeiro trimestre, mas, dada a situação da economia, que se encontra a

pleno emprego, gera principalmente surpresas altistas na inflação. No final do ano passado, minha previsão era de a inflação em 2026 fechar o ano em 4,1%, com serviços a 6% e o núcleo de serviços subjacentes a 5,4%. Hoje a previsão para as três estatísticas é de, respectivamente, 5,3%, 6,7% e 6,2%. A inflação de serviços, que não é diretamente afetada pela guerra no Irã, foi revista em 0,7 ponto percentual para maior. Claramente o cenário inflacionário piorou muito e parte significativa da piora, por volta de 2/5 da piora, deve-se aos impactos sobre a inflação de uma economia mais forte.

A consequência é que o ciclo de queda da Selic foi revisto. Se, no início do ano, esperava-se queda da Selic de 3 pontos percentuais, de 15% para 12%, hoje tudo sugere que a Selic será reduzida de mais 0,25 ponto percentual, para 14,25%. O ciclo de queda será interrompido para ser retomado após as eleições, quando ficar mais claro qual será o plano de ataque ao desequilíbrio fiscal do próximo governo. Vale notar que a revisão para menor no ciclo de queda da taxa Selic, de 2,25 pontos percentuais, é maior do que a revisão para maior na inflação, de 1,2 ponto percentual. Rodaremos 2026 com juros reais pouco mais de 1 ponto percentual maior do que se imaginava. ■

